

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@r.qlzq.com.cn

相关报告**投资要点**

- **稳增长的目标抉择：**上海两会透露，2022年增长目标定在5.5%左右，并有信心、有底气通过努力实现这一目标，保持经济持续平稳健康发展。历年上海与全国增速目标高度一致，可以预期全国目标也将设置在5.5%左右。在前两年平均增速5.1%的基础上，设置“5.5%左右”的增速目标，也反映了全力稳增长的政策意图。
- **稳增长的现实压力：**政策姿态全力转向稳增长，主要是由于“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，这在近期的经济数据上也有所表现。从投资端看，2021年12月房地产开发投资同比跌幅较上月扩大；基建投资增速延续回落；制造业投资累计同比增长13.5%，但制造业贷款需求指数连续四个季度出现回落。从消费端看，12月经物价调整后的社会消费品零售总额当月同比下降0.1%；12月彩票销售额低于2019年同期水平，且增速回落，也表明中低收入群体支出存在压力。
- **稳增长的政策措施：**针对经济回落的压力，各部门密集采取措施，也释放出稳增长的信号。例如金融部门调降MLF和公开市场逆回购操作利率10个BP，并非对称下调LPR利率，以及调降利率走廊上限的SLF利率。再如发改部门，围绕鼓励消费出台了政策文件，以及召开了以工代赈相关会议，也体现了积极稳增长的意图。
- **稳增长的三个时滞：**政策全力稳增长的意图较为明显。但与实际效果之间，或存在时滞。原因或许在于三个方面：第一，房地产销售对投资传导的时滞。从历年走势观察，住宅销售面积对于住宅投资仍然存在6-8个月左右的提前性。第二，基建发力面临的冬季时滞。以水泥价格来观察，自2021年四季度全国水泥价格高点回落以来，水泥价格仍未出现回复。第三，疫情防控力度与消费修复的时滞。1月前22天，河南、陕西和天津三个省市，本土累计确诊病例均超过了100例，根据2019年的数据，三个省市社会消费品零售总额约3.92万亿，约占当年社会消费品零售总额的9.5%。
- **总体上看：**从中央到地方，从中央到部门，相继出台的政策，已经明确表露出稳增长的意图，但由于经济的修复仍然存在一定的时滞，并未出现明确修复的迹象，尤其是伴随着重大节庆的临近，疫情防控的力度难以出现明显放松。因此，短期经济仍处于磨底阶段。伴随着春节后逐步复工，已经各项政策措施逐步落地见效，2季度或可能成为经济向上修复的拐点。
- **风险提示事件：**政策变动风险。

内容目录

1. 稳增长的目标抉择	3 -
2. 稳增长的现实压力	4 -
3. 稳增长的政策措施	5 -
4. 稳增长的三个时滞	6 -
5. 风险提示	8 -

图表目录

图表 1: 2021 年 12 月 6 日中央政治局会议的表述	3 -
图表 2: 贷款需求指数	4 -
图表 3: 彩票销售额 (亿元)	5 -
图表 4: 个人按揭贷款对二手房价格的领先性	7 -
图表 5: 住房销售面积对投资的提前性	7 -
图表 6: 水泥价格指数	8 -

1. 稳增长的目标抉择

近日上海两会透露，2022年全市经济增长目标定在增长5.5%左右，兼顾当前和长远，综合考虑了需求、供给和预期面临的压力。尽管困难挑战不少，但是上海经济持续恢复发展的态势没有改变，支撑高质量发展的资源要素条件没有改变。有信心、有底气通过努力实现这一目标，保持经济持续平稳健康发展。

从2013年到2021年，几乎每年上海的增速目标，均与全国保持一致。只有2020年出现了不同，由于2020年上海两会召开的时间是1月14日，当时并未考虑到疫情冲击如此之大，提出了“6左右”的增速目标；而全国两会则推迟到了5月召开，二者之间长达四个月的时间窗口，由于全球疫情和经贸形势不确定性很大，自身发展也面临一些难以预料的影响因素，因此并未提出全年经济增速的具体目标，也是情理之中。而到了2021年初，上海提出的经济增速目标也同步设置为“6%以上”，与全国目标保持一致。

因此，可以预期，全国2022年GDP增速也有望设置在5.5%左右。而根据统计局公布的数据，2021年，GDP按不变价格计算同比增长8.1%，完成了全年“6%以上”的经济发展预期目标；两年平均增长5.1%。尤其是在前两年平均增速5.1%的基础上，2022年设置为“5.5%左右”的增速目标，也反映了全力稳增长的政策姿态。

其实从2021年12月6日中央政治局会议，就已经反映了全力稳增长的态度。会议提出，要“着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开”，个人理解，经济运行在合理区间，不仅是对经济单个工作条线的要求，而且关系到社会大局的稳定。只有经济稳定了，才有利于社会口工作的开展和推进，才有利于迎接党的二十大胜利召开。会议提出“明年经济工作要稳字当头、稳中求进”，2021年4月30日、7月30日中央政治局会议通稿的表述，均强调的是“要坚持稳中求进工作总基调”。12月6日中央政治局会议的要求，在“稳中求进”之前加上“稳字当头”，是进一步强调了经济稳定的重要性，经济稳定是当前的头等大事。

图表1：2021年12月6日中央政治局会议的表述

会议要求，做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中、六中全会精神，弘扬伟大建党精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，坚持创新驱动发展，推动高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。

会议强调，明年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。微观政策要激发市场主体活力。要强化知识产权保护。结构政策要着力畅通国民经济循环，提升制造业核心竞争力，增强供应链韧性。要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。科技政策要加快落地，继续抓好关键核心技术攻关，强化国家战略科技力量，强化企业创新主体地位，实现科技、产业、金融良性循环。改革开放政策要增强发展动力，有效推进区域重大战略和区域协调发展战略，抓好要素市场化配置综合改革试点，扩大高水平对外开放。社会政策要兜住民生底线，落实好就业优先政策，推动新的生育政策落地见效，推进基本养老保险全国统筹，健全常住地提供基本公共服务制度。

来源：2021 年 12 月 6 日中央政治局会议通稿、中泰证券研究所

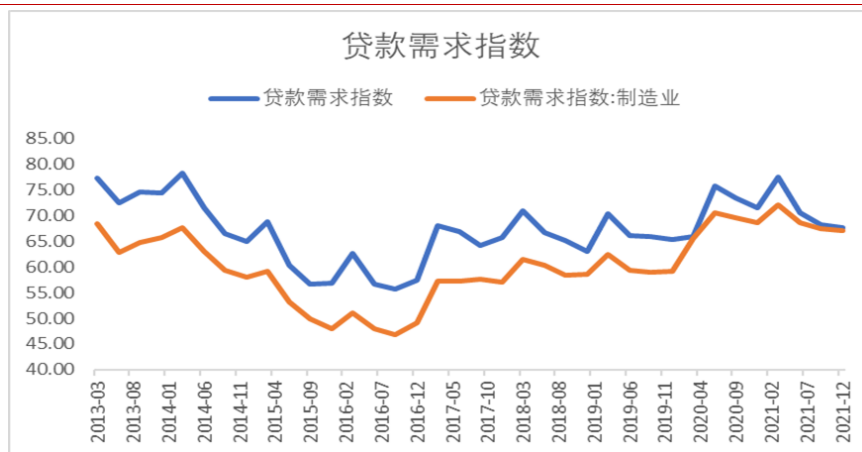
2. 稳增长的现实压力

政策姿态全力转向稳增长，主要是由于“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，这在近期的经济数据上也有所表现。

从投资角度来看，2021 年 12 月固定资产投资当月同比增长 2.1%，较上月出现反弹。问题在于计算同比增速的上年基数，存在明显的口径变动。固定资产投资上年基数在月份之间被进行了平滑处理。但就其中的细分项来观察，经过折算后的，房地产开发投资同比下降 13.1%，跌幅较上月扩大 8.3 个百分点，而商品房销售面积同比下降 15.5%，跌幅较上月扩大 1.3 个百分点，销售端和投资端同比跌幅均较上月扩大，房地产市场的信心仍然有待修复。

基建投资增速仍然偏低，累计同比增长 0.4%，较上月回落 0.1 个百分点，增速延续回落；制造业投资累计同比增长 13.5%，较上月回落 0.2 个百分点。但制造业投资累计同比增速较高，或许是由于上年基数偏低的原因。根据央行公布的贷款需求指数，2021 年 Q4 制造业贷款需求指数为 67.0%，自 2021 年 Q1 以来连续四个季度出现回落。由于 2017 年之后，统计局不再公布制造业固定资产投资额具体数据，但从 2013 年-2017 年的表现来看，贷款与制造业固定资产投资的比例约在 70%左右，依靠自有资金或非贷款资金进行投资的可能性相对偏低。因此，2021 年制造业投资增速较高，更可能是去年同期基数偏低的原因，而很难解释为贷款需求降低，使用自有资金进行投资。

图表 2：贷款需求指数

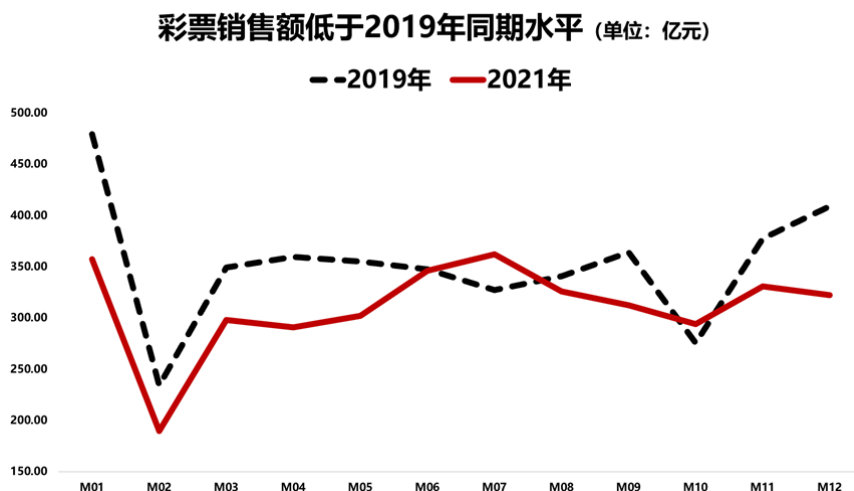


来源：WIND、中泰证券研究所

从消费层面看，12 月经过累计值折算后的社会消费品零售总额，当月同比增长 2.1%，较上月回落 2.1 个百分点。尤其是今年消费受价格推升的因素较为明显，经过 RPI 物价调整后当月同比下降 0.1%，较上月回落 0.9 个百分点，是自 2 月份以来，首次录得负增长，表明下游消费需求相对偏弱。

另外，财政部公布的 2021 年 12 月彩票销售额增速，出现了回落，低于 2019 年同期水平。我们曾在 2019 年 10 月 9 日发布的《中低收入群体流向何处——基于彩票、用电量数据的猜想》一文中提出，国内已有相关实证研究，表明中低收入群体是购买彩票的主要人群，彩票支出与收入的关系呈“倒 U 型”。有学者对超过 800 名福利彩票购买者进行调查发现，福彩消费者的收入结构呈现明显的两头小、中间大的状态，符合“倒 U 形”特征，其中月收入在 1001-1500 元区间的彩民比重最大，达到 33.6%，排在第二的是月收入在 801-1000 元区间的彩民，所占比例为 21%，月收入在 501-800 元区间的彩民所占比例为 12%，以上三种中低收入者所占比例达到了 67.2%。彩票销售额增速的回落，也在一定程度上表明了中低收入群体支出能力的下降。

图表 3：彩票销售额（亿元）



来源：WIND、中泰证券研究所

3. 稳增长的政策措施

针对经济回落的压力，各部门密集采取措施，也释放出稳增长信号。

从金融部门来看，调降利率，刺激需求的态势比较明显。2022 年 1 月 17 日，MLF 操作和公开市场逆回购操作中标利率均下降 10 个 BP。调降后，7 天逆回购利率降至 2.1%，1 年期 MLF 利率降至 2.85%，这是自 2020 年 3 月调降 7 天逆回购利率和 2020 年 4 月调降 1 年期 MLF 利率后的首次降低政策利率。在 MLF 下调 10 个基点之后，LPR 跟随下调也在情理之中。

但 LPR 采取的是非对称下调方式，1 年期下调 10 个 BP，5 年期 5 个 BP，至少反映出三层意图：第一，现阶段从货币政策角度，通过降低贷款利息，降低融资成本，从资金供给端刺激经济的意图较为明显；第二，非对称下调，降低 1 年期 10 个 BP，是在 12 月 20 日降低 5 个 BP 基础上的进一步下调，体现出了加大刺激制造业投资和消费的政策意图；第

三，降低 5 年期 5 个 BP，反映了对于房地产相关信贷的支持态度，但幅度小于 1 年期 10 个 BP，表明政策仍然以稳为主，给后续实际情况留有后手。

同时，调降了不同期限 SLF（常备借贷便利）10 个 BP。由于前期调降 MLF 利率 10 个 BP，已经释放出宽货币刺激经济的信号，因此跟随调降 SLF 利率也存在一定的预期。由于 SLF 的主要对象是政策性银行和全国性商业银行，满足短期大额流动性需求。调降 SLF 利率，压低了利率走廊的上限，有助于引导市场利率中枢下行，降低金融机构从央行获得资金的成本。

从发改部门来看，鼓励消费以及以工代赈，也体现了稳增长的意图。例如，发改委公布了《关于做好近期促进消费工作的通知（发改就业〔2022〕77 号）》，文件中提到，“促进住房消费健康发展”，“推进保障性住房建设，以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，短期来看，房地产销售端存在修复机会，这有望拉动社会消费品零售总额中房地产链条上的家电、家具、建材。另外，文件还提到，“支持开展新能源汽车下乡，鼓励有条件的地方开展绿色智能家电下乡，通过企业让利、降低首付比例等方式，促进农村居民消费”，这在边际上也有望对汽车销售形成支撑。

与此同时，发改委还组织召开全国以工代赈工作视频推进会，提出了要进一步扩大“赈”的规模，吸纳更多群众参与以工代赈项目建设，最大程度提高劳务报酬发放比例，帮助渡难关、稳就业、促增收，充分发挥“赈”的作用。

4. 稳增长的三个时滞

就目前政策姿态来看，全力稳增长的意图较为明显。但政策实际体现出效果，或许还存在一定的时滞。原因或许在于三个方面：

第一，房地产销售对投资传导的时滞。目前部分地方已经开始加快了针

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_36488

