

开年至今，中国经济经历几多波折。先有俄乌冲突，后有疫情冲击。外有美联储货币收紧，内有稳增长不及预期。期待企稳回升的地产和消费迟迟未见实质性改善，而原本以为韧性极强的出口和生产，却在4月以猝不及防的节奏快速承压。多重因素叠加共振，资本市场迎来震荡调整。

回溯这段时间宏观经济及资本市场表现，主要矛盾还是落在国内。

当下市场关注的无非是三个问题，短期内供应链问题如何解决，年内稳增长措施如何发力，后续产业政策是何取向。对于市场关注的焦点问题，这次政治局会议均给出实质回应，总结起来就是四个利好。

- **一是利好生产和出口。**本着“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”宗旨，后续政策层面将积极确保交通物流通畅，确保供应链稳定。4月受制于供应链约束的出口和工业生产，预计5月迎来修复。
- **二是利好地产修复。**本次政治局会议鲜明肯定地方政府一城一策松绑地产，可以说这是“房住不炒”框架下最积极的地产政策表态。疫情消耗一部分地方财力，稳地产可以稳地方财政，只有财政可持续，政策才有足够空间，经济才能够从容面临就业、增长、物价等多重挑战。。
- **三是利好基建投资。**这次政治局会议延基建定调偏积极，与4月26日中央财经委会议一致。这意味着基建投资的政策定位已经发生变化，已经不再是隐性债务无序扩张、回报率偏低的“过剩”投资。这也意味着基建放量的约束未来可以被打破，基建投资扩张的想象力可以打开。
- **四是利好互联网平台经济。**对比本次政治局会议和去年12月份中央经济工作会议，互联网平台经济定调有明显积极转变。不仅如此，本次会议释放出政策推进加速信号，暗示互联网平台经济的政策不确定性即将落地。

过去一段时间，我们见证了人民币汇率较大幅度贬值，也见证了上证综指一度重回3000点以下。相信政治局会议积极定调之后，市场情绪将有大幅改善。后续对稳增长政策的具体落地以及国内疫情保持密切关注。

风险提示：1) 对政策的意图理解不到位；2) 疫情发展超预期；3) 地缘政治风险超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目 录

1 生产利好	3
2 地产利好	4
3 基建利好	5
4 互联网平台经济利好	5
5 全年经济目标怎样实现？	6
6 风险提示	7
插图目录	8
表格目录	8

1 生产利好

我们知道本轮华东疫情之所以对国内外经济造成深刻影响,关键在于部分地区疫情防控政策层层加码,供应链以及港口运输受到极大抑制。一个典型指标是全国整车货运流量指数自4月以来下降逾20%。

正当市场疑惑未来防疫政策力度以及物流走势之际,4月政治局会议明确调当前防疫同时关注经济和物流保供。

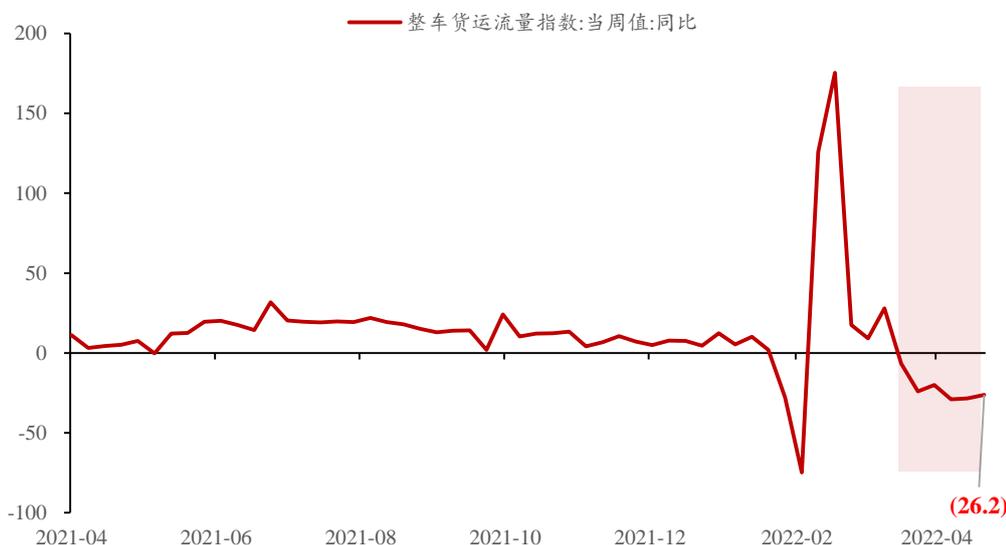
“最大程度保护人民生命安全和身体健康,最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”,“要坚持全国一盘棋,确保交通物流畅通,确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转”。

今日工信部同步回应供应链问题,也明确表示,“发挥产业链供应链畅通协调平台作用,打通堵点、卡点,促进产业链供应链畅通循环”。

4月华东疫情冲击供应链,工业生产和出口受挫。国内资本市场以及汇率因此同步承压。更为重要的是,本次中国华东疫情对经济带来的影响不止于国内市场。参考一季度美国经济表现,一季度美国GDP环比读数低于预期,主要负向拖累因素是东亚疫情冲击了一季度美国出口。预计中国4月华东疫情也同样对4月美国,乃至全球经济带来扰动。

预计本次政治局会议之后,全国物流将会有显著改善。4月国内疫情防控对经济带来的影响将暂告一段落。

图1:全国整车货运流量指数(单位:%)



资料来源:Wind,民生证券研究院

2 地产利好

这次政治局会议对地产的定调，可以说是“房住不炒”框架下最积极的地产政策表态，也是本轮地产调控以来最明确和最积极的定调。

去年底中央经济工作会议，地产相关表述尚停留在中性的“房住不炒”；待到今年初两会，地产相关表述调向积极，“稳地产、稳房价、稳预期”；再到3月16日金融委会议，刘鹤副总理明确肯定稳地产的意义，并将稳地产拔高到防范系统性风险的高度，“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”。

这次政治局会议鲜明肯定今年以来地方政府“一城一策”松绑地产，“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”。

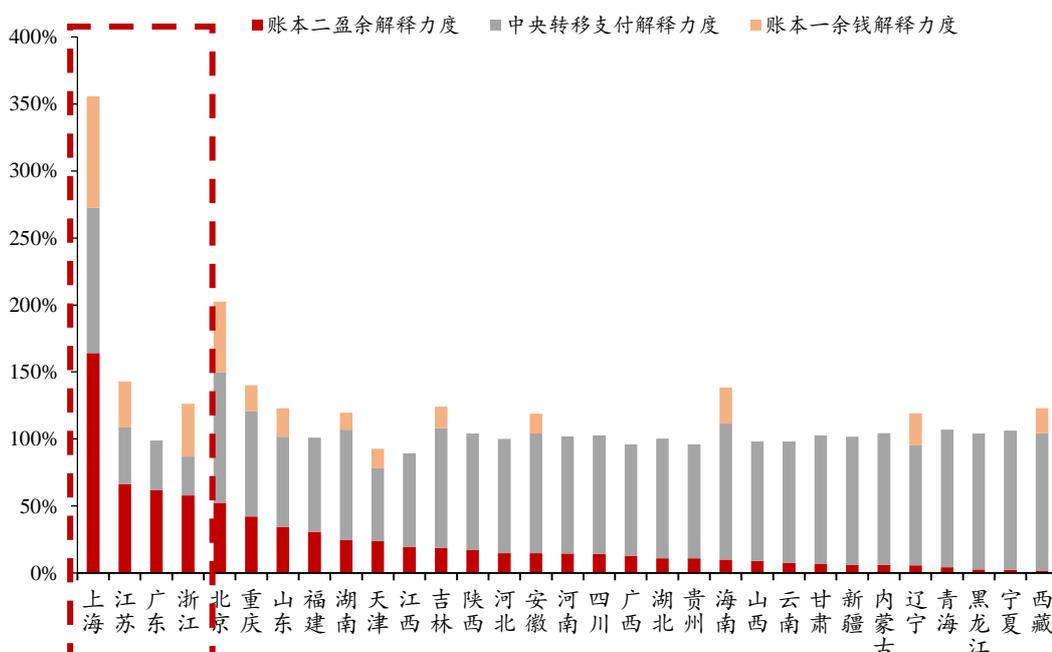
我们理解本次政治局会议肯定前期地产政策松绑，既充分长期地产行业发展需求，又有极其务实的地方财政持续运转考虑。

本轮华东疫情之中，抗疫相关支出消耗地方财力，同时全局静态管理也的确在短期内加大地方财政收入压力。我们观察到，今年一季度土地出让金1.2万亿，同比-27.4%。3月快速下滑的个税同比（-51%）和增值税同比（-4%），也显示出疫中经济增长和居民收入承压。

“从实际出发”，意味着地产稳定的意义不仅局限于行业本身，更关系地方财政持续性。只有财政可持续，政策才有足够空间，经济才能够从容面临就业、增长、物价等多重挑战。

中国真正有效的抗疫稳增长政策工具并不多，财政算一个，地产是另一个。正因为认识到这一点，我们认为未来地产政策仍有放松空间。二季度依然是地产政策友好时期。

图2：东部沿海地区土地收入是重要的财力支撑



资料来源：财政部，民生证券研究院。注：此处为地方2020年财政决算计算所得；其中账本二盈余=本级政府性基金收支盈余/本级一般公共预算收支缺口

3 基建利好

中国基建有两波高峰，一波在 2008 年全球金融危机后的四万亿时期，另一波在 2016 至 2017 年。2018 年之后，中国基建投资进入平台期，几乎每一年基建投资均被牢牢框定在 4% 以下。根本原因是 **2018 年资管新规、隐性债务约束以及债务终身追责，多重监管结束了基建投资原本高增的投资趋势，并将其框定在中低增速区间。**

也是至此之后，地方政府投资能动性不足、基建项目相对缺乏、基建资金来源不够充裕等问题，反复交织在 2018 年以来的经济年份之中。以去年为例，下半年政策有意推动基建，然而当时基建面临多重压力，专项债发行使用偏慢、资金淤积国库。最终下半年基建投资依然疲软，并在 11 月走出-7% 的极低月度增速。

4 月 26 日，中央财经委会议将基建拔到一个新高度，“全面加强基础设施建设，对保障国家安全，畅通国内大循环、促进国内国际双循环，扩大内需，推动高质量发展，都具有重大意义”。

这次政治局会议延续中央财经委对基建的积极定调，“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设”。

这种高度定位及积极政策表态，对基建而言意味着什么？

意味着基建已经从隐性债务无序扩张、回报率偏低的“过剩”投资定位中解脱出来。这也同时意味着基建放量的约束未来可以被打破，基建投资扩张的想象力可以打开。

图 3：2018 年中国基建投资增速下降一个台阶



资料来源：Wind，国家统计局，民生证券研究院

4 互联网平台经济利好

本次会议对于互联网平台经济的定调更偏积极，这一点超过市场之前预期。我们预计后续针

对互联网平台的政策节奏也会有所加快。对比本次政治局会议和去年 12 月份中央经济工作会议，**互联网平台经济定调有两点积极转变。**

互联网监管框架积极转变，从“防止资本无序扩张”切换到“促进平台经济健康发展”。

行业发展政策取向有积极转变，从“支持引导规范”转变为“促进”。此外，监管强度力度或不再加码，相关表述从“加强监管”转变为“常态化监管”。

去年底中央经济工作会议针对互联网监管只给出方向上判断，细节政策悬而未落。本次政治局会议强调“完成平台经济整改”，并出台“具体措施”，**释放出政策推进加速信号，预示互联网平台经济的政策不确定性或即将落地。**

表 1：两次会议中“互联网平台经济”相关论述

	2022 年 4 月政治局会议	2021 年中央经济工作会议
政策目标	促进 平台经济健康发展	以公平监管保障公平竞争，防止资本野蛮生长
政策手段	完成平台经济专项整改 实施 常态化监管	要为资本设置“红绿灯”，依法 加强对资本的有效监管 支持和引导资本规范健康发展
具体措施	出台支持平台经济规范健康发展的具体措施	-

资料来源：政治局会议、中央工作经济会议全文，民生证券研究院整理

5 全年经济目标怎样实现？

3 月 5 日全国两会提出全年 GDP 增速目标在 5.5%左右。自此之后，5.5%的 GDP 增速目标饱受关注。

开始市场讨论焦点集中在“用什么方式达成”；华东疫情挫伤 4 月经济，近期市场更多关注“5.5%增速是否能够达成”。

不可否认的是，4 月出口和生产受到疫情极大扰动，对全年完成经济增长目标增添压力。我们用高频数据推算 4 月出口同比将从一季度的 15%降低至个位数；工业增加值同比将从 3 月的 5%回落至零值附近。

展望未来，疫情反复无疑提高了经济面临的不确定性，同时也提高稳增长政策难度。这次政治局会议承认今年经济面临的压力，“面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面”，同时也明确政策作为，“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济”。而对年初制定增长目标，给予更加务实的回应，“努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。对此我们有两点理解。

第一，积极推进稳增长政策，这一点毫无悬念。稳增长不是数据层面的游戏，而是动用宏观调节政策，稳定增长，稳定就业，控制风险。这才是“扎实稳住经济”。

第二，稳增长不必刻舟求剑。参考 2020 年上半年，武汉疫情前后全国经济停摆，3.6%的财政赤字率创下历史新高，货币宽松程度堪比 2008 年，当时还重启特别国债发行。彼时财政和货币政策都迎来了“史诗级”宽松。然而当年两会并未设置全年 GDP 增速目标。面对疫情不确定性，淡化 GDP 增速目标不意味着政策不作为，相反政策手段积极有为。

总之，经历一季度的俄乌冲突，4 月的华东疫情，市场对国内经济的预期一度明显下降，本次政治局会议对市场关注的命题予以积极回应，市场悲观情绪将有所改善。后续我们将对稳增长政策逻辑情况，以及本土疫情走势保持密切关注。

6 风险提示

- 1) **对政策的意图理解不到位。**我们对政治局会议透露的政策意图理解可能存在偏差。
- 2) **疫情发展超预期。**若国内疫情进一步扩散，经济下行压力加大，政策可能做另外调整超预期。
- 3) **地缘政治风险超预期。**国际关系深刻影响各国各类商品贸易条件，使得进出口、通胀等实际情况与我们预判出现偏差。

插图目录

图 1：全国整车货运物流指数	3
图 2：东部沿海地区土地收入是重要的财力支撑	4
图 3：2018 年中国基建投资增速下降一个台阶	5

表格目录

表 1：两次会议中“互联网平台经济”相关论述	6
------------------------------	---

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001