

在积极看待当下的同时期待两会——月度宏观经济回顾与展望

报告发布日期

2022年03月03日

研究结论

- 在3月5日召开的第十三届全国人民代表大会第五次会议上,《政府工作报告》即将出炉,其中将公布经济增长预期、财政赤字力度、货币政策定调等等广受市场关注的指标,在产业政策方面可能也会有新的提法、做法。今天距离会议还有不到一周时间,应如何在这个数据真空期看待当下的宏观环境?两会相比中央经济工作会议是否会存在边际差异? 这些问题都会传导到资本市场,是市场风险偏好形成的重要逻辑。
- 结合2021年12月中央经济工作会议、2022年2月政治局会议、近期发布的各类稳增长文件、各省两会政府工作报告等信息,我们认为两会释放的信息可能包括:
- **5.5%或将成为2022年全国经济增长目标。**近年的规律表明北京、上海和广东的GDP增速目标与全国目标最为接近,其中北京和上海的目标自2017年以来与全国同步,广东2019、2021年与全国一致。而今年北京的GDP目标为“5%以上”(原因可能在于其经济受疫情防控的影响较大以及高基数),上海和广东都定为“5.5%左右”,我们预计今年全国GDP增速目标可能在5.5%左右;
- **赤字率预计为2.8-3%,专项债规模或维持在去年水平。**如前文所述,2021年中央、地方财政以及专项债都出现较大规模结余,赤字率有望以此为契机,回到疫情之前的正常水平;与此同时,从提高杠杆“质量”的角度考虑,在赤字与专项债之间,我们认为专项债会更加宽裕,对有现金流相匹配的项目给到有力支持;
- **城镇新增就业目标预计维持去年水平不变(1100万人)。**如我们在前期报告《青年就业的瓶颈与抓手》中所提示,2022年高校毕业生人数首超千万,就业压力相当之大,解决好高校毕业生等青年就业问题、健全灵活就业劳动用工和社会保障政策等将得到进一步强调;
- **通胀目标预计为3%。**猪肉今年或有所上涨但压力不大,即便地缘政治问题导致油价上涨,对国内CPI的影响相对有限;
- **单位GDP能耗有望较2021年放松。**去年9月双控、缺煤、限电限产出现了超预期的演绎,甚至对民生产生负面影响,四季度开始政策出现明显的边际调整,保供稳价优先级得到提升,在此背景下,叠加今年的稳增长压力,对单位GDP能耗的要求可能会有所改变;
- **产业政策方面,我们预计:(1)地缘政治风险快速拉升的背景下,对能源安全、网络安全、国防安全的关注度或将进一步提高;(2)作为稳增长的最直接抓手,两会预计继续聚焦投资,包括新基建、区域合作中的大型基础设施、各地重大项目等等,进一步创新基建投融资机制;(3)重点帮扶线下服务消费(也是疫情后修复最弱的行业);(4)从最新政治局会议来看,金融领域防风险和金融反腐将贯穿全年。**
- **期待两会进一步夯实稳增长基调的同时,不妨积极看待当前中高频数据所透露的信息。**目前一季度已经过去大半,从1-2月少数已公布的宏观经济数据以及一些中高频数据来看,虽然天气寒冷、地产景气度较低等因素导致1-2月施工数据一般,但配套资金和建筑订单都较为充足,一季度基建仍然有望发挥重要的稳增长作用。考虑到往年一季度基建投资规模较小(不到全年基建投资的15%),今年提前开工的特征有望提升这一份额,拉动整体投资改善。

风险提示

- 南方雨季提前阻碍施工进度,影响基建投资增速;
- 基于地方两会内容和历史数据预测两会信息存在一定局限性;
- 使用高频数据跟踪基建投资本身存在一定局限性。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860518050001

联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

四季度货币政策执行报告释放了哪些信号? : 四季度货币政策执行报告点评 2022-02-21

目录

在积极看待当下的同时期待两会	4
积极看待基建发力靠前	4
基建配套融资已经跟进	4
建筑业在手订单充足	4
错峰返乡限制施工数据，天气回暖后有望进一步加速	5
两会政策前瞻：延续稳中求进	6
经济数据回顾与展望	7
全球地缘局势动荡推高大宗商品价格	7
节后上游复产节奏偏慢	7
政策密集促进消费修复	8
地产数据仍在探底过程中	8
疫情复发推高海运价格	8
风险提示	8

图表目录

图 1: 历年新增企业中长期贷款投向基础设施业的比例 (%)	4
图 2: 新增企业中长期贷款和基建投资累计同比 (%)	4
图 3: 建筑业新订单指数对地产和基建都有一定预测作用 (%)	5
图 4: 2022 年 1-2 月建筑业 PMI 新订单上行明显高于往年 (%)	5
图 5: 挖掘机开工时长与水泥产量同比 (%)	5
图 6: 历年 1 月份挖掘机开工时长环比 (%)	5
图 7: 沥青开工率与基建中道路投资的相关性较高 (%)	6
图 8: 今年春节后沥青开工恢复程度较差 (%)	6

在积极看待当下的同时期待两会

在 3 月 5 日召开的第十三届全国人民代表大会第五次会议上，《政府工作报告》即将出炉，其中将公布经济增长预期、财政赤字力度、货币政策定调等等广受市场关注的指标，在产业政策方面可能也会有新的提法、做法。今天距离会议还有不到一周时间，应如何在这个数据真空期看待当下的宏观环境？两会相比中央经济工作会议是否会存在边际差异？这些问题都会传导到资本市场，是市场风险偏好形成的重要逻辑。

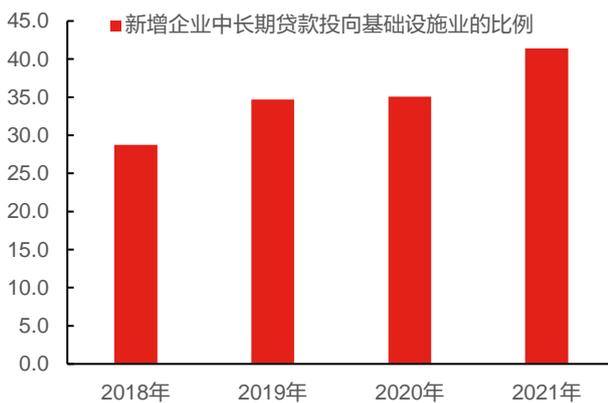
积极看待基建发力靠前

为应对“三重压力”，今年的基础设施建设存在超前的特征。为解决 1-2 月宏观数据存在一定真空的问题，在前期报告《各地年初开工释放哪些信号？》中，我们整理了 2022 年各省（重大）项目集中开工的情况，发现开工“早”是最大的特征。目前一季度已经过去大半，从 1-2 月少数已公布的宏观经济数据以及一些中高频数据来看，虽然天气寒冷、地产景气度较低等因素导致 1-2 月施工数据一般，但配套资金和建筑订单都较为充足，一季度基建仍然有望发挥重要的稳增长作用。考虑到往年一季度基建投资规模较小（不到全年基建投资的 15%），一季度基建投资有望显著高于整体投资增速。

基建配套融资已经跟进

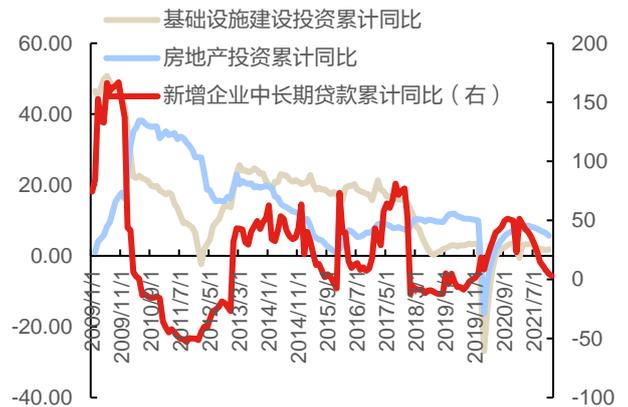
2021 年政府性基金支出（含地方政府专项债券安排的支出）进度偏慢，实际支出低于预算数 1.76 万亿，远高于 2019-2020 年的 0.8-0.85 万亿，这将成为今年年初基建投资的重要拉动力。另一方面，2022 年 1 月企业中长期贷款（往年投向基建的比例较高）当月同比转正，根据媒体公开报道，资金主要流向基础设施、先进制造、普惠金融等领域，意味着基建配套资金已经上马跟进。

图 1：历年新增企业中长期贷款投向基础设施业的比例（%）



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

图 2：新增企业中长期贷款和基建投资累计同比（%）

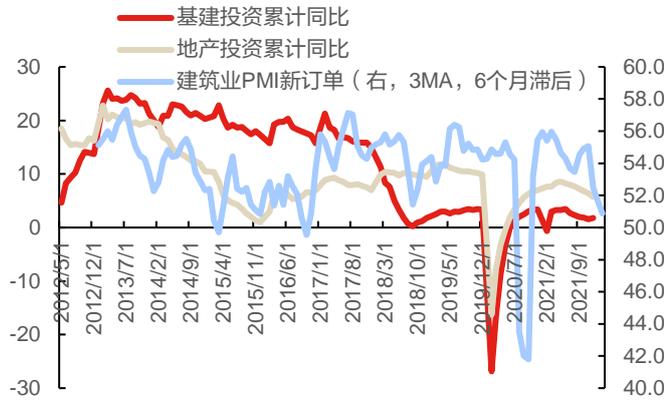


数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：基建投资采用老基建口径

建筑业在手订单充足

以往数据显示建筑业新订单 PMI 对地产投资和基建投资走势都有一定的预测作用。2022 年 1、2 月份建筑业新订单指数分别为 53.3% 和 55.1%，均值（算数平均）较去年 11-12 月的均值上行 2.1 个百分点，上行幅度显著高于往年。考虑到前期土地市场较为冷清以及 1 月份房地产销售数据仍在探底，我们认为基建方面“政策发力要适当靠前”是此次建筑业新订单指数上行的主要原因。

图 3：建筑业新订单指数对地产和基建都有一定预测作用 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：2021 年地产和基建增速均为两年复合增速，且基建采用老基建口径

图 4：2022 年 1-2 月建筑业 PMI 新订单上行明显高于往年 (%)



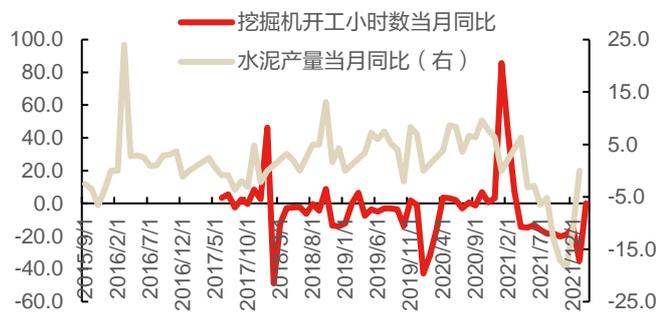
数据来源：Wind，东方证券研究所

错峰返乡限制施工数据，天气回暖后有望进一步加速

1 月施工节奏并无明显加快，可能是受制于天气因素以及疫情导致的错峰返乡，有待后续改善：

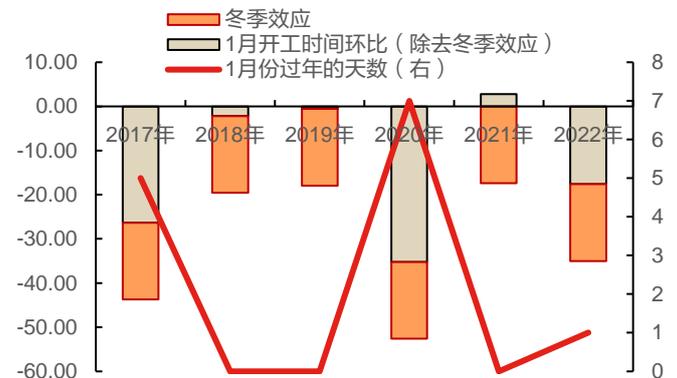
(1) 作为工程建设中最主要的工程机械之一，挖掘机的开工时长可以反映建筑工程的施工节奏。由于冬季施工难度大，以及疫情导致错峰返乡、停工更早，2022 年 1 月挖掘机开工时长为 71.3 小时，较上个月下降 35%，而在 2017、2018、2019、2021 年 1 月这一增速分别为 -43.7%、-19.6%、-17.9%、-14.6%（这四年大年初一时间分别为 1 月 28 日、2 月 16 日、2 月 5 日以及 2 月 12 日），可见春节时间影响较大，仅 1 月的情况无法验证今年施工速度是否更快，需要继续观察 2 月份数据；(2) 沥青大部分用于道路施工，其开工率能基本剔除地产景气度的影响，有效跟踪基建走势。2021 年下半年以来沥青开工率一直处在历史低位，2022 年 1 月开工率为 31.68%（12 月 35.1%，去年 2 月为 38.9%，系 2021 年最低水平），从周频数据来看，今年春节后沥青开工率恢复到节前的 8 成（开工率节后三周平均/节前四周平均），为近几年最低，同样可能是受制于天气以及疫情导致的提前返乡。

图 5：挖掘机开工时长与水泥产量同比 (%)



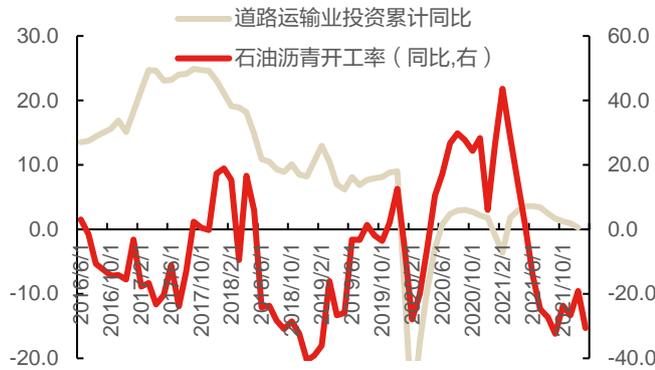
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：历年 1 月份挖掘机开工时长环比 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：冬季效应指利用 2018、2019、2021 年环比平均值推算出的变化幅度，这三年春节假期距离 1 月都较远，便于提取气候因素

图 7：沥青开工率与基建中道路投资的相关性较高（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：今年春节后沥青开工恢复程度较差（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

两会政策前瞻：延续稳中求进

全国两会召开前夕，中共中央政治局于 2 月 25 日召开会议，讨论国务院拟提请第十三届全国人民代表大会第五次会议审议的《政府工作报告》稿。本次会议再次对“稳”的基调进行了夯实和强调，指出“要加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘。坚定不移深化改革，激发市场主体活力。深入实施创新驱动发展战略。坚定实施扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化。大力抓好农业生产，促进乡村全面振兴。扩大高水平对外开放，推动外贸外资平稳发展。持续改善生态环境，推动绿色低碳发展。防范化解金融风险，守住不发生系统性风险的底线。切实保障和改善民生，加强和创新社会治理。加强政府自身建设，力戒形式主义、官僚主义，努力完成全年经济社会发展目标任务”。以上表述涵盖了当前宏观经济与产业政策的重点领域，符合市场预期，也意味着即将召开的全国两会将延续去年中央经济工作会议的基调，继续沿着“各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，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”的稳增长路径向前推进。

结合 2021 年 12 月中央经济工作会议、2022 年 2 月政治局会议、近期发布的各类稳增长文件、各省两会政府工作报告等信息，我们认为两会释放的信息可能包括：

- **5.5%或将成为 2022 年全国经济增长目标。**近年的规律表明北京、上海和广东的 GDP 增速目标与全国目标最为接近，其中北京和上海的目标自 2017 年以来与全国同步，广东 2019、2021 年与全国一致。而今年北京的 GDP 目标为“5%以上”（原因可能在于其经济受疫情影响较大以及高基数），上海和广东都定为“5.5%左右”，我们预计今年全国 GDP 增速目标可能在 5.5%左右；
- **赤字率预计为 2.8-3%，专项债规模或维持在去年水平。**如前文所述，2021 年中央、地方财政以及专项债都出现较大规模结余，赤字率有望以此为契机，回到疫情之前的正常水平；与此同时，从提高杠杆“质量”的角度考虑，在赤字与专项债之间，我们认为专项债会更加宽裕，对有现金流相匹配的项目给到有力支持；
- **城镇新增就业目标预计维持去年水平不变（1100 万人）。**如我们在前期报告《青年就业的瓶颈与抓手》中所提示，2022 年高校毕业生人数首超千万，就业压力相当之大，解决好高校毕业生等青年就业问题、健全灵活就业劳动用工和社会保障政策等将得到进一步强调；

- **通胀目标预计为 3%。**猪肉今年或有所上涨但压力不大，即便地缘政治问题导致油价上涨，对国内 CPI 的影响相对有限；
- **单位 GDP 能耗有望较 2021 年放松。**去年 9 月双控、缺煤、限电限产出现了超预期的演绎，甚至对民生产生负面影响，四季度开始政策出现明显的边际调整，保供稳价优先级得到提升，在此背景下，叠加今年的稳增长压力，对单位 GDP 能耗的要求可能会有所改变；
- **产业政策方面，我们预计：（1）地缘政治风险快速拉升的背景下，对能源安全、网络安全、国防安全的关注度或将进一步提高；（2）作为稳增长的最直接抓手，两会预计继续聚焦投资，包括新基建、区域合作中的大型基础设施、各地重大项目等等，进一步创新基建投融资机制；（3）重点帮扶线下服务消费（也是疫情后修复最弱的行业）；（4）从最新政治局会议来看，金融领域防风险和金融反腐将贯穿全年。**

经济数据回顾与展望

全球地缘局势动荡推高大宗商品价格

1 月 CPI 同比上涨 0.9%，前值 1.5%，环比为 0.4%，前值-0.3%。食品项 CPI 同比较前值下行 2.6 个百分点至-3.8%，对整体 CPI 的拖累有所加深。其中，由于基数进一步抬升，猪肉 CPI 同比降幅较前值扩大 4.9 个百分点至 41.6%；尽管 1 月份全国各地出现低温雨雪天气，但是“南菜北运”等措施保障了北方鲜菜供应，鲜菜 CPI 同比涨幅较前值进一步回落 14.7 个百分点至-4.1%。展望后续，3 月前猪肉价格基数依然偏高，同比探底过程仍在继续，上半年食品项大概率继续抑制整体 CPI 上行。

非食品 CPI 同比为 2.0%，前值为 2.1%。由于交通和通信以及服务两个分项有所回升，1 月非食品 CPI 同比回落幅度缩小：（1）汽油和柴油价格同比回落幅度明显缩小，同比较上个月仅分别下降 2.3、2.7 个百分点（分别达 20.7%和 22.7%），而上个月则下降 13.7、15.2 个百分点；（2）或与节前出行增加有关（春运前十天全国累计发送旅客同比增速约为 45.5%，高于四十天累计的 21.8%），飞机票价格同比上涨 20.8%。核心 CPI 方面，节后出行需求回落以及部分地区疫情反复仍会抑制其修复斜率。

1 月 PPI 同比上涨 9.1%，前值 10.3%，环比为-0.2%，前值-1.2%。1 月 PPI 同比下行幅度较 12 月明显缩小：（1）煤炭、石油天然气、黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼等上游行业 PPI 同比下行幅度缩小；（2）电力、热力生产和供应业，同比上行 7.7%，前值 4.8%，或与 2021 年 7 月电

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_39015

