



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：

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）

➤ 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。

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。

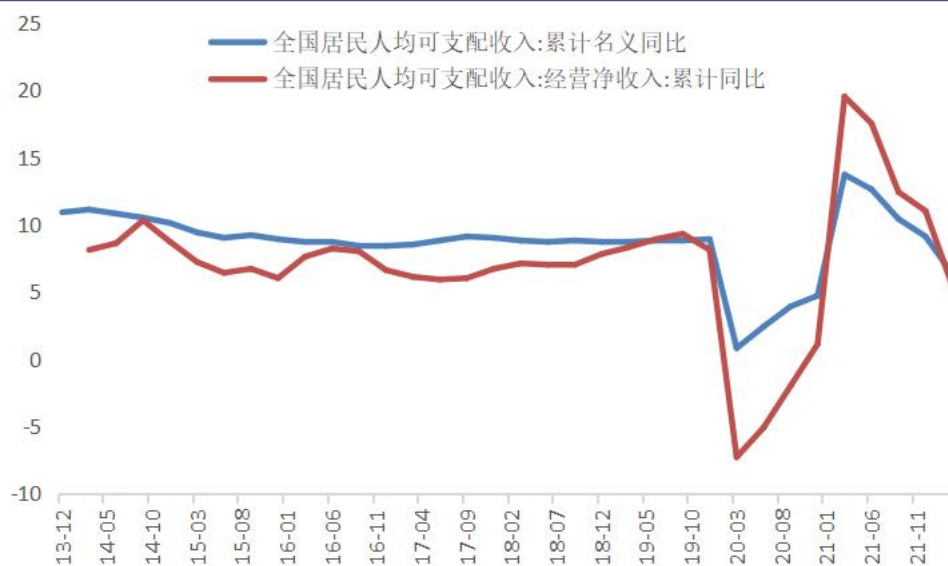
点评：

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%。

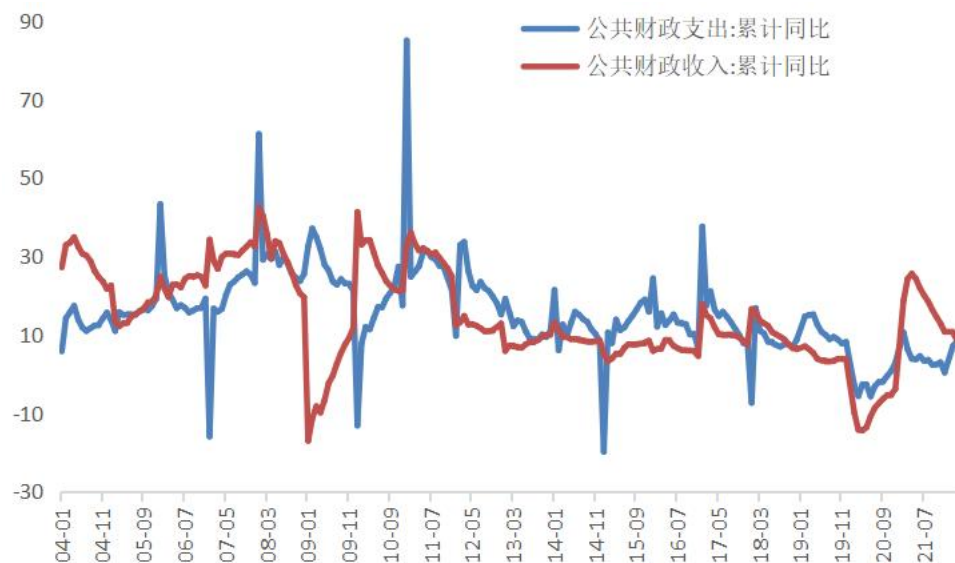
图 1：1 季度全国居民人均可支配收入累计名义同比创 2021 年 1 季度以来新低（%）



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（%）



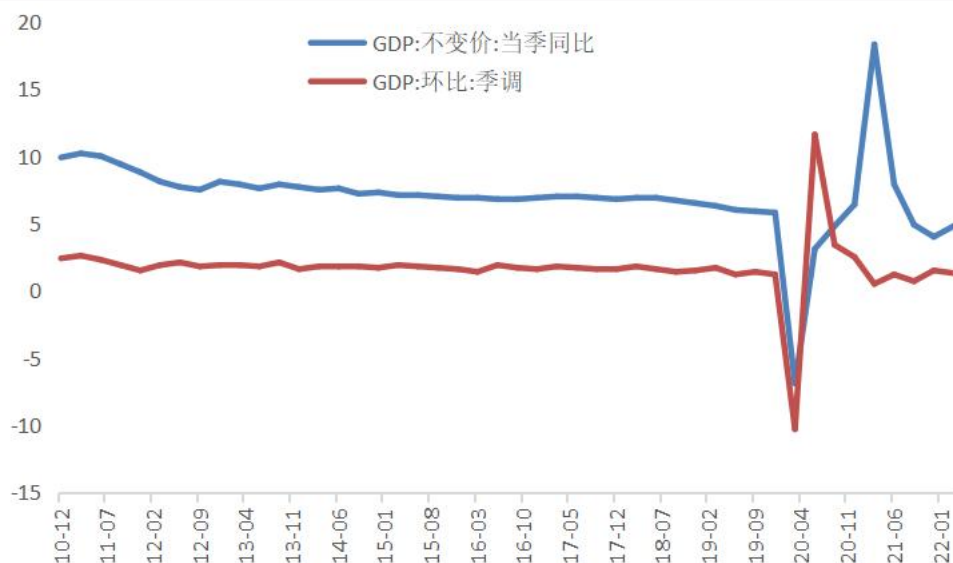
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

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，有可能超出市场的预期。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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41199

