

宏观周报 20220423

地方换届下的稳增长演绎

2022年04月23日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书: S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《站上 6.5, 汇率、通胀和股市的“不可能三角”》

2022-04-23

《这次股债汇三杀背后的含义有何不同?》

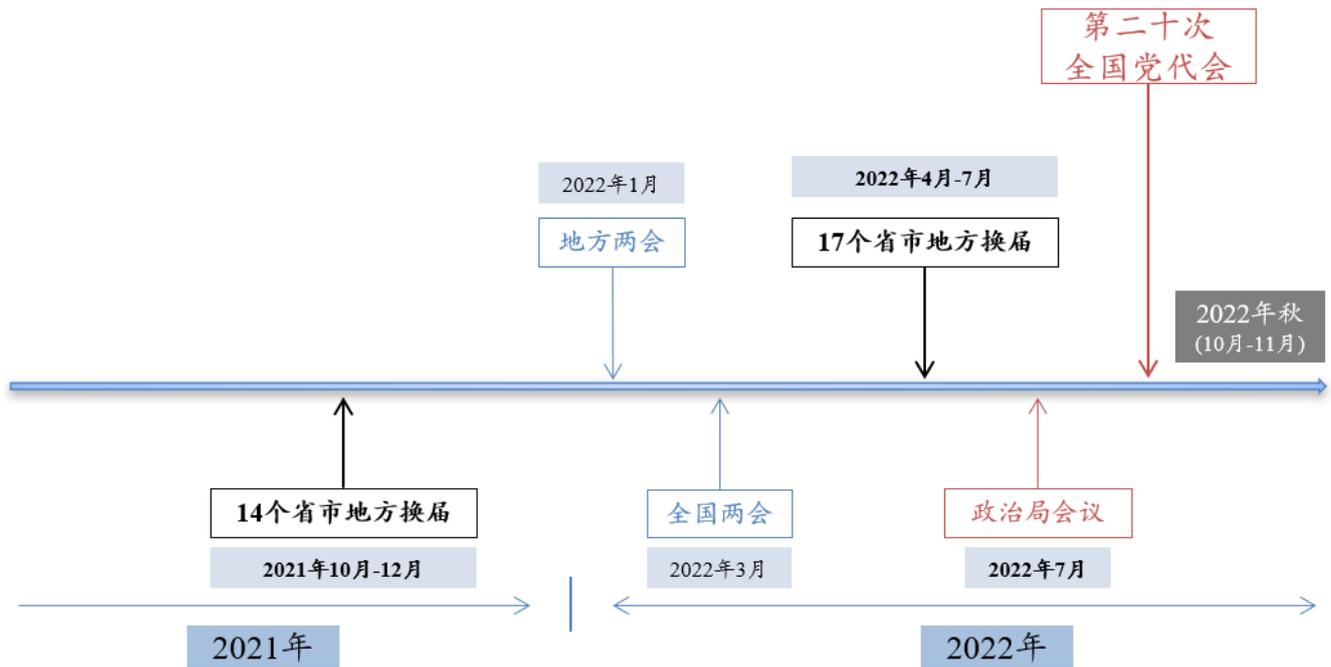
2022-04-20

《如何看两期限 LPR 均保持不变?》

2022-04-20

- 在近期我们的路演中,不少客户向我们询问关于党的二十大之前地方换届的进程以及对稳增长可能产生的影响。在本文中,我们梳理了这一轮地方换届的基本情况,鉴于还有 17 个省级行政区将在二季度迎来换届,而这 17 个省级行政区对中国经济增长的拉动更为显著,稳增长从中央到地方的协同发力要等到地方换届全部完成后。我们依然认为 5% 是全年经济增速的底线,而三四季度经济的脉冲式反弹将为此奠定基础。
- 我们首先来回顾一下这一轮地方换届的基本情况:
- 为确保每五年一次的全国党代会的胜利召开,地方层面的换届需要提前完成。其中在分量最重的省级行政区(省、自治区、直辖市)层面,省委的换届通常采取“14+17”的模式,即在全国党代会召开的前一年先完成 14 个省级行政区的省委换届,然后在当年完成剩余 17 个省级行政区的省委换届。
- “14+17”的两阶段模式下,省级行政区换届的划分是基本固定的。如图 2 所示,自党的十八大以来,“14+17”各自对应的省级行政区基本保持不变。前一年换届的 14 个省级行政区多位于中西部地区,而后一年换届的 17 个省级行政区则包含了更多的东部省市。同样值得关注的是贵州省,因为无论是党的十八大还是十九大,都是其在大会召开的当年拉开了 17 个省级行政区换届的序幕。
- 2022 年即将召开的党的二十大亦是如此。如图 1 所示,在 2021 年的 10 月至 12 月,已经有 14 个省级行政区相继召开党代会,选举了新一届的省委常委;而剩余 17 个省级行政区的党代会的召开要等到 2022 年的 4 月至 7 月,其中尤其包括了北京、上海、广东、天津、重庆这五个政治局委员兼任地方党委书记的省级行政区。
- 从稳增长来看,未换届省级行政区对中国经济的影响更为显著。如图 3-图 4 所示,当前 17 个尚未换届的省级行政区占全国 GDP 的比重达到了 55%,2021 年的 GDP 增速为 8.1% (图 3-图 4),这些都明显高于 14 个已换届的省级行政区。因此,二季度随着这 17 个省级行政区换届的陆续完成,稳增长在地方执行层面的不确定性有望显著下降。
- 以史为鉴,地方换届对于经济的影响有多大呢?由于换届本身频率低、样本少,我们主要回顾党的十九大(2017)和十八大(2012)两个阶段经济的表现。
- 2017 年由于中国经济恰逢上行周期,因此地方换届对于经济的影响并不显著。2017 年中国经济受益于全球经济复苏和前期刺激效果的显现,直至党的十九大召开时都处于一轮上行周期,因此从中央到地方并没有稳增长的压力,反倒是利用这段上行的窗口期开启了一轮去杠杆,全年杠杆率增幅比 2012—2016 年杠杆率年均增幅低 10.9 个百分点(图 5)。
- 2012 年的地方换届对当年的稳增长具有显著影响,也更值得当前借鉴。2011 年四季度随着中国经济的下行压力显著加大,宏观政策重新转向稳增长。然后如图 6 所示,这一轮稳增长发力的效果在初期并不明显,直到 2012 年 7 月 17 日上述 17 个省级行政区换届完成后,经济增速才开始企稳回升。同样值得关注的是,2012 年基建投资在 14 个省级行政区换届后率先反弹,实现了当年的开门红,但房地产投资的企稳则一直到 17 个省级行政区换届之后才出现。
- 风险提示:海外货币政策收紧下外需回落,国内疫情扩散超市场预期

图1: 五年一次的地方换届:以 2021 至 2022 年为例



数据来源: 中国政府网,新华社,东吴证券研究所绘制

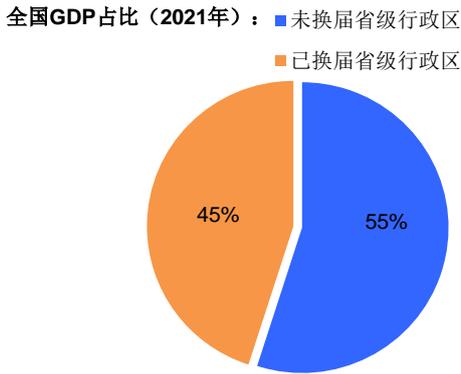
图2: 党的十八大以来省级行政区的换届的先后顺序

	前一年10月至12月 (14个省市)	当年4月至7月 (17个省市)
二十大 (2022)	新疆, 山西, 河南, 安徽, 江西, 江苏, 湖南, 广西, 河北, 福建, 西藏, 内蒙古, 云南, 辽宁	
十九大 (2017)	新疆, 山西, 安徽, 河南, 江西, 西藏, 湖南, 江苏, 广西, 河北, 内蒙古, 福建, 辽宁, 云南	贵州, 海南, 黑龙江, 陕西, 上海, 重庆, 天津, 广东, 甘肃, 青海, 四川, 吉林, 宁夏, 浙江, 山东, 北京, 湖北
十八大 (2012)	辽宁, 安徽, 江西, 河南, 新疆, 山西, 江苏, 内蒙古, 广西, 西藏, 福建, 河北, 湖南, 云南	贵州, 黑龙江, 甘肃, 海南, 吉林, 陕西, 广东, 四川, 上海, 青海, 天津, 山东, 浙江, 宁夏, 湖北, 重庆, 北京

注: 省份排列的先后顺序以换届时间的先后顺序为标准。

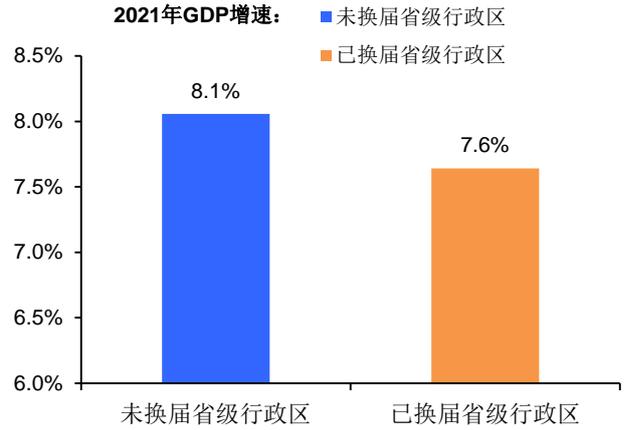
数据来源: 各地方政府网站, 东吴证券研究所

图3: 当前未换届的省级行政区经济体量更大



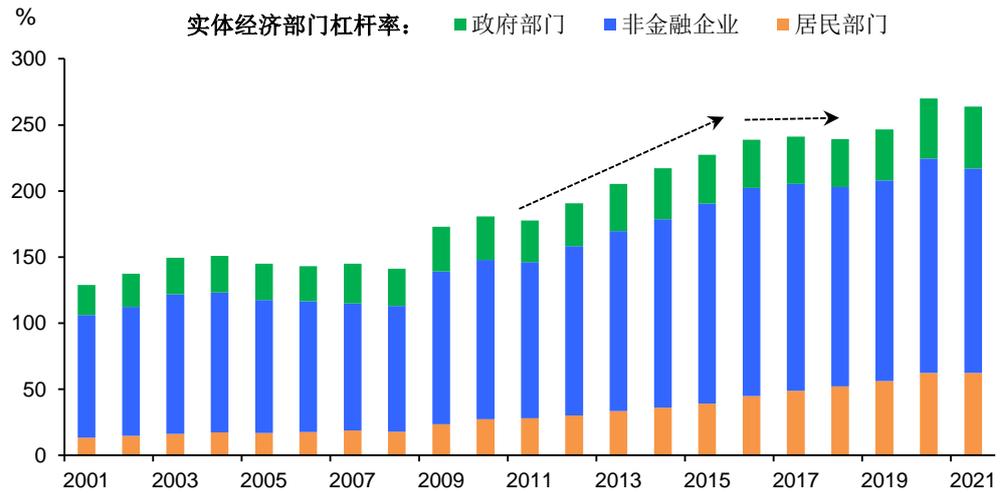
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 当前未换届的省级行政区的经济增速更快



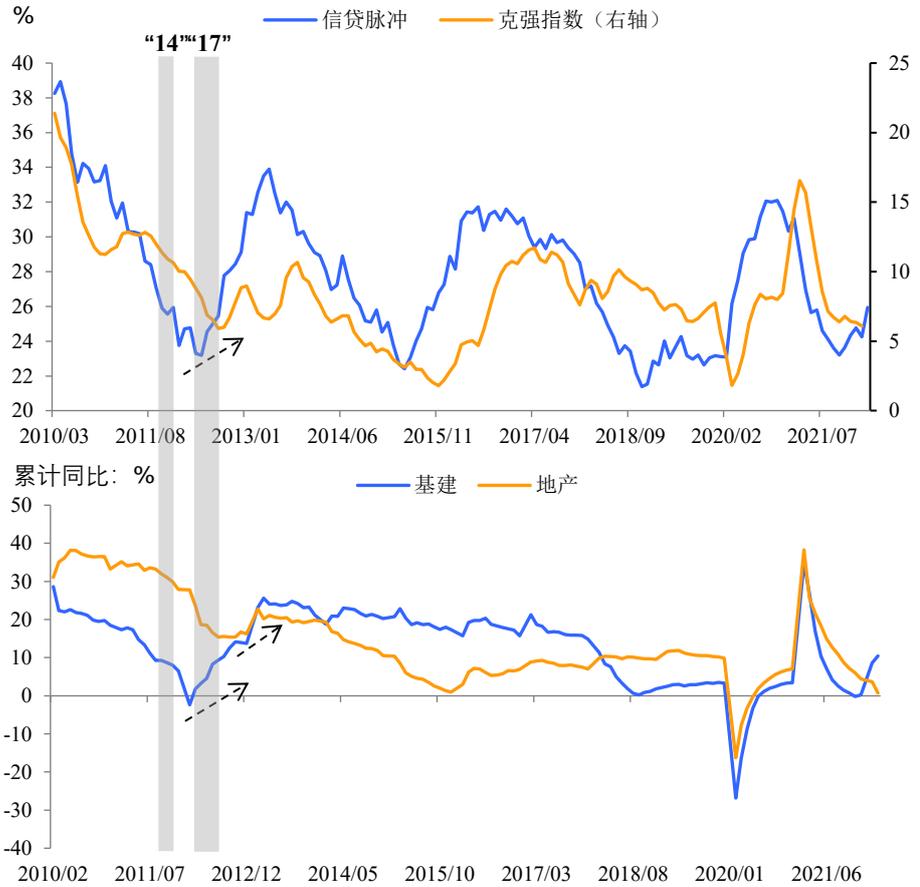
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2016-2017 年的地方换届恰逢中国经济的一轮去杠杆



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6：2012年中国经济和房地产投资的企稳直到17个省级行政区换届后才出现



数据来源：Wind，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

