

周度经济观察

——稳增长目标实现的路径与难题

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 3 月 8 日

内容提要

今年 5.5% 的 GDP 增长目标处于市场预期的上沿，这一目标的设定有助于改善市场主体对经济 and 政策的预期。从实现路径上来看，基建的短期发力、房地产政策的纠偏、货币信贷的放松以及能耗双控政策的调整是稳定经济的主要手段。

但根据目前的情况来看，房地产企业的流动性压力趋增，实物量数据在加速下滑，出口出现走弱的迹象，疫情的反复对服务业和消费形成了不小冲击，因此最终实现 5.5% 的增长之路充满波折。

当前权益市场还需要时间去消化宏观层面的不确定性。这些不确定性包括俄乌战争的走向、美联储加息的节奏、以及国内政策落地的具体情况，因此市场在短时间内或许仍将表现偏弱。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、5.5%增长目标的完成难度不低

3月5日政府工作报告公布，我们有以下几点认识：

在经济增长目标方面，今年5.5%左右的GDP增长目标位于市场预期的上沿，政府也认为需要付出艰苦努力才能实现。去年经济工作会议中关于稳增长政策的定调积极，但在具体的落实层面弱于市场预期，因此权益市场后续的表现偏弱。这次与中央经济工作会议的主要区别在于，清晰的GDP增长目标的设定，意味着无论从政策意愿上还是最终的落地效果上都有了硬性约束，所以5.5%这个数字意味着经济未来的运行要强于去年下半年以来的情况。

在财政政策方面，财政支出规模较去年扩大2万亿，8%的财政支出目标增速高于去年（0.3%）和前年（2.8%），地方政府专项债3.65万亿元也符合市场预期。不过考虑到房地产市场流动性危机尚在发酵，政府基金性收入中占主导的土地出让金或难大幅抬升，广义财政支出力度可能有限，基建投资全年增速回升温。

在货币政策方面，报告提及“加大稳健的货币政策实施力度，扩大新增贷款规模。”这一表述意味着货币政策的宽松周期已经打开，我们预期年内存在降息降准的可能，一季度信贷开门红有望延续。

在房地产方面，报告延续了房住不炒的表述和稳地价、稳房价、稳预期的提法。同时强调“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”，从此前郭树清主席的表态（房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转）来看，房地产政策在需求端会迎来显著放松，对优质房企边际改善更大。除了对终端需求政策的放松以外，针对房地产企业流动性的政策也有望落地，这意味着房地产投资加速下滑的过程在趋缓。

消费层面，报告主要强调了支持了新能源汽车消费、鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。预计未来消费的恢复主要取决于疫情控制情况和居民自发的消费倾向修复。

在碳中和方面，报告指出能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，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，碳中和推进可能面临全球暂时性的退潮，一方面是去碳带来的成本压力可能高于预期，另一方面是俄乌地缘冲突，增加了各国对能源安全的担忧，欧洲自2月底以来持续回落的碳配额价格也验证了这一点。

总体而言，5.5%的GDP增长目标有助于改善市场主体对经济和政策的预期，从实现路径上来看，基建的短期发力、房地产政策的纠偏、货币信贷的放松以及能耗双控政策的调整是稳定经济的主要手段。

但根据我们当前观察的情况来看，房地产市场的流动性压力趋增，实物量数据在加速下滑，出口出现走弱的迹象，疫情的反复对服务业和消费形成了不小冲击，因此经济最终实现5.5%的增长之路充满波折。

图1：欧盟碳配额价格，欧元/吨



数据来源：Wind，安信证券

2022 年 1-2 月我国美元计价出口同比增速 16.3%，较去年 12 月份 20.9%的同比下降 4.6 个百分点，较去年 12 月份 19.5%的两年平均增速下降 3.2 个百分点，延续去年 11 月以来见顶回落的态势。

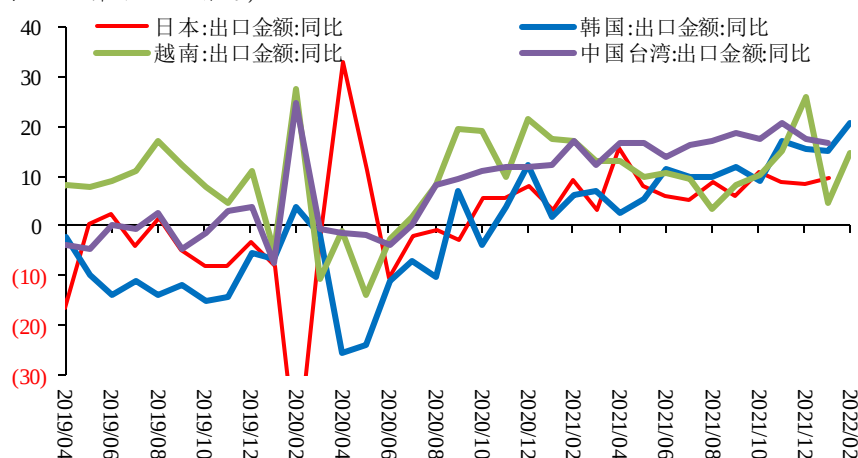
分地区看，对发达国家，我国对欧盟出口上升，对美国、日本、东盟的出口出现不同程度的下滑；对俄罗斯、巴西和印度等发展中国家出口出现回升。

分产品看，随着海外疫情出现回落，叠加重症人数较少、社交隔离措施并未出现明显收紧，1-2 月中国医疗器械、纺织纱线等疫情防控相关物资的出口增速显著回落，已经显著低于 2021 年下半年以来的中枢水平。此外，与总体外需关系密切的机电出口走弱，家电基本持平，家具和玩具出现回升。

与此同时，1-2 月韩国和日本出口增速小幅回升，越南和中国台湾出现回落，东亚经济体表现不一，但均较去年四季度高点下行，总体反映了全球制造业部门和贸易活动的减速。

往后看，考虑到今年全球货物贸易活动的减速以及海外主要经济体供应的恢复，中国出口或将持续回落，并对宏观经济形成拖累。

图2：东亚经济体出口增速，%

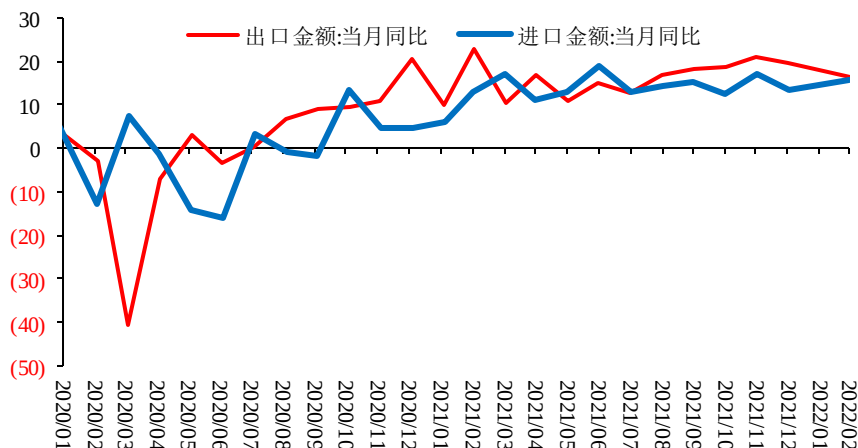


数据来源：Wind，安信证券

2021 年为两年复合同比，2022 年为同比

1-2 月美元计价进口同比增长 15.5%，比去年 12 月 19.5% 同比低 4 个百分点，但是比两年几何平均 13.4% 高 2.1 个百分点。

图3：进出口金额同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021 年为两年复合同比，2022 年为同比

分地区看，中国从美国和日本的进口回升，从东盟和欧盟的进口回落。

分产品看，主要产品的进口数量如汽车和底盘、铁矿砂、大豆和钢材均出现回升，仅有原油小幅回落。

往后看，尽管基建投资短期发力，但房地产投资和新开工尚难企稳，能耗双控政策的调整对出口影响偏负面，未来我国进口可能仍处于减速的过程之中。

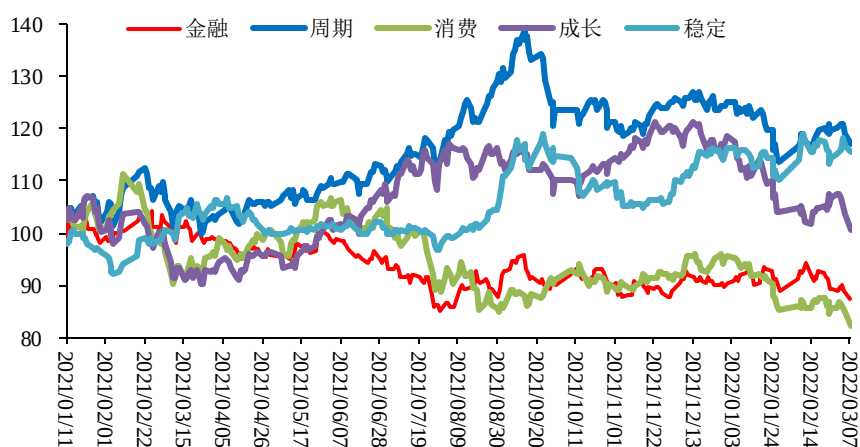
二、宏观不确定性持续扰动市场

当前俄乌战争对全球资产价格形成显著冲击，海外权益市场持续下跌，并通过情绪层面和资金流动对我国权益市场形成拖累。从战争进展以及主要国家表态来看，俄乌战争或许会持续，这一过程将不断增加市场不确定性，并对全球通胀以及部分国家经济增长产生不小影响，这些因素的叠加无疑对权益市场的影响偏负面。

就国内各板块的情况而言，去年底以来能耗双控政策的调整触发了新能源链条的下跌，这一政策的放松目前仍在延续。此前市场对消费的恢复抱有期待，但由于近期全国疫情的扩散、消费的恢复受阻，与此同时消费刺激政策的出台低于市场预期，这使得消费未来恢复的力度或许相对温和。因此短期来看，稳增长线索下基建产业链有望表现出相对优势，此外房地产市场政策的纠偏也对国有房企股价形成支撑。

权益市场总体还需要时间去消化宏观层面的不确定性。这些不确定性包括俄乌战争的走向、美联储加息的节奏、以及国内政策落地的具体情况，因此市场在短期内或许仍将表现偏弱。

图4：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

以2020年12月31日为100

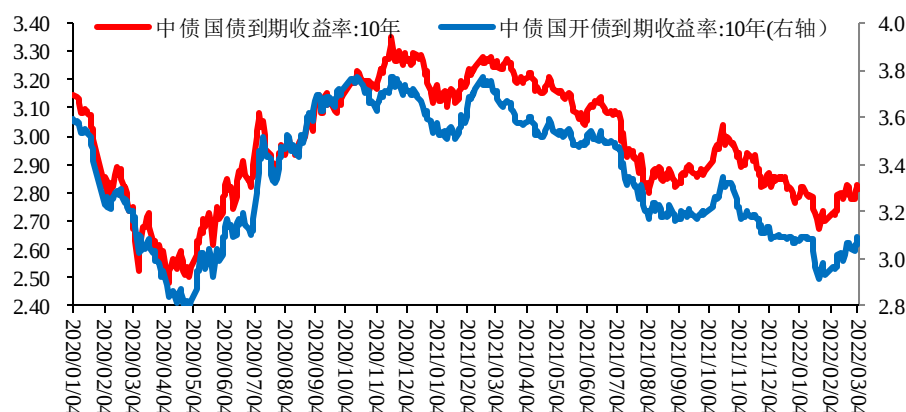
上周以来受部分城市房地产政策放松以及资金面偏紧的影响，利率普遍上行，1年期国债利率上行5个BP，10年期国债利率上行3个BP，其他期限收益率也出现类似幅度的波动。

当前债券市场的矛盾集中在房地产融资回升的节奏与货币政策宽松的进度。现有数据显示房地产终端需求政策的陆续放松难以完全缓解企业流动性压力，多

数民营企业面临债务违约的困境，而这一局面仍处于恶化的过程之中，这使得房地产行业融资的回升需要较长时间。而伴随增加的经济下行压力，以及偏慢的信用结构改善，央行加大货币政策宽松的可能性在提升。

因此合并而言，在经济表现偏弱、房地产行业融资的改善尚需时间、货币政策的宽松有望加码的背景下，我们倾向于认为当前债券市场收益率上行的风险较低，债券市场处于有利的环境中。

图5：10年期国债和国开债，%



数据来源：Wind，安信证券

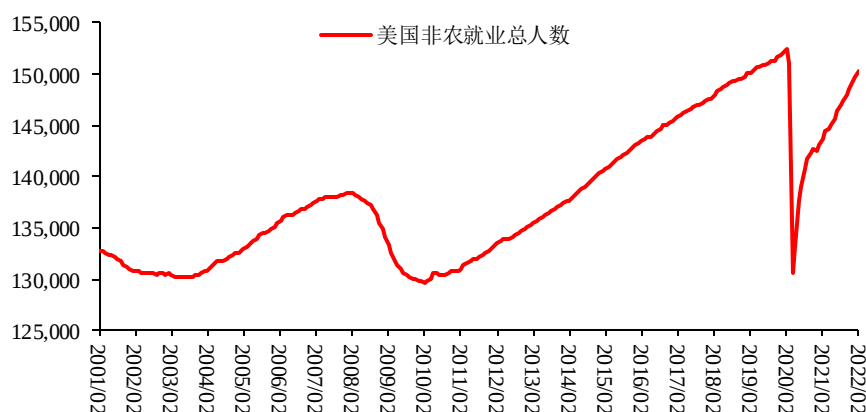
三、美国劳动力市场保持强劲复苏势头

美国2月劳动力市场数据整体表现强劲，结合美国2月服务业PMI的回升来看，疫情的缓解可能是重要原因。

2月新增非农就业人数67.8万人，高于预期42.3万人、以及上修后的前值48.1万人，创2021年7月以来最大增幅。与此同时，去年12月和今年1月的新增就业人数合计上修9.2万人。

目前，非农总就业人数的缺口缩窄至 201.5 万人，倘若继续维持近 1 年以来非农新增月均 56 万人的平均增速，则今年 6 月非农就业总人数即可超过疫情前水平。

图6：美国非农就业总人数，千人



数据来源：Wind，安信证券

拆项来看，工业和服务业整体出现良好恢复。其中，采矿业、建筑业、制造业新增就业环比均为正增长；教育和保健行业的改善幅度最大，新增就业环比大幅上升 7.9 万人；休闲和酒店业对整体新增就业的贡献近 1/4，新增就业环比小幅上升 1.2 万人。

图7：美国非农近 3 个月新增就业人数，千人

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_39185

