



报告日期：2022年3月7日

## “5.5%左右”强引领符合预期，2022年房地产投资增速大概率前低后高

——2022年《政府工作报告》点评

宏观研究员：郑后成  
执业编号：S0990521090001  
电 话：0755-83008511  
E-mail：houchengzheng@163.com

### 报告概要：

➤ 3月5日，李克强总理在十三届全国人大四次会议做2022年《政府工作报告》。我们点评如下：

➤ 一、来自海外的“问题和挑战”在中短期内大概率还将延续；

➤ 二、国内“面临的问题和挑战”在短期难以得到大幅缓解；

➤ 三、“5.5%左右”的经济增长目标完全符合我们的预期，但“需要付出艰苦努力”；

➤ 四、面对新的下行压力，“稳增长”是政府工作的重中之重；

➤ 五、宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节；

➤ 六、剔除基数效应后，2022年出口、制造业投资、基建投资增速大概率“前高后低”；

➤ 七、2022年城镇调查失业率大概率较2021年上行，但是破5.50%的概率较低；

➤ 八、《政府工作报告》重提“因城施策”与“城镇化”，利多房地产投资增速。

### 风险因素

- 1.“俄乌冲突”范围与规模超预期；
- 2.全球新冠肺炎病毒变异程度超预期。

### 相关报告

- 1.英大宏观评论（20220301）“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”
- 2.英大证券 2022 年 1 月宏观经济月报（20220225）：短期内宏观经济依旧面临“三重压力”，货币政策“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度
- 3.英大宏观评论（20220222）2022 年 CPI 突破 3.0%的概率较低，PPI 年内低点大概率位于 10 月
- 4.英大宏观评论（20220217）短期内大小型企业制造业 PMI 的差值难以大幅收窄，1 季度城镇调查失业率大概率阶段性上行
- 5.英大宏观评论（20220214）发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告
- 6.英大宏观评论（20220210）2022 年税收收入增速大概率较 2021 年下行，民生是 2022 年财政支出的重点领域
- 7.英大宏观评论（20220207）短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑 2022 年利润增速
- 8.英大宏观评论（20220125）1 季度货币政策还将“稳中有松”，短期内 10 年期国债到期收益率反转概率较低
- 9.英大证券 2022 年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 10.英大证券国内宏观高频周报（20220117）下游十大城市商品房成交套数、成交面积大幅反弹，中游玻璃期货结算价大幅反弹，上游国际原油价格延续上行趋势
- 11.英大证券海外宏观一周纵览（20220117）美国 12 月零售和食品服务销售额同比回落，欧元区 11 月失业率逼近历史新低，日本 11 月景气动向先行指数、一致指数均反弹



## 目录

一、来自海外的“问题和挑战”在中短期内大概率还将延续.....	3
二、国内“面临的问题和挑战”在短期难以得到大幅缓解.....	3
三、“5.5%左右”的经济增长目标完全符合我们的预期，但“需要付出艰苦努力”.....	4
四、面对新的下行压力，“稳增长”是政府工作的重中之重.....	5
五、宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节.....	6
六、剔除基数效应后，2022年出口、制造业投资、基建投资增速大概率“前高后低”.....	8
七、2022年城镇调查失业率大概率较2021年上行，但是破5.50%的概率较低.....	9
八、《政府工作报告》重提“因城施策”与“城镇化”，利多房地产投资增速.....	10



**事件：**3月5日，李克强总理在十三届全国人大四次会议做2022年《政府工作报告》。

**点评：**

### 一、来自海外的“问题和挑战”在中短期内大概率还将延续

2022年《政府工作报告》（以下简称“《政府工作报告》”）在“面临的问题和挑战”部分，针对全球形势指出四点。**第一**，“全球疫情仍在持续”。3月5日当周全球新冠肺炎新增确诊病例为1,017.19万例，虽然较前值少增86.49万例，较1月29日当周少增1280.36万例，但是就绝对读数而言，依旧位于高位区间。我们坚持在《英大宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度，“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度货币政策执行报告（20220214）》中“2022年彻底战胜新冠肺炎概率不大”的判断。**第二**，“世界经济复苏动力不足”。2月摩根大通全球制造业PMI录得53.60，虽然较前值上行0.40个百分点，但是在新冠肺炎疫情并未缓和，大宗商品价格迭创新高压制全球需求，以及“俄乌冲突”短期大概率还将升级的背景下，预计年内摩根大通全球制造业PMI难以大幅上行，且全年大概率“前高后低”。我们坚持在《英大宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度，“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度货币政策执行报告（20220214）》中“全球经济高点已过，2022年全球经济增速较2021年确定性下行”的判断。**第三**，“大宗商品价格高位波动”。进入3月，布伦特原油主力合约与WTI原油主力合约双双突破130美元/桶，且双双创2008年7月以来新高，与此同时，有色金属价格集体冲高，其中，LME铝与LME锡双双续创历史新高，LME铜即将突破前期高位。值得指出的是，全球定价的国际油价与有色金属价格冲高，符合我们在《英大证券2022年宏观经济与大类资产配置展望：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）》中“（2022年1季度）油铜冲高”的判断，也符合我们在《英大宏观评论：“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”（20220301）》中“国际油价或‘短多中空’”的判断。**第四**，“外部环境更趋复杂严峻和不确定”。外部环境主要指的是“俄乌冲突”。俄罗斯提出乌克兰“非军事化”的目标，对于乌克兰而言难以接受，而乌克兰要求加入北约，对俄罗斯而言同样难以接受，与此同时，英美两国出于自身利益并不希望俄罗斯与乌克兰谈判达成协议。基于以上分析，我们坚持在《英大宏观评论：“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”（20220301）》中“‘俄乌冲突’短期大概率还将升级，中长期或将不乐观”的判断。

### 二、国内“面临的问题和挑战”在短期难以得到大幅缓解

针对国内“面临的问题和挑战”，《政府工作报告》指出七点。**第一**，“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。该提法源自2021年中央经济工作会议。从目前情况看，“预期转弱”这一压力有可能面临修正，这一判断的主要依据是2月制造业PMI生产经营活动预期与非制造业PMI业务活动预期分别录得58.70、60.50，分别较前



值上行 1.20、2.60 个百分点，分别创 2021 年 8 月、2021 年 3 月以来新高，表明市场预期可能有边际好转。**第二**，“局部疫情时有发生”。我们认为，“国外疫情输入不停，国内疫情反弹不止”。在西方国家放开疫情管控的背景下，我国疫情出现较大程度的反弹：3 月 1-5 日全国新冠肺炎新增确诊病例数为 1342 例，远高于 2 月同期的 201 例，也远高于 1 月同期的 807 例。从目前的趋势看，3 月我国新冠肺炎新增确诊病例数大概率高于 2 月与 1 月，也就是说，短期之内我国新冠肺炎疫情有恶化的迹象。**第三**，“消费和投资恢复迟缓，稳出口难度增大，能源原材料供应仍然偏紧，中小微企业、个体工商户生产经营困难，稳就业任务更加艰巨”。其中，“**消费和投资恢复迟缓，稳出口难度增大**”对应“三大压力”中的“需求收缩”：在上文“短期之内我国新冠肺炎疫情有恶化的迹象”判断的背景下，预计消费增速难以大幅上行，对这一判断形成支撑的因素还包括 1 月 CPI 当月同比为 0.90%，低于预期 0.10 个百分点，较前值下行 0.60 个百分点，创近 4 个月新低；在 2022 年 PPI 当月同比大概率前高后低的判断下，预计下半年我国 PPI 当月同比将面临较大压力，对下半年的出口增速形成一定压力。“**能源原材料供应仍然偏紧**”对应“三大压力”中的“供给冲击”。我国原油的对外依存度长年以来稳步攀上，2021 年 3 月达到 73.90%，创 1995 年 1 月以来新高。随着我国 GDP 总量的不断上行，预计我国原油对外依存度大概率还将继续上行。“**中小微企业、个体工商户生产经营困难**”主因全球定价的大宗商品价格持续冲高，以及新冠肺炎疫情多地反弹，即使中央对中小微企业的纾困政策不断出台，中小微企业经营依旧面临很大困难，体现为 2 月小型企业制造业 PMI 仅录得 41.10，不仅远低于荣枯线，且创 2020 年 3 月以来新低，如果剔除掉 2020 年 2 月的 26.10%，则创 2013 年 1 月有数据记录以来新低。“**稳就业任务更加艰巨**”主因 2022 年城镇调查失业率面临两方面的利空：一是出口增速下行；二是新冠肺炎疫情压力犹存。预计 2022 年城镇调查失业率大概率较 2021 年上行，也就是说，高于 2021 年 5.12% 的均值。

国内“面临的问题和挑战”的第四至第七项分别为：关键领域创新支撑能力不强；一些地方财政收支矛盾加大，经济金融领域风险隐患较多；民生领域还有不少短板；政府工作存在不足，形式主义、官僚主义仍然突出，脱离实际、违背群众意愿现象屡有发生，有的在政策执行中采取“一刀切”、运动式做法；少数干部不担当、不作为、乱作为，有的漠视严重侵害群众权益问题、工作严重失职失责；一些领域腐败问题依然多发。这四项“问题和挑战”在 2021 年《政府工作报告》中也被提及过，表明这些“问题和挑战”属于中长期问题。

### 三、“5.5%左右”的经济增长目标完全符合我们的预期，但“需要付出艰苦努力”

《政府工作报告》在“今年发展主要预期目标”中提出，“国内生产总值增长 5.5%左右”。值得指出的是，“5.5%左右”的经济增长目标完全符合我们的预期。**第一**，12 月 9 日我们在《英大宏观评论：2022 年宏观经济“稳字当头”，高技术制造与房地产投资大概率承担重要角色（20211209）》中首次提出“2022 年政府工作报告中确定的 GDP 增速目标



区间大概率下调 0.50 个百分点至“5.50%左右”的判断。**第二**，在《英大证券 2022 年宏观经济与大类资产配置展望：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）》中，我们明确指出，“2022 年 3 月《政府工作报告》中确定的 GDP 增速目标区间大概率下调 0.50 个百分点至“5.50%左右”。彼时我们在预测 2021 年 GDP 两年平均增速大概率位于 5.0%至 5.20%之间的基础上，提出“国内生产总值增长 5.5%左右”的两点主要依据：**一是**“2012 年以来 GDP 增速目标区间总体是向下调整，但是每次下调的区间幅度均为 0.50 个百分点”；**二是**“如果下调 1.0 个百分点至 5.0%，容易向社会与市场传递悲观预期，不利于扭转‘预期转弱’的局面”。

《政府工作报告》对“国内生产总值增长 5.5%左右”的解释是：“经济增速预期目标的设定，主要考虑稳就业保民生防风险的需要，并同近两年平均经济增速以及“十四五”规划目标要求相衔接。这是高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现”。对此，我们的解读有如下两点。**第一**，一年一度的《政府工作报告》在本质上是克强总理的述职报告。其中，克强总理最重要的 KPI 是经济增速，其次就是“稳就业、保民生、防风险”这三项。**第二**，中央政府充分认识到实现“5.50%左右”的 GDP 增速目标难度较大，需要“主动作为”，“需要付出艰苦努力”，体现出了很强的主观能动性。

我们认同“5.5%左右”的经济增速预期目标“需要付出艰苦努力才能实现”，其背后的依据有以下五点。**第一**，2021 年 GDP 增速为 8.10%，这一读数是 2012 年以来新高。超高基数对 2022 年 GDP 增速形成较大利空。**第二**，如不进行跨周期与逆周期调节，则我国处于被动补库存向主动去库存转化阶段，也就是宏观经济处于衰退向萧条转化阶段，即经济增长内生动能趋弱。**第三**，我们测算了下，2022 年相对于 2021 年 5.50%的增长，相当于实现 5.26%左右的三年平均增速，较 2021 年 5.10%的两年平均增速上行 0.16 个百分点，并且这发生在我国宏观经济内生动能下行的背景之下。**第四**，新冠肺炎疫情未见好转，叠加大宗商品价格高位波动，对我国宏观经济持续形成压制。**第五**，从宏观经济的“三驾马车”看：2022 年出口金额累计同比低于 2021 年，但是大概率录得 2 位数增长；高技术制造拉动 2022 年制造业投资增速维持在较高水平；2022 年房地产投资增速度大概率企稳反弹；2022 年基建投资增速大概率前高后低，但全年增速不会太高；2022 年消费增速小幅上行，难以修复至疫情前 8.0%的水平。**第六**，“俄乌冲突”造成的全球政经局势动荡，不排除在中期冲击我国宏观经济这一小概率事件。

#### 四、面对新的下行压力，“稳增长”是政府工作的重中之重

国务院对当前宏观经济走势的看法至关重要，因为发改委、财政部、央行等财经部门的工作本质上是在执行国务院的决策。从《政府工作报告》看，当前中央政府对宏观经济走势的看法是不乐观的。这一判断的依据有以下四点。**第一**，《政府工作报告》指出，“今年我国发展面临的风险挑战明显增多，必须爬坡过坎”。从“明显”二字可以看出中央政府对面临的不确定性是有预期的，而从“必须爬坡过坎”六个字可以看出，这些风险



挑战难以回避。**第二**，《政府工作报告》指出，“我国经济长期向好的基本面不会改变”。通常情况下，如果强调长期向好，就意味着短期是不乐观的。这是对短期不乐观的一种委婉表达。**第三**，《政府工作报告》指出，“中国经济一定能顶住下行压力，必将行稳致远”。经过前期的委婉表达之后，《政府工作报告》明确指出，中国经济面临下行压力，此外，“必将行稳致远”与上文的“我国经济长期向好的基本面不会改变”相呼应。**第四**，通过前面一系列铺垫，《政府工作报告》指出，“面对新的下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置”。这句话是《政府工作报告》的中心论点，且在全文起到了承上启下的“统领”作用。在此之前，主要是回顾 2021 年，详述取得的重大成就，国内外面临的问题与挑战，2022 年主要经济目标，以及中央政府对 2022 年宏观经济走势的看法，在此之后，主要围绕解决问题与应对挑战展开。从马克思主义哲学的角度看，在此之前是“物质决定意识”阶段，在此之后，是“意识反作用于物质”阶段。

至于 2022 年如何实现“稳增长”，《政府工作报告》提出若干条原则。**第一**，“各地区各部门要切实担负起稳定经济的责任，积极推出有利于经济稳定的政策”。这句话源自 2021 年中央经济工作会议中的“各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策”。从“条条”与“块块”两个维度对“稳增长”的责任形成全面覆盖，全方位推进宏观经济增长。**第二**，“要统筹稳增长、调结构、推改革，加快转变发展方式，不搞粗放型发展”。在“稳增长”的同时，《政府工作报告》提醒“不搞粗放型发展”，要在“稳增长”的过程之中“调结构”与“推改革”。这里值得提醒的有三点：**一是**“稳增长”位列第一位，居于主导地位，而“调结构”与“推改革”居于辅助地位，服务于“稳增长”；**二是**“调结构”十分重要，实际上后面的“加快转变发展方式，不搞粗放型发展”均指向“调结构”；**三是**“控通胀”并未列于其中，表明中央政府认为通胀不是 2022 年的主要矛盾。

## 五、宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节

《政府工作报告》指出，完成今年发展目标任务需要在宏观政策、微观政策、结构政策、科技政策、改革开放政策、区域政策、社会政策等七个方面发力。其中，“宏观政策要稳健有效”居于首位。我们认为 2022 年宏观政策大概率保持较为宽松的力度。这一判断的依据有以下四点。**第一**，《政府工作报告》指出“要保持宏观政策连续性，增强有效性”，对比 2021 年的提法则是“今年要保持宏观政策连续性稳定性可持续性”。具体看，保留“连续性”，删除“稳定性”与“可持续性”，增加“有效性”。删除“稳定性”预示宏观政策具有较强的“灵活性”，而增加“有效性”更注重结果导向。**第二**，《政府工作报告》指出，“政策发力适当靠前，及时动用储备政策工具，确保经济平稳运行”。一方面，在时间上提前让政策发力，早发力、早见效、早推动宏观经济企稳，另一方面，储备的政策工具该用就用，意味着政策的力度有可能超预期。其目的是百分百实现“经济平稳运行”，不能有任何闪失。**第三**，《政府工作报告》指出，要“着力稳定宏观经济大盘，保持经济



运行在合理区间”。在 2022 年“国内生产总值增长 5.5%左右”这一“指挥棒”的指挥下，考虑当前我国宏观经济面临“三重压力”，宏观政策维持宽松是实现这一目标的必要条件。**第四**，《政府工作报告》指出，“宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑”。**首先**，“有空间有手段”表明宏观政策发力的余地较大，方式较为多样。综合而言，可以通过多种途径实施较大力度的“宽松”。**其次**，“要强化跨周期和逆周期调节”表明在目前的基础上，跨周期和逆周期调节还有进一步提升的空间。**最后**，“为经济平稳运行提供有力支撑”，意味着为“保持经济运行在合理区间”，中央政府将全力以赴。中央政府为什么要这样做？“努力完成全年目标任务，以实际行动迎接党的二十大胜利召开”是最可能的原因。

**财政政策方面**，要“提升积极的财政政策效能”。我们的解读有以下六点。**第一**，2022 年赤字率拟按 2.8%左右安排，虽然低于 2021 年的“3.2%左右”，但是实际支出规模比去年扩大 2 万亿元以上，因此财政政策总体而言还是积极的。**第二**，2022 年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，持平于 2021 年，但是考虑到“合理扩大使用范围”，表明在地方政府专项债券方面的政策取向还是宽松的。**第三**，“实施新的组合式税费支持政策”。“组合式”体现在两个方面，一是阶段性措施和制度性安排相结合，二是减税与退税并举。考虑到“全年退税减税约 2.5 万亿元，其中留抵退税约 1.5 万亿元，退税资金全部直达企业”，叠加考虑 2022 年退税减税远高于 2021 年减税降费的 1.1 万亿，我们认为退税减税将在很大程度上利多 2022 年工业企业利润总额累计同比，我们坚持在《英大宏观评论：短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑 2022 年利润增速（20220208）》中“新的减税降费支撑 2022 年利润增速”的判断。在此基础上，我们认为 2022 年工业企业利润总额累计同比大概率不低于 10.0%。**第四**，民生依旧是 2022 年财政支出的重点领域，因为“新增财力要下沉基层，主要用于落实助企纾困、稳就业保民生政策，促进消费、扩大需求”，我们坚持在《英大宏观评论：2022 年税收收入增速大概率较 2021 年下行，民生是 2022 年财政支出的重点领域（20220210）》中“民生是 2022 年财政支出的重点领域”的判断。**第五**，减税退税的主要受益者是制造业、科研和技术服务、生态环保、电力燃气、交通运输等行业。**第六**，实施新的组合式税费支持政策很大程度上是为了稳定市场预期，因为《政府工作报告》指出“以稳定市场预期”，以及“以有力提振市场信心”。

**货币政策方面**，要“加大稳健的货币政策实施力度”。这一句话开宗明义，“加大”二字表明货币政策还将继续宽松。**第一**，“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有有力支持”。“为实体经济提供更有有力支持”再次表明货币政策的力度大概率加大，并且是从总量与结构两个方面双管齐下。**第二**，“扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。2021 年金融机构新增人民币贷款为 19.95 万亿元，而 2022 年要“扩大新增贷款规模”，这就意味着 2022 年金融机构新增人民币贷款将超 20 万亿。《政府工作报告》提出“扩大新增贷款规模”，我们认为不会是 0.05 万亿元这种规模的“小打小闹”，预计 2022 年金融机构



新增人民币贷款大概率超 21 万亿。**第三**，“进一步疏通货币政策传导机制，引导资金更多流向重点领域和薄弱环节，扩大普惠金融覆盖面”。在继续做好“六稳”、“六保”工作的背景下，预计小微企业以及个体工商户是资金流向的主要目标群体。**第四**，“推动金融机构降低实际贷款利率、减少收费，让广大市场主体切身感受到融资便利度提升、综合融资成本实实在在下降”。预计年内 LPR 报价还有下行的空间与余地。**第五**，“推动普惠小微贷款明显增长、信用贷款和首贷户比重继续提升”。对比 2021 年《政府工作报告》的提法是“大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30% 以上”，考虑到 2022 年新冠肺炎疫情更加严重，以及大宗商品价格高位波动，保守预计 2022 年普惠小微贷款增长大概率不低于 20%。

## 六、剔除基数效应后，2022 年出口、制造业投资、基建投资增速大概率“前高后低”

《政府工作报告》指出，要“坚定实施扩大内需战略”，“增强内需对经济增长的拉动力”。具体而言，“扩内需”的途径主要有两条。**第一条是“推动消费持续恢复”**。该项下有七项举措。第一项是“多渠道促进居民增收，完善收入分配制度，提升消费能力”。我们认为 2022 年全国居民人均可支配收入累计名义同比与累计实际同比大概率在 2021 年的基础上下行。这一判断的依据有以下两点。**第一**，2021 年全国居民人均可支配收入累计名义同比与累计实际同比分别录得 9.10% 与 8.10%，分别较前值上行 4.40、6.0 个百分点，分别创 2015 年、2014 年以来新高。在 2021 年高基数的背景下，2022 年这两项指标大幅上行概率较低，大概率低于 2021 年。**第二**，2022 年城镇调查失业率大概率较 2021 年上行，这就意味着居民收入增速不会太高。其余六项措施包括“继续支持新能源汽车消费”等，在往年《政府工作报告》中均出现过，难以在短时间内开速拉升消费增速。基于以上分析，我们坚持在《英大证券 2022 年宏观经济与大类资产配置展望：5.5% 引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）》中“2022 年消费增速小幅上行，难以修复至疫情前 8.0% 的水平”的判断。也就是说，2022 年通过消费大幅拉升宏观经济增速的概率极低。

“扩内需”的第二条途径是“积极扩大有效投资”。与 2021 年《政府工作报告》的“扩大有效投资”相比，增加了“积极”二字，表明 2022 年投资的力度大概率较 2021 年上升。

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\\_39209](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39209)

