



报告日期：2022年5月2日

## 5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标

——429 政治局会议点评

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

### 报告概要：

➤ 4月29日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。我们点评如下：

➤ 一、疫情全方位冲击我国经济社会生活，是当前我国宏观经济的主要矛盾；

➤ 二、努力实现“5.50%左右”的GDP增速目标，5月是稳增长的关键“时间窗口”；

➤ 三、2季度宏观政策宽松力度大概率超1季度，财政政策发力可能比货币政策发力更合适；

➤ 四、大概率淡化“地方政府债务终身问责制”，收入增速下行制约消费增速的提升；

➤ 五、资金与预期是制约房地产投资增速的关键所在，房地产投资增速必须企稳以助力“5.50%左右”GDP增速目标；

➤ 六、国际油价大概率在下半年承压并小幅下行，不排除国际粮食价格跟随这一趋势的可能。

### 风险因素

- 1.人民币汇率贬值幅度超预期；
- 2.我国宏观政策发力程度低于预期；
- 3.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（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
- 2.英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
- 3.英大宏观评论（20220411）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
- 4.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
- 5.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
- 6.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
- 7.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
- 8.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
- 9.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
- 10.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
- 11.英大宏观评论（20220301）“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中空”但国际油价或“短多中空”
- 12.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）
- 13.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）

## 目录

一、疫情全方位冲击我国经济社会生活，是当前我国宏观经济的主要矛盾 .....	3
二、努力实现“5.50%左右”的 GDP 增速目标，5 月是稳增长的关键“时间窗口” .....	5
三、2 季度宏观政策宽松力度大概率超 1 季度，财政政策发力可能比货币政策发力更合适 .....	7
四、大概率淡化“地方政府债务终身问责制”，收入增速下行制约消费增速的提升 .....	8
五、资金与预期是制约房地产投资增速的关键所在，房地产投资增速必须企稳以助力“5.50%左右”GDP 增速目标 .....	10
六、国际油价大概率在下半年承压并小幅下行，不排除国际粮食价格跟随这一趋势的可能 .....	12

**事件：**4月29日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。

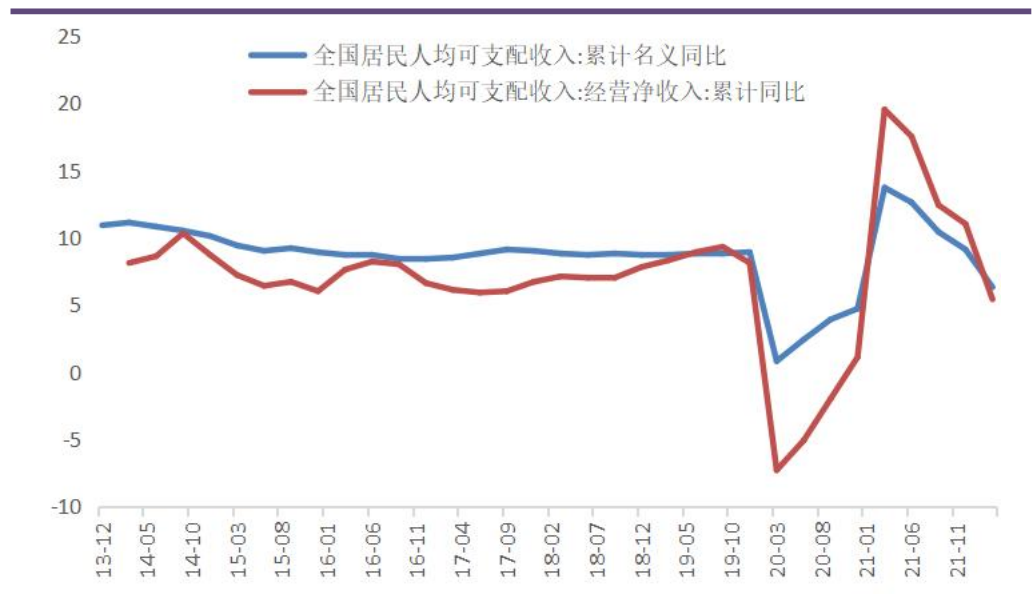
**点评：**

### 一、疫情全方位冲击我国经济社会生活，是当前我国宏观经济的主要矛盾

目前，我国宏观经济的主要矛盾是新冠肺炎疫情演化以及防控。这一判断的依据有两个层面。**第一个层面是**429政治局会议层面。429政治局会议对新冠肺炎疫情高度重视。**第一**，会议通稿全文7次提及疫情，较12月政治局会议多4次，较2021年中央经济工作会议多2次。**第二**，7次中有4次同时提及“疫情防控”与“经济社会发展”，且“疫情防控”均位于“经济社会发展”之前，表明疫情防控至关重要：**一是**“各地区各部门有力统筹疫情防控和经济社会发展”；**二是**“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求”，可见，“疫情要防住”是党中央的首要要求，也是“经济要稳住、发展要安全”的前提条件；**三是**“高效统筹疫情防控和经济社会发展”；**四是**“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”，直接指出疫情是当前经济社会发展的制约因素。

**第二个层面是**宏观经济实际运行层面。429政治局会议指出，“要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策”，表明疫情对市场主体形成严重冲击。我们认为疫情全方位冲击我国宏观经济实际运行。**第一**，失业率方面，为有效防控疫情，3-4月部分工业企业与商业企业停工停产，直接对就业情况形成利空，体现为3月城镇调查失业率超预期录得5.80%，较前值上行0.30个百分点，创2020年6月以来新高。4月制造业PMI从业人员录得47.20，较前值大幅下行1.40个百分点，预示4月城镇调查失业率还将高于5.50%。

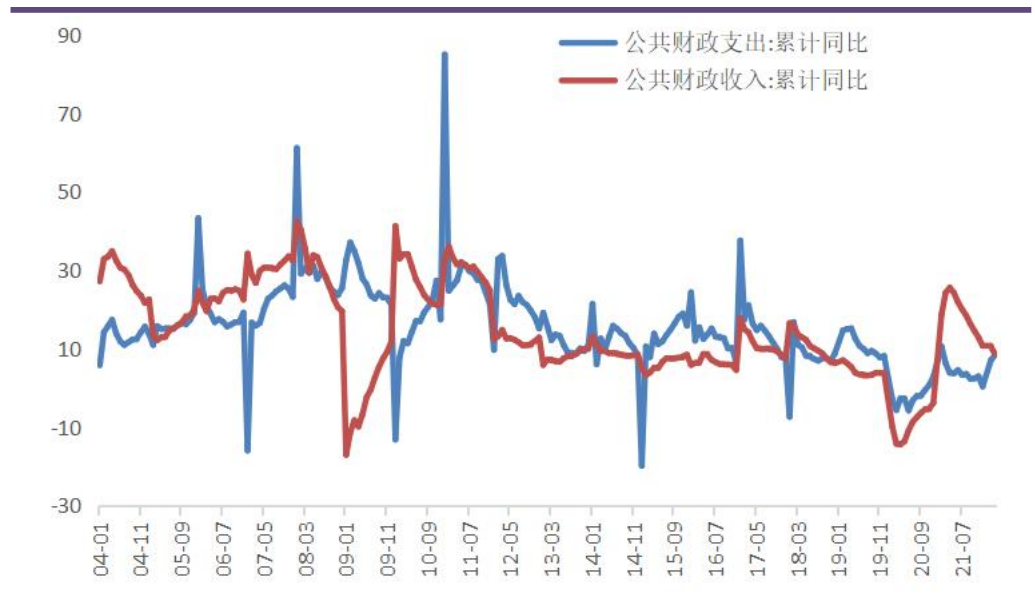
**图 1：1 季度全国居民人均可支配收入累计名义同比创 2021 年 1 季度以来新低（%）**



**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

**第二，收入增速方面，**疫情对居民收入增速形成较大冲击：1季度全国居民人均可支配收入累计名义同比、累计实际同比分别为6.30%、5.10%，分别较前值下行2.80、3.00个百分点，双双创2021年1季度以来新低。具体看：1季度全国居民工资性收入累计同比为6.60%，较前值下行3.00个百分点；1季度全国居民经营净收入累计同比为5.40%，较前值下行5.60个百分点；1季度全国居民财产净收入累计同比为6.10%，较前值下行4.10个百分点；1季度全国居民转移净收入累计同比为6.30%，较前值上行0.50个百分点。其中，疫情恶化对全国居民经营净收入累计同比的冲击最大，使其直接打了个“对折”。**第三，财政收支方面，**新冠肺炎疫情恶化在冲击宏观经济，利空财政收入当月同比的同时，迫使地方政府持续花费大量的财力、人力与物力用于核酸检测，加大地方政府的财政支出力度：从当月同比看，3月公共财政支出当月同比为10.40%，较3月公共财政收入当月同比3.42%的读数高出6.98个百分点；从累计同比看，3月公共财政收入累计同比为8.60%，3月公共财政支出累计同比为8.30%，二者的差值为0.30个百分点，为2021年2月以来新低，预计4月公共财政支出累计同比大概率反超公共财政收入累计同比。

图2：4月公共财政支出累计同比大概率反超公共财政收入累计同比（%）



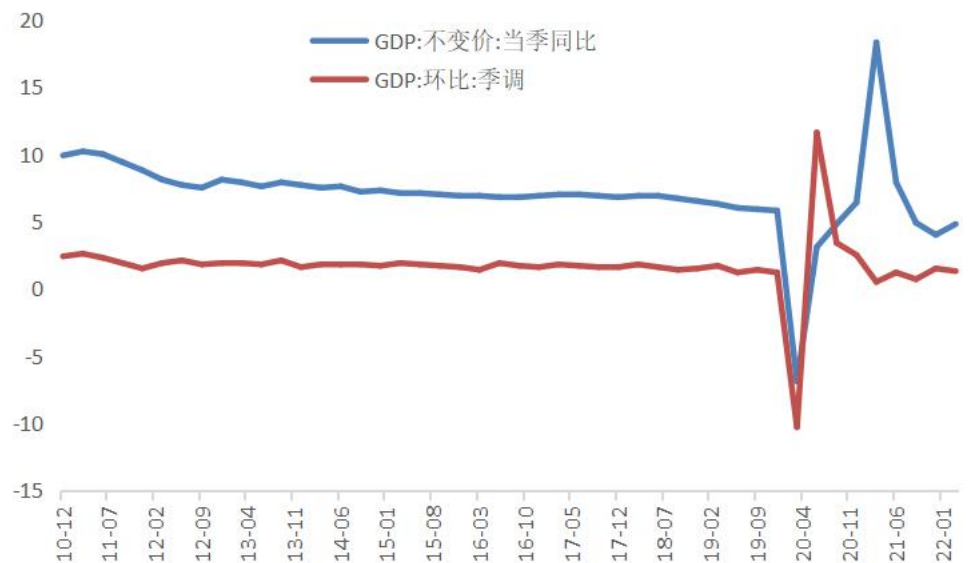
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

**第四，房地产投资方面，**新冠肺炎疫情在两方面对商品房销售形成冲击：一是新冠肺炎疫情冲击全国居民人均可支配收入累计名义同比，降低刚需与改善性需求的购买能力；二是道路封控使得刚需与改善性需求看房的意愿与可能性下降。以上二者均对商品房销售面积累计同比形成冲击：3月商品房销售面积累计同比录得-13.80%，较前值下行4.20个百分点，创2020年5月以来新低。**第五，消费方面，**疫情直接冲击场景式、聚集性消费，体现为3月餐饮收入零售额当月同比录得-16.38%，较前值大幅下行25.28个百分点，创2020年6月以来新低，进而拖累3月社会消费品零售总额当月同比录得-3.53%，时隔17个月再度进入负值区间。**第六，宏观经济生产方面，**疫情恶化导致部分工业企业以及商业企业停工停产，在生产端利空宏观经济增速，体现为：3月工业增加值当月同比录得5.0%，较前

值下行 7.80 个百分点；3 月服务业生产指数当月同比录得-0.90%，较前值下行 3.90 个百分点，时隔 18 个月再次进入负值区间。**第七**，进出口增速方面，由于部分工业企业与商业企业停工停产，使得国内需求在短时间内快速下滑，先后冲击进口增速与出口增速：3 月进口金额当月同比录得-0.10%，时隔 18 个月再次进入负值区间；4 月新出口订单录得 41.60，较前值大幅下行 5.60 个百分点，预示受供给能力限制，4 月出口金额当月同比大概率不乐观。**第八**，宏观经济运行成本与效率方面，疫情防控导致小区封闭与道路管控，造成两方面后果：**一是**增加宏观经济运行成本，体现为生活日用品价格飙涨。据报道，近期上海一名男子大量囤积青菜、鸡蛋、鸡、鸭等食品，并大幅抬高价格对外销售，累计销售 175 余万元，非法获利 150 余万元。单就这则案例看，青菜、鸡蛋等生活必需品价格大幅上涨 600%。**二是**直接降低宏观经济运行效率，体现在以下三个环节：**第一个环节是**，4 月 PMI 供货商配送时间录得 37.20，较前值下行 9.30 个百分点，自 2005 年 1 月以来，仅高于 2020 年 2 月的 32.10。**第二个环节是**，由于道路交通不畅，部分产品难以销售出去，使得 3 月工业企业产销率为 94.50%，较前值下行 3.50 个百分点，创 2001 年 2 月以来新低；**第三个环节是**，在部分产品难以销售出去的背景下，3 月工业企业产成品存货累计同比为 18.10%，较前值大幅上行 1.30 个百分点，创 2012 年 3 月以来新高，预示我国宏观经济处于被动补库存阶段，亦即衰退阶段。**第九**，安全与健康方面，新冠肺炎疫情危及“人民生命安全和身体健康”，直接造成人员伤亡。截至 2022 年 4 月 29 日，全国新冠肺炎累计死亡病例累计值为 5022 例。在此背景下，市场信心遭受一定冲击。综上，疫情是当前我国宏观经济的主要矛盾。

## 二、努力实现“5.50%左右”的 GDP 增速目标，5 月是稳增长的关键“时间窗口”

图 3：总体而言，1 季度宏观经济表现并不十分差（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

429 政治局会议指出“我国经济运行总体实现平稳开局”，表明中央对 1 季度宏观经济



并没有十分不满意。总体而言，1季度宏观经济表现并不十分差，体现在两个方面。**第一**，1季度GDP不变价同比录得4.80%，虽然低于2021年3季度0.10个百分点，但是高于2021年4季度0.80个百分点。**第二**，1季度GDP环比为1.30%，虽然低于2021年4季度0.20个百分点，但是高于2021年1季度0.80个百分点。

429政治局会议指出，“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战”。在新冠肺炎疫情严重恶化，1季度GDP增速录得4.80%的背景下，市场担心3月5日《政府工作报告》所确定的“5.50%左右”的GDP增速目标能否实现，并猜测4月底的政治局会议会不会修改“5.50%左右”的GDP增速预期目标。我们在《英大证券宏观评论：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（20220411）》中做出“咬定目标不放松，奋力实现‘5.50%左右’的GDP增速目标”的判断，并认为“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”。

从429政治局会议的通稿看，中央始终坚持实现“5.50%左右”的GDP增速目标这一“初心”。这一判断的依据有以下三点。**第一**，429政治局会议指出，“要坚定信心、攻坚克难，确保党中央大政方针落实到位”。毫无疑问，在全国两会上确立的“5.50%左右”的GDP增速预期目标属于党中央的大政方针。**第二**，429政治局会议指出，“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求”，从“经济要稳住”表明发力“稳增长”是中央既定的政策路线，且是硬性任务。**第三**，429政治局会议要求，“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，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”，明确指出“努力实现全年经济社会发展预期目标”，以及“保持经济运行在合理区间”，二者均指向2022年必须实现“5.50%左右”的GDP增速预期目标。

1季度GDP不变价当季同比录得4.80%，低于全年预期目标0.70个百分点左右，与此同时，在疫情冲击下，4月制造业PMI录得47.40，低于预期0.60个百分点，较前值大幅下行2.10个百分点，创2020年3月以来新低。在以上背景下，考虑全年实现“5.50%左右”GDP增速预期目标这一约束，我们对年内GDP不变价当季同比的走势有以下三点判断。**第一**，在4月制造业PMI在荣枯线下较前值大幅下行2.10个百分点的情况下，4月宏观经济形势大概率差于3月。**第二**，在1-2月我国宏观经济表现较优，且4月宏观经济大概率差于3月的背景下，5-6月宏观经济必须强于1-2月，只有这样才能将2季度GDP不变价当季同比拉至4.80%，乃至5.0%。因此，5月尤为关键。在4月差于3月的背景下，一旦5月宏观经济形势不乐观，则6月的压力将十分大。如果出现这种情况，2季度GDP不变价当季同比大概率低于4.80%，更别提高于5.0%。**第三**，在1季度GDP不变价当季同比录得4.80%的背景下，全年GDP不变价当季同比要达到5.50%左右，一个粗略的估算是，4季度GDP不变价当季同比必须达到乃至高于6.20%。可见，2022年实现“5.50%左右”的GDP增速预期目标难度不小，“需要付出艰苦努力”。尽管如此，我们要看到，实现5.50%左右的GDP增速目标



还是面临“有利条件”的：2021年1-4季度GDP不变价当季同比分别是18.30%、7.90%、4.90%、4.0%，呈“前高后低”走势，在基数上对2022年1-4季度GDP不变价当季同比“前低后高”走势形成支撑。

### 三、2季度宏观政策宽松力度大概率超1季度，财政政策发力可能比货币政策发力更合适

我们在《英大证券宏观评论：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（20220411）》中做出“2季度（宏观政策）宽松力度大概率超1季度”的判断。从429政治局会议通稿看，我们以上判断未被证伪，主要依据有如下三点。

**第一**，429政治局会议明确指出“要加大宏观政策调节力度”，以“扎实稳住经济，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”。这就确定了2季度宏观政策的首要任务是“稳增长”，相应地，宏观政策的主基调是“宽松”。此外，从2季度宏观经济压力大于1季度这一判断出发，2季度宏观政策宽松力度相应地要大于1季度。

**第二**，429政治局会议指出，“要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具”。**财政政策方面**，要“实施好退税减税降费等政策”。客观而言，退税减税降费在很大程度上推升3月工业企业利润总额累计同比。具体看，3月工业企业利润总额累计同比录得8.50%，较前值上行3.50个百分点，主因是3月制造业每百元营业收入中的费用累计值下行0.26元，推升3月工业企业营业收入利润率。预计2季度大概率加大退税减税降费的力度。**货币政策方面**，要“用好各类货币政策工具”。2021年中央经济工作会议对货币政策的要求是，“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，“引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持”。429政治局会议“用好各类货币政策工具”的提法，力度明显要大于2021年中央经济工作会议的提法：**一是**各类货币政策工具都可以使用，按照这一理解，包括降准与降息；**二是**并没有明确各类货币政策工具的使用范围，据此推测，总量型政策工具大概率得到使用，而2021年中央经济工作会议则是侧重于支持“小微企业、科技创新、绿色发展”等领域。**值得指出的是**，对比财政政策与货币政策，我们认为目前情况下，财政政策发力可能比货币政策发力更合适。这一判断的依据有以下三点。**首先**，财政政策对宏观经济的刺激效果更为直接，刺激力度更强，传导时间更短，适合于目前需要短期内大幅拉升宏观经济增速的需求。**其次**，目前中美利差出现倒挂，如果我国降准降息，将对人民币汇率形成较大压力，尤其是3月30日1季度货币政策委员会例会提出“把握好内部均衡和外部均衡的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，表明我国央行比较关注美联储加息这一事件，并认为美联储加息可能会对人民币汇率形成冲击。当然，近期人民币汇率走势本身也验证了这一判断。**最后**，从货币政策操作实践看，4月15日央行宣布降准0.25个百分点。该降准幅度为1985年有数据记录以来最小降准幅度，表明央行综合考虑各方面因素，在降准这一事情上较为克制。



第三，429 政治局会议指出，“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”。我们的解读有以下三点。**首先**，“抓紧谋划增量政策工具”中的“增量”相对于“存量”而言，“存量”本质上是结构性的调整，而“增量”二字扩张的意味较强，具有更强的总量色彩，此外，对“增量政策工具”的另外一种理解是新的政策工具，或者说是政策储备。**其次**，在宏观经济“风险挑战增多”，以及“复杂性、严峻性、不确定性上升”的背景下，“加大相机调控力度”意味着要加大宏观政策的宽松力度。**最后**，在全年实现“5.50%左右”GDP 增速目标的指挥下，“把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”意味着 2 季度稳增长力度强于 1 季度：**一**是在“需要付出艰苦努力才能实现”的背景下，宏观政策在时间上需要打提前量，那么提前发力的最佳时机是什么时候呢？大概率在 2 季度，尤其是在 5 月；**二**是在以往的政治局会议通稿中从未出现“冗余度”这一概念。对“冗余度”一词的解释是宏观政策的政策储备。这一解释呼应上文的“增量政策工具”的第二种解释。对“冗余度”一词的另一个解释是，要留出一定的政策空间，也就是说，对未来宏观政策发力空间较大，有可能超出市场预期。这一解释呼应上文的“增量政策工具”的第一种解释。

#### 四、大概率淡化“地方政府债务终身问责制”，收入增速下行制约消费增速的提升

至于如何实现“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标，429 政治局会议的提法是“要全力扩大国内需求”。对比 2021 年中央经济工作会议“实施好扩大内需战略，增强发展内生动力”的提法，我们的解读有两点。**第一**，“国内需求”是实现“5.50%左右”的 GDP 增速目标的途径，而不是全球需求，或者国外需求。这一表述隐含 429 政治局会议不看好 2022 年出口增速。**第二**，“全力”一词预示“竭尽所能”，对比 2021 年中央经济工作会议“实施好”的表述，再次表达 429 政治局会议加大“稳增长”力度的政策意图与决心。

如何才能做到“全力扩大国内需求”？途径主要有两个。**第一个途径**是“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”。4 月 26 日中央财经委员会第 11 次会议“研究全面加强基础设施建设问题”，对基础设施的定位是“经济社会发展的重要支撑”。会议指出“我国基础设施同国家发展和安全保障需要相比还不适应”，“要适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的设施，同时把握好超前建设的度”。第 11 次会议最关键的一点是，指出“各地区各部门要准确领会中央财经委员会决策部署精神，主动担责、积极作为，共同推动决策部署落实落好”。自 2017 年 7 月第五次全国金融工作会议提出“严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”之后，基建投资增速应声下滑。2022 年召开的第六次全国金融工作会议是否继续坚持“地方政府债务终身问责制”是基建投资增速能否快速上行的关键影响因素之一。在第 11 次会议要求“主动担责、积极作为”的背景下，预计年内召开的第六次全国金融工作会议大概率淡化“地方政府债务终身问责制”的相关提法。

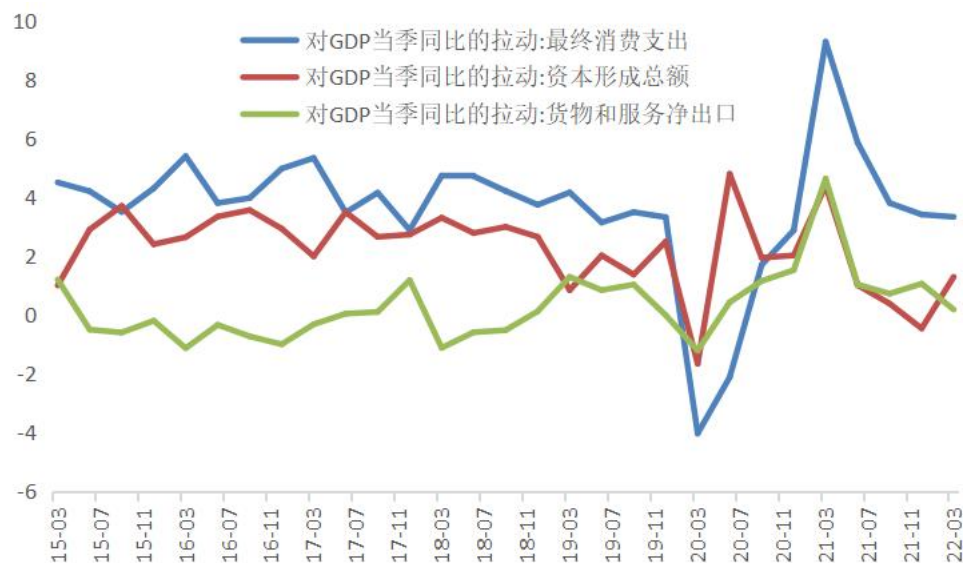


图 4：自 2017 年 7 月提出“地方政府债务终身问责制”，基建投资增速应声下滑（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 5：1 季度最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动位列三大需求第一位（%）

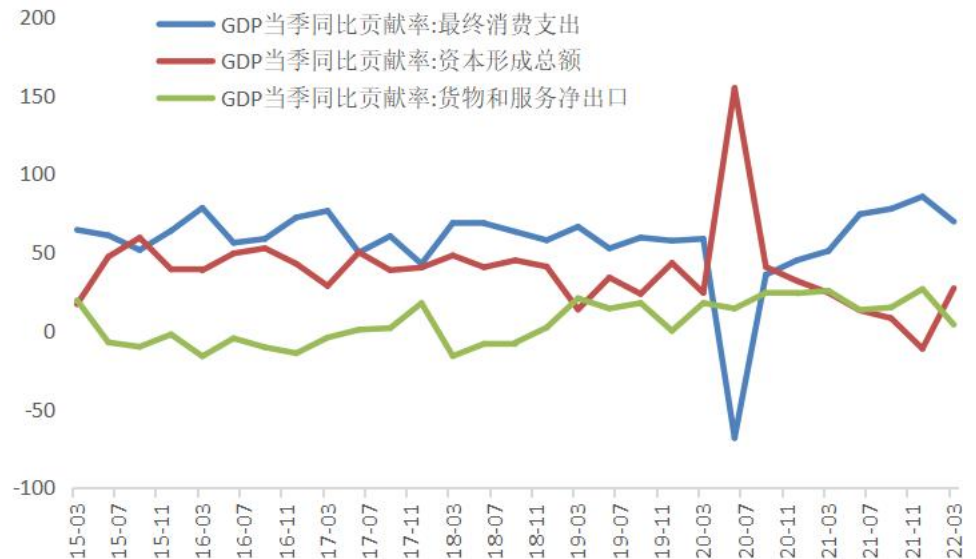


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二个途径是“要发挥消费对经济循环的牵引带动作用”。此前相关高层会议对消费的定位是“基础作用”，此次更改为“牵引带动作用”。客观而言，“牵引带动作用”这一表述容易让人联想到两个指标：一是最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动；二是最终消费支出对 GDP 当季同比贡献率。具体看：2022 年 1 季度最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动分别为 3.33%、1.29%、0.18%，最终消费支出位列第一；2022 年 1 季度最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 当季同比贡献率分别为 69.40%、26.90%、3.70%，最终消费支出位列第一。值得指出的是，自 2020 年 4 季度以来，最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动远高于资本形成总额、货物和服务净出口，

与此同时，最终消费支出对 GDP 当季同比贡献率也远高于资本形成总额、货物和服务净出口。以上可能是 429 政治局会议将消费的“基础作用”定位替换为“牵引带动作用”的原因所在。值得提醒的是，在宏观经济稳增长背景下，2022 年 2-4 季度资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动，以及对 GDP 当季同比贡献率大概率上升。

图 6：1 季度最终消费支出对 GDP 当季同比贡献率位列三大需求第一位（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

4 月 13 日国常会部署促进消费的政策举措，包括：**一要**应对疫情影响，促进消费恢复发展；**二要**促进新型消费；**三要**扩大重点领域消费；**四要**挖掘县乡消费潜力；**五要**加强保障。但是要看到，4 月 13 日国常会主要着眼于稳定消费，体现在以下三点：一是国常会指出要“努力稳定当前消费”；二是国常会指出要“应对疫情影响，促进消费恢复发展”；三是国常会指出要“稳住更多消费服务市场主体”。可见国常会部署促进消费的政策举措的目的是“稳定当前消费”、“促进消费恢复发展”。从宏观经济实际运行看，疫情冲击导致收入增速下行，在根本上制约消费增速的提升。我们认为 2022 年消费增速大幅上行的概率较低，难以修复至疫情前水平。但是，这并不意味着我们放弃促进消费，相反，在这种情况下更要提振消费，充分发挥其宏观经济“压舱石”的作用。

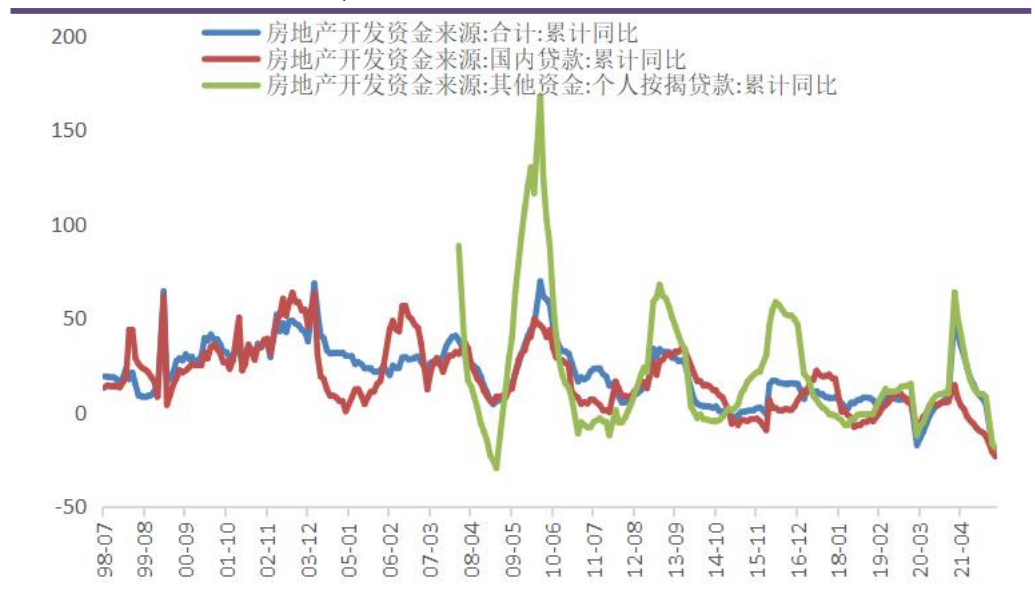
### 五、资金与预期是制约房地产投资增速的关键所在，房地产投资增速必须企稳以助力“5.50%左右”GDP 增速目标

429 政治局会议提出“全力扩大国内需求”，但是紧随其后的是“发挥有效投资的关键作用”，“全面加强基础设施建设”，以及“要发挥消费对经济循环的牵引带动作用”，并未提及房地产投资。一个不可否认的事实是，作为“经济周期之母”以及曾经的支柱产业、主导产业，房地产投资是国内需求的重要组成部分。因此我们认为“全力扩大国内需求”这一表述隐含了扩大房地产投资的政策意图，传递了利多房地产投资的政策导向。

429 政治局会议指出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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，促进房地产市场平稳健康发展”。对此，我们的解读有以下三点。**第一**，429 政治局会议指出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”。这是对 2022 年房地产市场的总体定调，与 2021 年中央经济工作会议的表述一致，是对 2021 年中央经济工作会议精神的贯彻。预计在相当长的时间内“房住不炒”的定调将持续出现在重大高层会议的通稿之中。**第二**，429 政治局会议指出，“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”。“从当地实际出发”是对“因城施策”的具体丰富与补充。目前全国房地产市场最大的实际情况是：3 月商品房销售面积、销售额累计同比分别录得-13.80%、-22.70%，分别较前值下行 4.20、3.40 个百分点，分别创 2020 年 5 月、4 月以来新低；土地市场方面，3 月土地溢价率为 3.82%，连续 7 个月位于 4.0% 之下。我们从总体推断样本，认为各地的商品房销售面积、销售额累计同比以及土地溢价率大概率不乐观。**第三**，429 政治局会议指出，“支持刚性和改善性住房需求”。对比 1206 政治局会议以及 2021 年中央经济工作会议的提法均为“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”，429 政治局会议的提法更为明确，所指的住房需求是“刚性和改善性”。此外，与“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”的提法相比，“支持刚性和改善性住房需求”删减了“商品房市场”四个字，预示对刚性和改善性住房需求的支持可能更为直接有效，方式可能更为多样。

图 7：作为资金密集型投资，房地产开发资金来源后续乏力（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

进入 2022 年，房地产开发投资完成额累计同比持续下行，在 3 月录得 0.70%，创 2020 年 6 月以来新低，最主要的原因有两点。**第一**，作为资金密集型投资，房地产开发资金来源后续乏力。3 月房地产开发资金来源合计累计同比为-19.60%，较前值下行 1.90 个百分点，创 1998 年 7 月有数据记录以来新低。其中，3 月国内贷款累计同比录得-23.50%，较前值下行 2.40 个百分点，同样创 1998 年 7 月有数据记录以来新低。这一数据释放出两个信号：一是国内贷款累计同比低于房地产开发资金来源合计累计同比 3.90 个百分点，是房地产开



发资金来源合计累计同比下行的主要拖累项；二是国内贷款主要是商业银行的房地产企业开发贷款，国内贷款累计同比下行意味着国家层面对房地产企业的贷款并未有大的放松。第二，3月定金及预收款累计同比与个人按揭贷款累计同比分别录得-31.0%、-18.80%，分别较前值下行4.0、1.90个百分点，前者创1998年7月有数据记录以来新低，后者创2009年2月以来新低。究其原因有两点：一是疫情导致居民收入增速承压；二是在中期大概率扩大房地产税改革试点城市的背景下，对房地产市场的信心下降。

429政治局会议指出，要“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”。毫无疑问，基建投资承担逆周期调节的“大梁”。但是，在“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多”的背景下，预计消费增速大概率承压，出口增速在下半年大概率承压，制造业投资增速也不会太乐观。如果房地产投资增速下行，则通过基建投资拉升GDP增速的难度将非常大。因此，实现“5.50%左右”GDP增速目标的条件之一是，房地产投资增速必须企稳，乃至回升。在429政治局会议之前，房地产政策没有明显放松，但是各地先后推出包括放开限购在内的边际放松政策。在429政治局会议明确提出“两个支持”的背景下，预计房地产市场调控边际放松的力度大概率加大。我们坚持在《英大证券宏观评论：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（20220411）》中“首套房贷利率大概率向下突破5.22%”的判断。

## 六、国际油价大概率在下半年承压并小幅下行，不排除国际粮食价格跟随这一趋势的可能

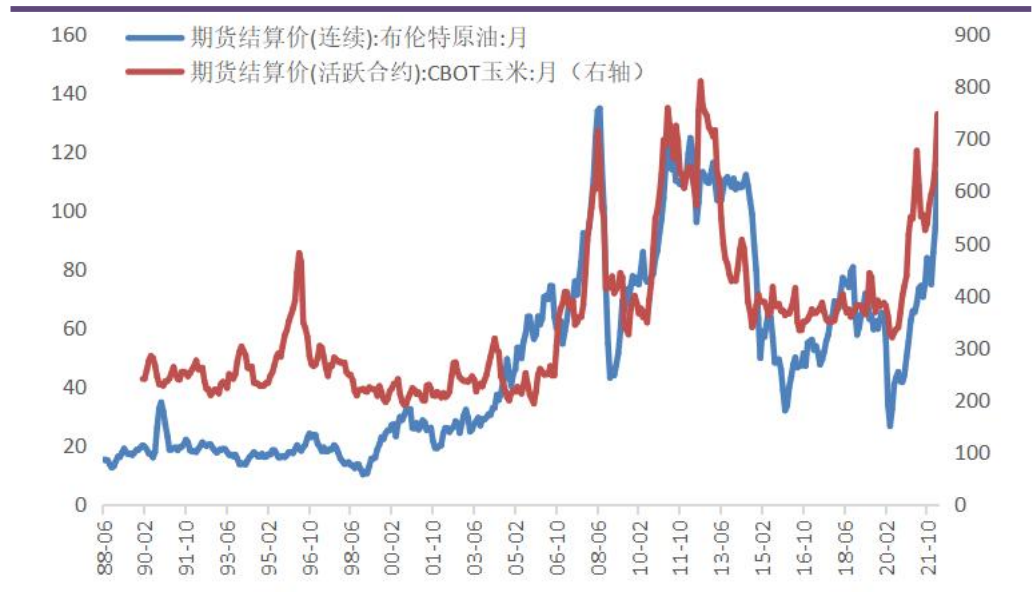
429政治局会议指出，“要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作”。实际上，随着2021年初以来国际油价上行并进入高位区间，中央就持续关注能源与粮食问题，如4月20日国常会的主题是“部署进一步抓好春季农业生产的措施，确保粮食丰收和重要农产品稳定供应；确定能源保供增供举措，提升能源对经济社会发展的保障能力”。

客观而言，不论是“确保粮食丰收和重要农产品稳定供应”，还是“确定能源保供增供举措”，从结果导向看，关键在于确保价格稳定，毕竟供求机制决定价格机制，而价格机制反映以及反作用于供求机制。“俄乌冲突”爆发以来，市场对原油与粮食的价格高度关注，主流观点是国际油价与粮食价格大概率还将创新高。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）》中明确提出“‘俄乌冲突’短期大概率还将升级，中长期或将不乐观”的判断，并在此基础上提出“国际油价或‘短多中空’”的判断。3月1日至3月7日，俄乌局势进一步紧张，在资本市场上体现为布伦特原油期货主力合约冲高至139.13美元/桶，创2008年8月以来新高。站在5月1日这一时点，我们坚持在《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“只要拜登担任美国总统，则俄乌冲突大概率还将持续”的判断，但是我们同样坚持在《英大证券宏观评论：4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代（20220422）》

中“当前国际油价大概率位于本轮周期的顶部区域，大幅上行概率较低，在中期大概率下行”的判断，以及坚持在《英大证券 2022 年宏观经济与大类资产配置展望：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）》中“1 季度国际油价大概率继续上行，在 2 季度位于高位，不排除“破百”的可能，在下半年承压并小幅下行”的判断。

至于国际粮食，其定价机制与国际原油的定价机制不同，体现在以下两点：**一是**粮食等农作物的生长有其自身的生物学规律，粮食供给具有较强的季节性；**二是**粮食价格与全球宏观经济走势的关联度弱于国际油价与全球宏观经济走势的关联度。虽然如此，我们尝试从另外一个角度对国际粮食价格的走势做一个研判。我们知道，原油是整个社会运行的基础，被称为工业的“血液”。原油价格与化工品价格，以及有色系价格、黑色系价格高度相关，体现在 PPIRM 数据中，燃料动力类与有色金属材料类、黑色金属材料类走势高度相关，毕竟三者均是工业品，其价格走势在根本上取决于宏观经济走势。

**图 8：玉米期货与布伦特原油期货的相关系数是 0.82，为高度相关**

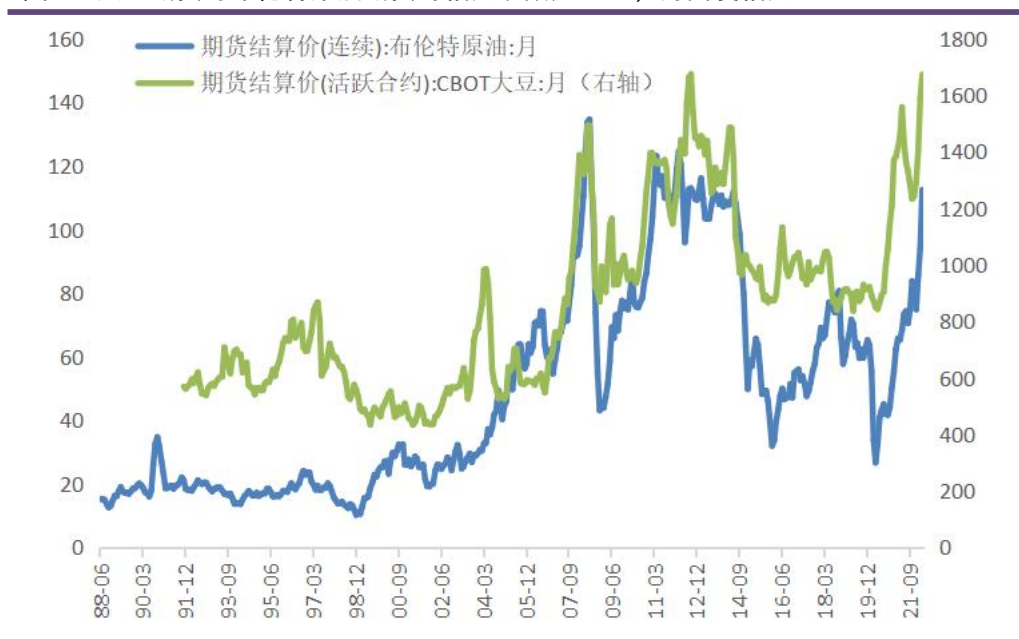


**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

值得指出的是，虽然国际粮食价格与全球宏观经济走势无直接的关系，但是仅就图形走势而言，全球粮食价格与国际油价的走势是高度相关的。我们以美国芝加哥期货交易所（CBOT）的农产品期货为例进行分析。目前 CBOT 的农产品期货品种主要有玉米、大豆、豆粕、豆油、小麦、燕麦、稻谷、豆粉。其中，玉米与大豆的成交量最大。玉米期货与布伦特原油期货的相关系数是 0.82，而大豆期货与布伦特原油期货的相关系数是 0.84，均为高度相关。这就意味着从统计意义上我们可以根据布伦特原油期货价格的走势来预判玉米期货价格与大豆期货价格的走势。其背后的宏观逻辑有以下四点。**第一**，原油是化肥的重要原料，而化肥对农产品的种植而言必不可少。**第二**，原油决定交通运输成本，而农产品的交易价格包含相关的运输成本。**第三**，原油与部分农产品存在间接比价关系，比如玉米可以制作乙醇，而乙醇是生物燃料之一，与原油存在一定的替代关系与比价效应。**第四**，在

全球宏观经济向好的背景下，全球居民收入增速上行，购买力增强。在此背景下，市场经济竞价机制大概率同时拉升国际油价与农产品价格，反之则反。

图 9：大豆期货与布伦特原油期货的相关系数是 0.84，为高度相关



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

综上，如果国际油价在 2022 年下半年承压并小幅下行，则从统计规律与宏观逻辑的角度看，国际粮食价格大概率也在这一时段承压。值得指出的是，农产品有其自身的生长规律，叠加我们对农产品价格走势的判断是通过原油价格走势得出，并且从历史走势上看，在小部分时段国际油价与玉米、大豆价格走势背离。因此我们对国际农产品价格走势判断的把握相对小于对国际油价走势判断的把握。

---

### 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。

---