

## 如何理解“最好结果”？——7月政治局会议点评

报告日期: 2022-07-29

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

### 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_百年变局之下,坚定看多中国——4月政治局会议点评》2022-04-29
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_破局之路,妙手何方?——2022中期宏观展望》2022-06-14
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_靓丽社融之后,“双宽”的可持续性如何?——6月社融数据点评》2022-07-11
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_再问经济合理增速区间》2022-07-15
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观周报\_政策注重多方平衡,全年实现经济较好水平——2022年7月第3周政策跟踪》2022-07-24

### 主要观点:

- **事件:** 2022年7月28日,中共中央政治局召开会议,分析研究当前经济形势,部署下半年经济工作,审议《关于十九届中央第九轮巡视情况的综合报告》。中共中央总书记习近平主持会议。
- **核心结论:** 总体看,本次会议对经济目标的弱化符合市场预期,但对疫情防控从紧的表述略超预期。重点关注以下要点: 1) 政策总基调: 环境严峻、任务艰巨、矛盾突出,为此要保持定力,稳中求进,调动积极性,加强政策落实。2) 经济目标: 目标表述有所松动,更加符合客观实际,政策注重多方平衡,全年“力争实现最好结果”;有条件的省份则要力争完成目标。3) 疫情: 疫情防控延续“坚持动态清零”,强调“算政治账”,表述偏紧;我们认为政策仍是以疫情防控为首,降低疫情对经济社会的影响体现的是部分领域的“底线思维”,即“保证影响经济社会发展的重点功能有序运转”。4) 目标松动+疫情防控,下半年总量增量政策力度或不大,但一切均将坚持“底线思维”,即防风险、补短板、堵漏洞。5) 政策具体安排: 财政担任主力,关注专项债存量使用能否落地,时点在8月;货币维持稳健,我们预计资金面边际小幅收紧,但流动性总体充裕,降准降息(MLF)难,但LPR仍可能调降;宽信用可持续性增量财政政策相关;房地产表述偏积极,将“稳定房地产市场”放在“房住不炒”之前,关注后续可能的增量政策;支持平台经济规范健康持续发展,关注后续可能的实质性举措;其他要点等。
- **一、政策总基调: 环境严峻、任务艰巨、矛盾突出,为此要保持定力,稳中求进,调动积极性,加强政策落实。**
  1. **环境严峻、任务艰巨、矛盾突出:** 会议指出“面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务”,“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”,即突出当前环境复杂、任务艰巨、矛盾突出。429政治局会议为“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”。客观看,当前海外局势错综复杂,风险因素继续加大,包括俄乌冲突延宕;美国鹰派加息、衰退风险升温;欧洲滞胀风险加剧,引发市场对欧债危机卷土重来的担忧;新兴市场增长动能或将走弱等。国内看,疫情有所稳定但仍存在反弹风险,地产景气低迷、局部风险升温,制造业、消费等需求难言乐观。此外,下半年中国二十大召开,美国将迎来中期选举,对两国内政外交政策将产生一定影响。大国博弈、海外收紧、衰退来袭、疫情反复等交织叠加,宏观环境更趋复杂,稳定任务更加艰巨。
  2. **保持定力,稳中求进,调动积极性,加强政策落实。** 会议指出“要保持战略定力,坚定做好自己的事”、“做好下半年经济工作,要坚持稳中求进工作总基调”、“要充分调动各方面积极性,各地区各部门要切实负起责任,各级领导班子要以饱满精神状态开展工作,领导干部要敢为善为”。我们理解为三个层面的含义,第一,要保持定力,既是已有

政策的定力，也是不受海外影响的定力。第二，“稳中求进”，在稳的基础上争取较好水平。第三，加强政策落实，要负起责任，敢为善为。

● **二、经济目标：目标表述有所松动，更加符合客观实际，政策注重多方平衡，全年“力争实现最好结果”；有条件的省份则要力争完成目标。**

**1、目标表述有所松动，更加符合客观实际，政策注重平衡，全年“力争实现最好结果”。**会议指出，“巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，而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”。两者对比，对于目标的表述有所松动。事实上，受疫情等因素影响，今年上半年经济增速为2.5%，意味着全年要达到5.5%的经济增速目标，下半年两个季度GDP需要达到8%以上，有很大难度。因此，目标表述的弱化也符合客观实际。我们测算，全年实现4%增速，需要三四季度GDP在5%-5.5%之间，对应三产在4.5%-5%；实现4.5%需要下半年在6%-6.5%，三产需要恢复至6%以上；实现5%则需要7%以上，三产恢复到7%左右。因此，在疫情反复之下，则全年可能在4%以上；若疫情得到很好控制，则有望在4.5%左右；实现5%左右难度同样很大。

**2、经济目标突出省份的结构性特征，结合7.7总理东南沿海座谈会看，东南沿海省市经济恢复弹性可能加大。**客观来看，全年实现5.5%难度很大，因此会议指出“有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。再结合7月7日总理召开东南沿海省份经济形势座谈会指出“当前正处于经济恢复的关键时间点。东南沿海5省市经济体量占全国1/3以上，财政收入占比近4成，在地方对中央财政净上缴中贡献近8成。要继续挑起国家发展、稳经济的大梁，发挥保障国家财力的主力作用。在做好疫情防控的同时，推动经济运行尽快回归正常轨道，努力稳增长稳财源”，因此，预计福建、上海、江苏、浙江、广东等东南沿海经济恢复弹性可能加大。

● **三、疫情：疫情防控延续“坚持动态清零”，强调“算政治账”，表述偏紧；我们认为政策仍是以疫情防控为首，降低疫情对经济社会的影响体现的是部分领域的“底线思维”，即“保证影响经济社会发展的重点功能有序运转”。**

对疫情表述方面，会议延续指出“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”，把疫情防控摆在首位。要求“坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零”，即疫情总方针仍是动态清零。延续指出“要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作”，新增“要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账”，即提高政治站位，强调疫情防控；再叠加7月19日孙春兰副总理对河北常态化疫情防控取得的成效予以肯定，并指出“第九版防控方案不是放松，而是要求精准，需要下更大功夫抓预防、堵漏洞”，因此总体看疫情表述基调偏紧，难言大幅放松。会议也明确指出“该管的要坚决管住，该保的要坚决保住”，我们认为此处仍是以疫情防控为首，至于降低疫情对经济社会的影响，体现的是“底线思维”，即“保证影响经济社会发展的重点功能有序运转”。

● **四、目标松动+疫情防控，下半年总量增量政策力度或不大，但一切均将坚持“底线思维”，即防风险、补短板、堵漏洞。**

如前所述，目标松动+疫情防控，对应下半年增量的总量政策力度或将

限，而政策将更加凸显底线思维，即对应房地产领域、金融风险领域，或是局部托底政策（例如基建增量资金等）。

正如我们在报告《政策注重多方平衡，全年实现经济较好水平》中所述，近期政策基调注重防疫情和稳经济、稳增长和控通胀、短期和长期之间的平衡和统筹。习近平总书记6月28日在湖北省武汉市考察时指出“抓实抓细疫情防控各项工作，同时要尽可能推动经济平稳健康发展。我们有信心统筹好疫情防控和经济社会发展工作，争取今年我国经济发展达到较好水平”；714总理召开经济形势专家和企业家座谈会时指出“保持经济运行在合理区间，要应对好两难多难问题，既稳增长，又防通胀、注意防输入性通胀。保持宏观政策连续性，既要有力，尤其要加大稳经济一揽子政策措施实施力度，又要合理适度，不预支未来”；719总理出席世界经济论坛时强调“宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。要坚持实事求是、尽力而为，争取全年经济发展达到较好水平”；叠加728政治局会议表明“力争实现最好结果”，“疫情防控和经济社会发展的关系要算政治账”，体现了政策注重多方平衡以实现经济较好水平，由此预计下半年仍有一定的增量政策出台，但力度上将做好“合理适度”，政策可能更加注重局部领域的风险和托底。

● **五、政策具体安排：财政担任主力，关注专项债存量使用能否落地，时点在8月；货币维持稳健，我们预计资金面边际小幅收紧，但流动性总体充裕，降准降息（MLF）难，但LPR仍可能调降；宽信用可持续性增量财政政策相关；房地产表述偏积极，将“稳定房地产市场”放在“房住不炒”之前，关注后续可能的增量政策；支持平台经济规范健康持续发展，关注后续可能的实质性举措；其他要点等。**

**1、稳增长要在需求端发力。**会议指出“宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足”，上半年各项政策前置发力，但效果仍待显现。从社融表现来看，实体经济需求仍待恢复，本次会议也强调政策在需求端发力。

**2、财政担任主力，已有的政策性金融工具强化落实，关注专项债存量使用能否落地，时点在8月。**一方面，会议指出“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”，我们测算3000亿金融债的实际杠杆比率可能为4倍左右，则全年基建投资增速有望达到11.8%，该情景下测算全年GDP增速从4.5%升至4.9%（具体请参考《再问经济合理增速区间》）。另一方面，会议指出“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，我们在中期策略报告《破局之路，妙手何方？》中曾指出，下半年有望推出增量财政政策，其中概率较大的为专项债增量政策，即存量额度使用和2023年额度提前下达。此次“用足用好”的表述，指向未来该增量政策或可落地，其中前者概率更高，8月是重要观察窗口期。存量方面，2022年地方政府专项债限额为21.8万亿，2021年底余额16.7万亿，叠加今年新增额度3.65万亿，新增额度在7月底前基本全部发行，指向今年还有约1.4万亿以上存量空间，可在下半年进行调用。提前批方面，根据以往跨周期调节不超过新增额度的60%的规定，若下半年提前下达2023年额度，提前批最高可达2.2万亿元，但实际规模大概率达不到上限。

3、货币政策方面，会议要求“保持流动性合理充裕”，并将继续推动宽信用。我们认为货币维持稳健，预计资金面边际小幅收紧，但流动性总体充裕，降准降息（MLF）难，但LPR仍可能调降；宽信用可持续性跟增量财政政策相关。会议指出“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持”，结合我们在报告《靓丽社融之后，“双宽”的可持续性如何？》中的判断：

1) 货币端，后续资金利率有一定上行压力，但总体保持流动性合理充裕。一方面，央行已开始“地量”投放逆回购，旨在边际上引导市场利率向政策利率靠拢；同时随着留抵退税、央行上缴利润结束，8月以后MLF到期量增大，增量财政政策出台，资金面可能存在一定压力。不过另一方面，货币政策尚未转向，结构性通胀+经济弱的背景下，货币政策也不会过于受通胀掣肘，因此流动性也难大幅收紧，预计市场利率随着经济修复而自然、缓慢向政策利率靠拢。考虑到美联储7-9月维持鹰派加息，我国全面降准降息（指MLF等政策利率）仍难。待美联储制约缓解，再观察是否还有降准。后续结构性货币政策工具仍将担任主力，也会通过压降存款利率的方式继续调低贷款利率，LPR仍可能再下调。

2) 信用端，“加大对企业的信贷支持”指向后续金融机构仍将继续宽信用。但是客观来看，后续社融增速变化仍存在不确定性。信用持续走宽的有利因素在于经济逐步修复；但不利之处在于近期疫情有所反复，叠加5-6月银行集中放贷，可能会存在透支未来的风险。往后看，乐观情况下，假设三季度末四季度有约1.5万亿的增量专项债额度下达，由此测算的社融存量增速6-7月达到高点10.9%左右，然后在10.5%-10.7%之间震荡，11月再小幅走高。悲观情景下，下半年专项债无增量资金，测算社融存量增速6-7月达到高点的10.9%左右之后，逐步回落至年底的10.1%左右。

4、**房地产表述偏积极，将“稳定房地产市场”放在“房住不炒”之前，关注后续可能的增量政策。**

会议延续“房住不炒”总基调，但表述总体更加积极。会议指出“要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”，与429政治局会议相比，主要有几点变化：第一，将“稳定房地产市场”放在“房住不炒”之前，应是考虑到当前地产各项指标仍为负增，地产下行压力较大，叠加近期地产领域风险事件的发生，突出地产要“稳定”。第二，“因城施策用足用好政策工具箱”，与429政治局会议的“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”相比，表述更加积极，即隐含着后续可能有供需端政策的进一步松动，以及继续向高能级城市延伸；应对近期地产相关风险事件，地方政府、金融机构等主体成立纾困基金也是可选工具。第三，“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”意味着对于近期地产风险事件，地方政府应承担首要责任，做好“保交楼”工作。总体看，预计下半年地产销售、投资将温和回升，但超预期较难。

5、**支持平台经济规范健康持续发展，关注后续可能的实质性举措。**对于平台经济，今年两会指出“要正确认识和把握资本的特性和行为规律，支持和引导资本规范健康发展”，即偏重于支持和引导。429政治局会议提出“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”，指向平台经济管理从整改为主到常态化监管为主转变，重在引导其健康发展。721 国常会指出“出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”。本次 728 政治局会议进一步指出“要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批‘绿灯’投资案例”。与以往表述相比，本次会议突出：第一，强调了“持续”发展，即对平台经济的支持应有持续性。第二，后续有望出台针对支持平台经济的实质性举措。第三，推出“绿灯”投资案例指向平台经济支持措施有望步入落地阶段，例如发挥平台企业作用，做强数字经济产业链等方面。

#### 6、会议还有哪些其他可关注点？

- 1) 守住安全底线，包括粮食安全、能源安全（加大新能源供给）、稳定房地产市场（地方保交楼）、金融市场稳定（化解村镇银行风险）等。
- 2) 坚持改革开放，重点关注国企改革、促进出口、扩大进口等。
- 3) 做好民生保障、高校毕业生就业等。
- 4) 提振信心，扩大需求，发挥企业和企业家能动性。
- 5) 提高产业链供应链稳定性和国际竞争力。
- 6) 审议《关于十九届中央第九轮巡视情况的综合报告》等。

#### ● 配置观点

总体看，本次会议对经济目标的弱化符合市场预期，但对疫情防控从紧的表述略超预期。目标松动+疫情防控，下半年总量增量政策力度或不大，但一切均将坚持“底线思维”，即防风险、补短板、堵漏洞。总体看，经济仍将稳步修复，但修复弹性仍有待观察，后续仍看空债市（利率上行有顶），股市震荡上行，结构性机会占主导。关注：1) 政策落实落细、稳增长、促消费下的基建、汽车、地产等领域；2) 新能源；3) 衰退预期升温，成本回落提升中下游行业利润弹性，关注建筑建材、汽车、家电等。

#### ● 风险提示

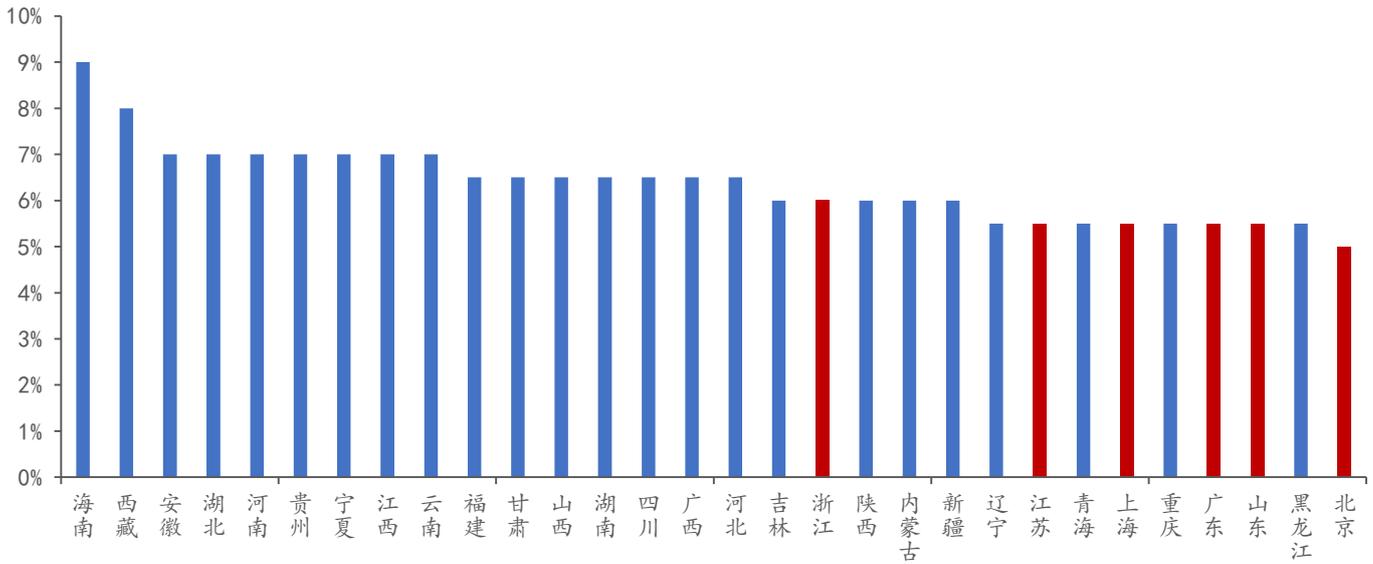
经济修复不及预期，政策执行力度不及预期。

**图表 1 政治局会议表述对比**

	2022年7.28政治局会议	2022年4.29政治局会议	2022年政府工作报告
<b>总结研判</b>	今年以来，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内发展稳定任务，我们有效统筹疫情防控和经济社会发展工作，疫情防控取得积极成效，经济社会发展取得新成绩。当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事儿。	我国经济运行总体实现平稳开局：面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面，各地区各部门有力统筹疫情防控和经济社会发展。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。做好经济工作、切实保障和改善民生至关重要。要坚定信心、攻坚克难，确保党中央大政方针落实到位。	今年我国发展面临的风险挑战明显增多，必须爬坡过坎。我国经济长期向好的基本面不会改变，持续发展具有多方面有利条件，中国经济一定能顶住下行压力，必将行稳致远。今年经济社会发展任务重、挑战多。
<b>未来方向</b>	做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。	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。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的影响。	1. 坚持稳字当头、稳中求进。面对新的下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置。2. 保持宏观政策连续性，增强有效性。3. 就业优先政策要提质加力。4. 政策发力适当靠前，及时动用储备政策工具，确保经济平稳运行。5. 继续做好常态化疫情防控。坚持外防输入、内防反弹。6. 推动有效市场和有为政府更好结合，善于运用改革创新办法，激发市场活力和社会创造力。
<b>重点举措</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 宏观政策要在扩大需求上积极作为。</li> <li>2. 财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。</li> <li>3. 货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。</li> <li>4. 要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账。要坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。要坚决认真贯彻党中央确定的新冠肺炎疫情防控政策举措，保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住。要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。</li> <li>5. 扎实做好民生保障工作。要着力保障困难群众基本生活，做好高校毕业生等重点群体就业工作。要全方位守住安全底线。要强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给消纳体系。</li> <li>6. 提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。</li> <li>7. 稳定房地产市场，坚持房住不炒定位，因城施策用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。</li> <li>8. 以改革开放为经济发展增动力。要继续实施国企改革三年行动方案。要积极促进出口、扩大进口，做好技术、外资引进工作，推动共建“一带一路”高质量发展。</li> <li>9. 推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整治，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例。</li> <li>10. 要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪。要压实安全生产责任。</li> <li>11. 会议要求，要充分调动各方面积极性。各地区各部门要切实负起责任，各级领导班子要以饱满精神状态开展工作，领导干部要敢为善为。经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标。要发挥企业和企业家能动性，营造好的政策和制度环境，让国企敢干、民企敢闯、外企敢投。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 加大宏观政策调节力度。实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。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。</li> <li>2. 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。</li> <li>3. 发挥消费对经济循环的牵引带动作用。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。</li> <li>4. 做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作。</li> <li>5. 切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应。</li> <li>6. 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。</li> <li>7. 坚持房住不炒定位，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管。</li> <li>8. 稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。</li> <li>9. 促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整治，实施常态化监管。</li> <li>10. 深化人才发展体制机制改革。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。继续做好“六稳”、“六保”工作。</li> <li>2. 着力稳市场主体保就业，加大宏观政策实施力度。实施新的组合式税费支持政策，加强金融对实体经济的有效支持，推动降低企业生产经营成本。</li> <li>3. 坚定不移深化改革，更大激发市场活力和发展内生动力。使市场在资源配置中起决定性作用，推进财税金融体制改革。</li> <li>4. 深入实施创新驱动发展战略，巩固壮大实体经济根基。推进科技创新，促进产业优化升级。</li> <li>5. 坚定实施扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化。畅通国民经济循环，打通生产、分配、流通、消费各环节，增强内需对经济增长的拉动力。</li> <li>6. 大力抓好农业生产，促进乡村全面振兴。完善和强化农业支持政策，接续推进脱贫地区发展。</li> <li>7. 扩大高水平对外开放，推动外贸外资平稳发展。高质量共建“一带一路”，深化多双边经贸合作。</li> <li>8. 持续改善生态环境，推动绿色低碳发展。有序推进碳达峰碳中和工作，推动能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变。</li> <li>9. 切实保障和改善民生，加强和创新社会治理。</li> </ol>

资料来源：中国政府网，华安证券研究所

图表 2 各地以及经济大省 GDP 目标



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 年底达到 4.0%对应的分季度增速

年底达到 4.0%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.4%	4.4%	0.9%	-0.4%	2.5%	5.0%	3.2%	1.8%
2022Q3	5.0%	5.5%	6.2%	4.0%	3.4%	5.2%	4.2%	2.5%
2022Q4	5.7%	5.5%	6.0%	5.5%	4.0%	5.3%	4.7%	3.3%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 4 年底达到 4.5%对应的分季度增速

年底达到 4.5%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.4%	4.4%	0.9%	-0.4%	2.5%	5.0%	3.2%	1.8%
2022Q3	6.2%	5.5%	7.0%	5.8%	3.8%	5.2%	4.5%	3.1%
2022Q4	6.4%	5.5%	6.5%	6.5%	4.5%	5.3%	5.1%	4.0%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

**图表 5 年底达到 5.0%对应的分季度增速**

年底达到 5.0%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.4%	4.4%	0.9%	-0.4%	2.5%	5.0%	3.2%	1.8%
2022Q3	7.1%	6.0%	7.8%	6.8%	4.1%	5.5%	4.8%	3.5%
2022Q4	7.3%	6.5%	7.5%	7.2%	5.0%	5.9%	5.6%	4.5%

资料来源：wind，华安证券研究所测算

**图表 6 年底达到 5.5%对应的分季度增速**

年底达到 5.5%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.4%	4.4%	0.9%	-0.4%	2.5%	5.0%	3.2%	1.8%
2022Q3	8.1%	6.0%	9.0%	7.7%	4.5%	5.5%	5.2%	3.8%
2022Q4	8.1%	6.5%	8.5%	8.1%	5.5%	5.9%	6.1%	4.9%

资料来源：wind，华安证券研究所测算

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。