



报告日期：2022年4月11日

有效投资是实现 GDP 增速预期目标的关键，2 季度货币政策宽松力度大概率超 1 季度

——1 季度货币政策例会以及国常会点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.房地产市场预期转弱程度超预期；
- 2.国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220406）3 月制造业与非制造业 PMI 远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
- 2.英大证券 2022 年 2 月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 3.英大宏观评论（20220329）1-2 月财政状况优于季节性，3 月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 4.英大宏观评论（20220322）保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行
- 5.英大宏观评论（20220321）3 月消费增速大概率较 2 月下行，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 6.英大宏观评论（20220314）“俄乌冲突”对我国 CPI 的冲击有限，3 月央行大概率降准或降息
- 7.英大宏观评论（20220307）“5.5%左右”强引领符合预期，2022 年房地产投资增速大概率前低后高
- 8.英大宏观评论（20220301）“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”
- 9.英大证券 2022 年 1 月宏观经济月报（20220225）：短期内宏观经济依旧面临“三重压力”，货币政策“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度
- 10.英大宏观评论（20220222）2022 年 CPI 突破 3.0%的概率较低，PPI 年内低点大概率位于 10 月
- 11.英大宏观评论（20220217）短期内大小型企业制造业 PMI 的差值难以大幅收窄，1 季度城镇调查失业率大概率阶段性上行
- 12.英大宏观评论（20220214）发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告
- 13.英大证券 2022 年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 14.英大证券 2021 年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A 股“优”（20210111）

报告概要：

- 3月29日与4月6日李克强总理主持召开国务院常务会议；3月30日中国人民银行货币政策委员会召开2022年第一季度例会；4月8日李克强总理主持召开经济形势专家和企业家座谈会。我们点评如下：
- 一、地缘政治冲突升级，国内疫情发生频次有所增多；
- 二、国内外突发因素超出预期，经济运行面临更大不确定性和挑战；
- 三、咬定目标不放松，奋力实现“5.50%左右”的GDP增速目标；
- 四、有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，基建投资则是重中之重；
- 五、货币政策维持“灵活适度”主基调，2季度宽松力度大概率超1季度；
- 六、首套房贷利率大概率向下突破5.22%，2023年扩大房地产税改革试点城市概率较低。



目录

一、地缘政治冲突升级，国内疫情发生频次有所增多.....	3
二、国内外突发因素超出预期，经济运行面临更大不确定性和挑战.....	4
三、咬定目标不放松，奋力实现“5.50%左右”的GDP增速目标.....	5
四、有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，基建投资则是重中之重.....	8
五、货币政策维持“灵活适度”主基调，2季度宽松力度大概率超1季度.....	9
六、首套房贷利率大概率向下突破5.22%，2023年扩大房地产税改革试点城市概率较低.....	10

事件：3月29日与4月6日李克强总理主持召开国务院常务会议；3月30日中国人民银行货币政策委员会召开2022年第一季度例会；4月8日李克强总理主持召开经济形势专家和企业家座谈会。

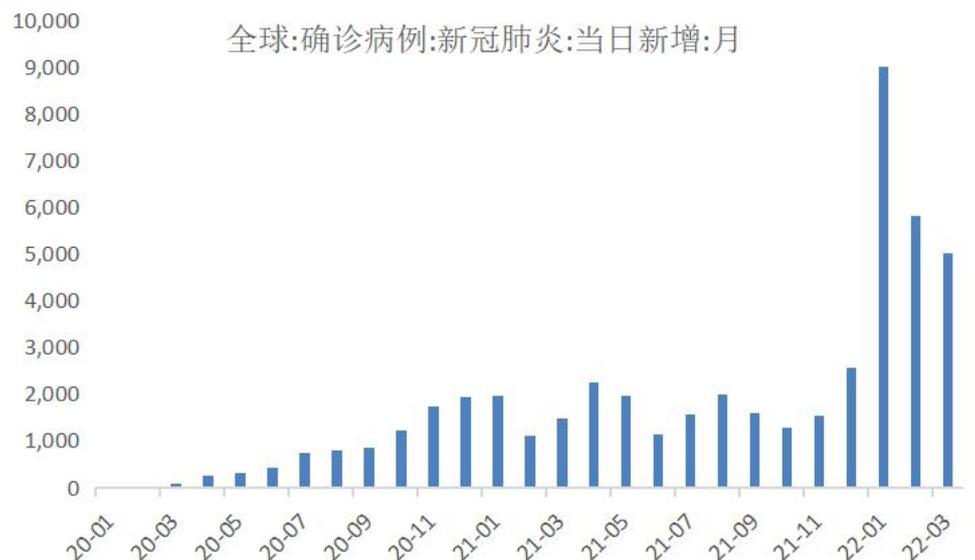
点评：

3月29日李克强总理主持召开国务院常务会议（以下简称“329国常会”），部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长；3月30日中国人民银行货币政策委员会召开2022年第一季度例会（以下简称“1季度例会”）；4月6日李克强总理主持召开国务院常务会议，部署适时运用货币政策工具，更加有效支持实体经济发展（以下简称“406国常会”）；4月8日李克强总理主持召开经济形势专家和企业家座谈会（以下简称“408座谈会”）。我们结合以上4个会议，对宏观经济形势与货币政策走势进行研判。

一、地缘政治冲突升级，国内疫情发生频次有所增多

在“国内外经济金融形势”部分，1季度例会对外部环境的判断是“更趋复杂严峻和不确定”，与2021年第四季度例会（以下简称“4季度例会”）完全一致。从1季度例会看，支撑这一判断的依据有两点：**一是“国外疫情持续”**，3月不含中国的全球新冠肺炎新增确诊病例数为4993.11万例，虽然较1月、2月分别少增4013.10万例、816.63万例，但是依旧为2020年1月新冠肺炎疫情爆发以来的第三高值；**二是“地缘政治冲突升级”**，随着2月24日俄罗斯军队进入乌克兰，“俄乌冲突”进入一个新的阶段。1季度例会国内经济形势的研判是“面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，主要原因是“国内疫情发生频次有所增多”。

图 1：3月全球新冠肺炎新增确诊病例数为疫情爆发以来的第三高值（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

与4季度例会相比，在“国内外经济金融形势”部分1季度例会新增两方面内容：**一是“地缘政治冲突升级”**；**二是“国内疫情发生频次有所增多”**。以上两点是1季度宏观



经济基本面较 2021 年 4 季度最大的变化，表明 1 季度宏观经济基本面较 2021 年 4 季度出现边际恶化。首先看“地缘政治冲突升级”。随着“布恰事件”的发酵，俄乌冲突从军事与外交领域进入道德与舆论领域，这就使得国际局势更加扑朔迷离。3 月 1 日我们在《英大证券宏观评论：“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”（20220301）》中作出“‘俄乌冲突’短期大概率还将升级，中长期或将不乐观”的判断，此外，3 月 22 日我们在《英大证券宏观评论：保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行（20220322）》中作出“俄乌冲突本质上是美俄对抗，不排除延续至 2024 年的可能”的判断。站在当下，我们坚持以上两个判断。其次看“国内疫情发生频次有所增多”。2022 年 4 月 1 日-9 日，全国新冠肺炎新增确诊病例数为 13290 例，较 3 月同期多增 10431 例。展望 2022 年，在国外疫情防控全面放开的背景下，预计我国口岸城市的疫情防控压力大概率持续存在。我们坚持在《英大证券宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告（20220214）》中所提出的“海外输入不停，境内反弹不止”的判断。

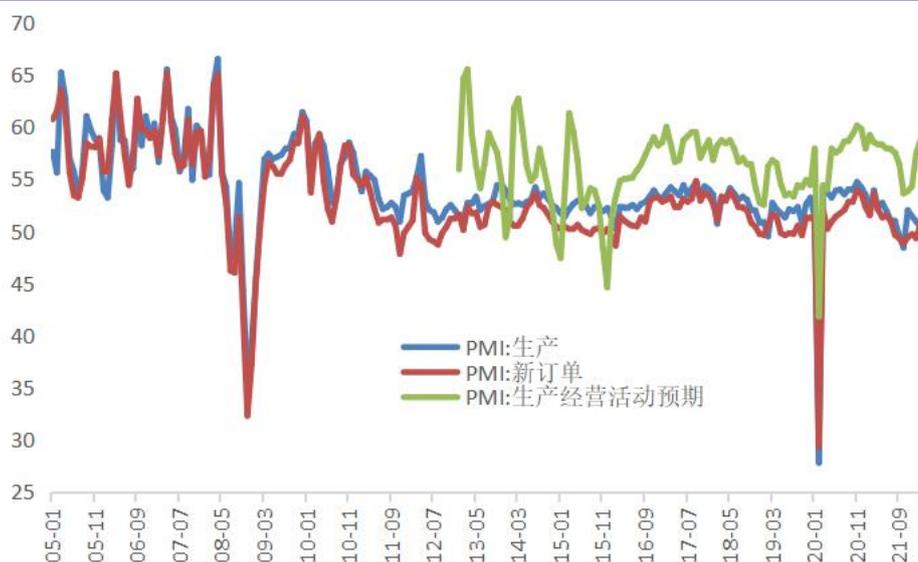
二、国内外突发因素超出预期，经济运行面临更大不确定性和挑战

3 月 29 日以来，李克强总理针对宏观经济形势的发言主要有三次。在 329 国常会上，李克强总理指出，“当前国际形势更趋复杂严峻，国内发展面临新挑战，经济下行压力进一步加大”；在 406 国常会上，李克强总理指出，“当前我国经济运行总体保持在合理区间，但国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。世界经济复苏放缓，全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内疫情近期多发，市场主体困难明显增加，经济循环畅通遇到一些制约，新的下行压力进一步加大，既要坚定信心，又要高度重视和警觉新问题新挑战”；在 408 座谈会上，李克强总理指出，“当前国际国内环境有些突发因素超出预期，经济运行面临更大不确定性和挑战”。从以上三次发言可以看出，李克强总理认为我国宏观经济形势愈发严峻，体现在以下三个方面。**第一**，在国内外形势研判方面，329 国常会的观点是“当前国际形势更趋复杂严峻，国内发展面临新挑战”，406 国常会的观点是“国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期”，而 408 座谈会的观点是“当前国际国内环境有些突发因素超出预期”。**第二**，在宏观经济走势的预期方面，329 国常会提出“制定今年宏观政策时，对国内外环境很多变化已有前瞻考虑”，但是 406 国常会则认为“有的超出预期”，408 座谈会认为“有些突发因素超出预期”。超预期的突发因素指的是国外“俄乌冲突”扩大化，以及国内新冠肺炎疫情出现一定程度恶化。**第三**，在宏观经济走势研判方面，329 国常会指出，“经济下行压力进一步加大”，而 406 国常会指出“新的下行压力进一步加大”，408 座谈会指出“经济运行面临更大不确定性和挑战”。

值得指出的是，在 1-2 月宏观经济取得“开门红”的背景下，市场对后续“稳增长”的必要性产生一定质疑。彼时我们在《英大证券 2022 年 1 月宏观经济月报：短期内宏观经济依旧面临“三重压力”，货币政策“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度（20220225）》中明确提出“短期内宏观经济依旧面临‘三重压力’”。1 季度例会通

稿再次出现“经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”的表述，符合我们的预期。从3月PMI数据看，当前宏观经济确实面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。首先看“需求收缩”。3月新订单较2月大幅下行1.90个百分点，时隔1个月再次跌至荣枯线之下，且创近5个月新低；3月新出口订单在荣枯线之下继续大幅下行1.80个百分点，结束连续5个月上行走势，且创近5个月新低；3月进口指数在荣枯线之下继续大幅下行1.70个百分点，创2021年10月以来新低。其次看“供给冲击”。3月生产指数为49.50，较前值下行0.90个百分点，时隔4个月再次滑至荣枯线之下。在2005年至2021年的17年间，3月生产指数无一例外均较2月上，但是2022年3月却较2月下行，表现远远地弱于季节性。最后看“预期转弱”。制造业PMI方面，3月生产经营活动预期较2月下行3.0个百分点；服务业PMI方面，3月业务活动预期较2月下行5.90个百分点，其中，建筑业与服务业业务活动预期分别较2月下行5.70、6.0个百分点。

图2：从3月PMI看，宏观经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

三、咬定目标不放松，奋力实现“5.50%左右”的GDP增速目标

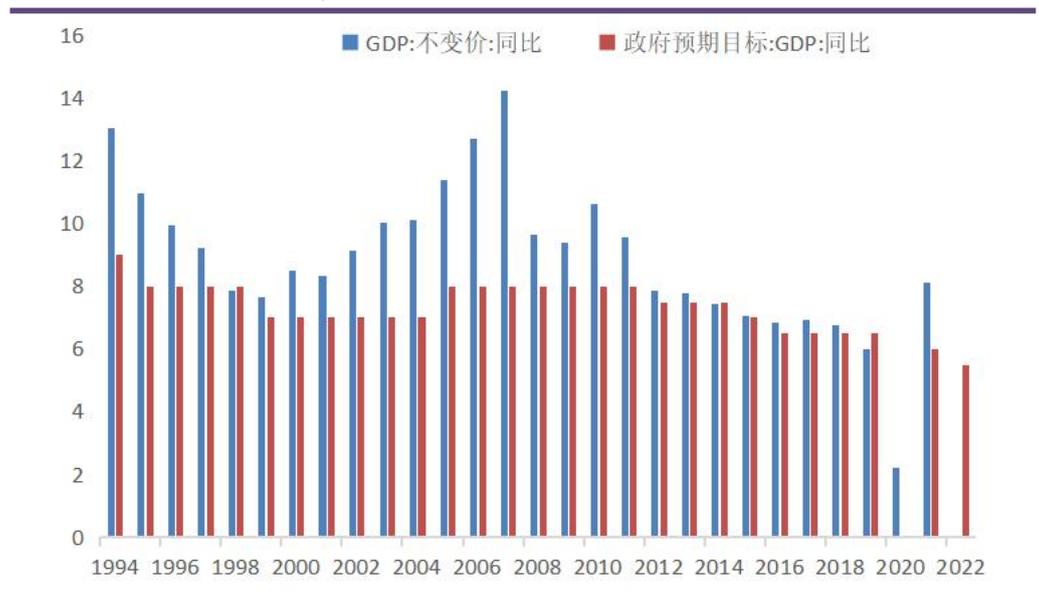
在“国内外突发因素超出预期，经济运行面临更大不确定性和挑战”的背景下，3月5日《政府工作报告》所设定的“5.50%左右”GDP增速目标能否实现？针对这一问题，市场存在不一致的声音。4月8日，第一财经研究院在《疫情反复经济承压，年度GDP增速预测均值5.19%》一文中指出，“17位经济学家对2022年度GDP增速的预测均值为5.19%，其中超过四成的经济学家认为在政策支撑下，今年能够实现5.5%的经济增长，其他经济学家则认为目前的经济环境下，实现两会设定的GDP增长目标存在一定难度”。

我们认为，可以将2022年我国能否实现“5.50%左右”GDP增速目标这一问题分解为两个层面。第一个层面是“想不想实现”，也就是说，中央政府实现预定GDP增速目标的决心大不大。第二个层面是“能不能实现”，内外部宏观经济环境是否支持实现“5.50%左右”GDP增速目标。

针对第一个层面，从 329 国常会的通稿看，中央政府实现今年“5.50%左右”的 GDP 增速目标的决心很大。这一判断的依据主要有以下三点。**第一**，329 国常会指出，“制定今年宏观政策时，对国内外环境很多变化已有前瞻考虑”，言外之意是，当前国内外环境的很多变化均在意料之中，“5.50%左右”的 GDP 增速目标就是建立在“国内外环境很多变化”的基础之上。**第二**，329 国常会指出，“一季度、上半年保持经济平稳运行，对实现全年目标至关重要”。对这句话的解读有三点：**一**是一季度、上半年必须保持经济平稳运行；**二**是在当前“经济下行压力进一步加大”的背景下，为实现“一季度、上半年保持经济平稳运行”的短期目标，必须加大宏观政策跨周期与逆周期调节的力度；**三**是必须要实现全年目标。**第三**，329 国常会指出，要“坚定信心，咬定目标不放松”，旗帜鲜明地表达了实现“5.50%左右”的 GDP 增速目标的信心与决心。

值得指出的是，李克强总理在 406 国常会以及 408 座谈会分别指出“国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期”，以及“当前国际国内环境有些突发因素超出预期”。也就是说，3 月 30 日至 4 月 6 日这一周出现了预期之外的新情况。在此背景下，中央政府是否继续坚持实现“5.50%左右”的 GDP 增速目标？我们的回答是肯定的，依据是 329 国常会提出了“咬定目标不放松”。

图 3：1994 年至 2021 年，GDP 不变价同比低于预期目标的有 3 年（%）



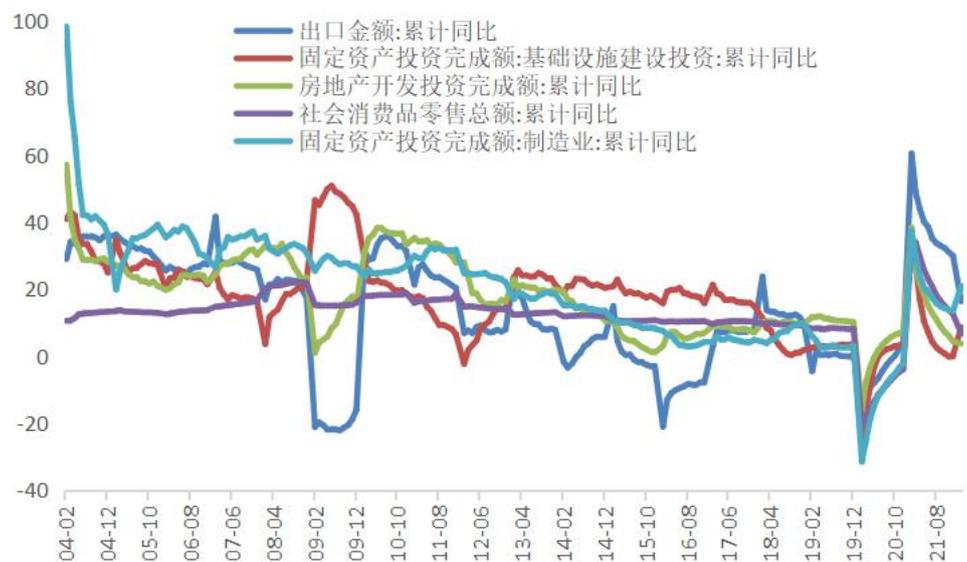
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

针对第二个层面，目前的问题是，是否有能力实现“5.50%左右”的 GDP 增速目标？我们回顾 1994 年以来，我国 GDP 增速预期目标的实现情况。1994 年至 2021 年的 27 年间，除了 2020 年未设定 GDP 增速目标之外，其余的 20 年均设定 GDP 增速目标。其中，GDP 不变价同比超过预期目标的有 17 年，而低于预期目标的有 3 年，分别是 1998 年、2014 年以及 2019 年，GDP 不变价同比分别为 7.85%、7.43%、6.00%，分别较预期目标低 0.15、0.07、0.50 个百分点。从 1994 年至 2021 年这一组样本出发，我们推断 2022 年 GDP 增速目标实现的概率为 85.0%。

在这 21 年中，有三年是逆周期调节的大年，分别是 2008 年、2009 年与 2012 年，因为这三年基建投资增速走势全年前低后高。2008 年、2009 年与 2012 年 GDP 不变价同比分别为 9.65%、9.40%、7.86%，分别较前值高出 1.65、1.40、0.36 个百分点，均实现了既定的 GDP 增速目标。在这一过程中，基建投资“功不可没”：基础设施建设投资完成额累计同比分别从 3.56%、46.49%、-2.36% 上升至 22.67%、50.78%、13.70%。其中，2009 年基础设施建设投资完成额累计同比全年维持在 40.0% 之上。从这三年的经验看，2022 年基建投资增速如果能发挥重要作用，则 2022 年 GDP 增速目标有实现的可能。

紧接的一个问题是，这三年在实现 GDP 增速目标的过程中，是不是有其他宏观经济变量在助力？**2008 年 2 月至 2009 年 6 月**，基础设施建设投资完成额累计同比从 3.56% 上行至 50.78%，与此同时，房地产开发投资完成额累计同比从 32.90% 下行至 8.30%，出口金额累计同比从 16.82% 下行至 -21.81%，制造业投资完成额累计同比从 35.80% 下行至 29.30%，社会消费品零售总额累计同比从 20.20% 下行至 15.00%。**2012 年 2 月至 2013 年 3 月**，基础设施建设投资完成额累计同比从 -2.36% 上行至 25.60%，与此同时，房地产开发投资完成额累计同比从 27.80% 下行至 20.20%，出口金额累计同比从 6.83% 上行至 18.34%，制造业投资完成额累计同比从 24.66% 下行至 18.70%，社会消费品零售总额累计同比从 14.70% 下行至 12.40%。

图 4：2008 年 2 月至 2009 年 6 月期间，基建投资具有独自“挑大梁”的实力（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

可见，2008 年 2 月至 2009 年 6 月除了基建投资增速大幅上行之外，其余四个需求端的主要变量均下行，其中，地产与出口下行幅度较大。对比 2012 年，出口增速上行对宏观经济起到较强的支撑作用。这就意味着，在宏观经济实际运行层面，至少说在 2008 年 2 月至 2009 年 6 月期间，基建投资独自承担“挑大梁”的重责。



四、有效投资是实现 GDP 增速预期目标的关键，基建投资则是重中之重

329 国常会在宏观经济方面的主题是“部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长；决定新开工一批条件成熟的水利工程，提高水资源保障和防灾减灾能力”。对此，我们的解读有以下四点。

第一，有效投资是实现 GDP 增速预定目标的关键。329 国常会指出，“用好政府债券扩大有效投资，是带动消费扩大内需、促就业稳增长的重要举措”。这句话有两层含义。**首先**，有效投资是“带动消费扩大内需”的关键。长期以来，消费被赋予“基础作用”，而投资则被赋予“关键作用”。“发挥消费的基础作用和投资的关键作用”这一表述频繁出现在重要会议的通稿之中。329 国常会明确指出“有效投资是带动消费扩大内需的关键”，表明在宏观经济面临“三重压力”这一关键时刻，投资的“关键作用”引领消费的“基础作用”，是我国扩大内需的关键所在与决定因素。**其次**，有效投资是“促就业稳增长”的关键，对此我们的解读有两点：一是促就业与稳增长紧密相关，正如 406 国常会明确指出“保持经济运行在合理区间，主要是实现就业和物价基本稳定”，以及 408 座谈会明确指出“保持经济运行在合理区间主要是稳就业、稳物价”；二是明确指出，“稳增长”的关键是有效投资。

第二，基建投资是有效投资的重中之重。329 国常会提出，“用好政府债券扩大有效投资”。这里有效投资指的是什么？回答这一问题的线索有两条。**首先**，3 月 5 日《政府工作报告》指出，“要用好政府投资资金，带动扩大有效投资”，并指出“开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目”。**其次**，在基建投资、制造业投资以及房地产投资中，由于基础设施建设具有较强的“公共产品”属性，因此政府在基建投资中扮演重要角色。综上，有效投资主要指的是基建投资。

第三，基建投资的重点是传统基建投资。这一判断的依据有以下两点。**首先**，329 国常会指出，“坚持既利当前又惠长远，加大惠民生、补短板等领域投资，支持新基建等增后劲、上水平项目建设”。通常情况下，如果短期压力加大，决策者倾向于优先解决短期问题。因此，以上表述的重点是“利当前”以及“加大惠民生、补短板等领域投资”，“惠长远”以及“支持新基建等增后劲、上水平项目建设”则位居第二位。支持我们以上判断的是，329 国常会指出，“坚持资金跟着项目走，加快项目开工和建设，尽快形成实物工作量”，从“加快”与“尽快”二字，表明中央偏向优先解决短期问题。**其次**，329 国常会明确提出“合理扩大专项债使用范围，在重点用于交通、能源、生态环保、保障性安居工程等领域项目基础上，支持有一定收益的公共服务等项目”，可见，“交通、能源、生态环保、保障性安居工程”等传统投资是基建投资的重点。

第四，水利工程是传统基建投资的“重中之重”。这一判断的依据有以下四点。**首先**，329 国常会在讲完有效投资之后，专门用一段对水利工程的性质、内容、全年可完成投资金额以及工程安全质量这四方面进行论述，表明 329 国常会对水利工程十分重视。**其次**，329 国常会明确指出“水利工程是民生工程、发展工程、安全工程”，这就指明了水利工程的



重要性。在 2022 年民生是财政支出的重点领域的背景下，329 国常会提出水利工程是“民生工程”。综合以上两方面，水利工程大概率是 2022 年财政支出的重点领域。具体而言，水利工程主要包括“南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程”。**再次**，2022 年 3 月 5 日《政府工作报告》提出，“建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施”，水利工程在基建投资中位于首位。对比 2021 年《政府工作报告》的“实施一批交通、能源、水利等重大工程项目”的提法，水利的位置在交通、能源之后，位列第三位。用这一点看，水利工程大概率是 2022 年基建投资的重中之重。**最后**，《政府工作报告》提出 2022 年中央预算内投资安排 6400 亿元，比 2021 年高出 300 亿元，而 329 国常会指出，“全年可完成（水利项目）投资约 8000 亿元”。可见，单单水利项目就比中央预算内投资高出 1600 亿元。

五、货币政策维持“灵活适度”主基调，2 季度宽松力度大概率超 1 季度

从 1 季度例会通稿看，我们认为 2 季度货币政策“宽松”力度大概率较 1 季度加大。这一判断基于“四个不变”、“一个删除”、“四个强化”以及“一个新增”。

首先我们看“四个不变”。第一，1 季度例会与 4 季度例会均及“要稳字当头、稳中求进”。这一提法是 2021 年中央经济工作会议对 2022 年全年的定调，因此 1 季度例会再次强调，尤其是在当前宏观经济依旧面临“三重压力”的背景下，再次强调属于意料之中的事情。**第二**，1 季度例会与 4 季度例会均提到“增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”。对这一提法的解读有两点：一是“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”的重点是“总量”这一功能，意味着如果央行近期降准，大概率是全面降准；二是 406 国常会提出“更好发挥总量和结构双重功能”，“更好”二字表明货币政策的“总量和结构双重功能”将进一步发力。**第三**，1 季度例会与 4 季度例会均提到“保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。其中，“增强信贷总量增长的稳定性”意味着 M2 同比大概率维持在较高水平，而要将 M2 同比维持在较高水平，降准是较为直接快捷的途径。据此，我们判断 2 季度央行大概率降准。**第四**，1 季度例会与 4 季度例会均提到“稳定宏观经济大盘”，这是对 2021 年中央经济工作会议以及 3 月 5 日《政府工作报告》精神的贯彻落实，也是宏观经济面临“三重压力”下的必然选择。

其次我们看“一个删除”。1 季度例会删除 4 季度例会中“统筹做好今明两年宏观政策衔接，支持经济高质量发展”的表述。对此，我们的解读有两点。**第一**，4 季度例会在 2021 年 12 月 25 日召开，因此存在“统筹做好今明两年宏观政策衔接”的必要性，而 1 季度例会在 2022 年 3 月 30 日召开，已经进入所谓的“明年”，因此 1 季度例会删除“统筹做好今明两年宏观政策衔接”这一表述。**第二**，从以往的经验看，一旦强调“高质量发展”，则表明彼时宏观经济面临的压力不大，但是，一旦删除“高质量发展”的表述，则表明彼时宏观经济面临较大压力。在此背景下，将宏观经济增速维持在一定水平，进而将就业率维持在一定水平更为关键，而高质量发展则暂时退居第二位。值得提醒的是，尽管如此，1



季度例会通稿倒数第二段还是出现了“推动经济高质量发展”的表述，充分表明中央在短期刺激经济的同时，不忘实现“高质量发展”的初衷。

再次我们看“四个强化”。第一，1季度例会提出“强化跨周期和逆周期调节”，对比4季度“加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合”的提法，区别有两点：一是“强化”一词的力度要大于“加大”一词；二是“强化”一词统领跨周期调节与逆周期调节，而4季度的“加大”一词仅统领跨周期调节，并未统领逆周期调节。**第二**，1季度例会指出“加大稳健的货币政策实施力度”，而4季度例会的相应提法则是“稳健的货币政策要灵活适度”。相比而言，4季度例会“灵活适度”的提法较为委婉，既可以是加大力度，也可以是减小力度，具有较强的相机抉择色彩，而1季度例会“加大”的提法方向感十足，明确指出加大货币政策“稳中偏松”的力度。**第三**，1季度例会提出“增强前瞻性、精准性、自主性”。如上所述，这一提法与4季度例会完全一致。值得指出的是，前瞻性位于精准性与自主性之前，表明货币政策首先要增强“前瞻性”。在我国宏观经济面临三重压力的背景下，货币政策增强“前瞻性”意味着进一步“宽松”大概率是2季度我国货币政策的主趋势。此外，也需要增强货币政策的“自主性”。究其原因，在美联储在3月加息25个基点的背景下，中美两国利差大概率继续收窄，但是货币政策主要着眼于国内宏观经济走势，叠加考虑当前人民币汇率位于历史高位区间，因此，2季度货币政策“以我为主”，坚持自主性。**第四**，1季度例会指出“为实体经济提供更有有力支持”，对比4季度的提法则是“加大对实体经济的支持力度”，一个“更（有力）”字，再次表明2季度货币政策的宽松力度大概率强于1季度。

最后看“一个新增”。相比4季度例会，1季度例会新增“主动应对”的提法，而4季度例会的相应提法则是“更加主动有为”。“应对”指的是采取措施、对策以应付出现的情况。对比4季度例会“更加主动有为”的提法，“应对”具有一定的被动，博弈的意味。这与329国常会所提出的“制定应对可能遇到更大不确定性的预案”相呼应，也与408座谈会所提出的“政策要靠前发力，适时加力，并研究新预案”相呼应。此外，“主动应对”这一词组体现了“主动”与“被动”的紧密结合与有机统一，是马克思主义哲学“主观能动性原理”的充分体现。在宏观经济面临“三重压力”的背景下，这一原理的有效应用主要体现在加大跨周期与逆周期调节的力度，加大2季度货币政策的宽松力度。

六、首套房贷利率大概率向下突破5.22%，2023年扩大房地产税改革试点城市概率较低

在房地产市场方面，1季度例会提出，“维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环”。这一表述与4季度例会完全一致。

3月首套平均房贷利率、全国二套房贷平均利率分别为5.28%、5.57%，分别较前值下行0.11、0.10个百分点，双双持平于2021年同期，表明房贷利率大概率开启下行进程。值得指出的是，首套平均房贷利率月度边际下行10个基点的情况较为少见，通常情况下是下行1-5个基点。至于后期首套房贷利率将会下行到哪个区间，我们参考前期的两个低点：

一是 2021 年 1 月的 5.22%；二是 2016 年 7 月的 4.44%。我们据此认为首套房贷利率大概率下行至 4.44%-5.22%这一区间，短期看，向下突破 2021 年 1 月的 5.22%是大概率事件。

图 5：首套房贷利率大概率下行至 4.44%-5.22%这一区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从周度高频数据看，4月3日当周100大中城市成交土地溢价率为1.0%，较3月6日当周下行1.97个百分点，创2021年10月3日当周以来新低，表明房地产企业购地意愿依旧较弱。具体看，一线城市、二线城市、三线城市成交土地溢价率分别为0、2.02%、1.45%，分别较3月第一周下行0、1.06、-2.05个百分点。其中，一线城市连续6周成交土地溢价率为0。在历史上一线城市成交土地溢价率为0超过6周的有三个时段，分别是：2008年12月21日当周至2009年2月15日当周；2018年5月6日当周至2018年6月17日当周；2021年3月7日当周至2021年4月25日当周。以上三个时段与当下的区别是，虽然一线城市成交土地溢价率为0，但是彼时二线与三线城市的土地溢价率都非常高。

3月16日财政部提出，“综合考虑各方面的情况，今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”。在2022年不扩大房地产税改革试点城市的背景下，我们认为2023年大概率也不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。我们做出这一判断的依据是，2023年全球经济大概率进入衰退阶段，相应地，我国宏观经济大概率继续承压。具体看，2023年摩根大通全球制造业PMI与全球主要经济体制造业PMI大概率跌破荣枯线，叠加在2022年高基数作用下PPI当月同比进入负值区间，我国出口增速面临量与价两方面的双重利空，也就是说，2023年大概率是我国出口的“小年”。出口增速承压大概率拖累我国制造业投资增速与就业率，进而利空我国消费增速。也就是说，2023年宏观经济“三驾马车”中的出口增速、制造业投资增速以及消费增速大概率均承压。在此背景下，如果扩大房地产税改革试点城市，将在很大程度上加大房地产市场的看空预期，进而利空房地产投资增速，拖累宏观经济增速。综上，我们认为2023年财政部扩大房地产税改革试点城市的概率较低。值得提醒的是，从总体趋势看，扩大房地产税改革试点城市是大势所趋。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
