

基建发力后谁接棒？

2022 年 02 月 09 日

- **春节后稳增长发力靠什么？**由于春节的数据显示经济复苏的动能依然疲弱，市场对春节后政策端的发力便有了更多期待。我们预计上半年稳增长政策加码将沿着**基建托底-地产松绑-防疫政策调整**的路径，在 2022 年两会后日渐明朗。
- 从春节后的情况来看，部委层面不仅延缓钢铁工业碳达峰的时间，也加大了对于保障性租赁住房的支持力度；地方上既有重大项目的集中开工，还有助力企业“开门红”的奖励政策。然而，现有稳增长政策在空间上更多是回补性的。即一方面源于对去年政策过度收紧行业的纠偏；另一方面体现为前期刺激政策的落地。基于这一政策调控的思路，关于这些政策空间的释放在效果上如何，就需要一段时间窗口去观察和评估。我们认为这一窗口期很可能会持续到 2022 年两会，届时如果既有的政策发力仍未能缓解经济下行风险，将会看到更大力度的政策放松。
- **基建：从“翘首以待”到超前开工。**2021 年 7 月政治局会议之后，市场就对 2022 年“基建开门红”充满期待，2022 年开年以来从政策意愿、资金条件、项目开工和部分经济数据中我们已经看到种种基建发力的迹象：政策意愿上，除了中央高层的定调外，2022 年 1 月地方两会也纷纷展示稳增长、加大投资的意愿——2022 年固定资产投资的目标较 2021 年更加积极（图 1）；从资金上看，2021 年一般公共预算的实际赤字（一般公共预算收入减去一般公共预算支出）比预算规模少 8670 亿元（图 2），这将充实财政结余（减少往年结余的使用或者增加当年结余），除此之外 1 月新增专项债超过 4800 亿元、明显高于 2021 年，叠加国企上缴的可观利润和过去年份未使用的专项债资金，基建的“开门”发力有资金支持。从项目开工上看，2022 年地方第一季度集中开工的时间更早，而且部分地方如上海、浙江等较发达地区，投资规模也明显更大（当然其中也包含一大部分产业投资，会反映在制造业投资中）（表 1）。我们预计第一季度基建投资的增速将在 10%以上。
- **不过我们认为基建板块更多的是短期博弈品种，经济企稳后关注新基建板块的机会。**我们在之前强调过在地方隐性债务严监管的情况下，基建投资的可持续性不强，2022 年高层强调基建“适度超前”，我们预计基建增速呈现前高后低的特征，由于基数原因高点将出现在第二季度，增速可能在 15%以上，随后逐步回落。从板块表现来看，基建板块（主要指传统基建，我们用基建工程指数作为代表，下同）往往用于交易稳增长预期，而一旦信贷和经济企稳，基建板块的超额收益反而会下降。值得注意的是，疫情之后新基建和传统基建的负相关性比较明显，这意味着经济确认企稳后，成长性更好的新基建板块上涨空间会更大（图 5 至 7）。
- **房地产：从试探性放松到实质性松绑。**去年底以来房地产调控的一大不确定性，在于中央经济工作会议关于房地产“探索新的发展模式”尚未成型。在此背景下，房地产政策的放松，无论是供给端还是需求端，仍处于试探性的阶段（表 2），但这种试探性的放松显然无法扭转房地产市场的困境。因此，随着房地产销售的继续下滑（1 月上市房企销售额同比增速-44%），只会倒逼房地产调控的放松进一步加码，直至转向全国层面的实质性松绑，比如全国层面对于预售资金监管的放松。
- **这就意味着房地产板块仍有上涨空间。**房地产调控的放松已经使得地产板块自 2021 年底以来持续跑赢大盘（图 8），但市场的预期并未计入进一步降息、预售资金监管回归常态、以及更多实质性松绑的需求端刺激政策，而这些又都是稳销售和稳预期所必须的。因此，政策的时滞下宽松的预期将在一季度进一步发酵，我们预计这一轮房地产板块跑赢大盘的局面有望持续到二季度。
- **疫情防控：“动态清零”的试点调整。**虽然短期内全面放松“动态清零”的防疫政策并不现实，但我们认为在 2022 年两会结束后，防疫政策的调整将迎来窗口期。事实上，从 2022 年春运返乡的情况来看，国家卫健委的“五个不得”已经赋予地方在防疫政策上更大的灵活性，明显降低了疫情零星式爆发对春运人员流动性的影响。而近期香港疫情的发展，也相当于给“动态清零”政策的应变提供了一次压力测试。我们预计随着政府在每一轮疫情防控中积攒成熟的经验，两会后“动态清零”政策有可能结合地方的试点在一定程度上放松调整，虽然这种调整是渐进的，但有望在基建和地产之外助力稳增长。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，政策对冲经济下行的效果不及预期

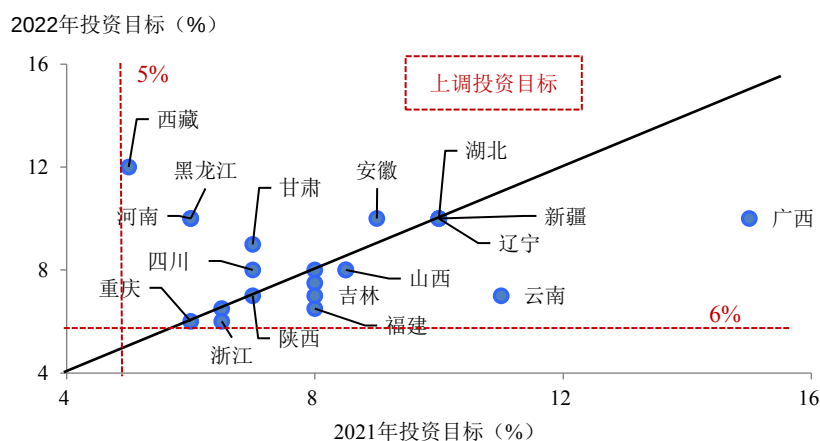
证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn
研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

- 1、《宏观周报 20220207：三组数据透视虎年春节“成色”》2022-02-07
- 2、《宏观周报 20220205：春节海外金融市场的两个预期差》2022-02-05
- 3、《宏观周报 20220202：大宗商品为何不惧历次美联储加息？》2022-02-02
- 4、《宏观周报 20220129：美股跌不休，美联储的“心理防线”在哪？》2022-01-29
- 5、《宏观周报 20220128：以史为鉴，中美股市共振下行几时休？》2022-01-28

图 1：部分地方政府固定资产投资目标：2021 VS 2022



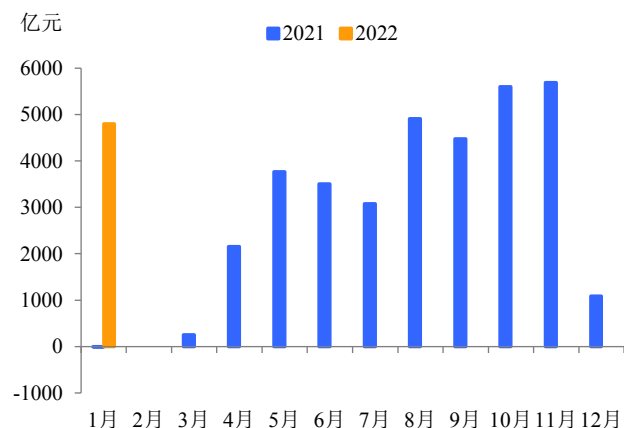
数据来源：Wind，各地方政府网站，东吴证券研究所测算

图 2：2021 年实际赤字规模比预算中实际赤字规模少 8670 亿元

			2019	2020	2021 (预算)	2021	相较预算的变化
1	一般公共预算收入	亿元	190390.08	182913.88	197650	202500	4850
2	调入资金	亿元	22196.75	26302.37	16770		
	结余（含预算稳定基金）	亿元	20733.99	21382.95	15785		
	调入政府性基金收入（中央）	亿元	4.23	3002.5			
	调入国有资本经营预算	亿元	1458.53	1916.92	985		
3	一般公共预算支出	亿元	238858.37	245679.03	250120	246300	-3820
4	补充中央预算稳定调节基金	亿元	1328.46	1137.22			
5	3+4-(1+2) 官方赤字	亿元	27600	37600	35700	35700	
	官方赤字率	%	2.8	3.7	3.2	3.2	
6	3-1 实际赤字	亿元	48468.29	62765.15	52470	43800	-8670
	实际赤字率	%	4.9	6.2	4.7	3.9	

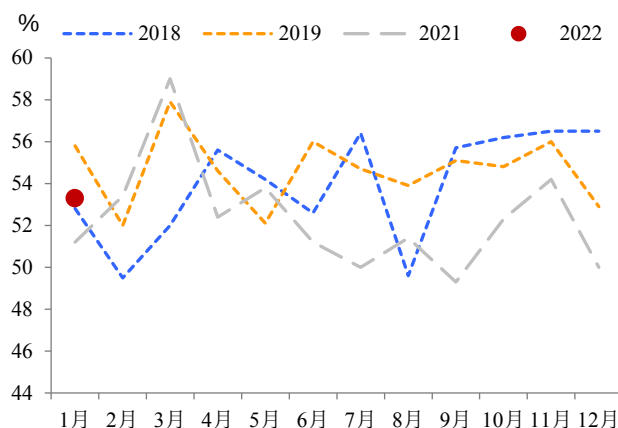
数据来源：财政部，东吴证券研究所

图 3: 2022 年 1 月新增专项债较去年大幅增加



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 建筑业 PMI 新订单景气度明显好于 2021 年



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 2022 年部分地方项目首次集中开工时间和规模

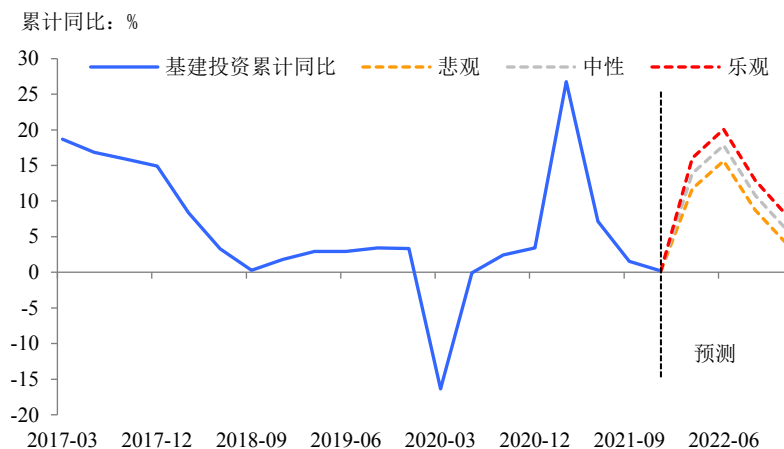
地方	开工时间		规模(亿元)		主要投向 (2022 年)
	2022 年	2021 年	2022 年	2021 年	
安徽	1 月 4 日	1 月 17 日	3760.6	1130.07	涉及战略性新兴产业、交通、社会事业等 12 个行业领域
河南	1 月 4 日	2 月 20 日	7640	16000	交通基础设施、先进制造业、节能环保、新材料、战略性新兴产业、现代服务业、新型基础设施、数字经济等多个领域
四川	1 月 4 日	3 月 29 日	2322	7994	基础设施、现代产业、民生及社会事业等多个领域
浙江	1 月 5 日	3 月 17 日	6386	5823	以清洁能源、轨道交通、安澜工程为重点, 安排基础设施项目 67 个, 占 18.7%; 以保障性住房、老旧小区改造、地下管网改造为重点, 安排城市有机更新项目 32 个, 占 8.9%; 其他安排产业项目 191 个, 占 53.4%。
上海	1 月 4 日	1 月 4 日	5390.2	2700	高端产业、科创、基础设施、重大民生等领域。
海南	1 月 6 日	1 月 13 日	373	419	产业项目 49 个, 占项目总投资的 65%; 基础设施项目 56 个, 占项目总投资的 18%
广西	1 月 10 日	3 月 30 日	3319	2360	产业发展、基础设施、社会民生等领域
湖北	1 月 14 日	1 月 22 日	847	736	交通运输等
福建	2 月 7 日	3 月 2 日	2398	1767	重点聚焦新能源装备、光电子技术、云计算、新材料等
陕西	2 月 7 日	2 月 18 日	4470	8420	涉及秦创原创新驱动平台、重点产业链发展、现代农业等
重庆	2 月 7 日	3 月 2 日	2437	1089	涉及科技创新、产业转型升级、乡村振兴、城市提升等

注:

1. 河南省在 2021 年 12 月 24 日率先集中开工了 17 个交通基础设施项目。
2. 上海 2022 年是分区开工, 且时间不统一, 最早的是浦东新区, 时间是 2022 年 1 月 4 日
3. 广西的数据是开竣工合计规模。

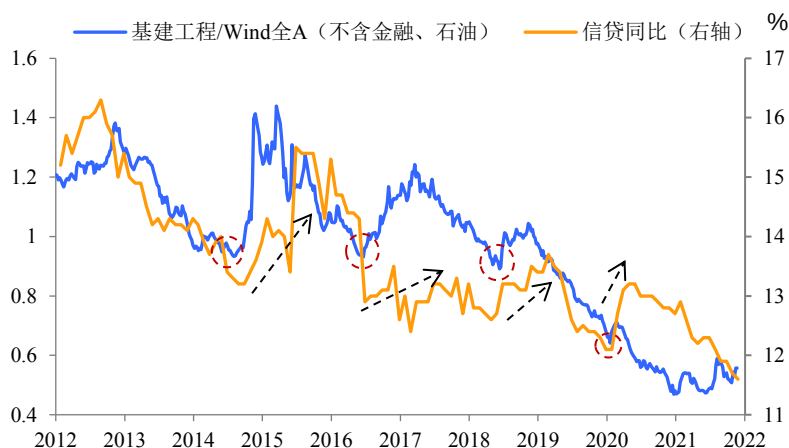
数据来源: 人民网, 各地方政府网站, 东吴证券研究所

图 5：2022 年基建增速将呈现前高后低的走势



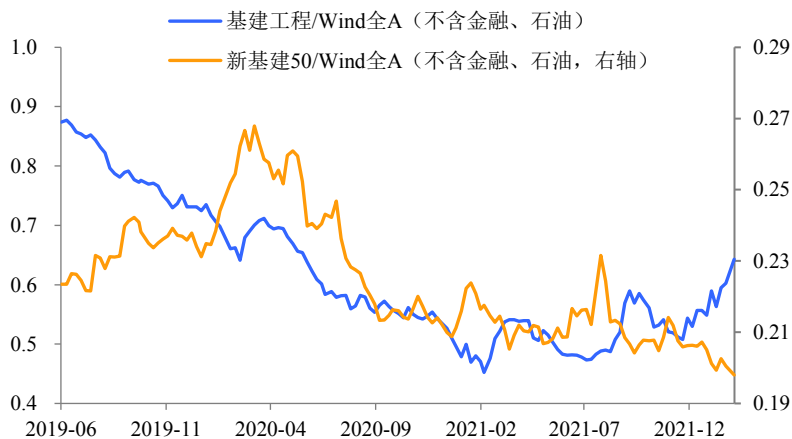
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：基建工程相关股票主要交易的是稳增长预期



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：疫情之后新基建板块和传统基建比较明显的负相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2: 2021 年 11 月以来部分地方地产政策的调整

日期	地方	政策类型	主要内容
2021-11-3	成都	放松预售资金监管	优化预售款支取条件, 预售商品房项目的监管分户账内资金达到监管额度后, 开发企业可申请支取多余部分资金, 申请支取的多余部分资金可用于农民工工资支付; 提供升级装修方案的预售成品住宅项目, 根据购房人选择升级装修情况, 将每套已售房源升级装修价款总额的 50% 且与开发企业信用关联后纳入监管, 并按规定节点进行支取。
2022-1-1	济南	放松公积金贷款	济南市对异地住房公积金贷款 (在其他城市缴存公积金, 在济南申请贷款) 的, 在审批贷款资料时, 取消户籍限制。
2022-1-1	宁波	放松公积金贷款	二孩或三孩的家庭, 连续缴存住房公积金满 2 年, 首次申请公积金贷款购买首套自住住房的, 住房公积金最高贷款额度由 60 万元/户提高至 80 万元/户 。
2022-1-4	青岛	放松公积金贷款	烟台、威海、潍坊、日照职工申请将职工本人的住房公积金账户余额转移到青岛的, 视为职工账户同城转移。
2022-1-12	北海	放松公积金贷款	缴存职工家庭购买第二套住房或申请第二次住房公积金贷款的, 最低首付款比例由 60% 下调至 40%。
2022-1-17	南宁	放松公积金贷款	首套公积金最高额度调整为 70 万元; 公积金贷款支持缴存职工家庭购买首套自住住房或第二套改善居住条件的自住住房。
2022-1-18	烟台	放松预售资金监管	对信用等级为 AAA 级开发企业, 商品房预售监管资金留存比例降低 5 个百分点; 对信用等级为 AA 级开发企业, 商品房预售监管资金留存比例降低 3 个百分点 (工程单体施工结束的不予减免)。
2022-1-18	自贡	放松公积金贷款	放宽住房套数认定政策, 实行只认贷不认房标准。既无住房公积金贷款记录又无尚未完清的住房商业贷款, 按首套房贷款政策执行; 有一笔已结清的住房公积金贷款记录或一笔尚未完清的住房商业贷款, 按二套房贷款政策执行; 取消两次住房公积金贷款须间隔 12 个月及以上的限制。
2022-1-27	安徽	降低首付比例	引导房产、汽车、家电销售企业在春节消费旺季, 通过分期免手续费、赠送抵扣券、降低首付比例、补贴置换等方式, 扩大大宗商品消费 。 在福州市行政区域范围内购房的职工家庭, 第二次申请纯住房公积金

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_37200

