

基建“明牌”，那基建股呢？

2022年01月24日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

- 2022 年地方两会接近尾声，透露的最强烈的信号可能就是投资要发力。截至 2022 年 1 月 24 日，全国已有 30 个省市结束了两会并且公布了对于 2022 年的经济社会发展目标（表 1）。总体来看，2022 年地方政府明显下调了经济增长目标（下调幅度主要在 0.5 至 1 个百分点）；但是各地稳增长的决心非常大，投资成为重要抓手，具体来看：
 - 经济增速上，普遍下调，最低为“5%以上”。30 个省市增长目标的分布较 2021 年明显“左移”（图 1），其中北京市最低、为“5%以上”，此外有 8 个省市目标为 5.5%（按 2020 年 GDP 计算，这 8 个省市占全国 GDP 为 38.7%）。值得注意的是，2021 年有 10 个省市将增长目标定在 6%（包括北京和上述 8 个省市），而最终全国的增速目标定为 6%。
 - 从固定资产投资增速上看，下限上调、最低为“6%左右”。各省市陆续交出了 2021 年固定资产投资的“成绩单”，其中有 10 个省市不达目标，明显不及的省市主要集中在西部地区（图 2）。已有 21 个省市公布 2022 年固定资产投资的目标，其中除了广西和云南大幅下调外（广西省 2022 年 10% 的投资目标并不低，主要是由于 2021 年 15% 的目标偏高），其他省市稳中有升（图 3）：一方面整体下限上调至 6%，较 2021 年高；另一方面，目标增幅主要来自中西部地区的省份，如西藏、河南等，这些地区投资的主要方向是交通和水利等，一般投资规模较大、增速可能相对较快，而在东部沿海地区，市政设施、城市旧改和保障性住房则是重要发力方向，投资增速会相对偏缓。
 - 从各地方来看，政府稳增长、促进有效投资的态度已经十分明确。叠加中央经济工作会议“适度超前开展基础设施投资”的积极论调，和央行持续的“宽信用”发力，基建投资的扩张已经“箭在弦上”。市场表现方面，尽管债市对于经济企稳仍存疑虑，但是股市已率先出发，2022 年初以来股市出现较为明显的调整，但是基建相关指数表现稳健（图 4），其实从 2021 年 11 月开始基建工程指数持续跑赢大盘（图 5）。基建“明牌”的情况下，基建股（我们主要指传统基建，使用基建工程指数来作为代表，如不额外说明下同）的表现会如何？我们可以从短期和长期两个角度来分析：
 - 短期来看，2020 年疫情爆发以来基建股的“胜率”偏低，更像是“炒”预期的工具。我们发现一个有趣的模式（图 6 和 7），基建股的超额收益可能具有较大的不确定性。当经济下行压力较大时，政策（包括财政和货币）发力及其预期会导致债券收益率下降、基建股相对表现更好，但之后无论经济能否企稳，基建股可能都表现不佳；当经济企稳复苏，经济动力切换，刺激政策开始边际收紧，利率债和基建股都会失去市场的青睐，例如 2020 年下半年；而当经济没稳住，经济和市场的不确定性上升，利率债可能继续上涨，但是基建股则可能在财政发力的质疑中跌而下跌，例如 2021 年 10 月之后“730”政治局会议关于“形成实物工作量”的言论迟迟未兑现，基建股明显回落。
 - 从历史上看，越来越短的“基建繁荣”？我们回顾 2012 年以来基建股相对表现，信贷变动和利率之间的变化，我们发现基建股的预期作用十分明显，往往领先于信贷企稳而上涨；与股市不同，债市的表现更加谨慎和“保守”，债券收益率触底往往滞后于基建股和信贷；而可能更加值得注意的是，基建股超额收益持续的时间越来越短，尤其是 2017 年全国金融工作会议之后，地方隐性债务的监管明显收紧，基建发力的空间越来越有限（图 8 和 9）。
 - 传统基建下，新基建上？展望未来，在“严肃财经纪律”的大背景下，基建投资短期内发力越猛，持续性可能就越差。传统基建股有“近忧”、也有“远虑”，短期内我们担心 1 月信贷数据不及预期导致的股价下跌；往远看，经济如果企稳，传统基建稳增长的角色被淡化，超额收益同样难以持续。不过，新基建可能有更多的可能和空间，一方面，政策支持力度大，民间资本的参与度高，对于政府资金的瓶颈不如传统基建敏感；另一方面，新基建板块的成长属性更高，其相对大盘的表现和传统基建已经呈现出一定的负相关性，这可能意味着未来传统基建转向也有利于新基建板块的表现（图 10）。
 - 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

相关研究

- 1、《宏观周报 20220123：动态追踪全球供应链压力——纽约联储新指标解析》2022-01-23
- 2、《宏观周报 20220120：LPR 仍有下行可能，下次降息窗口在 3 月》2022-01-20
- 3、《宏观周报 20220119：还需关注中美利差吗？》2022-01-19
- 4、《宏观周报 20220118：2021 年四季度为何制造业投资逆势回升？》2022-01-18
- 5、《宏观月报 20220117：GDP 4%背后的降息逻辑与演绎》2022-01-17

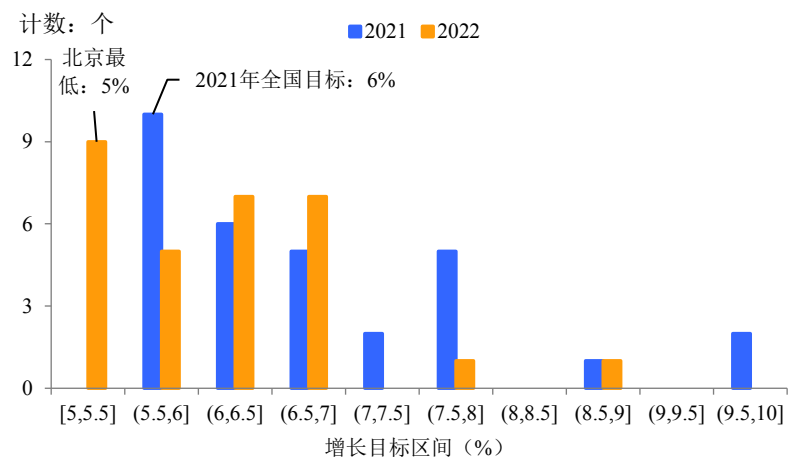
表 1: 2022 年各地两会陆续召开

省市	召开时间	省市	召开时间
西藏	1 月 4 日	山西	1 月 20 日
河南	1 月 6 日	广东	1 月 20 日
北京	1 月 6 日	贵州	1 月 20 日
河北	1 月 17 日	云南	1 月 20 日
安徽	1 月 17 日	上海	1 月 20 日
湖南	1 月 17 日	海南	1 月 21 日
重庆	1 月 17 日	青海	1 月 21 日
江西	1 月 17 日	内蒙古	1 月 21 日
甘肃	1 月 17 日	福建	1 月 22 日
广西	1 月 17 日	山东	1 月 22 日
浙江	1 月 17 日	黑龙江	1 月 22 日
四川	1 月 18 日	新疆	1 月 22 日
陕西	1 月 19 日	吉林	1 月 23 日
宁夏	1 月 20 日	天津	延迟
江苏	1 月 20 日		
湖北	1 月 20 日		
辽宁	1 月 20 日		

注：标红的地区正在召开或者尚未召开两会。

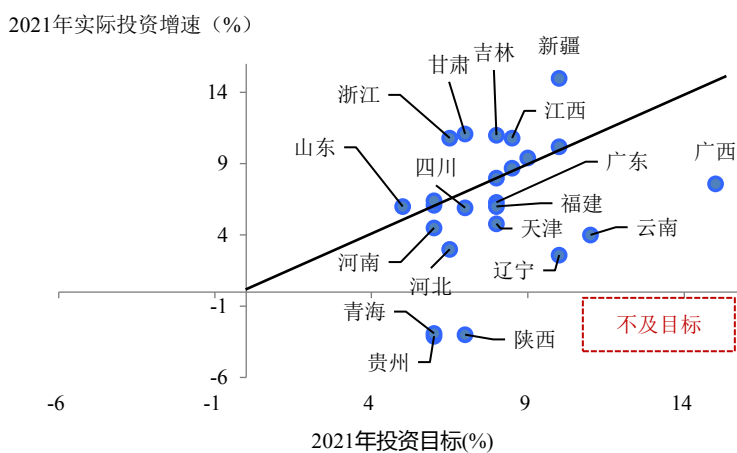
数据来源：各地方政府网站，东吴证券研究所

图 1: 2021 年和 2022 年各地方增长目标区间分布情况



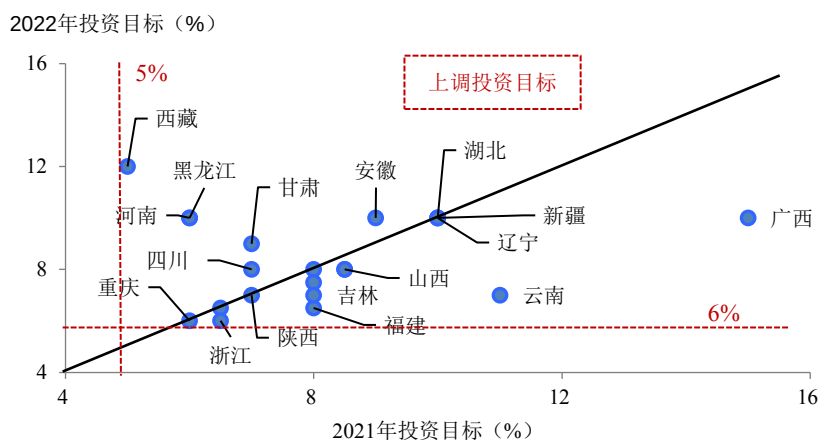
数据来源：Wind，各地方政府网站，东吴证券研究所

图 2：2021 年各省市投资目标和实际投资完成情况



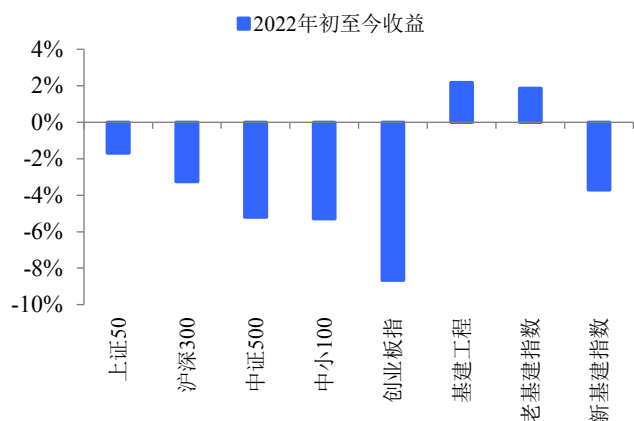
数据来源：Wind，各地方政府网站，东吴证券研究所

图 3：各地投资目标：2021 VS 2022



数据来源：Wind，各地方政府网站，东吴证券研究所

图 4：2022 年初以来传统基建表现较好



注：截至 2022 年 1 月 21 日。

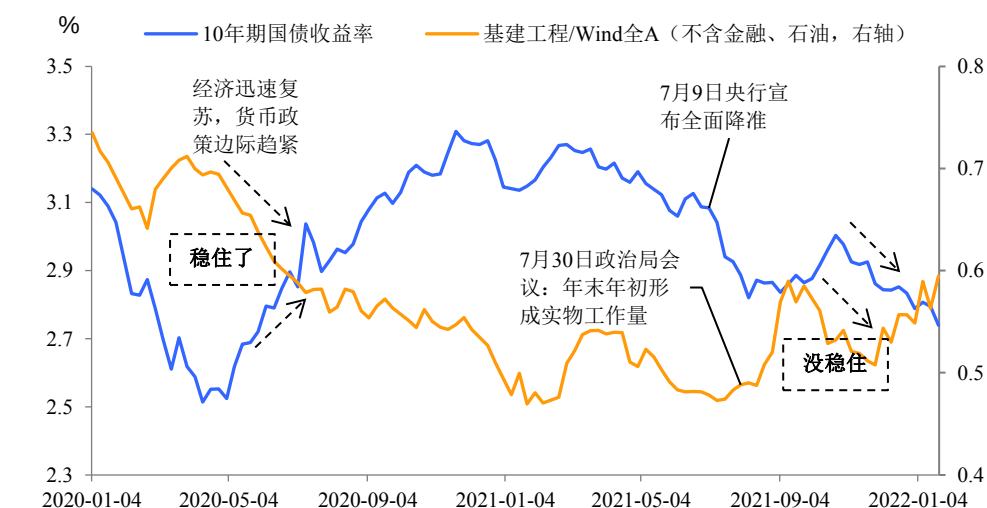
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：基建工程自 2021 年 11 月以来跑赢大盘



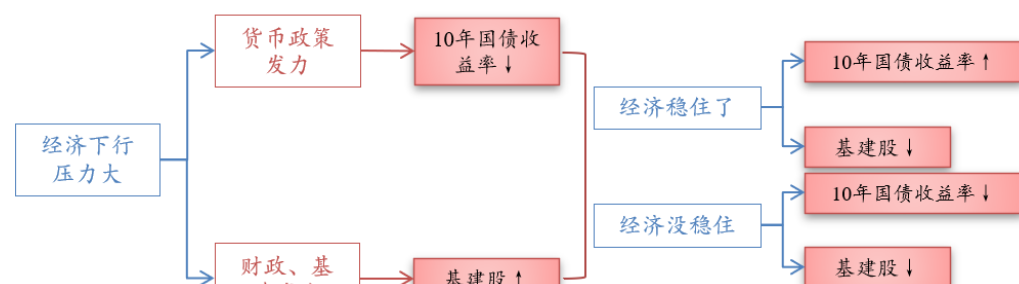
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2020 年以来 10 年期国债收益率和基建股的表现



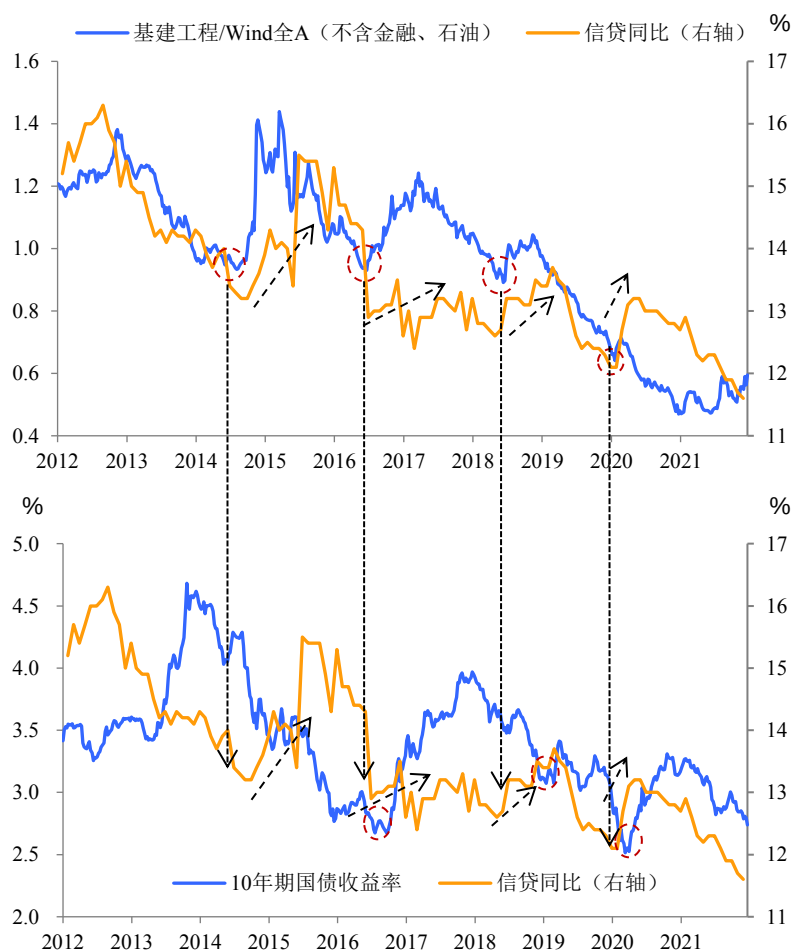
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：疫情爆发以来基建股和 10 年期国债收益率的典型模式



数据来源：东吴证券研究所绘制

图 8：传统基建指数往往领先于信贷和利率企稳反弹



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：老基金指数（Wind）的弹性和波动更大

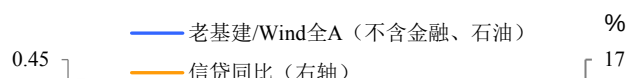
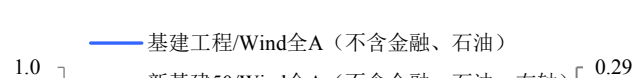


图 10：新基建和传统基建的表现出现了负相关



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_36546

