

隨着地方兩會陸續召開，各地經濟發展預期目標也隨之出爐。目前來看，絕大多數省份把2022年的GDP增長目標設在5.5%以上。通過對比可以發現，多數省份在去年基礎上調高了GDP目標，顯示出對穩增長的積極態度。筆者預計，項目審批和地方新增專項債發行將提速，助力年初形成「實物工作量」，上半年基建投資增速有望實現開門紅。具體的方向關注水利和電力投資，雖然其在基建中佔比不高，但彈性可期。

今年GDP目標或為5.5%



▲除了GDP目標以外，不少省份還公布了2022年的投資、消費及居民可支配收入等預期目標。

明若觀火



明明

中信證券固定收益首席研究員

從過去兩年全國經濟增長目標與地方經濟增長目標的關係來看，全國目標往往在地方目標中樞略偏下的位置，與絕大多數省份的目標相比略低或持平，比如2021年的「6%以上」和2019年的「6%-6.5%」。事實上，從地方政府歷年的目標與其實際完成情況的對比來看，地方政府的目標往往會定得略高一些，因此全國的增長目標往往為樂觀；少數省份固定資產投資目標增速與GDP增速持平，多數省份固定資產投資目標比GDP目標高出1個百分點以上，而部分省與自治區如河南、廣西、遼寧，超過GDP目標3個百分點以上。多數省份2022年投資增速目標顯著超過2021年的兩年平均增速。

投資仍是穩增長抓手

除了GDP目標以外，不少省份還公布了2022年的投資、消費及居民可支配收入等預期目標。從固定資產投資的維度來看，各省的目標均頗為樂觀；少數省份固定資產投資目標增速與GDP增速持平，多數省份固定資產投資目標比GDP目標高出1個百分點以上，而部分省與自治區如河南、廣西、遼寧，超過GDP目標3個百分點以上。多數省份2022年投資增速目標顯著超過2021年的兩年平均增速。

客觀而言，實現5%以上的固定資產投資增速存在一定困難，尤其是房地產的投資增速或許穩定在一個小幅正增長的情況下，這是過去幾年不曾有過的壓力。我們需要從兩個角度來看待這個問題：一方面，以2019年為例，地方政府在投資增速方面也往往會給一個略高於實際，值得去努力的目標；另一方面，這也能夠體現地方政府依靠基建，依靠製造業提高投資的決心。

項目審批嚴格，流程較長是困擾去年基建投資的問題之一，近期中央地方多措並舉加快項目審批。國家發

改委層面，提出要深化投資項目審批制度改革，推行企業投資項目承諾制等創新舉措，同時指導地方做好專項債券項目前期工作，盡快辦理各項審批手續，抓緊落實徵地拆遷、市政配套等建設條件，推動新開工項目及時開工建設。

從已公布發行專項債計劃的省份來看，其今年一季度新增計劃發行量普遍高於2020和2019年同期，創下歷史新高。上海是前置發債的典型，要求在一季度發完財政部下達的2022年提前批專項債，並按照進度及時撥付至項目單位，同時爭取上半年完成全部地方專項債券發行工作。即便其他省份沒有上海這麼積極，在一季度發行1萬億元（人民幣，下同）以上也並不是什麼難事。

根據財政部副部長許宏才在去年12月16日國務院政策例行吹風會上的表述，2021年的新增專項債中約五成投向交通基礎設施、市政和產業園區基礎設施領域；約三成投向保障性安居工程以及衛生健康、教育、養老、文化旅遊等社會事業；約兩成投向農林水利、能源、城鄉冷鏈物流等。根據財政部公布的月度地方債投向數據，2020和2021年新增債投向基建的比例在60%左右，專項債投向基建的比例預計高於六成。

2022年專項債券投向多數依然聚焦基建領域，九大重點投向分別為：交通基礎設施、能源、農林水利、生態環保、社會事業、城鄉冷鏈等物流基礎設施、市政和產業園區基礎設施、國家重大戰略項目和保障性安居工程。

在年底到年初「形成實物工作量」的要求下，去年底基建投資的反彈已經啟動，12月基建投資額兩年平均增速大幅升至4%，較11月回升近5個百分點。考慮到去年四季度專項債有1.2萬億元剩餘資金，預計「2021年四季度+2022年一季度」的新增專項債發行量將同比多增超過2萬億元。上半年用於基建的增量專項債資金可能超過1萬億元，若60%

形成今年上半年基建投資，即便考慮了城投融資約束後，今年上半年基建投資增速將在5%以上，樂觀的情形下有望達到10%。

加大水利和電力基建

1月10日國常會明確要求對列入規劃、條件具備的項目要簡化相關手續，特別是前期已論證多年的重大水利項目要推動抓緊實施。近年來水利投資增速顯著趨緩，根據歷年水利部工作會議公布的數字，2019年落實水利建設投資7260億元，2020年7695億元創新高之後，2021年小幅下滑至7576億元。在國常會明確方向後，預計今年的水利投資將有較高增速。具體的方向可參考「十四五」規劃中的重大水利項目——重大引調水、供水灌溉、防洪減災工程中論證多年的項目。

2021年全社會用電量同比上升10.3%，電力需求長期上升。過去全社會用電量增速往往低於GDP增速，主要原因是高耗能的行業在經濟中的佔比下降，單位GDP能耗不斷下降。近兩年這一關係出現了反轉，用電量增速超過了GDP增速，短期因素是經濟結構的短期反轉，即單位GDP耗電量較多的工業佔比在海外需求的帶動下，連續兩年提升。此外，兩個長期趨勢也不容忽視。一是機器替代人工，將帶來增量的電力需求；二是交通工具的電動化，使過去一些採用汽油、柴油等作為能源的交通工具更多的使用電力，擴大電力需求。上述因素很大程度上導致了去年電力緊張的問題。

結合長短期的因素分析，預計2022年全國用電量及最高用電負荷仍將較快增長，對電力保供工作提出了更高要求，着眼長期的超前基建也是必要的。國家發改委經濟運行調節局局長李雲卿在2022年首場新聞發布會的答記者問中提到加快推進電源和電網建設：「一是充分發揮各類電源保供作用。堅持規劃引領、『全國一盤棋』，在落實調峰資源和消納市場的基礎上，加快推進以沙漠、戈壁、荒漠化地區為重點的大型風電光伏基地項目建設，全力提升供應保障能力和優化能源結構；二是發揮大電網資源優化配置作用，推動跨區輸電通道加快核准，並盡早開工、盡早投產，有效提升大範圍資源優化配置能力。」

住建部提出，「十四五」期間要大力增加保障性租賃住房供給，以人口淨流入的大城市為重點。「十四五」期間40個重點城市初步計劃新增保障性租賃住房650萬套，其中今年40城計劃籌建190萬套，全國籌建

海外大波動 港股顯韌性

中金點睛



王漢琴

中金公司首席策略師

港股市場表現持續好於投資者預期，在全球市場震盪下跌的背景下一枝獨秀，主要股指年初以來漲幅超5%。有意思的是，對比在人民銀行再降息後A股的低迷表現，以及美股在美聯儲政策收緊的預期下持續回調，港股則表現出了明顯的上漲動力。這一與全球其他市場的走勢背離再次證實了我們此前的判斷，即港股市場與A股和美股市場相比存在比較優勢，投資者的偏好差異也說明面對同樣的政策和事件，不同市場所處的位置和水平同樣重要。

從A股角度來看，投資者對人行第二次下調LPR利率（1年期利率10個基點至3.7%，5年期利率5個基點至4.6%）反應沒那麼積極的原因之一，是在目前經濟增長壓力下期待更大寬鬆力度，尤其是在2021年四季度中國GDP等經濟數據喜憂參半之後（四季度GDP同比增長4.0%）。但內地投資者對待A股和港股的反應卻並不相同，筆者認為這主要可能是由於兩地市場的估值差異所致。

在近期反彈後，恒生指數目前估值處於歷史區間的50百分位左右，而A股滬深300指數處於70百分位。年初以來，南向資金繼續流入，而且流入步伐甚至有所加快，這一趨勢是內地投資者青睞港股市場的直接例證。我們看到隨着內地貨幣政策逐漸放鬆，從去年12月份以來南向資金持續流入港股，年初至今的日均流入規模達到24億港元。考慮到流動性較為充裕且估值仍較顯著，預計南向資金流入的趨勢在現階段有望持續，類似於2016年初和2019年初時的情形。

政策方面，年初以來的推進步伐及重申「房住不炒」可能略低於部分投資者預期，但筆者預計接下來政府仍將出台更多穩增長政策，進而有助於推動市場情緒回暖和增長預期的改善。例如，

近期除了貨幣政策寬鬆以外，全國住房城鄉建設工作會議提出加快發展保障性租賃住房建設，同時國家發改委宣布適當超前開展基礎設施投資，加快推進「十四五」規劃102項重大工程項目。

上市公司回購增多

然而，部分不確定性仍值得關注。海外方面，受美聯儲貨幣政策過快收緊的擔憂，10年美債利率上周三升至1.9%，創2019年12月份以來最高水平。受避險情緒主導，海外科技板塊遭大幅拋售，進而波及到其他板塊。內地方面：1）近期交通運輸新業態協同監管部對四家互聯網道路貨運平台公司進行約談，提醒要求對存在的問題進行積極整改，切實保障貨車司機、網約車司機等從業人員合法權益；2）新冠疫情Omicron變異毒株已經進入內地且開始擴散，北京、天津和深圳在過去兩周都報告了本地傳播病例。國務院副總理劉鶴表示，今年春運疊加冬奧會賽事，疫情防控形勢不確定性較大；3）部分地產開發商宣布境外債務整體違約，近期可能也將持續擾動市場情緒。

往前看，筆者重申在2022年展望報告《均值回歸》中所提出的觀點：考慮到有利的政策環境和較低的估值水平，2022年港股市場可能是均值回歸的一年。短期來看，受境內外疫情新變化以及1月份FOMC（聯邦公開市場委員會）會議影響，筆者預計中國和海外市場不確定性和擾動因素將持續存在。而且隨着春節假期的臨近，市場成交和南下資金也可能逐漸清淡。

不過，隨着內地利好政策年初進一步發力，尤其是短期不確定性逐步消退後，筆者對海外中資股前景依然保持積極，有望吸引更多資金流入。此外，近期港股份回購逐漸增多，騰訊上周回購了2.04億港元的股票，體現了公司管理層對股價的信心。從技術角度來看，賣空成交比率一度攀升至16.7%的相對高位，表明市場情緒也已經釋放到一個較高位置，這一指標往往也是短期市場的底部信號。

本月推盤或創13月新低

樓語縱橫



楊永健

世紀21·Q動力總經理

疫情進入第五波，今年市況再添變數。本地社交距離措施再度收緊，晚市禁食，整體零售業受壓。與此同時，樓市情況亦受影響，特別是新盤市場，疫情下部分發展商暫緩推盤，使這個月推盤量急降，相信本月整體新盤銷售跌至只有700伙的水平，是自2020年12月以來的13個月新低。

疫情「揮之不去」，令人關注今年樓市成交量能否維持去年的水平，本地經濟情況變得不明朗，會影響香港整體競爭力嗎？瑞士洛桑管理學院（IMD）每年年底均會公布「全球競爭力報告」，最新公布2021年的情況，香港仍可以在人才技能及競爭力水平排在亞洲首位，至於全球排名則微升至11位，比去年上升3位。相信本地競爭力的維持是基於本地疫情基本上亦可達至「可控防」，比對於全球大部分的地區，過去一年本地經濟復甦情況尚算理想。

相信大家明白競爭力的維持對於香港而言相當重要，始終香港屬於細小的開放型經濟社會，具競爭力的區域和城市，必須是一個無論企業、投資者或就

業人士都樂意投資的地方，變相說明該地方必須資金轉流靈活。以樓市而言，整體物業市場的成交量、流通比率要夠高，才能吸引投資或置業人士入市。

二手註冊量低位徘徊

猶幸去年整體二手交投保持暢旺，全年錄得逾6萬宗成交，創自2012年以來的9年新高，今年的情況又會如何，當然首要視乎疫情變化以至今經濟增長情況。但據土地註冊處紀錄，截至21日為止本月成交量仍不足2500伙，如果這個月二手註冊量低於4000宗水平，將會是連續4個月二手交投不足4000宗，情況令人關注。

另外，香港實施樓市逆周期政策已連續實施11年以上，辣招下本地稅制於地產市場早已不算簡單稅制，特別是境外投資者與公司買家，均需要支付高達樓價三成的買家印花稅及新從價印花稅，即使買家願意支付，但兩地遲遲未通關，對內地買家入市造成障礙。

長遠而言，希望樓市逆周期政策只是短暫實施，因為香港經濟現已面對一籃子不明朗因素，在疫情及中美關係緊張的大環境下，無論於金融、地產、旅遊以至零售層面均已響起不同程度的警號，樓市需保持一定的活躍程度，才能令香港市場更具吸引力。

240萬套。根據這個比例估算，全國在「十四五」期間籌建的保障性租賃住房總共可能在800至900萬套之間。若按套均面積50平方米估算，對應的新增建築面積或在4至4.5億平方米左右，新增開發投資在1.7至1.9萬億元左右。筆者預計，2022年增量房地產投資將超過5000億元，拉動地產投資3個百分點左右，有利於維護「房地產業良性循環」。

結論

根據地方兩會已公布的信息，各地方GDP目標增速平均值在6%左右，固定資產投資目標增速在8%左右，投資成為穩增長的主要抓手。項目審批端，從中央到地方靈活加

速；資金端，地方新增專項債發行前置、提速，共同為年初實現「實物工作量」努力。在此影響下，上半年基建投資有望實現開門紅。具體的方向上關注水利和電力投資，雖然佔比不大，但彈性可期。同時，「十四五」期間保障房建設的前置發力也有利於穩定房地產的投資增速和「良性循環」。

對於債市而言，寬貨幣和寬信用仍在較量，寬貨幣的確定性更強佔據上風，寬信用的預期有待一季經濟金融數據的落地和驗證，時間上可能要等到二季度。考慮到貨幣政策後仍有進一步放鬆的可能性，因此利率的下行趨勢或未完結，預計底部在2.6%附近，調整風險可能出現在二季度。

內地各省市自治區2022年GDP增速目標

