



Research and
Development Center

为什么我们对一季度经济不悲观？

2022年3月23日

解运亮

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

为什么我们对一季度经济不悲观?

2022年3月23日

摘要:

- **专项债发行凸显稳增长。**经济增速 5.5% 的目标之下，政府靠前发力的意愿强烈。北京、浙江、江西、湖北等 10 多个省份在地方政府工作报告中明确表示 2022 年要确保实现经济“开门红”，落实稳增长。具体来看，2022 年新增专项债额度安排在 3.65 万亿的较高水平且发行前置。投向上，2022 年与 2021 年国家对于专项债投向的基本要求保持了连贯性。但 2022 年年初以来专项债发行发生了一些积极的变化：一是 2022 年以来专项债投向基建比例明显上升，二是专项债作为项目资本金比例大幅提高。
- **宽信用后续空间仍广阔。**其一，本轮宽信用周期开始于 2021 年 8-10 月，根据历史规律，一轮信用周期的上升期至少持续一年。其二，出于稳就业，我国有继续实施宽松货币政策的必要性。由此我们可以判断直至 2022 年 10 月，我国都将处于信用周期的上升阶段。货币宽松的工具上，我们认为央行降息的概率较低。一方面，美联储开启紧缩周期，对我国降息形成外部约束。另一方面，从我国目前情况判断，信贷需求偏弱的原因在于房贷需求低迷，而解决房贷拖累，降息并非最契合的工具。再看降准，我们测算得到 2022 年准备金长期资金的缺口是 1.5 万亿。央行上缴利润后缺口约为 5000 亿，预计 2022 年降准一次，伴随 MLF 净回笼。
- **一季度 GDP 增速有望迈向 6%。**1-2 月份我国经济恢复的势头向好。一是基数效应一定程度上对经济数据的高增长形成支撑。二是在低基数的基础上，政策靠前发力，经济内生动能有所修复，导致多项数据大超预期。三是房地产在净复工增加，加上价格上涨的影响下超预期回升。3 月份预计基建投资进一步发力，而疫情对消费的扰动或将增大。整体来看，一季度增速有望迈向 6%。需要注意的是，一季度能够取得不错的成绩有赖于基数效应，当前我国经济仍然存在较大的下行压力，达成 5.5% 左右的目标难度不小，需要政策持续发力。
- **投资建议：A 股积极因素正在累积，看好“稳增长”相关领域；上半年债市风险大于机会。**对于股市，（一）经过前期调整，A 股估值已经回到历史相对低位水平。（二）3 月 16 日国务院金融委会议研究当前形势，释放了明确的信号，将对稳定市场预期、提振市场信心起到重要作用。建议关注“稳增长”相关领域，包括地产、数字基建（云计算、数据中心）、双碳经济（风电、光伏、特高压）。对于债市，在政府债券多发、宽信用见效、通胀压力累积等因素影响下，预计 2022 年上半年十年期国债收益率可能保持在 2.8-3% 区间。
- **风险因素：**新冠病毒变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目 录

一、专项债发行凸显稳增长.....	4
1.1 政府释放出明确的稳增长信号.....	4
1.2 专项债投向基建的比例明显提升.....	4
二、宽信用后续空间仍广阔.....	9
2.1 1-2 月合并看，信贷和社融并不差.....	9
2.2 宽信用仍处于开始阶段，后续空间广阔.....	10
2.3 货币宽松的工具上，降准的可能性较大.....	13
三、一季度 GDP 增速有望迈向 6%.....	18
四、投资建议.....	22
风险因素.....	23

表 目 录

表 1: 2022 年新增专项债资金投向领域.....	5
表 2: 2022 年 1-2 月专项债作为项目资本金投向分布 (亿元).....	7

图 目 录

图 1: 2022 年专项债发行进度较快.....	4
图 2: 2022 年以来专项债投向基建比例明显上升.....	6
图 3: 专项债资金投向结构.....	6
图 4: 专项债资金作为项目资本金的投向结构.....	8
图 5: 2022 年 1-2 月新增社融规模高于去年同期.....	9
图 6: 2022 年 1 月票据利率反超同业存单收益率，2 月票据利率不断下行.....	9
图 7: 信贷的前瞻指标.....	10
图 8: 宽信用仍处于开始阶段，后续空间广阔.....	10
图 9: 2021 年下半年以来，城镇新增就业压力加大.....	11
图 10: 2021 年下半年以来房地产业就业人数明显下降.....	11
图 11: 2021 年下半年以来教育业就业人数明显下降.....	12
图 12: 2021 年下半年以来，农民工就业压力也在加大.....	12
图 13: 社融增速高点预计出现在三季度.....	13
图 14: 历史上，在美联储加息期，中国央行从未降低基准利率.....	14
图 15: 美联储议息会议后，人民币出现明显贬值压力.....	14
图 16: 房地产贷款集中度明显下降.....	15
图 17: 房贷和实业贷款需要兼顾.....	15
图 18: 准备金缴存范围一般小于 M2 和各项存款余额.....	16
图 19: 2022 年 11 月 MLF 到期量最大.....	16
图 20: 目前 MLF 余额为 4.85 万亿元.....	17
图 21: 2021 年一季度 GDP 环比增速仅为 0.3%.....	18
图 22: 1-2 月制造业投资维持韧性，基建投资增速回升.....	19
图 23: 2 月中旬以来，螺纹钢产量持续回升.....	19
图 24: 水泥库容比已低于 2019、2021 年同期.....	20
图 25: 3 月以来疫情集中爆发.....	20
图 26: 政策转向积极后，经济环比增速将超季节性.....	21
图 27: 2022 年 GDP 增速预测.....	21
图 28: 按照我们的预测，经济仍未回到疫情前增长轨道.....	22
图 29: A 股估值已经回到历史相对低位水平.....	22
图 30: 2022 年上半年债市风险大于机会.....	23

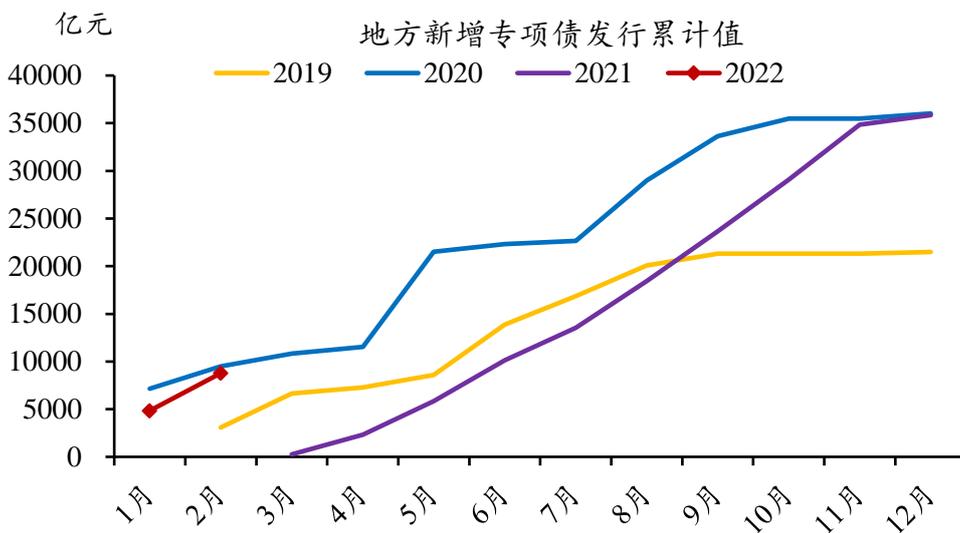
一、专项债发行凸显稳增长

1.1 政府释放出明确的稳增长信号

经济增速 5.5% 的目标之下，政府靠前发力的意愿强烈。2022 年《政府工作报告》中将经济增速目标设定为 5.5% 左右，体现了政府稳定经济大盘的坚定态度。一方面，如总理在报告中提到的，“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”，表明 5.5% 的目标具有挑战性，需要跳一跳才能够得着的；另一方面，总理和国家发改委主任何立峰都提到了，这一目标经过努力是可以实现的。对此，政府部门从去年四季度开始强调“靠前发力”，北京、浙江、江西、湖北等 10 多个省份在地方政府工作报告中明确表示 2022 年要确保实现经济“开门红”，落实稳增长；3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，提到要“切实振作一季度经济”。可见政府靠前发力的意愿强烈。

具体来看，2022 年新增专项债额度安排在 3.65 万亿美元的较高水平且发行前置。《政府工作报告》中，新增专项债额度安排在 3.65 万亿美元的较高水平，其对于“稳增长”的重要性不言而喻。发行节奏上，2022 年专项债发行进度较快，截至 2 月底已发行 8775 亿元，占全年额度的 24.0%，略低于 2020 年的 25.3%，但明显高于 2019 年的 14.3% 与 2021 年的 0%。

图 1：2022 年专项债发行进度较快



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 专项债投向基建的比例明显提升

新增专项债资金投向九大领域，作为资本金可投向十大项目类型，与 2021 年一致。对于专项债资金投向领域和作为项目资本金的使用比例，2021 年和 2022 年基本一致。通过对比《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》和《关于申报 2022 年新增专项债券项目资金需求的通知》这两个文件，可以看出两年专项债的投向领域基本一致，都是 9 个大项（交通、能源、农林水利、生态环保、社会事业、冷链物流、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目和保障性安居工程），每个大项对应的共 29 个小项也相同。对于专项债用作符合条件的重大项目资本金，两个文件分别规定的两年投向领域也都一致，且上限比例都为当地省份专项债券规模的 25%。在 12 月 16 日国务院政策例行吹风会上，谈到专项债券在宏观经济中的角色，财政部预算司负责人兼政府债务研究和评估中心主任宋其超专门提到要发挥“撬”的作用，用作为项目资本金的专项债撬动投资。在下图中我们将

专项债作为重大项目资本金可投向领域标红，包括铁路、收费公路、机场、城市停车场等，可以看到这些领域都拥有较为稳定的现金流。因此国家对于项目资本金可投向领域的政策要求更高。

表 1：2022 年新增专项债资金投向领域

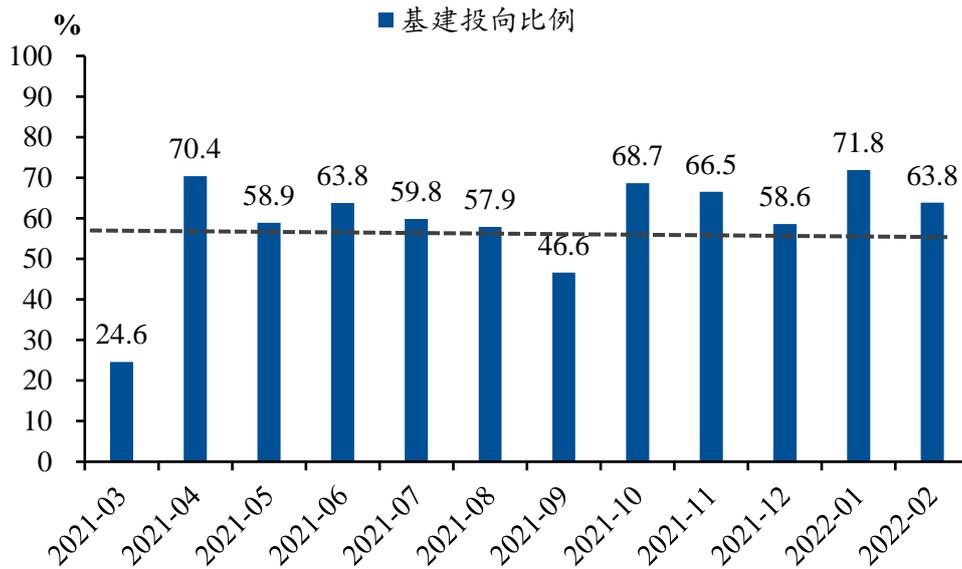
2022年新增专项债资金投向领域	
一、交通基础设施	铁路、收费公路、机场（不含通用机场）、水运、城市轨道交通、城市停车场
二、能源	天然气管网和储气设施、城乡电网（农村电网改造升级和城市配电网）
三、农林水利	农业、水利、林业
四、生态环保	城镇污水垃圾处理
五、社会事业	卫生健康（含应急医疗救治措施、公共卫生设施）、教育（学前教育和职业教育）养老、文化旅游、其他社会事业
六、城乡冷链等物流基础设施（含粮食仓储物流设施）	
七、市政和产业园区基础设施	市政基础设施（供水、供热、供气、地下管廊）、产业园区基础设施
八、国家重大战略项目	京津冀协同发展、长江经济带发展、“一带一路”建设、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、推进海南全面深化改革开放、黄河流域生态保护和高质量发展
九、保障型安居工程	城镇老旧小区改造、保障性租赁住房、棚户区改造（主要支持在建收尾项目，适度支持新开工项目）

资料来源：财政部，信达证券研发中心

注：标红项目为专项债作为重大项目资本金可投向领域

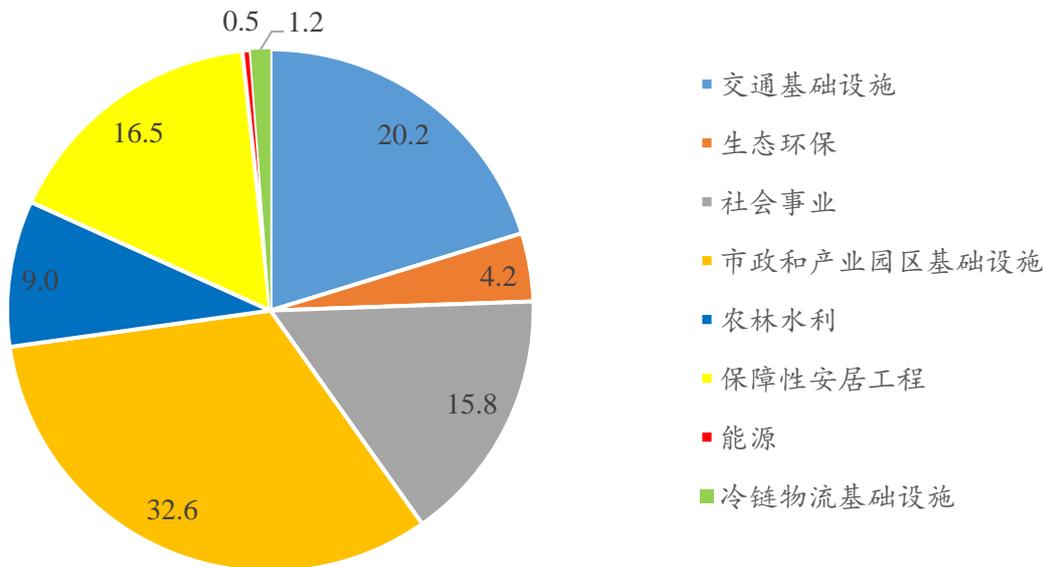
综上所述，2022 年与 2021 年国家对于专项债投向的基本要求保持了连贯性。但 2022 年年初以来专项债发行发生了一些积极的变化：一是 2022 年以来专项债投向基建比例明显上升，二是专项债作为项目资本金比例大幅提高。

2022 年以来专项债投向基建比例明显上升。2022 年 1 月份，新增专项债的基建投向占比为 71.8%，超过了 2021 年所有发行月份的对应比例。2 月份该占比为 63.8%，也显著高于 2021 年的均值 57.6%，基本与 2020 年持平。这是政策端要求“今年初适当提前开展基础设施建设和形成实物工作量”的现实印证。

图 2：2022 年以来专项债投向基建比例明显上升


资料来源：财政部，信达证券研发中心

投向资金中市政和产业园区基础设施占主要比例。1-2 月各省市投向市政和产业园区基础设施的专项债资金为 2857.6 亿元，占发行总量的 32.6%，占比最大，次之为交通基础设施，投向资金为 1774.4 亿元，占比 20.2%。随后是非基建领域的保障性安居工程和社会事业，占比分别为 16.5%和 15.8%。基建中的其他领域占比较小，能源和冷链物流基础设施合计占比为 1.7%，农林水利占比为 9.0%，生态环保占比为 4.2%。此结构相比 2021 年全年的投向结构变动不大，主要表现为市政和产业园区基础设施占比增加，保障性安居工程占比下降，但幅度都在 10% 以内。

图 3：专项债资金投向结构


资料来源：财政部官网整理，信达证券研发中心

2022 年以来专项债作为项目资本金比例大幅提高。2022 年 1-2 月，全国共有 17 个省将部分新增专项债用作符合条件的重大项目资本金，总额达到了 923 亿元，占新增专项债券规模的 11.3%。2021 年全年的项目资本金数额为 1880.78 亿元，比例上仅占全年新增专项债规模的 5.25%，从而可以观察到今年 1-2 月的金额就达到了去年全年总额的近五成，且资本金比例远超去年全年水平。相对于专项债可用于资本金的上限 25%，今年 1-2 月的比例较上限仍有较大差距。数额的增加和占比的增长与政策端鼓励今年要继续发挥专项债作为资本金的投资撬动作用密不可分。

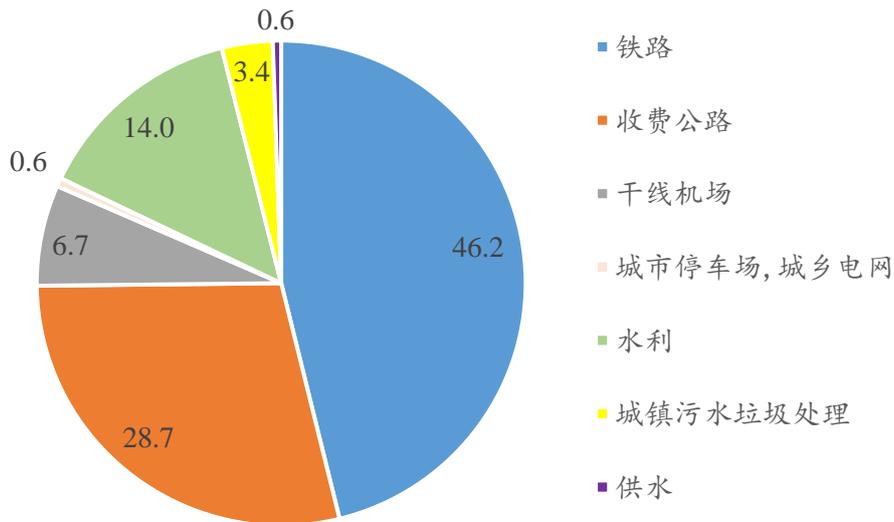
表 2：2022 年 1-2 月专项债作为项目资本金投向分布（亿元）

地区	铁路	收费公路	干线机场	内河航电枢纽和港口	城市停车场	天然气管网和储气设	城乡电网	水利	城镇污水处理	供水	合计
内蒙古									0.1		0.1
浙江	2.5								1.0		3.5
安徽	21.7										21.7
山东	89.3	10.7			0.2		1.4	26.4	13.8	3.7	145.4
广东	144.5	39.4	48.0					8.6	4.0	0.7	245.2
云南		107.1						48.0			155.0
黑龙江	1.8				0.5						2.3
山西	5.2										5.2
四川	57.4	5.0						17.7	9.8		89.9
河北	17.0	1.0								0.1	18.0
江苏	20.4	4.5			0.1				0.9	0.7	26.6
福建	2.1	9.5			0.5			0.7	1.5		14.2
陕西			14.0								14.0
湖北	9.5										9.5
海南	4.0										4.0
广西	50.6	87.5									138.0
贵州					2.7			27.6			30.3
合计	426.1	264.6	62.0	0.0	3.9	0.0	1.4	128.9	31.0	5.1	923.0

资料来源：各地财政厅局，信达证券研发中心

交通领域仍是专项债作为项目资本金的主要投向。1-2 月在 900 多亿的资本金专项债中，有 46.2% 投向了铁路，28.7% 投向了收费公路，6.7% 投向了干线机场，三者合计为 81.6%，此比例和 2021 年的 84.45% 对此可观察到在两年规定的投向领域一致的情况下，交通领域，尤其是铁路和收费公路仍是专项债作为资本金的主要投向。“十四五”规划《纲要》明确表示，基建投资要聚焦“加快建设交通强国”，战略骨干通道、城市群和都市圈轨道交通、现代化机场等传统“铁公机”领域发力空间广阔。2 月 28 日，国务院新闻办公室举行发布会，交通运输部部长李小鹏介绍，2022 年预计将新增铁路新线 3300 公里以上，新改扩建高速公路 8000 公里以上，新增及改善高等级航道 700 公里以上，新增颁证民用运输机场 8 个。

图 4：专项债资金作为项目资本金的投向结构



资料来源：财政部官网整理，信达证券研发中心

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_39710

