

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

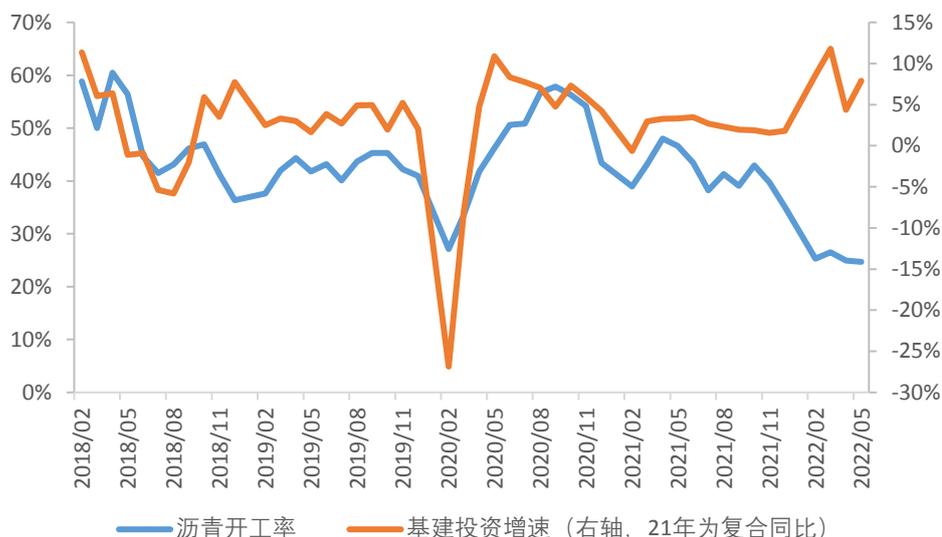
相关报告

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。

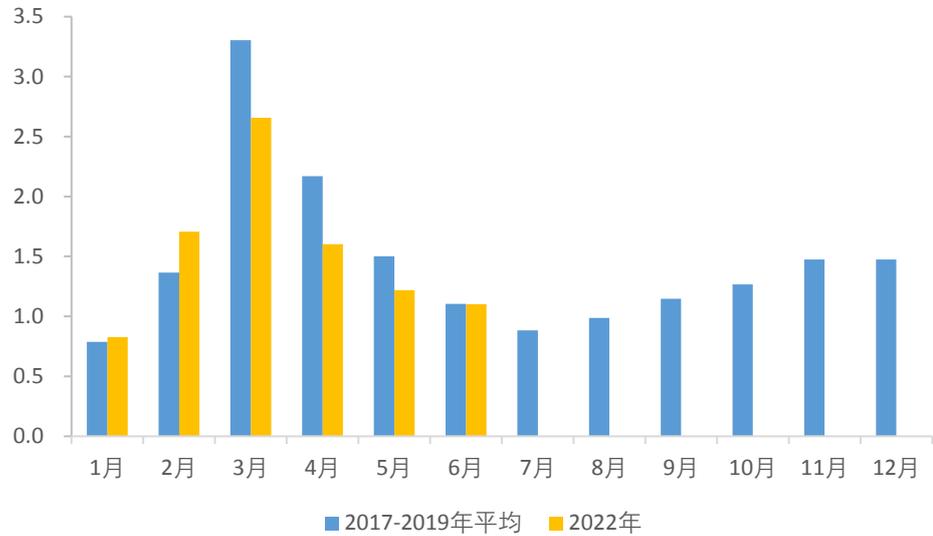
针对政策执行意愿的问题。有 17 个省级党委在今年 4-6 月才陆续完成换届，人事安排的变动可能对基建实物工作量的形成产生了影响。6 月底北京、上海党代会召开完毕，省级党委全部完成了换届。地方人事格局的确定，将有助于地方政府将工作重心进一步转到经济领域上，加快稳增长政策的执行力度。5 月 25 日全国稳定经济大盘电视电话会议的召开后，国务院向地方派出 12 个督导组，以及国家统计局在 5 月底启动的统计造假不收敛问题专项纠治工作，实质上都是在督促地方政府尽快将投资从财务支出推进到施工建设。在这样的导向下，稳增长政策的执行效果将会明显提速。

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。

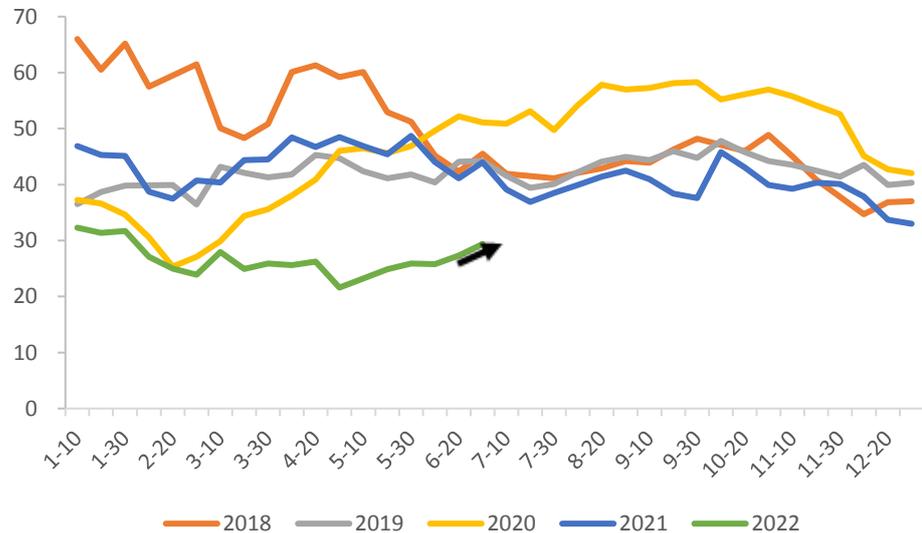
图 2：挖掘机国内销量 6 月边际回暖（万辆）



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。

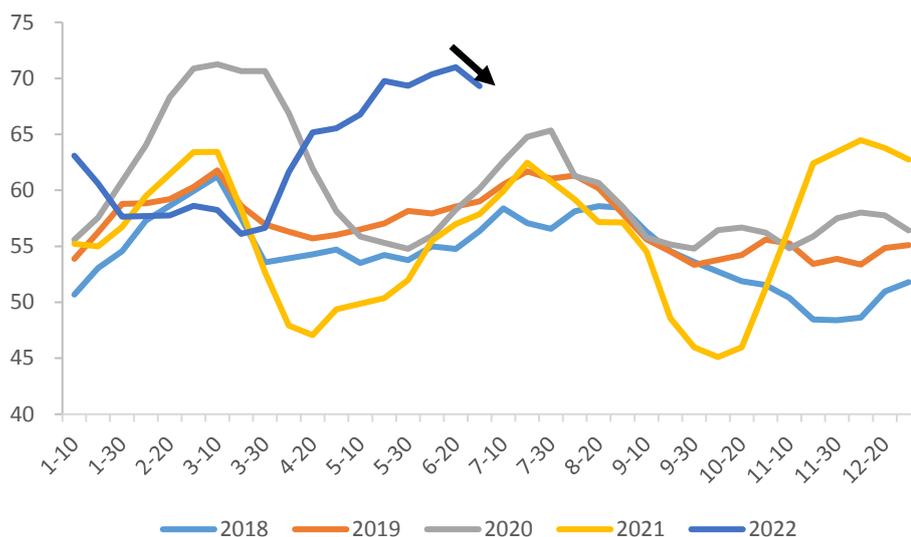
图 3：石油沥青开工率 6 月稳步回升



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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com