

两会前瞻：拐点将至？

2022年02月27日

■ 下周又到了一年一度的两会时间（2022年3月4日和5日），**2022年的两会能否成为全年稳增长的一个分水岭？无疑是市场的一大关注点。**这是因为自2021年12月的中央经济工作会议以来，虽然政策的重心重回稳增长，但已有政策的靠前发力尚未能完全对冲经济下行。因此，今年两会的工作报告给出什么样的经济政策目标，对于后续稳增长的力度和节奏就显得尤为重要。

■ **2022年的经济增速目标定多少？**目前市场存在三种预期：5%以上、5%-5.5%、5.5%左右，事实上，后者一度是去年中央经济工作会议后的主流预期，但由于一季度以来经济下行的压力并未显著缓解，才有了对于增速目标下调的揣测。不过对于政策制定者而言，如果初始的目标已经拟定，除非经济发生重大的意外冲击，一般是不会轻易改变的，而鉴于去年中央经济工作会议以来中国经济并未遭遇这类冲击，我们预计**2022年经济增速目标将设定在5.5%左右，以保持近十年来经济增速目标下调的渐进性（图1）**

■ **财政发力的空间有多大？**我们预计**2022年预算赤字率在2.8%-3%，更接近区间的下限，新增专项债3.65万亿左右。**由于疫情前中国的预算赤字率从未破3%，随着2022年中国经济走出疫情，预算赤字也将回归此前的财政纪律，同时，2021年财政超收短支所积攒的“余粮”也为这一回归创造了条件（图2），因此，2022年预算赤字率的下调并不对积极的财政政策形成约束。同样，虽然2022年新增3.65万亿的专项债并未较2021年多增，但考虑到2021年四季度所发行的1.2万亿专项债大部分将在2022年一季度投入使用，2022年实际的预算外资金并不缺乏，更何况还有国有企业利润的上缴。

■ **其他经济指标目标上，**我们预计2022年CPI涨幅3%左右，新增城镇就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右，单位GDP能耗降低3%左右，这些目标均较2021年保持不变。

■ **既然确立了相对较高的增长目标，稳增长力度就有望进一步加大。**我们此前的报告一直认为，2022年政策靠前发力存在一个观察和评估的窗口期，即从2021年的中央经济工作会议到2022年的两会，而今随着这一窗口期的关闭，政策发力效果的不及预期意味着稳增长须进一步加码。而从历年政府工作报告的情况来看，随着“稳”字的提升，投资和房地产的重要性随之凸显（图3）。

■ **两会后稳增长如何加码？**我们预计两会后不久货币政策降息降准的窗口将再度开启；同时，在2022年一季度基建发力之后，二季度将迎来更多房地产政策的实质性松绑、以及更大力度的减税降费，而随着政府在每一轮疫情防控中积攒成熟的经验，防疫政策也有望迎来进一步的优化调整。

■ **传统基建“稳”，新基建“快”，消费仍值得期待。**地方政府在2022年1月的两会中表现强烈的稳经济、稳投资的决心，“工程”和“投资”是重要的抓手（图4），从细项看，**交运、电力、水利和市政项目被提及的次数较高，由于占比高，将发挥重要的稳定功能；**新基建方面，5G基础设施、风电光伏和数据重心相关基础设施将是重要发力方向，尤其是“东数西算”、“西电东送”等战略的指导下，中西部能源资源丰富的地区相关新基建有望以来快速增长。不过相较投资，地方政府对于消费的支撑力度有限，主要仍集中于新能源车和家电下乡，作为经济中占比最大的成分，稳经济也离不开消费，除了防疫政策的优化调整外，两会后可能会看到全国层面进一步推动消费的政策出台。

■ **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

shaoy@dwzq.com.cn

1、《宏观月报 20220211：信贷超预期，央行还会继续宽松吗？》2022-02-11

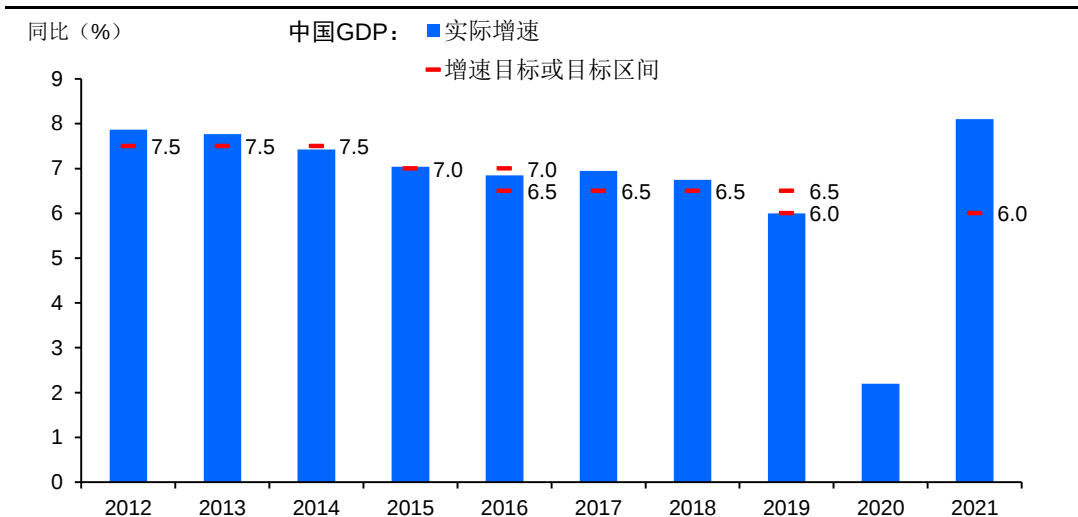
2、《宏观月报 20220210：美国1月通胀六问六答》2022-02-10

3、《宏观周报 20220209：基建发力后谁接棒？》2022-02-09

4、《宏观周报 20220207：三组数据透视虎年春节“成色”》2022-02-07

5、《宏观周报 20220205：春节海外金融市场的两个预期差》2022-02-05

图 1：最近 10 年来政府工作报告中的 GDP 增速目标与实际增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021 年一般公共预算和政府性基金均出现明显的多收少支的情况

			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	
7	全国政府性基金收入	亿元	84517.72	93491.26	94526.62	98024	3497
8	上年结转	亿元	360.4	181.55	240.12	240.12	
9	专项债	亿元	21500	37500	36500	35844	
10	抗疫特别国债	亿元		10000			
11	全国政府性基金支出	亿元	91647.77	118057.98	131265.74	113661	-17605
12	(7+8+9+10)-11 收入大于支出	亿元	14730.35	23114.83	1	20447.12	

数据来源：中国财政部，东吴证券研究所

图 3：2014 年以来历次政府工作报告中关于稳增长和经济关键词的提及次数

	关键词	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
宏观	稳	46	55	36	49	41	74	41	65
	投资	25	28	24	20	27	20	12	15
	消费	17	22	18	19	18	17	15	18
	外贸	11	9	24	15	15	10	9	17
	就业	29	23	25	31	22	30	39	36
行业	基建	6	6	9	7	3	6	9	6
	房地产	15	15	17	20	15	10	6	14
	制造业	0	3	6	4	4	10	4	6
	服务业	6	8	14	4	3	5	3	5

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图 4: 2022 年地方政府工作报告关键词词云



数据来源：各地方政府网站，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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_38546

