

中航证券研究所
公司首席经济学家：董忠云（S064515120001）
研究助理：王茹丹（S0640120090031）
电话：010-59219582
邮箱：wangrd@avicsec.com

2022年5月03日

➤ 事件：

中共中央政治局4月29日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，审议《国家“十四五”期间人才发展规划》。会议强调要加大宏观政策调控力度，扎实稳住经济，保持资本市场平稳运行。同时，平台经济迎来重要表态。

➤ 点评：

当前市场最关注的两个重点：经济增速是否下调，经济稳增长和疫情防控之间资本市场如何寻找机会。继中央经济工作会议，金融委会议后，本次会议再次对市场关切问题做了重要批复，提振市场信心。

一、对当前市场最关注的重点：经济增速是否下调？

会议强调“努力实现5.5%的全年经济社会发展预期目标。”一季度以来，受内外因素扰动，我国面临的“三重压力”有所强化。市场一度认为政府或将下调经济增速目标。本次会议明确不会下修经济增长目标。其中，会议提及“加快落实已经出台的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。”这说明为实现增长目标，一方面已经确定实施的各项财政措施要加快落地。另一方面，央行的各项再贷款工具在结构上加大对经济的支持力度。我们认为，后续稳增长护航仍然值得期待，宽松的政策环境或将维持直至经济发生实质改善。

二、动态清零方针下最大程度减小疫情对经济影响

疫情要防住、经济要稳住、发展要安全。会议强调要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，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影响。从本次会议对疫情的表述上看，“动态清零”的总方针没有发生变化。但本次会议强调了“精准平衡抗疫和经济发展”。我们认为，后续“动态清零”将把灵活、精准防控放在更加突出位置。4月29日，国务院新闻办公室发布会上国家卫生健康委副主任李斌表示“动态清零”不是绝对的“零感染”。后续，各地在吸取一季度疫情反复的教训和经验后，面对变异毒株传播快的新特点，将有更加充分的准备，在“疫情要防住”和“经济要稳住”之间找到平衡。随着疫情防控措施的优化，疫情对经济的影响有望逐渐减弱。

此外，会议强调要确保物流畅通、保供应链，纾解工业短期困境。3月以来，国内物流频现堵点，工业运行受到了一定的影响。近期的一系列政策加速落地后，在全国“一盘棋”的大背景下，后续疫情即便再度反复，对供应链的扰动有望控制在相对小的范围之内。

三、关于如何实现“稳增长”

股市有风险入市须谨慎

后续稳增长如何实现？会议同样予以解答——有效投资，全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用。由于疫情对消费产生的冲击大于投资，短期内，我国可能面临一定经济结构失衡的压力。因此，二季度，有效投资或将成为稳增长主线下的核心重点。

全面加强基础设施建设。此次会议在稳内需方面尤其强调了要求全面加强基础设施建设。结合4月26日，中央财经委会议关于“加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平。适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的基础设施”的表述以及进一步提出的五大基建领域。我们认为，在今年宏观经济下行压力和不确定性上升的背景下，基建有望在稳增长政策中发挥更为核心的作用，或将是今年稳增长投资中最为明确的一张“主力牌”。

地产政策边际转松，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，优化商品房预售资金监管。在房住不炒的大背景下，我国地产政策主要因城施策。而此次政治局会议关于支持各地从当地实际出发完善地产政策和优化商品房预售资金的监管的表述进一步明确地产供需两端边际转松的信号。我们在此前的年度策略中提示，虽然“房住不炒”意味着地产不再成为托底经济的主要抓手，但对于我国的经济结构而言，地产部门的企稳对于经济稳定具有重大现实意义。目前，受疫情对销售端的冲击，房地产行业仍在筑底。此次会议进一步明确对地产行业边际转松符合我们年初对地产在今年或将逐步转松直至企稳的判断。预计后续各地将有进一步房地产放松政策落地助力“稳地产”。

四、稳增长主线下，政治局会议后行情表现复盘

回顾前几次政治局会议，股市在每次会议结束后的一个月均出现了较为持续的上涨。我们统计了2020年4月17日、2020年7月30日、2021年4月30日及2021年7月30日四次政治局会议召开后一个月万得全A及上证指数走势变化。28天内股市涨幅平均在2.6%左右，其中2021年两次会议区间涨幅在3%以上。综合来看，政治局会议后，投资者信心提振，风险偏好提升带动股市上涨。但中长期A股走势的核心逻辑仍将是宏观经济修复程度。

图表 1：会议后万得全 A 行情复盘

	T+1	T+7	T+14	T+21	T+28
2020.4	1.33%	-0.38%	1.34%	3.48%	2.93%
2020.7	0.77%	3.17%	0.01%	0.68%	1.20%
2021.4	-1.06%	-2.26%	-0.08%	0.41%	3.72%
2021.7	1.96%	2.20%	3.52%	0.57%	3.03%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图表 2：会议后上证指数行情复盘

	T+1	T+7	T+14	T+21	T+28
2020.4	1.16%	-0.41%	1.42%	2.67%	1.72%
2020.7	0.47%	2.79%	0.79%	2.10%	1.69%
2021.4	-0.97%	-1.61%	0.45%	0.34%	3.62%
2021.7	1.54%	1.36%	3.06%	0.46%	3.24%

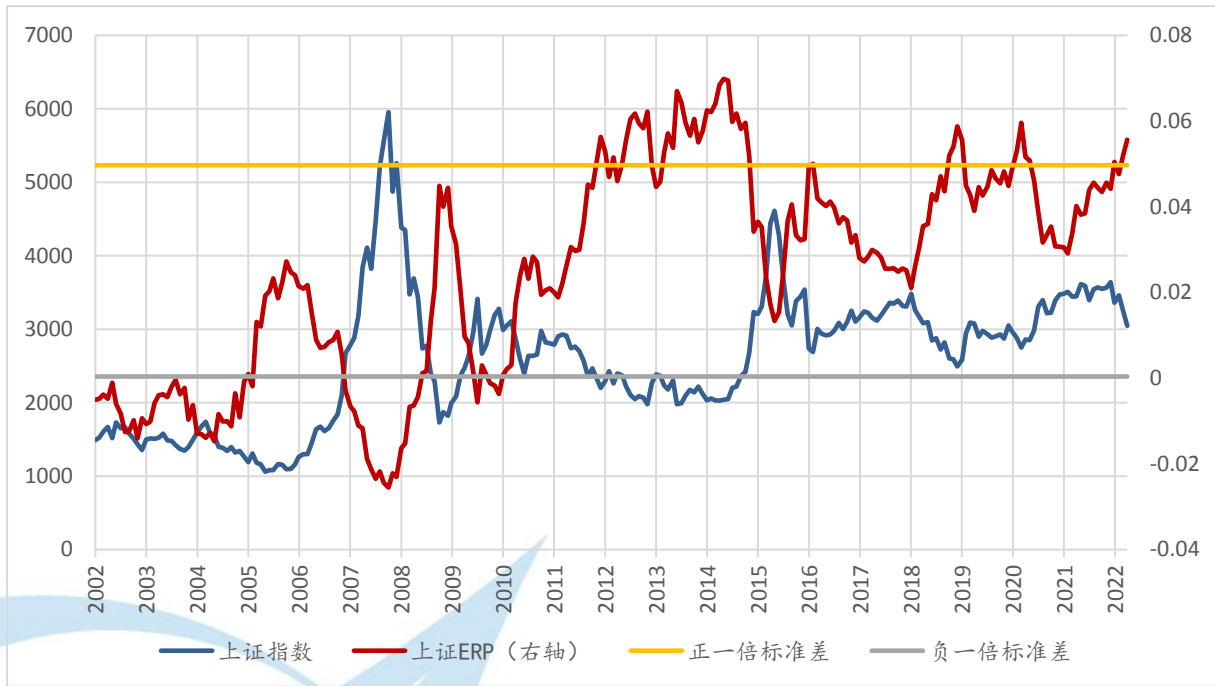
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

五、资本市场如何在经济增长和疫情防控之间寻找机会

年初至今，由于美联储大幅上调加息预期，带动贴现率上行，全球成长风格受到压制。而俄乌冲突带来的上游原材料价格上涨，使得产业链中下游企业的盈利修复变得愈加艰难。国内疫情的反复，压制消费。多风格共同受压制的情况下，权益市场自年初至今呈现弱势。目前国内宏观环境利多债市。但在当前稳增长主线“再度明确、再出发”的背景下，宽信用虽“迟”，但不会缺席，预计下半年做多债市机会或弱于股市。

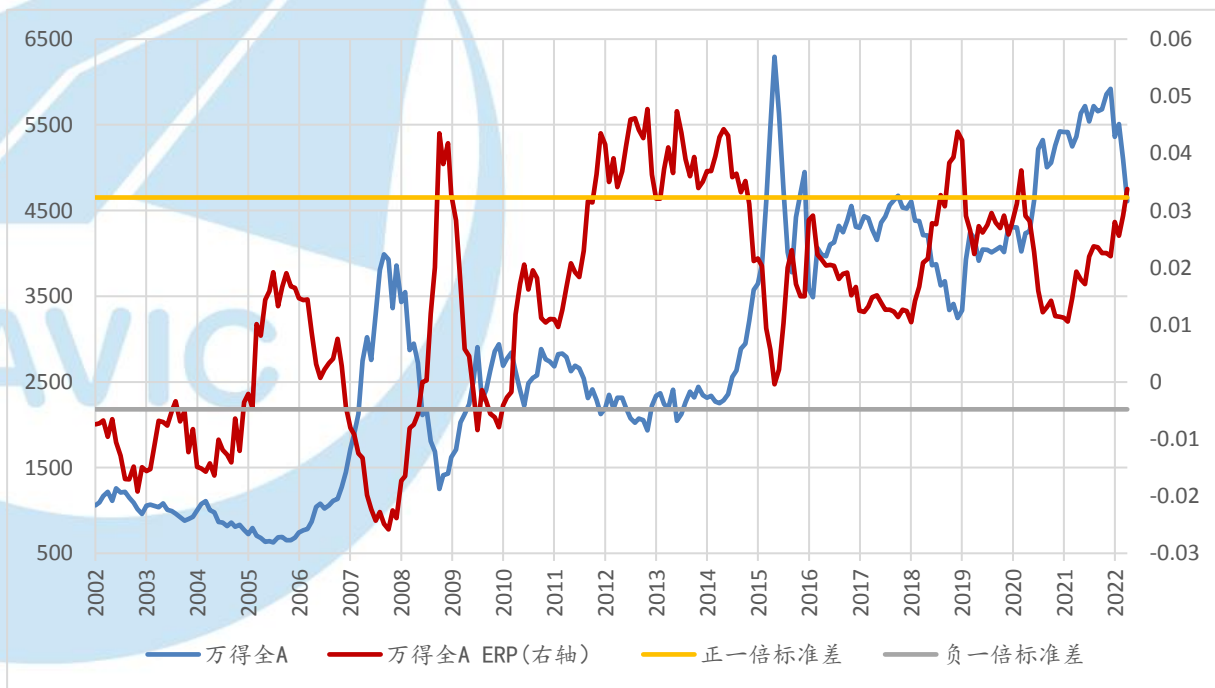
当前是A股受多因素共振共同压制最为激烈的一段时期，性价比已经明显显现。从股债比价看，当前A股ERP已经进入五年内的极值区间，接近2020年初疫情爆发时的极值，意味着股票相对与债券的吸引力已经显现。下半年，盈利修复预期企稳之际，资金或由债券转向股市。

图表 3：上证指数 ERP 接近 2020 年初疫情爆发时的极值，下半年资金或由债转向股



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图表 4：万得全 A ERP



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

A 股风格方面，从政策落地初期到市场确认政策效果显著之间，价值和周期类股票优势往往大于成长。

价值在一季度相对成长的收益已经被市场确认。我们认为，基于国内经济筑底、稳增长再出发的背景，在经济企稳前，短期内价值或仍将占优。其中首推与价值风格匹配、稳增长政策力度最为明确的基建领域，包括电力电网、建材、钢铁，此外还有地产、地产的上下游和持有地产的银行板块。而随着企业盈利修复到来之际，成长在市场反弹后期相对表现更优。

行业表现而言，本次会议再次强调要全力扩大国内需求和发挥消费对经济循环的牵引带动作用。结合4月中下旬以来密集出台的一系列稳内需举措。未来，消费有望随着疫情的好转而开始逐渐恢复，接力基建投资，拉动中下游企业盈利改善，带动国内经济向好。预计稳增长政策密集落地后，休闲服务、食品饮料、电气设备等行业相对收益更佳，今年下半年可重点关注疫情反转后的消费和周期类投资机会。

目前政策底部已经出现，市场正处于筑底阶段。随着稳增长政策的陆续落地和疫情防控效果的显现，盈利底部或将于年中出现。届时有望为A股中枢抬升提供新的动力。

风险提示：疫情超预期；国内政策推行不及预期。



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云 博士：证券执业证书号：S064515120001，中航证券首席经济学家，中国航空学会理事，国家金融与发展实验室特聘高级研究员，中国社会责任百人论坛发起人，中国资产管理人论坛理事，中国首席经济学家论坛理事。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部份过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。