

## 3 季度稳增长可能会超预期

证券研究报告

2022 年 7 月 12 日

作者

今年上半年，稳增长政策对经济的实际支持力度持续低于预期。沥青开工率与基建投资增速出现明显背离，反映出基建投资的开工端强、施工端弱，我们判断主要有三个原因：一是持续推进基建施工的资金不足，二是疫情对开展基建施工的物理障碍，三是积极落实存量政策的意愿不足。

然而 3 季度稳增长政策对经济的支持力度，可能正在发生重要的变化。从政策上看，制约稳增长发力的三大约束正在逐一扫除。从数据上看，稳增长乏力的状态正在出现改观。

我们预计三季度的稳增长力度可能会超预期。一方面，存量政策将加速执行。上半年基建施工进度明显落后于基建投资支出，存量项目的施工进度存在较大概率提速可能。另一方面，增量政策将加速落地。6 月新增专项债发行约 1.4 万亿元，创近年单月新高，2022 年新增专项债目前已基本发行完毕。叠加政策性银行 0.8 万亿元信贷额度和 0.3 万亿元金融工具的 1.1 万亿元增量资金后，新一批基建项目有望密集上马。

**风险提示：**疫情再次出现反弹；经济增速回落超预期；政策落地不及预期

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

郭微微

guoweimei@tfzq.com

分析师

联系人

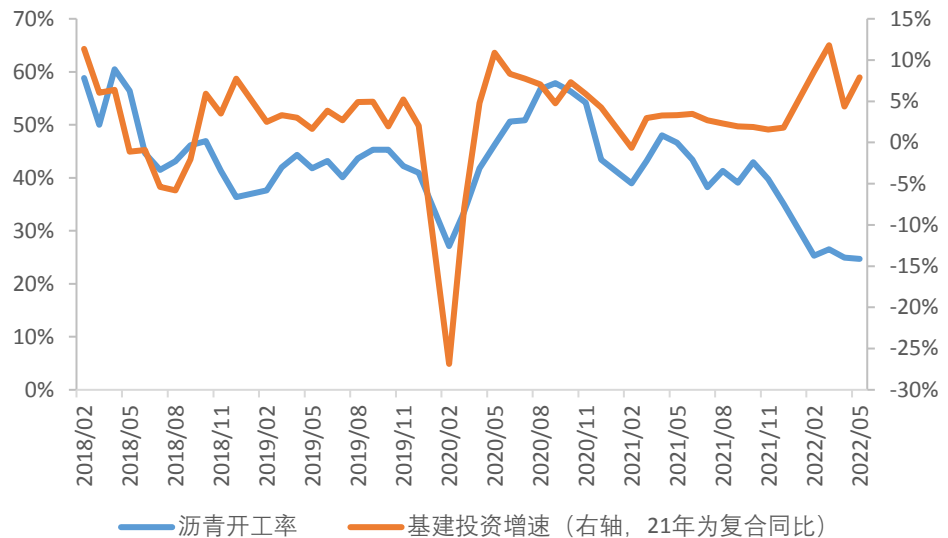
### 相关报告

1 《宏观报告：一致预期正在瓦解，新的预期正在重构》 2022-01-17

今年上半年，稳增长政策对经济的实际支持力度持续低于预期。（我们早在 1 月初《一致预期正在瓦解，新的预期正在重构》便预判到了这个结果）

2022 年以来，基建投资增速相比去年底明显回升，但和基建投资相关的上游行业高频数据不断下探。沥青主要用于基建项目，**沥青开工率与基建投资增速出现明显背离，反映出基建投资的开工端强、施工端弱，前端的基建投资并未形成中后端的实物工作量。**我们判断，这一现象的背后主要有三个原因：一是持续推进基建施工的资金不足，二是疫情对开展基建施工的物理障碍，三是积极落实存量政策的意愿不足。

图 1：沥青开工率与基建投资增速出现明显背离



资料来源：WIND，天风证券研究所

然而 3 季度稳增长政策对经济的支持力度，可能正在发生重要的变化。

从政策上看，制约稳增长发力的三大约束正在逐一扫除。

**针对资金不足的问题。**6 月以来，国常会连续出台了 8000 亿元基建信贷和 3000 亿元资本金工具，对基建投资的施工资金缺口“填坑”。其中，6 月 29 日国常会决定通过发行金融债筹资 3000 亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥，在最大的杠杆效应下（目前大部分基建项目的资本金占比下限的要求是 20-25%），可以带动 1.2-1.5 万亿元基建投资，假设今年下半年施工进度能够完成全部投资的 30%，对应提升基建投资增速 1.9%-2.4%。

**针对疫情防控的问题。**3 月以来上海、北京爆发的疫情在部分省份出现了蔓延，疫情对稳增长政策的执行也产生了一定程度上的物理阻碍，但约束正在改变。第九版《新型冠状病毒肺炎防控方案》将密接人员隔离时间缩短，工信部取消行程卡星号、将行程查询时间由 14 天缩短至 7 天，尽管疫情有反复，但疫情防控对经济活动的影响在逐渐下降。

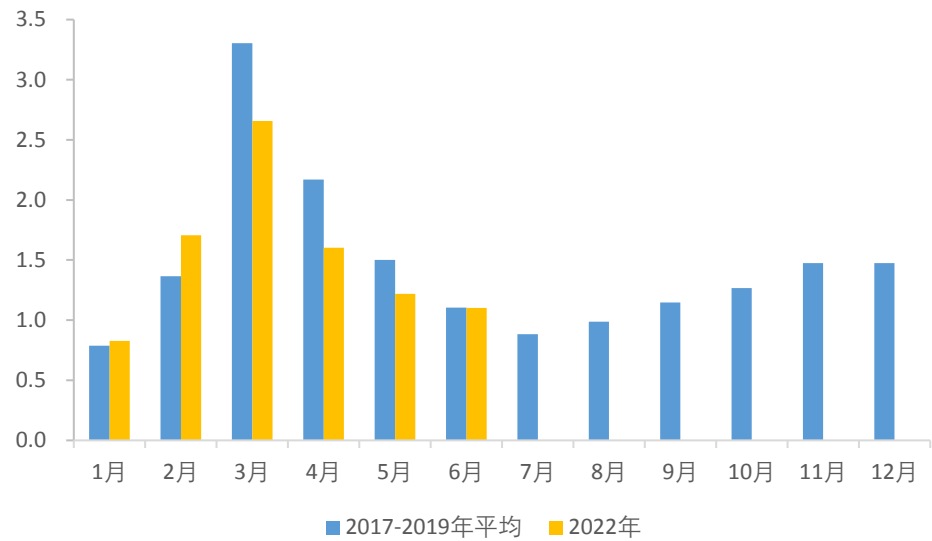
**针对政策执行意愿的问题。**有 17 个省级党委在今年 4-6 月才陆续完成换届，人事安排的变动可能对基建实物工作量的形成产生了影响。6 月底北京、上海党代会召开完毕，省级党委全部完成了换届。地方人事格局的确定，将有助于地方政府将工作重心进一步转到经济领域上，加快稳增长政策的执行力度。5 月 25 日全国稳定经济大盘电视电话会议的召开后，国务院向地方派出 12 个督导组，以及国家统计局在 5 月底启动的统计造假不收敛问题专项纠治工作，实质上都是在督促地方政府尽快将投资从财务支出推进到施工建设。在这样的导向下，稳增长政策的执行效果将会明显提速。

从数据上看，稳增长乏力的状态正在出现改观。

根据挖掘机国内销量、石油沥青开工率、水泥库容比等上游数据近期表现，基建施工提速的迹象已经出现。

挖掘机国内销量 3-5 月明显低于正常年份水平，但 6 月出现边际回暖。根据中国工程机械工业协会对 26 家挖掘机制造企业的统计，6 月挖掘机国内销量 1.1 万台，同比下滑 35%，降幅较上月收窄 9.8%；环比下滑 9.5%，明显低于过往年份 25% 左右的季节性降幅。

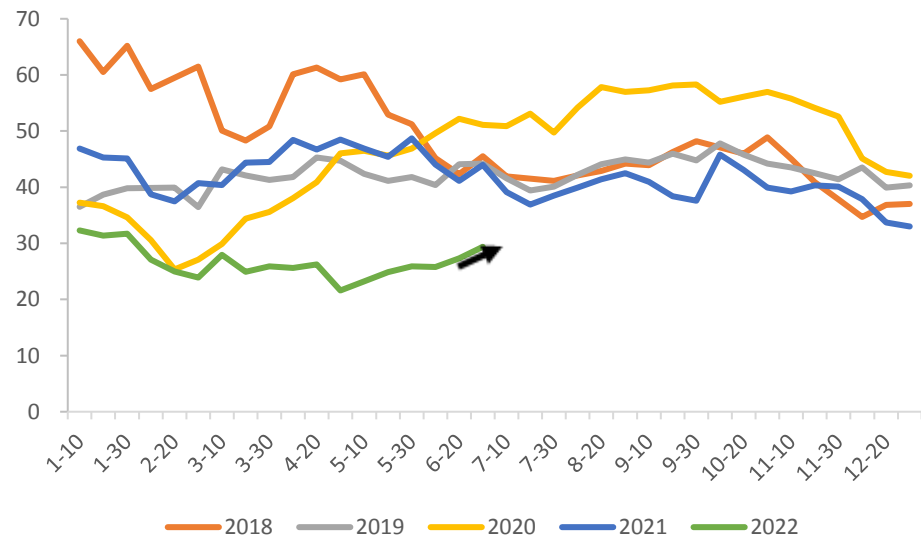
图 2: 挖掘机国内销量 6 月边际回暖 (万辆)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

石油沥青开工率 3-5 月持续低位波动，但 6 月开始稳步回升。截至 6 月下旬，石油沥青平均旬度开工率升至 29.4%，相比 5 月下旬回升 3.5%，虽然仍低于去年同期水平 14.6%，但较 5 月下旬 22.8% 的降幅明显收窄。

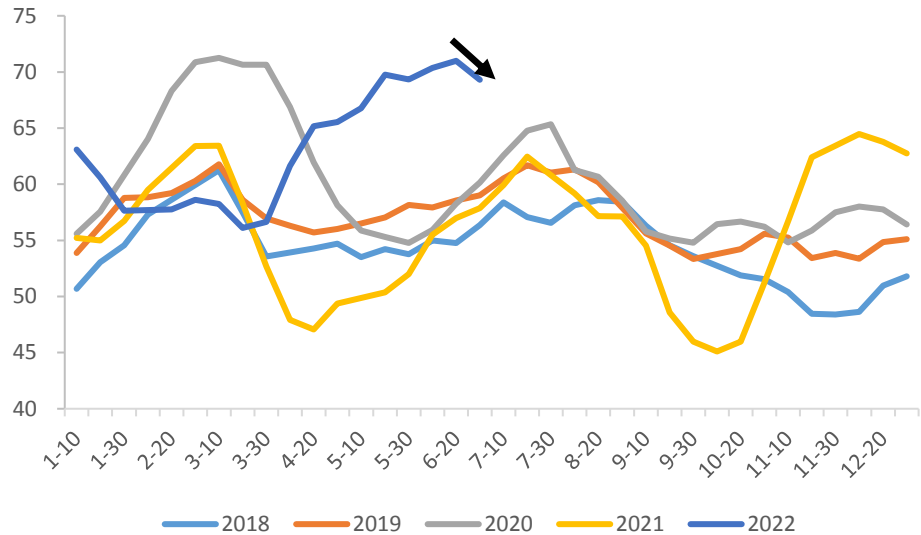
图 3: 石油沥青开工率 6 月稳步回升



资料来源: WIND, 天风证券研究所

水泥库容比自 3 月中旬出现反常攀升，6 月中旬升至 70.4%，几乎与疫情冲击下的 2020 年一季度水平相当。但近一个旬度，水泥库容比开始下行，7 月 1 日回落至 68.7%，反映出下游施工节奏已经改善。结构方面，据百年建筑网测算，基建用水泥往年约占比全部用量 20%，而今年 6 月占比接近 30%，表明基建力度强于地产。

图 4: 水泥库容比 6 月下旬开始下行



资料来源：WIND，天风证券研究所

**我们预计三季度的稳增长力度可能会超预期。**

**一方面，存量政策将加速执行。**上半年基建施工进度明显落后于基建投资支出，存量项目的施工进度存在较大概率的提速可能。

**另一方面，增量政策将加速落地。**6月新增专项债发行约1.4万亿元，创近年单月新高，2022年新增专项债目前已基本发行完毕。叠加政策性银行0.8万亿元信贷额度和0.3万亿元金融工具的1.1万亿元增量资金后，新一批基建项目有望密集上马。

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\\_43927](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43927)

