

先立后破，制造突围

——2022 年政府工作报告解读

报告导读/核心观点

2022 年《政府工作报告》中的经济社会主要目标验证我们于年度策略中提出的多项前瞻性判断。从总量目标看，GDP 增长目标 5.5% 剑指“稳增长”奠定全年基调。从增长结构看，制造业强链补链和产业基础再造将推动制造业投资超预期，成为全年经济最亮点；城市更新以及需求端政策放松将助力地产投资超预期。从产业政策看，将坚持先立后破，稳增长背景下双控政策预计将有所放松助力实现全年经济增长目标。从增长节奏看，中央基建前置发力等措施将助力经济开门红。权益资产方面预计稳增长相关板块表现将贯穿 Q1；利率债方面预计 10 年期国债收益率将进一步在 Q1 末 Q2 初向 3.2% 上行。

□ 能耗双控十四五统筹考虑体现先立后破

政府工作报告中明确“坚持先立后破”，符合我们在 2021 年 11 月年度策略报告《先立后破，产业突围》中的预判，我们认为 2022 年重在“立”，看好“新能源+”，即产业新能源化，其将引致众多传统产业尤其是传统工业的再造，以电子、化工、机械、建筑、轻工、有色等为代表的，尚未被充分认识到的“新能源+”领域将蕴含重大预期差。

会议指出，能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，我们认为今年稳增长背景下，双控政策预计将有所放松助力实现全年经济增长目标。通过双控政策限制高耗能企业生产活动，虽然有助于降低能耗排放实现“双碳”目标，但短期会导致部分行业生产受限而拖累经济增长。会议突出强调 2022 年稳增长要放在更加突出的位置，提出能耗双控政策十四五统筹考核，旨在为今年稳增长目标实现腾挪政策空间，我们预计今年为支持新能源生产的高耗能原料及中间投入品，如硅、纯碱、光伏玻璃等有释放供给，制约生产新能源的掣肘有望逐渐破除，以托底经济。

□ 制造业强链补链和产业基础再造推动制造业投资超预期

我们认为，2022 年制造业投资蕴含较大预期差，“先立后破”的产业政策方针驱动全面工业体系再造。我们判断，制造业是投资需求的最大贡献来源，2022 年制造业供给和需求均表现偏强。政府工作报告明确指出“加强原材料、关键零部件等供给保障，实施龙头企业保链稳链工程，维护产业链供应链安全稳定。启动一批产业基础再造工程项目，促进传统产业转型升级，加快发展先进制造业集群，实施战略性新兴产业集群工程。”我们判断，强链补链固链稳链等产业政策将驱动技术改造投资保持较高增速。同时，产业基础再造工程项目的重点在于制造业向新能源化、智能化转型，带动厂房、机器、设备等资本开支。预计 2022 年制造业投资增速有望实现 11.1%。

□ 经济增长等各项目标符合预期

政府工作报告中的经济社会主要目标基本符合预期，首要目标剑指“稳增长”。其一，GDP 增长目标为 5.5% 左右，与我们年度策略报告判断一致，体现了中央经济工作会议“以经济建设为中心”的思想，确立了全年稳增长的工作思路。我们认为，在稳增长政策带动下，2022 年 GDP 实际增速能达到 5.6%，将目标值设置为 5.5% 可以顺利实现。其二，城镇调查失业率控制在 5.5% 以内，城镇新增就业 1100 万，与去年保持一致，稳市场主体保就业是政府工作的重中之重，加大减税退税力度、加大金融对实体经济有效支持等政策都围绕这一目标展开。就业优先政策发力背景下，我们认为实现失业率 5.5% 以内的目标不难完成，全年中枢预计 5.2% 左右。其三，CPI 目标 3% 左右，与去年保持一致，根据我们预测，2022 年 CPI 同比增长 1.8%，全年高点为 2.7%，都没有触及 3% 的阈值，实现 CPI 目标难度较小。

□ 减退税降费力度大，财政资源跨期配置支援基层

赤字率 2.8%，财政政策符合前期预判。《报告》要求提升积极的财政政策效能，与中央经济工作会议保持一致，赤字率安排 2.8%，与我们在 2021 年 11 月《先立后破产业突围》的预判保持一致，适当调低的赤字率，一方面体现了财政政策正常化继而可以增强持续性，另一方面 2.8% 的赤字率安排与 2019 年一致，也体现了逆周期积极

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

维稳经济的决心。

专项债 3.65 万亿，用好政府投资，维稳宏观经济。配合稳增长政策基调，财政政策积极发力。1) 2022 年新增地方专项债规模 3.65 万亿元，与 2021 年保持一致，符合我们前期预判。2) 2022 年一般公共预算支出较 2021 年增加 2 万亿元以上，预计支出增速在 8.1% 以上，显著提升。3) 中央预算内投资安排 6400 亿元，较 2021 和 2020 年的 6100 和 6000 亿元有所提升。我们认为，财政支出和政府投资的显著提速，有助于牵引和撬动民间投资，进而促进投资全面发力维稳经济增长。

落实“三保”，减退税降费和中央转移支付力度大。《报告》要求加大宏观政策实施效果，稳市场主体保就业，我们认为，兜牢“三保”仍是财政政策关切重点，重点在以下方面发力：1) 2022 年财政积极推进组合式税费支持政策，坚持阶段性措施和制度性安排相结合，减税与退税并举，预计 2022 年实现 2.5 万亿元减税退税规模，其中留抵退税规模 1.5 万亿元，特别是增值税留抵退税等政策，对企业改善现金流、降低经营负担有重要作用。2) 加大转移支付力度，2022 年中央对地方转移支付增加约 1.5 万亿元、规模近 9.8 万亿元，同比增 18%、为多年来最大增幅。

财政资源跨期配置支援基层。经济下行压力、疫情反复冲击和动态清零政策的影响下，基层财政收支压力加大，《报告》明确要求财政资源跨期配置支持基层。1) 2022 年财政支出规模显著提升，《报告》明确要求新增财力要下沉基层，主要用于落实助企纾困、稳就业保民生。2) 《报告》要求中央财政将更多资金纳入直达范围，省级财政也要加大对市县的支持。我们认为，2022 年基层财政收支面临较大压力，财政资源跨期配置有利于缓解基层压力，在财政支出增加和减税降费加码的影响下，房地产市场低迷导致地方卖地收入预算整体下调，2021 年超过 2 万亿结转结余资金，可以有效递补 2022 年卖地收入下滑的缺口、减退税降费的资金缺口并支持新增支出规模，可通过提升转移支付规模和财政直达机制常态化，对基层财政产生更强的支持力度，改善基层财力，让基层落实惠企利民政策更有能力。

□ 货币政策灵活适度，相机抉择

一是预计今年货币政策将是灵活适度，相机抉择。报告要求“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”、“加大稳健的货币政策实施力度”，我们认为当前货币政策首要目标为稳增长，货币政策基调为稳健略宽松，继续强调一季度“四箭齐发”宽信用（制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款）大幅发力。报告也提出“要强化跨周期和逆周期调节”，我们认为跨周期和逆周期仍将有机结合，体现在货币政策维度将是相机抉择，若经济走势趋稳，货币政策可能再次转为关注金融稳定问题，即稳定宏观杠杆率。

二是报告提出“扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”，对货币政策中介目标的制定符合预期，但“扩大新增贷款规模”首次出现在政府工作报告中，体现政策层对于稳信贷、稳信用的决心，我们预计除一季度“四箭齐发”宽信用外，全年信贷增速有望达到 12% 左右，对应的今年新增信贷规模达到 23 万亿，较去年同比多增超 3 万亿。

三是报告提出“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，同时提出“用好普惠小微贷款支持工具，增加支农支小再贷款”等措辞，我们预计 2022 年全年货币政策仍将呈现结构性特征，重点支持小微企业、科技创新、绿色发展等政策着重引导领域。操作上可能进一步加大定向再贷款再贴现额度，持续用好碳减排工具和煤炭清洁高效利用再贷款，提示碳减排工具进一步扩围加码的可能性。

四是报告提出“推动金融机构降低实际贷款利率、减少收费”，预计金融支持实体经济将继续推动降低企业融资成本。2021 年 12 月我国一般贷款加权平均利率为 5.19%，较 9 月数值降 11BP，2022 年 1 月，1 年期和 5 年期以上 LPR 报价均有下降，有助于继续降低实体部门融资成本。

□ 房地产关注城市更新，满足购房者合理住房需求

根据政府工作报告，地产投资重点关注两大方向：一是以城市更新为代表的政策性投资规模庞大十四五期间将拉动地产投资超预期，根据十四五规划定义，城市更新包括老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区的改造提升。我们认为未来老旧厂区和老旧小区改造等老旧小区改造以外的城市更新领域将拉动地产投资超预期。当前部分省份或省会城市已公布规划，省份包括辽宁、河南；省会包括广州、成都等；仅上述部分区域十四五城市更新投资规划已高达 4.7 万亿元。从参与企业类型来看，当前房企参与城市更新的积极度较高，国企是其中的主力军。

二是“租购并举”背景下的政策红利。“租”方面，以保障性租赁住房为主的长租房体系将成为现有住房体系的重要补充，预计 2022 年撬动地产投资 3000-3500 亿元，

对地产投资增速贡献约为 1.4%-1.7%。“购”方面，预计 2022 年在商品房领域尤其是一、二线城市将渐进放松限购限贷政策，满足人口净流入城市住房刚需；合理的改善性住房按揭需求也将有效满足，销售端政策放松将刺激需求助力地产投资企稳，这一趋势在 2022 年已逐步兑现。

□ 中央基建加大力度，节奏靠前

政府工作报告中指出，应围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。我们认为中央基建加大力度将为今年稳增长发挥积极作用，在节奏上靠前。我们持续提示的“四箭齐发”宽信用中的基建投资发力积极，将在一季度有所兑现。

一方面，我们认为“适度超前”要求十四五规划中的基建投资总量在年度结构上适度前置至 2022 年。政府工作报告中指出中央预算内投资安排 6400 亿元，较去年力度有所加大，多增 300 亿，增速 5%。另一方面，从 2022 年内节奏上来看，我们认为也会有节奏靠前的特征，重在 Q1 发力。其原因在于去年四季度我国经济下行压力逐渐加大，基建项目有所提前储备并在一季度密集开工，此外，为扭转需求收缩及实现经济开门红，基建项目年内新订单亦将靠前签约，并尽快形成实物工作量，使得基建投资在年内节奏亦有所前置。但从全年的基建投资总量上来看，在严肃财政纪律、坚决遏制新增隐性债务的要求下，地方政府推进基建发力较难持续，预计 2022 年全年基建投资 4% 平稳增长。

在基建投资结构上，重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，城市燃气管道等管网更新改造，防洪排涝设施和地下综合管廊建设有望受益。此外，政府工作报告中要求在县域、乡村层面基础设施建设共同推进，有利于推动城乡基础设施服务一体化发展。在乡村建设方面，加强水电路气信邮等基础设施建设，因地制宜推进农村改厕和污水垃圾处理。在县城基础设施建设方面，稳步推进城市群、都市圈建设，促进大中小城市和小城镇协调发展。

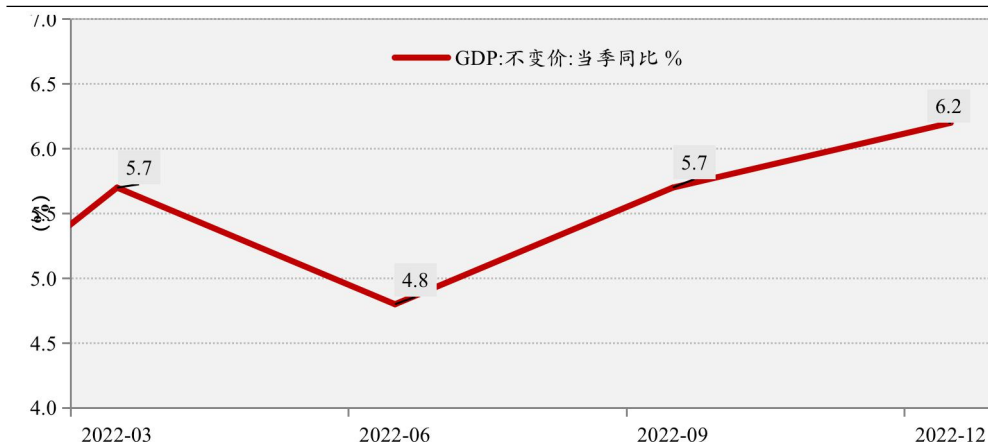
□ 国防重视进一步提高，助推制造业投资

政府工作报告指出，快现代军事物流体系、军队现代资产管理体系统建设，构建武器装备现代化管理体系，持续深化国防和军队改革，加强国防科技创新，深入实施新时代人才强军战略，推进依法治军、从严治军，推动军队高质量发展。优化国防科技工业布局。我们判断，为适应国际地缘政治形势的复杂性和不确定性，国有资本和相关增量资金大概率向国防军工领域集聚倾斜，核心是装备升级与国产替代，这势必有效支撑制造业投资延续 2021 年以来的较高景气度。

风险提示：政策落地效果不及预期；地缘政治风险演绎超预期。

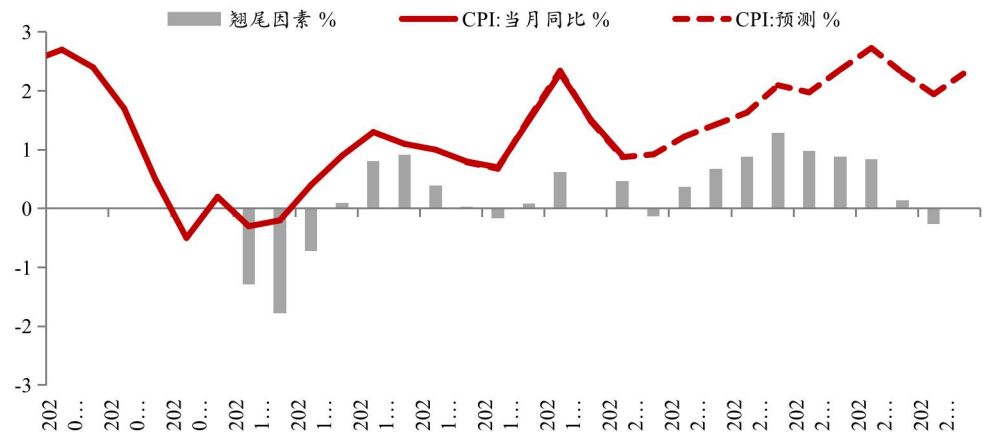
1. 重要图表

图 1：预计 2022 年全年实际 GDP 同比增长 5.6%，四季度分别为 5.7%、4.8%、5.7%、6.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：预计全年 CPI 增长 1.8%，高点在 2.7%附近



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

表 1：部分重点城市房企参与城市更新情况统计

城市	房企情况
深圳	华润、招商蛇口、保利、中海、恒大、碧桂园、万科、融创、绿城、龙湖、金科、金地、旭辉、龙光、合景泰富、时代、佳兆业、富力、远洋、卓越、奥园
广州	华润、招商蛇口、保利、恒大、碧桂园、万科、融创、龙湖、金科、金地、旭辉、龙光、雅居乐、合景泰富、时代、佳兆业、富力、卓越、奥园
东莞	华润、招商蛇口、保利、恒大、碧桂园、万科、融创、龙湖、旭辉、龙光、雅居乐、合景泰富、佳兆业、富力、卓越、奥园
佛山	保利、佳兆业、碧桂园、万科、金科、龙光、合景泰富、时代、招商蛇口、富力、卓越、奥园
珠海	万科、绿地、龙湖、旭辉、佳兆业、奥园、招商蛇口、富力
上海	佳兆业、中海、碧桂园、万科、招商蛇口、富力、卓越、融创
太原	保利、中海、招商蛇口、恒大、碧桂园、万科、旭辉、富力
北京	中海、万科、富力、远洋、卓越、首开

资料来源：中指研究，浙商证券研究所

表 2：部分区域城市更新“十四五”投资规划汇总

时间	城市	投资规模	备注
2021.4	辽宁	13000	谋划首批城市更新示范项目 120 个，总投资 1891 亿元。谋划“十四五”期间涵盖住建、交通、商业、文旅、工业遗产和生态治理等城市更新项目 2230 个，总投资 1.3 万亿元
2022.02	河南	3000	城市更新工程力争“十四五”期间完成投资 3000 亿元以上
2021.5	广州	3315	广州市“十四五”规划公布了五个重点城市更新方面的投资金额，预计十四五期间实现投资总额达 3315 亿元，总投资金额达 7672 亿元。
2021.9	成都	6500	当前十四五期间 92 个项目估算投资总额超过 6500 亿元
2021.07	武汉	5000	目前，市更新中心初步选择了 153 个更新项目纳入“十四五”城市更新项目库，总投资超过 5000 亿元。

2021.12	南昌	3204	十四五期间城市更新共计项目 239 个，总投资 3203.5 亿元
2020.01	深圳	10000	《关于深圳城市更新与土地整备的“十四五”规划（草案）》指出“规划期内完成城市更新和土地整备固定资产投资总额超过 1 万亿元”。
2022.02	青岛	3287	市南区，372 亿元；崂山区，1086 亿元；李沧区，1300 亿元；即墨区，508 亿元；平度市，20.8 亿元

资料来源：公开渠道信息统计，浙商证券研究所

表 3：政府历年工作报告目标

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 年
GDP (%)	7.5%	7%	6.5-7%	6.5%	6.5%	6-6.5%	未设定	6%	5.5%
CPI (%)	3.5%	3%	3%	3%	3%	3%	3.5%	3%	3%
城镇新增就业 (万人)	1000	1000	1000	1100	1100	1100	900	1100	1100
城镇调查失业率(%)					5.5%	5.5%	6%	5.5%	5.5%
城镇登记失业率(%)	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	5.5%	未设定	未设定
粮食产量(万斤)	未设定	1.1	未设定	1.1	未设定	未设定	未设定	1.3	1.3

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

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_39107

