

宏观

证券研究报告

2022年04月29日

提振信心，关注落地——政治局会议的五个要点

3月中旬的金稳会一度提振了市场信心，后续也有诸多政策部署，但4月中旬以来市场再次经历大幅调整，宏观层面的直接原因包括疫情对经济的超预期冲击和人民币汇率贬值，本质上是市场在内外压力下的信心不足，较高的政策预期向现实的传导不充分。

本次政治局会议在更高层面对防疫和经济工作进行了进一步明确部署，再次“及时回应市场关切”，有助于重新提振市场信心。

2 季度市场的主要边际变化是经济数据可能二次探底、政策加码预期可能再次上升。随着最高层会议的工作部署下达，市场对稳增长政策发力和货币财政政策宽松的预期将再次上升。

2 季度市场定价的核心矛盾是强政策预期和弱基本面现实之间的博弈。下一阶段，重建市场信心的关键在于政策落地的节奏和实际效果，本质上是“强预期 V.S.弱现实”的状态能否改观。如果政策落地显效、疫情形势稳定，权益市场有望进入修复窗口期。

风险提示：政策落地节奏和效果低于预期；疫情形势发展超预期；美联储政策收紧超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：风险定价-人民币进入中期贬值通道-4月第5周资产配置报告》 2022-04-25
- 《宏观报告：4月资产配置报告》 2022-04-23
- 《宏观报告：风险定价-人民币汇率可能出现关键走贬-4月第4周资产配置报告》 2022-04-20

一、三个政策要点

政策要点一：防疫仍然是当前第一要务

“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”。疫情时代的经济工作更需要多目标统筹协调，“防疫、经济、安全”三个核心目标不能顾此失彼。从会议的表述次序上看，防疫仍然是当前的第一要务，是稳定经济、安全发展的基本前提。

相比于之前的病毒形式，奥密克戎无疑加大了动态清零策略的经济和社会成本，权益市场此前的下行走势也反映了市场对经济预期的下修过程。

随着上海疫情形势开始明显缓解，如果近期国内各线城市的防疫过程能够形成相对成功、可复制的经验，可以预期经济增长将暂时在更低的水平与“坚持动态清零”形成新的均衡，也可以在此基础之上依靠政策支持争取更好结果。

政策要点二：经济发展目标仍要努力实现

“加大宏观政策调节力度，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”。今年国内经济增长目标是“5.5%左右”，考虑到内外风险挑战导致的“复杂性、严峻性、不确定性”，切实达成这一目标的挑战性不小。

对于市场来说，重要的不在于“5.5%”如何不折不扣的兑现，而在于信心的提振，即会议明确了“稳定经济”仍然是当前工作的核心目标之一，积极的宏观政策也有望进一步出台落地，未来市场对于稳增长政策空间的预期将有阶段性上修。

政策要点三：扩大内需的主要抓手落在基础设施建设

“加快落实已经确定的政策……抓紧谋划增量政策工具……把握好目标导向政策的提前量和冗余度”。宏观政策的总体要求是落实存量、谋划增量、打提前量，近期已有高层部署、后续要密切关注配套政策动态的主要是基建。

“全面加强基础设施建设”。4月26日的中央财经委员会第十一次会议对全面加强基础设施建设相关问题进行了决策部署，此次会议的级别较高，历史上也曾讨论过三大攻坚战、区域协同发展、国内大循环、双碳、共同富裕等重大问题，值得关注。

当前拉动大规模基建投资的主要约束在于两方面，需要观察后续的政策落地。

一是激励机制，十九大以来我国经济进入高质量发展时期，对经济增长的量化诉求有所淡化，地方投资冲动有所减弱。考虑到现阶段基建投资的主要载体仍然是地方政府，有必要适度激励地方主动作为的积极性。

二是地方财力，近年地方隐性债务管控持续高压，地方广义财政资源收缩，近两年又受到疫情和土地市场下行冲击，当前的财政空间比较逼仄，后续可能要在开大前门、化解存量债务、支持融资平台合理融资需求等方面有所突破。

二、两个增量信息

增量信息一：房地产政策进一步实质性放松

本次会议的增量信息主要集中在房地产和平台经济。

在“房住不炒”总体原则不变的基础上，房地产政策整体是在需求侧拉动和供给侧纾困双管齐下。需求侧“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”，给予了地方更大的因城施策放松空间，预计后续放松“五限”的城市能级和政策尺度会进一步上升。供给侧“优化商品房预售资金监管”，意在缓解房企现金流压力，在保竣工交付和防范金融风险之间协同平衡。

现实来看，商品房销售的高频数据还没有企稳回升，但房价数据已经有初步改善。考察70大中城市二手房价，一线城市连续4个月环比上涨，二线/三线的环比跌幅震荡收窄。历史

规律显示房价环比底部领先销售面积同比底部 1-2 个季度，此次的主要差别在于大周期位置不同和疫情冲击。如果后续观察到销售数据在年中前后企稳，叠加供给侧纾困政策，预计房地产投资增速有望在下半年企稳回升。

增量信息二：平台经济监管的政策态度转为缓和

“要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”。上一次中央会议讨论平台经济是在去年 12 月的中央经济工作会议上，当时的总体基调是既有鼓励也有限制，例如“发挥……积极作用，……控制其消极作用”、“为资本设置‘红绿灯’，……防止资本野蛮生长”。从此次会议表述来看，促进和支持的意味更多，负面的前置定语更少，完成专项整改、出台支持措施意味着在经历一轮严格的政策规范后，平台经济面对的政策态度有望出现积极调整。

三、对市场的影响

政治局会议再次提振市场信心，下一阶段关注政策落地。

3 月中旬的金稳会一度提振了权益市场的信心，后续也有诸多政策部署，但 4 月中旬以来市场再次经历大幅调整，宏观层面的直接原因包括疫情对经济的超预期冲击和人民币汇率贬值，本质上是市场（包括外资）在内外压力下的信心不足，较高的政策预期向现实的传导不充分。

本次政治局会议在更高层面对防疫和经济工作进行了进一步明确部署，再次“及时回应市场关切”，有助于重新提振市场信心。

2 季度市场的主要边际变化是经济数据可能二次探底、政策加码预期可能再次上升。随着最高层会议的工作部署下达，市场对稳增长政策发力和货币财政政策宽松的预期将再次上升。

2 季度市场定价的核心矛盾是强政策预期和弱基本面现实之间的博弈。下一阶段，重建市场信心的关键在于政策落地的节奏和实际效果，本质上是“强预期 v.s. 弱现实”的状态能否改观。如果政策落地显效、疫情形势稳定，权益市场有望进入修复窗口期。（详见《二季度的主要交易逻辑》）

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com