

2022 年 04 月 29 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

五大抓手，力挽狂澜

——4 月政治局会议解读

主要内容：

- 本次会议提出的五大稳增长抓手将对经济增长稳定和市场信心提振起到关键作用。
- 会议要求“努力实现全年经济社会发展预期目标”，这意味着在至少五个方面会拿出更大力度的政策措施稳定国内经济供需循环。由于上海等地疫情和防控情况较为严峻复杂，市场近期对 5.5% 左右的经济增长目标是否会有所调整预期产生分歧。本次会议强调“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”，并指出“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”，显示并未因疫情原因就轻易下调全年经济增长目标要求，从而有望在近期内见到更大力度的稳定经济增长的措施。
- **一、消费：抓紧谋划增量工具，发挥牵引带动作用打开财政扩张促进消费的政策想象空间。**消费方面我们关注两点政策信号。会议提出“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”，这里提到的增量政策应该不是货币政策工具，相机调控的主要目标可能就是财政刺激政策促进消费恢复，而且确实刺激消费类的政策传导时间更长，更需要考虑提前量的问题。我们测算显示，当前疫情形势下全年居民商品和服务消费合计对实际 GDP 增长的贡献可能只有 1.3% 左右，远小于疫情前 2.5%-3.5% 的强度。可选择的工具包括直接增加财政支出、发放消费券、以及下调个人所得税税率等三种可能性。财政支出结构不匹配，可持续性不强，消费券若规模过大可能挤出生产，个税减税相对比较理想，关注后续可能性。
- **二、基建：发挥有效投资的关键作用，全面加强基础设施建设。**本次会议提出“要全力扩大国内需求，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”。结合近日的财经委会议要求，我们预计今年三个领域的基建投资项目可能全年投资增速有所加快，并且向二季度有所集中，包括十四五规划纲要中提出的百余项重点基建项目、新能源发电和电网改造、以及高效利用煤炭的火电等能源安全息息相关的项目。小幅上调全年基建投资同比增速预测 2 个百分点至 8% 左右，2 季度增速可达 10%-12%。但强化绩效导向仍是优化基建结构、避免形成新的地方政府隐性债务风险的长期要求。
- **三、房地产：因城施策促销售缓远虑，改善融资稳竣工解近忧。**本次会议进一步明确了缓解“远虑”和“近忧”的政策工具组合：**一、改善融资稳竣工解近忧。**明确提出“优化商品房预售资金监管”的具体思路，有助于开发企业融资改善，有助于拉动今年的地产建安投资和竣工。当前需实现今年地产投资和竣工与新开工的小幅偏离（投资和竣工偏高），才可避免房地产投资过度拖累经济增长。**二、因城施策促销售缓远虑。**三线城市是近两年来地产销售最疲弱的地方，2 月下旬以来广大的二三线城市集中采取了包括调低首付比、放松公积金贷款政策、降低 LPR 加点幅度等在内的“因城施策”类措施工具，对这些城市地产销售促进作用应较下调 LPR 更好，也可避免东部与中西部之间地产背离加剧，有助于稳定未来两年地产投资。本次会议也提出“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”，后续货币政策进一步放松的必要性和操作空间都不大。
- **四、工业生产：疫情对供应链物流和先进制造业的冲击得到充分重视，保生产就是保就业，就是保收入保需求。**“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”，意在稳定就业和居民收入。“要坚持全国一盘棋，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”。
- **五、大宗商品与能源安全：做好能源资源保供稳价工作，筑牢能源安全网，提升下半年实际增长贡献。**



申万宏源研究微信服务号

图表目录

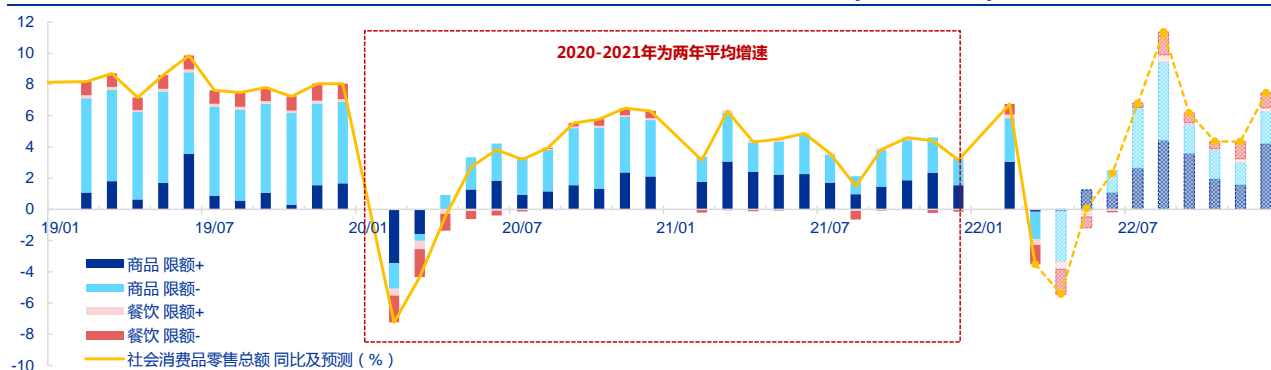
图 1：预计全年零售同比增约 4.0%，期待更大力度的财政政策刺激（单位：%）	3
图 2：预计服务消费、商品消费分别拖累 2022 年实际 GDP 同比-0.5%/-0.4%	4
图 3：个税占一般预算收入比重将回到 18 年水平	4
图 4：居民可支配收入占比回落后往往个税减税	4
图 5：财政收支缺口资金弥补结构（万亿元，%）	5
图 6：基建投资资金增速贡献拆分及预测（%）	5
图 7：3 月地产销售疲弱拖累房企融资增速继续回落，降至近两年来次低值	6
图 8：促进销售是缓解“远虑”，保交楼稳竣工才是缓解“近忧”（单位：%）	6
图 9：长三角地区货运量（19 年日均=100）	7
图 10：上海整车货运流量尚未回补（19 年日均=100）	7
图 11：三种冲击幅度下工业增加值同比增速的预测（%）	7
图 12：预计 2022 年我国 PPI 同比涨幅均值约 4.0%（%）	8

4月29日午间，新华社报道中共中央政治局当日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。在疫情和外部风险挑战增多的环境下，本次会议提出的五大稳增长抓手将对经济增长稳定和市场信心提振起到关键作用。

会议要求“努力实现全年经济社会发展预期目标”，这意味着在至少五个方面会拿出更大力度的政策措施稳定国内经济供需循环。由于上海等地疫情和防控情况较为严峻复杂，可能对二季度我国服务消费、可选商品消费以及工业生产和出口形成直接冲击，并可能通过就业和收入叠加乘数影响更广泛的经济增长前景，因而市场近期对政府工作报告所提出的5.5%左右的经济增长目标是否会有所调整预期产生分歧。本次会议强调“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”，并指出“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”，显示并未因疫情原因就轻易下调全年经济增长目标要求，从而有望在近期内见到更大力度的稳定经济增长的措施。我们总结起来有五个方面的主要抓手值得充分关注。

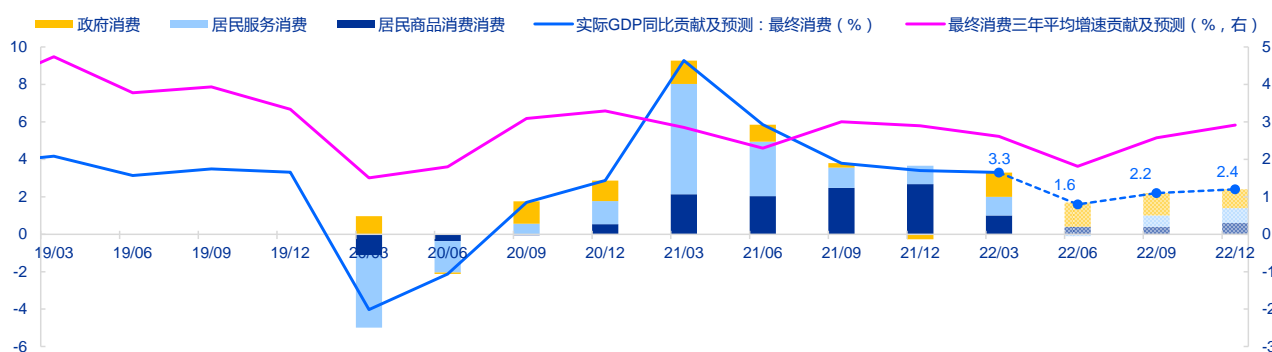
一、消费：抓紧谋划增量工具，发挥牵引带动作用，打开财政扩张促进消费的政策想象空间。消费方面我们关注两点政策信号。其一是“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”，这里提到的增量政策应该不是货币政策工具，后者属于“加快落实已经确定的政策”中的内容，那么是财政政策工具的可能性比较大。考虑到3月以来新增的需求下行压力大部分都来自疫情冲击导致的居民服务和可选商品消费领域，相机调控的主要目标可能就是财政刺激政策促进消费恢复，而且确实刺激消费类的政策传导时间更长，更需要考虑提前量的问题。其二是“要发挥消费对经济循环的牵引带动作用”，我们测算显示，当前疫情形势下全年居民商品和服务消费合计对实际GDP增长的贡献可能只有1.3%左右，远小于疫情前2.5%-3.5%的强度，作为当前主要的新增需求下行来源，稳定消费可能将对标增量的财政扩张政策。

图1：预计全年零售同比增约4.0%，期待更大力度的财政政策刺激（单位：%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：预计服务消费、商品消费分别拖累 2022 年实际 GDP 同比-0.5%/-0.4%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

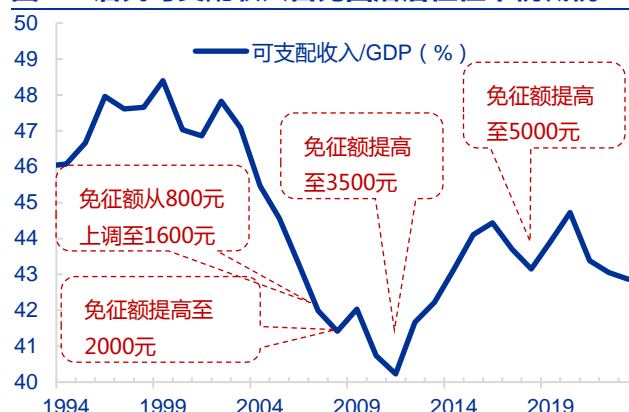
从政策工具的选择方面，可能包括直接增加财政支出、发放消费券、以及下调个人所得税税率等三种可能性。其中直接增加支出的方式有助于快速见效，但结构上将主要落在教育、医疗、社会保障、养老、科研、国防等行业领域，与疫情导致的服务消费和可选商品消费并不匹配，且缺乏可持续性。消费券的方式在 2020 年初和近期在多个省市有过小规模探索，但从近两年的实践来看，对比美国的过度财政补贴，我国政策更倾向于从保证就业的角度稳定居民收入，而不是冒着挤出生产效应的风险进行大规模财政直接补贴。个税减税从居民收入增长的可持续性、累进税率带来的财政收入修复弹性、以及中等收入群体在服务 and 可选商品消费方面较强的偏好与疫情冲击的结构匹配性上来看都是最理想的，我们的分析框架推演到现在这个时点建议关注这类政策落地的可能性，如果近期有积极变化，后续可选商品消费可能得到更大力度的促进。

图 3：个税占一般预算收入比重将回到 18 年水平



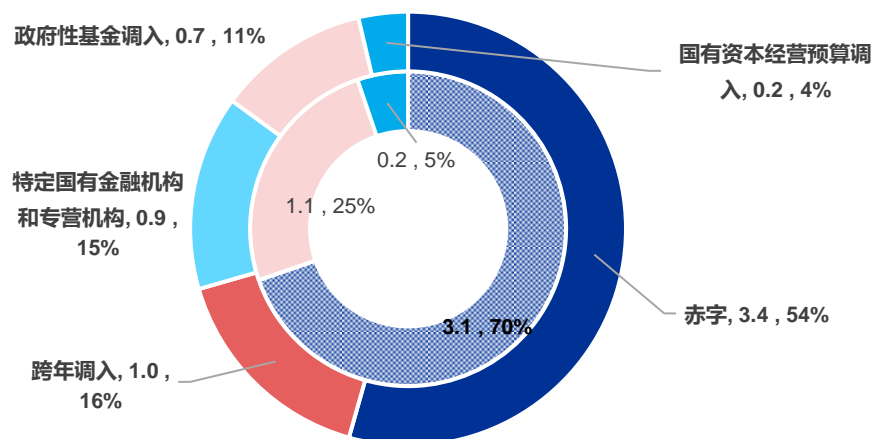
资料来源：CEIC，申万宏源研究 注：22/23 年为预测

图 4：居民可支配收入占比回落后往往个税减税



资料来源：CEIC，申万宏源研究 22/23 年为预测

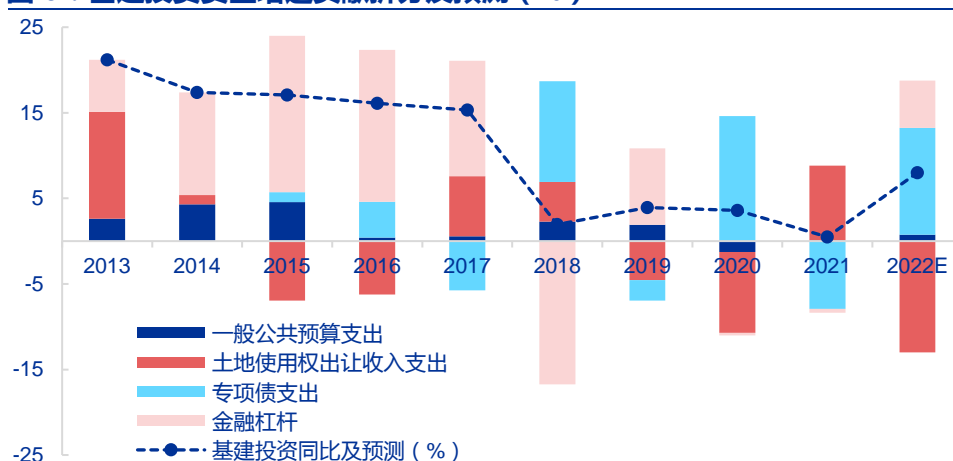
图 5：财政收支缺口资金弥补结构（万亿元，%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究 注：21 年（内）22 年（外）

二、基建：发挥有效投资的关键作用，全面加强基础设施建设。在一季度基建投资（广义）实现 10.3% 的较高增速之后，本次会议、以及近日召开的财经委会议对基建投资在稳增长方面的作用均给予较高评价。本次会议提出“要全力扩大国内需求，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”。结合近日的财经委会议要求，可以看出对国家经济发展长期前景和战略安全有利的、能够实现项目本身较高投资效率（长期有望现金流盈亏平衡）的重大基建投资项目受到了高规格的政策重视。我们预计今年三个领域的基建投资项目可能全年投资增速有所加快，并且向二季度有所集中，包括十四五规划纲要中提出的百余项重点基建项目、新能源发电和电网改造、以及高效利用煤炭的火电等能源安全息息相关的项目。我们小幅上调全年基建投资同比增速预测 2 个百分点至 8% 左右，2 季度单季投资增速可能达到 10%-12%。但更高的增长区间难以期待，强化绩效导向仍是优化基建结构、避免形成新的地方政府隐性债务风险的长期要求。

图 6：基建投资资金增速贡献拆分及预测（%）

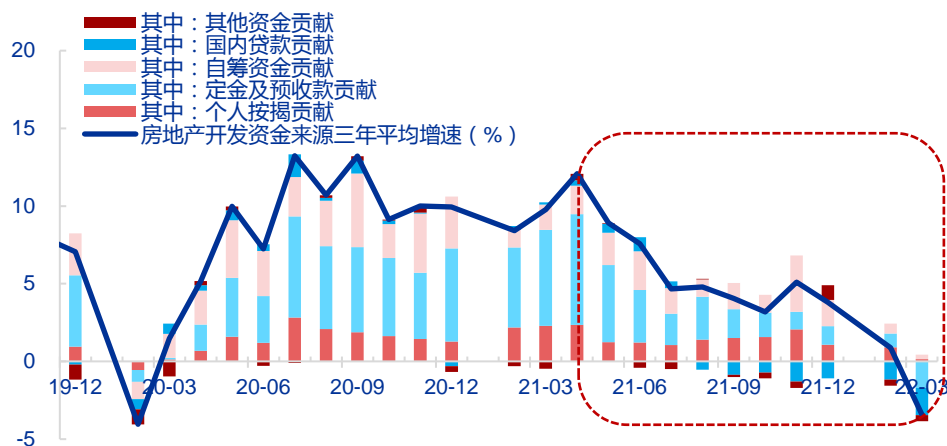


资料来源：CEIC，申万宏源研究

三、房地产：因城施策促销售缓远虑，改善融资稳竣工解近忧。今年的房地产政策分成两个层次，本次会议进一步明确了缓解“远虑”和“近忧”的政策工具组合：
1) 改善融资稳竣工解近忧。从年初开始改善房地产开发贷等开发融资，加速风险房

企优质项目处置，保交付稳地产投资；本次会议更是明确提出“优化商品房预售资金监管”的具体思路，进一步有助于开发企业融资的改善，有助于拉动今年的地产建安投资和竣工。此外，竣工直接带动房地产销售增值进入 GDP 中的“固定资本形成”，当前需实现今年地产投资和竣工与新开工的小幅偏离（投资和竣工偏高），才可避免房地产投资过度拖累经济增长。

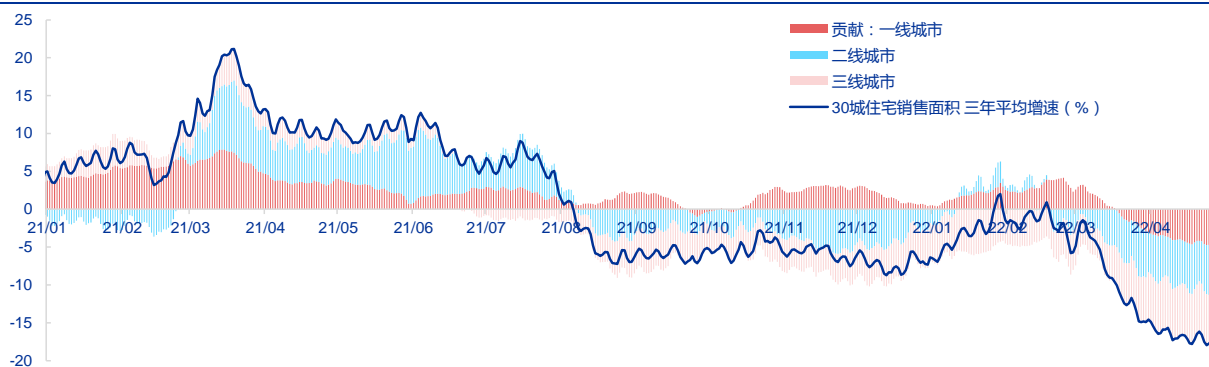
图 7：3 月地产销售疲弱拖累房企融资增速继续回落，降至近两年来次低值



资料来源：CEIC，申万宏源研究

2) 因城施策促销售缓远虑。房地产投资为此前 3 年新开工的累积，而销售同步或稍领先于新开工。三线城市是近两年来地产销售最疲弱的地方，2 月下旬以来广大的二三线城市集中采取了包括调低首付比、放松公积金贷款政策、降低 LPR 加点幅度等在内的“因城施策”类措施工具，对这些城市的地产销售促进作用应较下调 LPR 效果更好，也可避免东部与中西部之间的地产背离加剧，有助于稳定未来两年地产投资。本次会议进一步确认了因城施策的政策方向，提出“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”，后续货币政策进一步放松的必要性和操作空间都不大。预计全年销售面积同比-4%、新开工面积同比-10%、房地产投资同比-0.3%（保竣工政策额外拉动约+3%）、房地产竣工预计通过政策努力可能争取稳定在+1%至 2%之间。

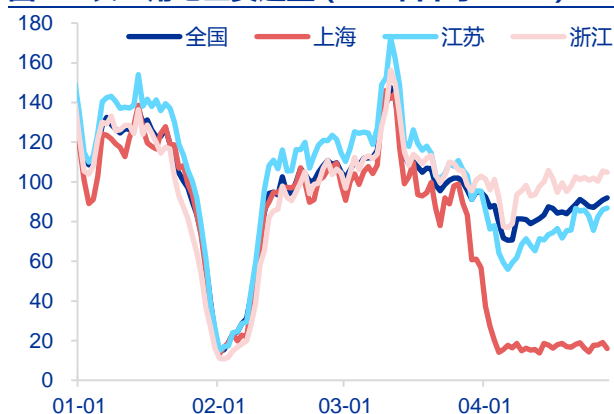
图 8：促进销售是缓解“远虑”，保交楼稳竣工才是缓解“近忧”（单位：%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

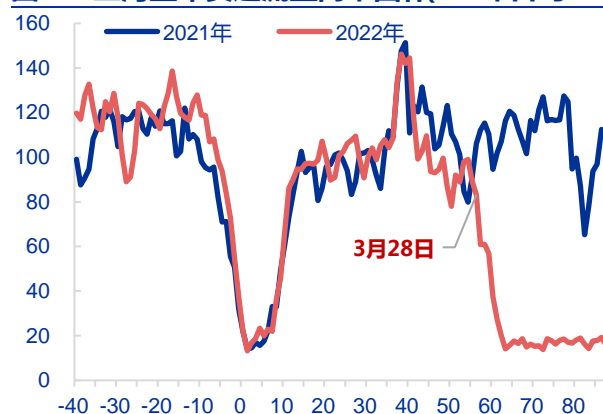
四、工业生产：疫情对供应链物流和先进制造业的冲击得到充分重视，保生产就是保就业，就是保收入保需求。防控政策方面，会议强调坚持动态清零的同时，提出根据病毒传播新特点，“高效统筹疫情防控和经济社会发展”，“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”，根据近半个月以来全国多个城市的实践，总体是用防控和筛查时点的提前来缩短静态管理的时间、缩小范围，速战速决。会议提出“要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策”，意在稳定就业和居民收入。同时要求“要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转”，我们近日进行相关专题研究，总结发现上海供应链物流至今仍未明显改善，对长三角居于全国龙头地位的交通运输设备产业链、高端机械装备产业链、以及相对较强的电子产业链生产的拖累仍在持续。供应链物流问题得到中央政策充分关注，我们预期接下来在货运物流体系局部闭环管理等方面可能出台更加成熟的方案，全年工业增加值增速预计较 3 月测算下滑不超过 0.3 个百分点，仍可维持在 5.5% 以上。

图 9：长三角地区货运量（19 年日均=100）



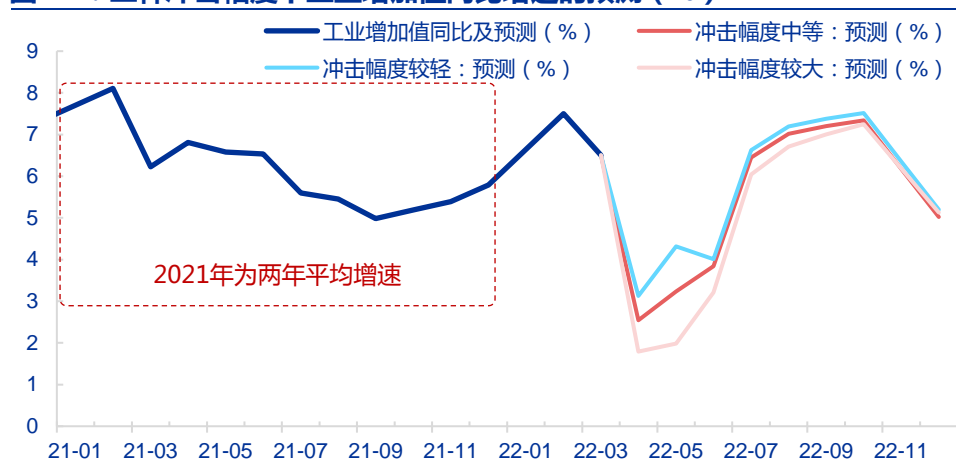
资料来源: Wind，申万宏源研究

图 10：上海整车货运流量尚未回补（19 年日均=100）



资料来源：Wind，申万宏源研究 注：横坐标 0 为除夕

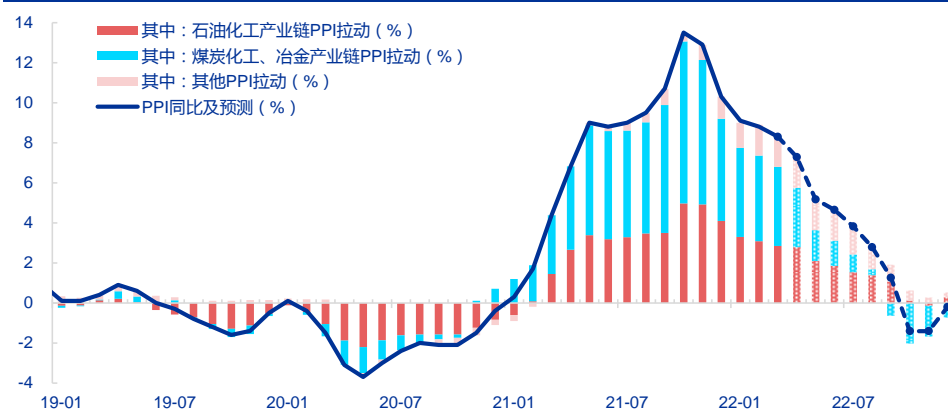
图 11：三种冲击幅度下工业增加值同比增速的预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

五、大宗商品与能源安全：做好能源资源保供稳价工作，筑牢能源安全网，提升下半年实际增长贡献。本次会议亦充分关注乌克兰危机导致国际能源、粮食等资源价格大幅震荡，进而带来的输入性通胀和反噬工业生产的风险，突出强调做好能源资源保供稳价工作，筑牢能源安全网，提升下半年实际增长贡献。2月以来俄乌冲突直接导致国际原油与粮食价格大幅上涨，其中原油价格上涨对国内PPI形成难以避免的直接传导，可能导致石化产业链中下游企业利润率压缩，生产积极性受挫，可能令我国年内工业生产恢复面临挑战。在此背景下，本次会议予以充分关注，并突出强调“要做好能源资源保供稳价工作”，加之此前政府工作报告对今年“双碳目标”提供了明显更大的灵活度，强调立足“以煤为主”基本国情，我们初步测算在新能源发电装机容量大规模上马的基础上，今年动力煤产能若能达到8%以上增长，则有望令电煤价格稳定在煤电双方皆可接受的区间内，有望避免去年3季度出现的煤价过高、双碳目标执行过快而导致的电力短缺对生产形成抑制的局面。通过稳定煤炭冶金产业链国内完整链条的产品价格，有望缓和国际油价对国内PPI传导形成的工业品涨价幅度，继而下半年经济增长也有望在更大程度上体现在量而非价格方面。

图 12：预计 2022 年我国 PPI 同比涨幅均值约 4.0%（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、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,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。