

## 稳增长“三步走”

近期，政策和经济预期分化加大，扰动市场。眼下，“政策底”已夯实，“经济底”也将出现，不必过于悲观；更为关键在于理解，动能切换下稳增长的本质。

### ■ “政策底”已夯实，稳增长“三步走”进行时，“经济底”或将出现1季度

“政策底”在2021年下半年已出现，且不断夯实。2021年年中前后开始，中央对经济形势研判已开始转向谨慎，7月中央政治局会议开始强调经济恢复的不稳固等，央行开启新一轮降准周期；四季度，经济形势座谈会、国常会等明确指出“经济面临新的下行压力”，12月中央经济工作会议要求“着力稳定宏观经济大盘”、“政策发力适当靠前”，地方债额度提前下达、降准降息等措施加快落地。

稳增长“三步走”进行时，“经济底”或将出现1季度前后。第一步，货币宽松加码、降准降息落地，地方债额度提前下达、加快发行等，带动政府融资增多、为稳增长提供资金支持；第二步，以重大项目为代表的基建、产业等项目，加快开工和施工，带动实体需求改善，预计2季度边际改善最为明显；第三步，实体需求走出收缩“负循环”、经济预期修复，GDP增速回归5-5.5%的合理区间。

### ■ 目标5%还是5.5%的争论大可不必，动能切换过程中的稳增长，有别于过往

本轮稳增长，新、老基建和产业协同发力；资金、项目等优化，有利于提高稳增长的质效、长短兼顾。有别于过往，传统基建更加注重服务产业和区域协同发展，财政资金向有项目、有增长空间的地区倾斜，广东即为典型代表。稳增长不只依靠传统基建，还有产业属性更强的新基建，及产业等“抓手”。新基建和产业项目，对财政资金依赖度低，更多依靠企业市场化融资，容易形成有效投资。

5%还是5.5%的大争论，忽视了供给侧结构性改革下，动能切换的目标。关于2022年GDP目标5%还是5.5%的争论，表层逻辑指向的是稳增长“抓手”和力度等不同，但实际上忽视了经济转型的本质。作为传统负债驱动增长的引擎，基建和地产投资2018年以来先后下台阶，背后是政策加快“旧”动能出清，为新经济培育“腾空间”；这个过程中，政策淡化总量目标、更重视经济发展质量。

### ■ 经济最差的阶段或就在现在，预期仍在摇摆，但经济趋势已明、不必悲观

“政策底”夯实下，财政从募资到花钱，或带动信用环境从总量企稳到结构改善。高频指标显示，年初经济产、需仍较为低迷，或缘于疫情反复、人员提前返乡等影响下，稳增长传导时滞拉长等。地方债错位发行等支持下，社融存量增速已见底回升，但更多反映财政募资行为，只有财政资金运用形成实物工作量，才能带动实体需求的修复；伴随财政“花钱”加快，实体投融资需求或加速修复。

站在“周期”的底部看未来，过于悲观的观点不可取；更为重要的在于深刻了解，动能切换才是中长期方向。旧动能出清带来的经济阶段性超调压力，需要政策托底来稳大局；然而，进是方向和目标，没有发展、没有进，就不会真正实现稳。“政策底”夯实下，“经济底”或即将出现；中长期来看，经济结构也在持续优化中，高技术投资持续高增，“三新”经济占比逐年抬升、2020年接近17%。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、“政策底”已夯实，稳增长“三步走”，“经济底”或即将出现 .....	3
二、目标 5%还是 5.5%的争论大可不必，动能切换过程中的稳增长有别过往..	5
三、经济最差的阶段或就在现在，预期仍在摇摆，但经济趋势已明.....	7
风险提示: .....	9

## 图表目录

图表 1: 2021 年 7 月以来，政策托底信号逐步明确 .....	3
图表 2: 2021 年 7 月开始，新一轮货币宽松开启.....	3
图表 3: 2022 年初，地方债已开始加快发行.....	3
图表 4: 部分地区第一批重大项目规模显著增长.....	3
图表 5: 部分地区数据显示，重大项目开工时间大多明显早于 2021 年.....	4
图表 6: 中性情景，“经济底”或出现在 1 季度.....	4
图表 7: 2021 年，专项债分配已呈现东部倾斜特征 .....	5
图表 8: 2022 年，东部专项债发行占比抬升.....	5
图表 9: 广东、浙江等交通类计划投资规模较大.....	5
图表 10: 近年来，新能源电源建设投资规模明显增多.....	5
图表 11: 新基建包括信息、融合、创新三大基础设施.....	6
图表 12: 信息通信基础建设“十四五”增长 48%.....	6
图表 13: 重大项目近一半为产业项目 .....	6
图表 14: 重点领域贷款增长较快.....	6
图表 15: 2018 年以来基建和地产投资先后经历下台阶 .....	7
图表 16: 房地产贷款近年来持续累积.....	7
图表 17: 年初，水泥出货率也明显弱于季节性.....	7
图表 18: 建筑钢材年初成交量也略低于往年.....	7
图表 19: 2022 年春运客运量高于 2021 年同期.....	8
图表 20: 2021 年底农村外出务工人员数量明显下降.....	8
图表 21: 中性情景，2022 年社融增速或先抬升后回落.....	8
图表 22: 传统引擎约束下，信用周期波动小于以往.....	8
图表 23: 高技术产业投资占比逐年抬升.....	9
图表 24: “三新”经济占比逐年抬升.....	9

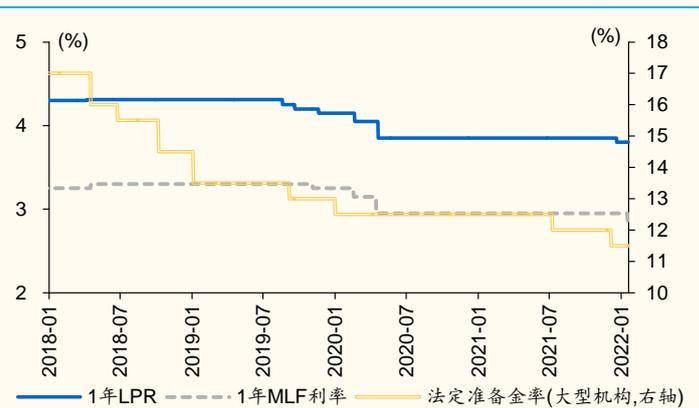
## 一、“政策底”已夯实，稳增长“三步走”，“经济底”或即将出现

“政策底”在 2021 年下半年已出现，且不断夯实。2021 年年中前后开始，中央对经济形势研判已开始转向谨慎，7 月中央政治局会议强调经济恢复的不稳固、推动财政资金年底年初形成实物工作量等，央行也开启了新一轮降准周期；四季度，经济形势座谈会、国常会等明确指出“经济面临新的下行压力”，12 月中央经济工作会议要求“着力稳定宏观经济大盘”、“政策发力适当靠前”，地方债额度提前下达、降准降息等措施加快落地，“政策底”逐步夯实。

图表 1: 2021 年 7 月以来，政策托底信号逐步明确

会议	日期	主要内容
中央政治局会议	2021年7月30日	国内经济恢复仍然不稳固、不均衡...要做好宏观政策跨周期调节...积极的财政政策要提升政策效能...合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。
经济形势部分地方政府主要负责人座谈会	2021年11月22日	国内外环境中不稳定不确定因素增多，我国经济面临新的下行压力...落实好岁末年初筹划的跨周期调节举措...防范化解风险，推动经济在爬坡过坎中持续健康发展。
国常会	2021年11月24日	面对新的经济下行压力，要加强跨周期调节...更好发挥专项债资金带动社会资金的作用，扩大有效投资，以利扩大内需、促进消费。
中央经济工作会议	2021年12月10日	我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力...着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间...各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。
中国人民银行工作会议	2021年12月27日	切实担负起稳定宏观经济责任，主动推出有利于经济稳定的货币金融政策。
2021年金融统计数据新闻发布会	2022年1月18日	在经济下行压力根本缓解之前，进要服务于稳，不利于稳的政策不出台，有利于稳的政策多出台...一是充足发力，把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方；二是精准发力，要致广大而尽精微，金融部门不但要迎客上门，还要主动出击...三是靠前发力...一年之计在于春，所以我们要抓紧做事，前瞻操作...不能拖，拖久了，市场关切落空了，落空了就不关切了，不关切就“哀莫大于心死”。

图表 2: 2021 年 7 月开始，新一轮货币宽松开启

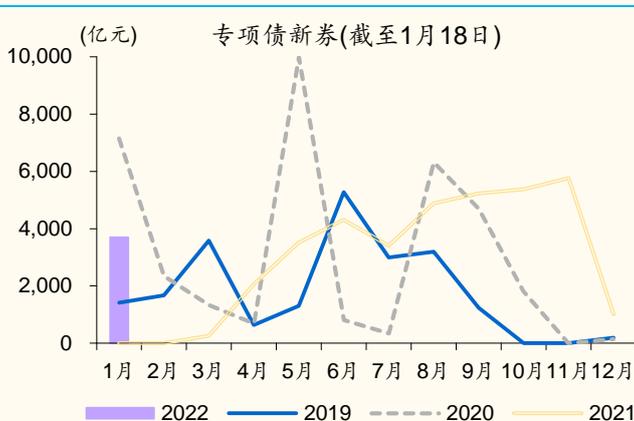


来源：中国政府网、中国人民银行、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

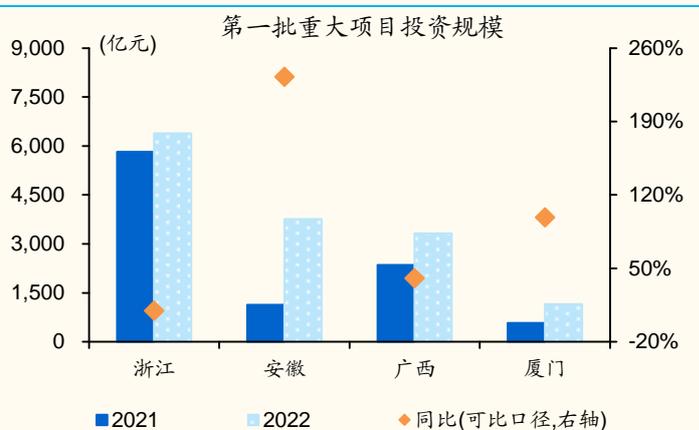
稳增长“三步走”进行时，从宽松加码到投资落地，经济预期或逐步修复。第一步，货币宽松加码、降准降息落地，地方债额度提前下达、加快发行等，带动融资增多、为稳增长提供资金支持；第二步，以重大项目为代表的基建、产业等项目，加快开工和施工，2022 年重大项目落实明显早于 2021 年；第三步，投资需求释放，带动实体需求走出收缩“负循环”，经济预期修复。

图表 3: 2022 年初，地方债已开始加快发行



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4: 部分地区第一批重大项目规模显著增长



来源：政府网站、国金证券研究所

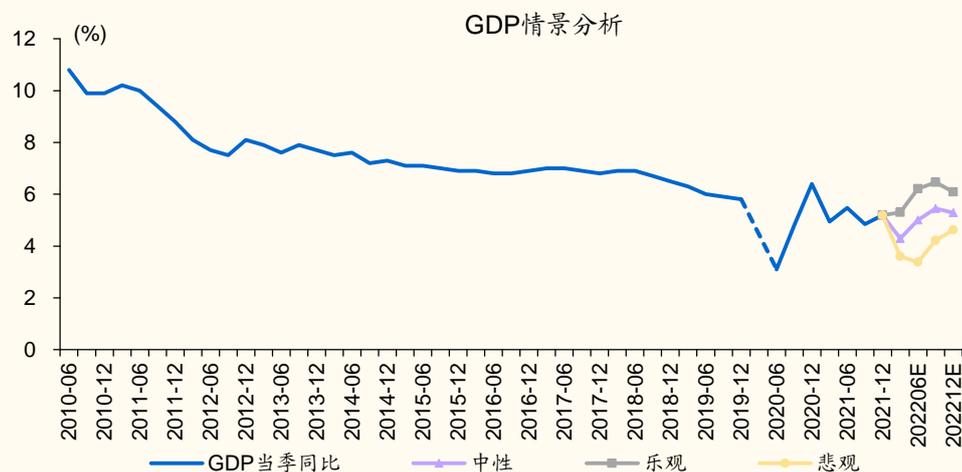
图表 5: 部分地区数据显示, 重大项目开工时间大多明显早于 2021 年

地区	时间	2022年重大项目投资计划	涉及领域	2021年时间
广东	2021年12月23日	初步安排2022年重点项目投资计划9000亿元, 比2021年增加1000亿元。	将加快推进在建工程, 抓紧新开工一批成熟项目, 提前开工建设一批重大交通、能源水利、城市管网等重点项目。	2021年1月26日
黑龙江	2021年12月29日	筛选确定省级牵头抓的重点项目500个, 总投资7920亿元, 2022年可完成投资2150亿元。	重点推进基础设施项目, 新能源、新材料、数字经济、生物经济等产业项目及民生项目。	2021年5月24日
安徽	2022年1月4日	2022年第一批全省重大项目集中开工动员会, 集中开工重大项目731个, 总投资3760.6亿元, 年度计划投资1262.5亿元。	涉及战略性新兴产业、交通、社会事业等领域	2021年1月17日
河北	2022年1月4日	2022年河北重点建设项目共安排695项, 总投资1.12万亿元, 年内预计完成投资2500亿元以上。	涉及战略性新兴产业项目, 产业链现代化提升项目, 数字基础设施及应用项目, 现代服务业项目, 重大基础设施项目及民生补短板项目。	2021年2月2日
四川	2022年1月4日	2022年第一季度重大项目集中开工, 共组织10亿元以上重大项目100个, 总投资2322亿元。	涉及基础设施、现代产业、民生及社会事业等领域。	2021年3月29日
厦门	2022年1月4日	首个工作日集中开工132个项目, 总投资1151亿元, 年度计划投资193亿元。	涵盖产业、基础设施、社会民生等多个领域	2021年3月3日
浙江	2022年1月5日	358个项目集中开工, 总投资6386亿元, 年度计划投资921亿元, 计划3月底前全部实质性开工建设。	以清洁能源、轨道交通、安澜工程; 公共卫生、基础教育、文化旅游点; 保障性住房、老旧小区改造、地下管网改造为重点; 数字经济、新材料、生物医药为重点。	2021年3月17日
海南	2022年1月6日	自由贸易港建设项目2022年度第一批集中开工活动6日在海南多个市县同步举行。本次集中开工项目142个, 总投资373亿元, 其中本年度计划投资101亿元。	自由贸易港建设项目	2021年1月13日
广西	2022年1月10日	一季度集中开竣工项目共649个, 总投资3319亿元, 其中新开工项目395个, 竣工项目254个。	项目涵盖产业发展、基础设施、社会民生等领域。	2021年3月31日
湖北	2022年1月14日	全省重大交通运输项目集中开工, 共89个项目, 总投资847亿元, , 确保一季度交通运输项目建设“开门红”。	涉及高速公路、国省干线、水运物流等领域	2021年2月22日

来源: 政府网站、国金证券研究所

从“政策底”夯实到稳增长措施落地, “经济底”或将出现在 1 季度前后。地产和消费下滑, 加速需求收缩, 仍可能拖累经济进一步回落; 而稳增长从加码到落地存在时滞, 或导致实体需求改善最明显的阶段出现在 2 季度, 随后经济进入“新稳态”。中性情景下, 1 季度 GDP 增速可能回落至 4.5%以内, 2 季度回升至 5%左右, 下半年维持在 5%-5.5%的合理区间。

图表 6: 中性情景, “经济底”或出现在 1 季度

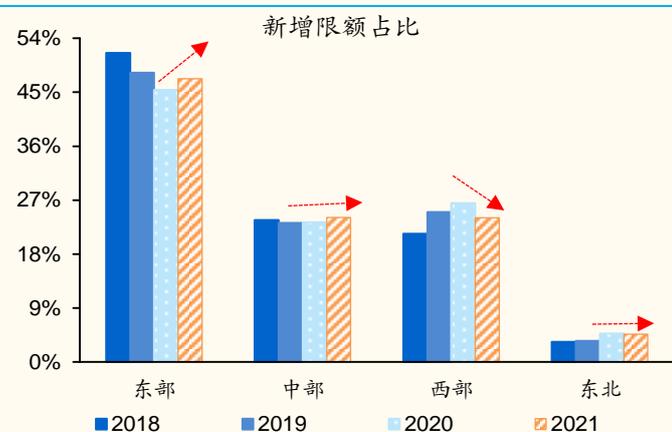


来源: 政府网站、国金证券研究所

## 二、目标 5%还是 5.5%的争论大可不必，动能切换过程中的稳增长有别过往

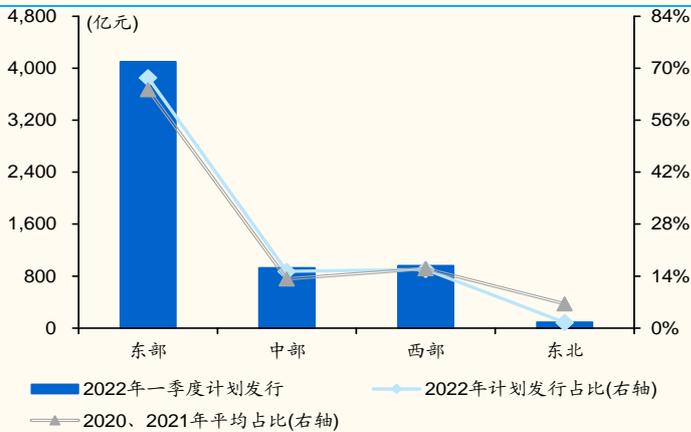
不同于过往，传统基建资金、项目等结构优化，有利于提高稳增长质效、长短兼顾。以专项债为例，专项债结构出现新变化，2022年一季度发债计划显示，部分债务压力相对较小的东中部省市，债券占比较高、边际有所增长（详情参见《从专项债变化，看基建发力的线索》）。与之相对应的，这些地区仍存在发展不平衡问题，基建依然有增长的空间，广东即较为典型，“十四五”规划固定资产投资规模近一半为基建、交通类投资规模居前。除了服务于产业和区域协同发展的“铁公基”，建设现代能源体系的电源、电网、储能和充电桩等终端应用的能源基础设施建设也明显加快。

图表 7：2021 年，专项债分配已呈现东部倾斜特征



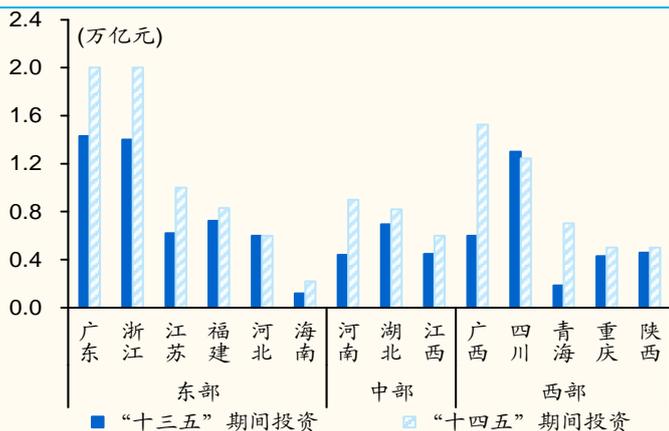
来源：财政部、Wind、国金证券研究所

图表 8：2022 年，东部专项债发行占比抬升



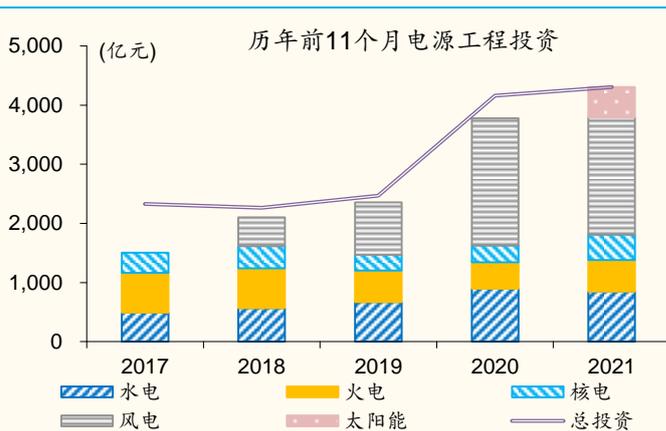
来源：中国债券信息网、Wind、国金证券研究所

图表 9：广东、浙江等交通类计划投资规模较大



来源：各地发改委、国金证券研究所

图表 10：近年来，新能源电源建设投资规模明显增多



来源：国家能源局、国金证券研究所

新基建和产业协同发力，企业市场化投资行为助力维稳。“新旧动能”切换过程中的稳增长，不只依靠传统基建，还有产业属性更强的新基建，及产业投资等“抓手”。新基建投资规模相对较小，占传统基建比重可能在 5-10%左右，但未来发展空间大、是产业升级的基础，仅信息网络基础设施“十四五”计划投资达 3.7 万亿元、较“十三五”增长 48%。除基建外，政策更加重视对

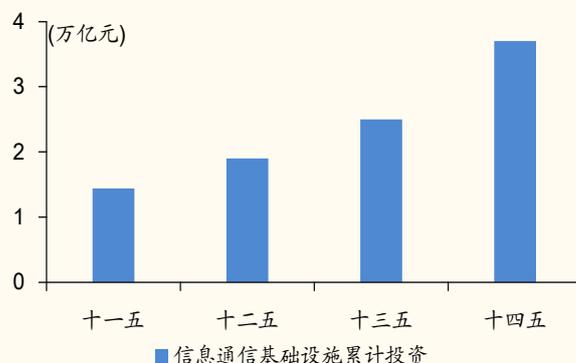
产业培育，以重大项目等依托、加大产业投资。相较于传统基建，新基建和产业项目，对财政资金依赖度低，更多依靠企业市场化融资，容易形成有效投资。

图表 11: 新基建包括信息、融合、创新三大基础设施



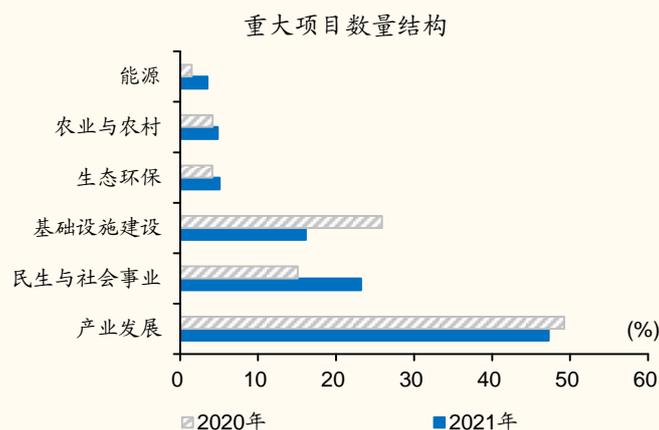
来源: 发改委、国金证券研究所

图表 12: 信息通信基础设施建设“十四五”增长 48%



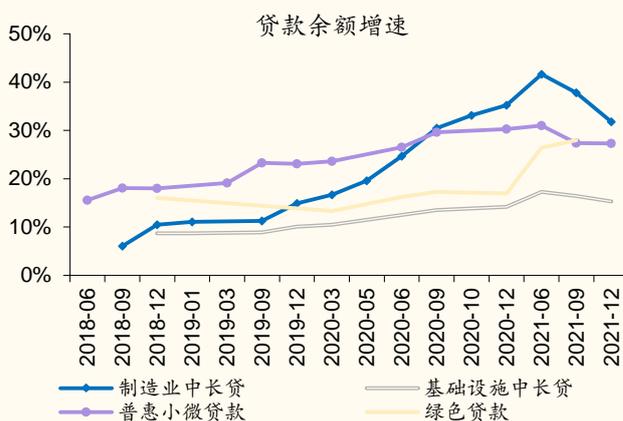
来源: 工信部、国金证券研究所

图表 13: 重大项目近一半为产业项目



来源: 各地发改委、国金证券研究所

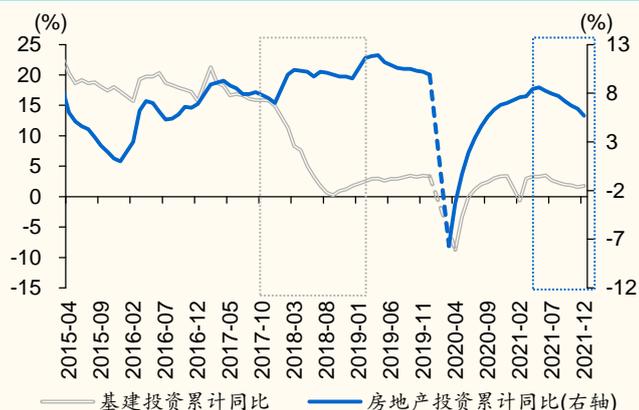
图表 14: 重点领域贷款增长较快



来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

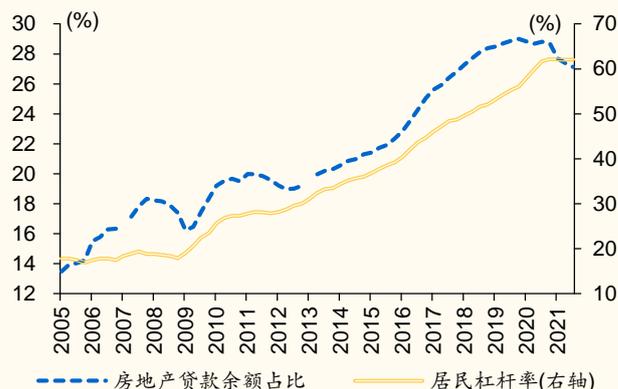
**5%还是 5.5%的大争论，忽视了供给侧结构性改革下，动能切换的目标。**近期，关于 2022 年 GDP 增速目标 5%还是 5.5%的争论，表层逻辑指向的是稳增长“抓手”和力度等不同，但实际上忽视了经济转型阶段的本质。作为传统负债驱动增长的引擎，基建和地产投资 2018 年以来先后经历下台阶，背后是政策加快“旧”动能出清，为新经济培育“腾空间”；这个过程中，政策淡化总量目标、更加重视经济发展质量。此前的权威人士《五问中国经济》早已明确表态，“不必太纠结于一两个百分点的起落，更不能以焦虑心态稳增长”。

图表 15: 2018 年以来基建和地产投资先后经历下台阶



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 房地产贷款近年来持续累积

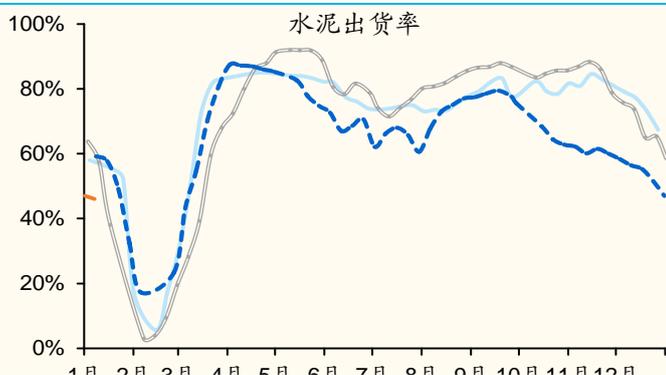


来源: Wind、国金证券研究所

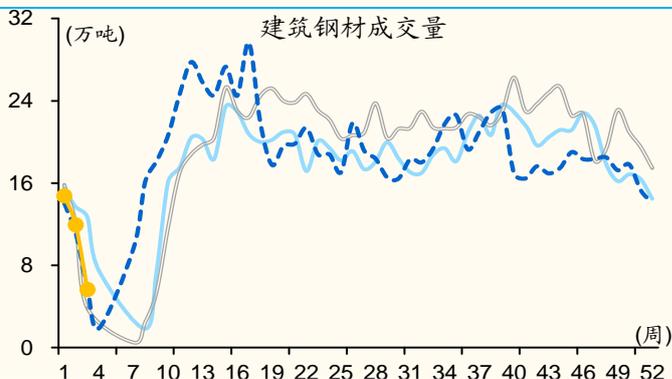
### 三、经济最差的阶段或就在现在，预期仍在摇摆，但经济趋势已明

“政策底”夯实下，年初经济产、需低迷，或缘于疫情反复等影响下的稳增长传导时滞拉长。高频指标显示，全国水泥出货率同比下降 15.1%，建筑钢材成交平淡、不及 2021 年同期水平，皆指向稳增长的效果尚未明显显现。从地方债等政府募资，到资金落到项目形成实物工作量，存在一定时滞；而疫情反复、人员提前返乡等影响下，项目开工等可能偏慢，进而导致稳增长传导的时滞拉长，对年初经济的提振尚未明显显现。

图表 17: 年初，水泥出货率也明显弱于季节性



图表 18: 建筑钢材年初成交量也略低于往年



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_36540](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36540)

