



政策底进一步夯实

——4月政治局会议解读

- 形势研判和政策基调：**4月29日，中共中央政治局召开会议。此次会议对经济形势的判断是“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”，政策总基调是“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”。此次会议覆盖范围广泛，积极回应了诸多市场担忧，在资金底、估值底浮现之际，进一步夯实了政策底。
- 会议解读：**总体来说，会议对中国经济稳增长的意愿加强，对应地提出了一系列政策来稳增长、防风险，以及对地产及互联网的监管出现边际放松。**1) 稳增长：**包括货币政策和财政政策的宽松。在海外流动性紧缩的大背景下，货币政策受制约，预计以结构宽松、定向发力为主；财政政策宽松将是主要的发力点。**2) 防风险：**多方位防范风险；防范供应链风险，推进复工复产；防范资本市场风险，回应市场关切，引入长期投资者；防范上游原材料价格风险，增产保供。**3) 监管边际放松：**地产行业的“房住不炒”定位不变，但因城施策、支持改善性住房需求、优化商品房预售资金监管有望大幅改善地产行业资金流；互联网行业对平台经济整顿阶段性收官，常态化监管代替非常态化监管，进一步降低市场的不确定性溢价。
- 操作策略：**我们分别从市场整体和分板块和行业给出了操作策略。**1) 市场整体：**伴随着估值底、资金底，进一步确认政策底，我们再度重申看多中国股市，建议投资人加仓中国股市。**2) 分板块：**我们认为应重点关注**基建、制造业、地产、互联网**板块，其中基建确定性最高，制造业是基建的外溢，地产及互联网板块则是以估值修复为主线。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

张引, PhD

助理分析师

yin_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6452

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2022年5月3日

相关报告：

[全球性普遍紧缩，美联储货币紧缩压力预计先高后低——SPDBI全球央行观察\(2022年4月刊\)\(2022-04-21\)](#)

[资金流周期底部，继续看多中国股票——中国股市资金全景图\(2022年4月刊\)\(2022-04-07\)](#)

[港股资金回流了多少？反弹下的板块怎么配？\(2022-03-18\)](#)

[恒生指数30年来首次触及250日均线，战略性配置港股\(2022-03-10\)](#)

[中国股票：加仓\(2022-02-25\)](#)

[2022年中国股市策略展望：先下后上，上半年需谨慎\(2021-12-03\)](#)



扫码关注浦银国际研究

目录

政策底进一步夯实——4月政治局会议解读.....	3
概述.....	3
会议解读：政策底进一步确认.....	5
稳增长：货币财政双加码，财政为稳增长主力.....	5
防风险：多方位防范风险.....	8
监管边际放松：地产+互联网.....	11
操作策略.....	14
伴随着估值底、资金底，进一步确认政策底.....	14
板块重点：基建+地产+制造业+互联网.....	15
总结.....	16

政策底进一步夯实——4月政治局会议解读

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。其覆盖范围广泛，积极回应了诸多市场担忧，在资金底、估值底浮现之际，进一步夯实了政策底。

概述

此次会议对中国经济稳增长的意愿加强。进入2022年，中国经济在经历周期下行后，底部浮现，叠加疫情反复造成的冲击，目前中国经济面临诸多复杂而严峻的挑战。此外，海外经济周期下行、地缘政治冲突延续、叠加全球流动性紧缩，对中国出口、货币政策宽松等刺激措施造成影响。因此，此次会议表达的政策方向同时兼顾了经济稳增长、防风险以及海外宏观环境的压力。

我们对会议内容的汇总如下：

图表 1: 会议内容对比

	2022年4月政治局会议	2021年12月政治局会议
经济形势判断	我国经济运行总体实现平稳开局。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。	我国经济发展保持全球领先地位，国家战略科技力量加快发展，产业链韧性和优势得到提升
政策总基调	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。	坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，着力稳定宏观经济大盘
经济目标	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。	保持经济运行在合理区间
财政政策	实施好退税减税降费等政策。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。	宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。
货币政策	用好各类货币政策工具。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。

(接下页...)

(...接上页)

	2022年4月政治局会议	2021年12月政治局会议
社会政策	要切实 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，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。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。	社会政策要兜住民生底线，落实好就业优先政策，推动新的生育政策落地见效，推进基本养老保险全国统筹，健全常住地提供基本公共服务制度。
防风险	会议强调，要 有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线 。	-
供应链	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。	结构政策要着力畅通国民经济循环，提升制造业核心竞争力，增强供应链韧性。
资本市场风险	要 及时回应市场关切 ，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。	-
大宗商品风险	要做好 能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作 。	-
地产	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。	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
平台经济	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。	-
消费	要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。	实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复

资料来源：中国政府网，新华社，浦银国际

会议解读：政策底进一步确认

会议认为，当前的局面是“百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面”，会议提出的背景非常严峻，体现了政策制定者对于当前形势的重视，也对应地提出了一系列政策来稳增长、防风险，对地产及互联网的监管政策出现边际调整。

- **稳增长：**包括货币政策和财政政策的宽松，由于货币政策受制于海外紧缩的大背景，预计以结构宽松为主，财政政策宽松将是主要发力点。
 - **防风险：**多方位防范风险；防范供应链风险，推进复工复产；防范资本市场风险，回应市场关切，引入长期投资者；防范上游原材料价格风险，增产保供。
 - **监管边际放松：**地产行业的“房住不炒”定位不变，但因城施策、支持改善性住房需求、优化商品房预售资金监管有望大幅改善地产行业资金流状况。互联网行业对平台经济整顿阶段性收官，常态化监管代替非常态化监管，进一步降低市场的不确定性溢价。
- **稳增长：货币财政双加码，财政为稳增长主力**

本次会议对经济稳增长的意愿加强。会议指出，“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”，并要求“扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标”。我们从货币政策和财政政策两个维度来梳理。

1. 货币政策：定向宽松为主

货币政策先前已经开始发力，从去年12月50bps的降准，到今年4月25bps的降准，且央行还上缴1.1万亿元人民币的结存利润（其中截至4月中旬已上缴6000亿元），相当于6000亿元的基础货币投放，等效于降准25个基点。此次政治局会议强调“用好各类货币政策工具。”我们在央行报告中分析过，自疫情反弹后，央行已经陆续开展了一系列结构性宽松，更为侧重于定向发力，其中：

- 4月13日，国常会鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率，这有助于银行释放更多资金进行信贷投放。
- 4月15日，央行针对疫情带来的冲击，央行明确表示通过再贷款、再贴现等货币政策工具，支持和引导金融机构对于物流企业、货运司机的支持力度。

- 4月18日，央行联合外管局发布了支持实体经济的23条措施，其中包括但不限于：1) 引导企业综合融资成本下降；2) 支农支小再贷款、普惠小微贷款；3) 提高民营企业贷款占比；4) 扩大住宿、餐饮、批发零售、文化旅游等受疫情冲击较大行业的信贷支持力度；5) 对受疫情影响的人群，优化信贷政策，灵活调整予以支持；6) 支持地方政府适度超前开展基础设施投资，依法合规保障融资平台公司合理融资需求；7) 因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。
- 4月26日，多家大型银行将2、3年期的定期存款利率下调10bps，这将有助于银行业从负债端降低成本，进而带动实体融资成本的下行。

不同于2020年全球普遍宽松，虽然中国央行侧重“以我为主”，但海外央行普遍紧缩的大背景，一定程度限制了央行的宽松空间。

2022年4月，随着美债利率快速上行，中美10年期国债利率出现12年以来首次倒挂，加上2022年净出口回落，人民币汇率的下行压力将逐步显现，这也是中国央行在进行宽松时需要兼顾的重要因素。

进一步降准降息的可能仍存，但在海外全面紧缩的大背景下，降息空间有限，中国央行难言全面大幅宽松，预计将继续延续当前的趋势，在宽信用的主线下，通过结构性举措进行定向精准发力，尤其是各类央行各类再贷款工具，预计有望带动金融机构贷款多投放至少1万亿元。

图表 2: 中美 10 年期国债收益率 12 年来再次出现倒挂



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 3: 美欧日央行总资产年度增量占年化 GDP 的比率 (%)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

2. 财政政策：政策发力的主要立足点

相比货币政策，政治局会议上的内容更为详实，包括“实施好退税减税降费等政策”，“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”，“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”。我们认为，财政推动下的基建是今年确定性较高的方向：

- 由于货币政策宽松海外流动性紧缩牵制，财政政策相比货币政策将成为主要发力点，政治局会议强调了退税减税降费等政策的实施。其中，考虑到货币政策宽松方面的限制，“抓紧谋划增量政策工具”更多指财政政策方面的增量。
- 经济三驾马车中，消费受制于疫情冲击下居民消费能力和消费意愿共同影响；而出口则受制于海外需求回落以及过去两年的产能转移回流叠加地缘政治冲突等影响。因此，三驾马车中主要需要投资，而投资中则主要依赖于财政推动的基建投资。

事实上，近期我们已经看到了财政的投放力度正不断加码：

- **2022年专项债的项目准备时间比以往更早，下发速度更快。**2022年专项债项目前期工作在2021年7月便开始通知，较以往9到10月份提早了2到3个月。此外，2022年提前批专项债额度（1.46万亿元）需在5月底前发行完毕，新下达额度则需在9月底前发行完毕。
- **公募基础设施证券投资基金（REITs）试点进一步推进。**2022年4月15号，在证监会的指导下，上交所和深交所共同发布了关于基建REITs指引的三号文，向市场征求意见，有望进一步带动公共事业和基础设施投资增速加快。
- **城投政策松绑。**2022年4月18日，中国央行印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调“按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施”，基建配套融资的约束有望减少，符合基建发力的大背景。
- **2022年4月26日，中央财经委员会第十一次会议召开，研究全面加强基础设施建设问题。**会议指出了要同时加强传统基建和新基建的建设。其中，传统基建包括交通、能源、水利等基础设施建设；新基建则包括网络、云计算、人工智能平台等相关的基础设施建设。

● 防风险：多方位防范风险

会议强调，要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。针对供应链风险，保障供应链，推进复工复产。针对资本市场风险，积极回应市场关切消除市场顾虑，引入长期投资者。针对上游原材料价格风险，采取增产保供。

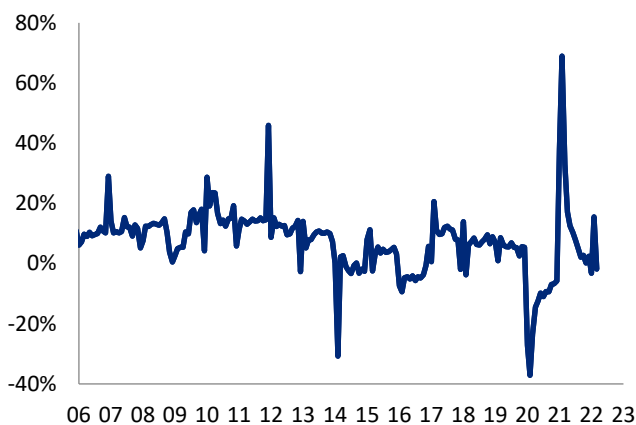
1. 防范风险

供应链风险：保障供应链，推进复工复产

对于供应链方面的风险，会议提到“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”。

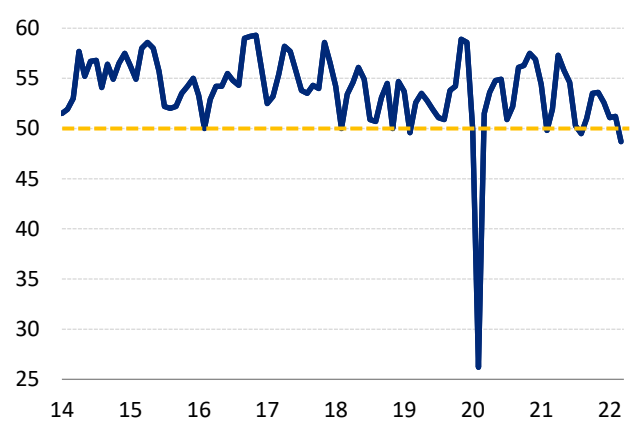
供应链作为经济活动的基础，目前供应链受到疫情冲击，这正是当前市场的担忧之一。而此次会议重点提到了交通物流的畅通问题，预计随后将有进一步的措施落地以保障供应链修复、复工复产推进。

图表 4: 全国货运总量同比增速 (%) 3月再度回落至低位



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5: 物流景气指数 3月再度回落至 50 荣枯线以下



资料来源：CEIC，浦银国际

2. 资本市场风险：回应市场关切，引入长期投资者

对于资本市场的风险，政治局会议提到：

- **“及时回应市场关切”**，更具针对性地应对海内外投资者的顾虑，有助于稳定市场预期。
- **“稳步推进股票发行注册制改革”**，一方面可以降低上市门槛，帮助各类企业融资，助力企业在复杂的融资环境中健康成长，另一方面也有助于吸引更多资金进入资本市场，有助于鼓励创新、推动间接融资向直接融资进一步转换。
- **“积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行”**。相比欧美发达市场，中国资本市场的长期机构投资者占比偏低，积极引入长期投资者，有助于增强市场有效性、降低市场的短期波动。1) 2022年4月的《关于推动个人养老金发展的意见》明确个人养老金每年上限为1.2万元，长期来看个人养老金规模有望达到万亿体量，这将直接为资本市场带来长期资金；2) 2022年4月21日，证监会召开全国社保基金和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会，会议提出将充分发挥长期资金优势，进一步扩大权益投资比例。

当前海内外资本市场动荡，海外股市周期下行，中国股市的资金流出水平已经逼近历史低位。政策端的积极回应有望助力市场企稳。

3. 上游原材料价格风险：增产保供

对于上游原材料价格风险，会议提到**“要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作”**，是对目前大宗商品风险的回应。当前海外通胀加剧，原先的供应链问题以及地缘政治冲突的冲击令原油、粮食等大宗商品价格飙升，并部分传导至中国工业生产。

当前，工业企业上游的营收水平已经升至超过10年来新高，与此同时，中下游的营收增速则放缓下行，上游的价格风险对中下游的营收、利润都构成了直接影响。在市场需求低迷、经营环境困难之际，上游的价格风险也不容轻视。2022年以来，政策端已经通过政策调控、供应放开等多方面陆续出台多种措施来平抑上游原材料价格的过快上行，预计调控趋势将延续。

- 2022年3月，发改委下达《关于成立工作专班推动煤炭增产保供有关工作的通知》推动煤炭增产增供。
- 2022年4月，国常会强调要发挥煤炭的主体能源作用，今年新增煤炭产能3亿吨。同时还强调在严格监管、确保绝对安全前提下有序发展核电。对经全面评估审查、已纳入国家规划的三个核电新建机组项目（浙江三门、山东海阳、广东陆丰）予以核准。

图表 6: 上游营收挤压中下游 (同比增速%)



注: 此处用工业增加值+PPI 增速来模拟工业企业营收

资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

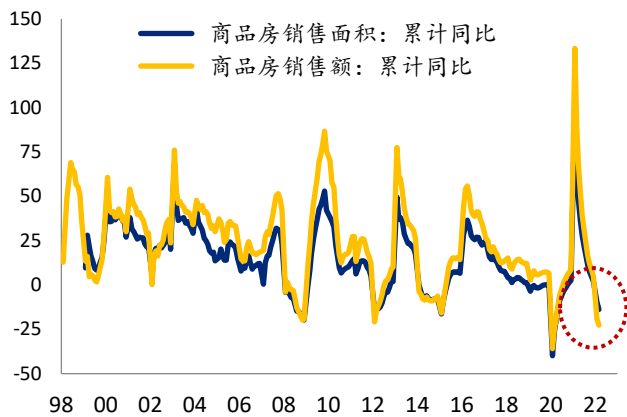
● 监管边际放松：地产+互联网

在政策层面，对于房地产行业、互联网行业尤其是平台经济，监管层面有明显的边际放松。地产行业的“房住不炒”定位不变，但因城施策、支持改善性住房需求、优化商品房预售资金监管有望大幅改善地产行业资金流。互联网行业对平台经济整顿阶段性收官，常态化监管代替非常态化监管，进一步降低市场的不确定性溢价。

1. 地产：“房住不炒”定位不变，但因城施策、支持改善性住房需求、优化商品房预售资金监管有望大幅改善地产行业资金状况

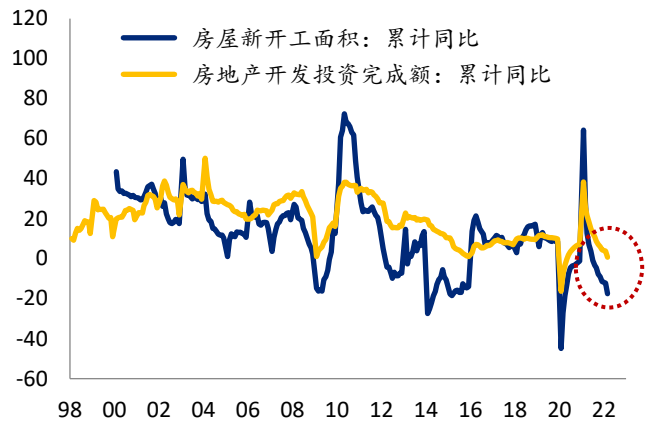
- “房住不炒”定位不变，但是具体内容更为灵活、积极。
- 2021 年政治局会议对于地产的定位更侧重于“稳增长”（“促进房地产业健康发展和良性循环”），而此次政治局会议关于地产的定位则更侧重于防风险、兜底需求的角度出发，对于地产行业稳预期、促需求的意味更足、更积极。
- 因城施策（“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”），考虑到一二三线城市的供需状况不一，非一线城市将迎来更为明显的政策宽松，结合央行 23 条“合理确定辖区内商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求”，南京、无锡、东莞、贵阳、沈阳、中山等多地已经陆续对购房资格、公积金贷款限额等等有所放松。预计非一线城市将出现更多的政策松绑。
- 支持改善性住房需求，相比先前强调刚需，此次政治局会议则进一步拓展居民地产需求的外延，将改善性住房需求业纳入其中（“支持刚性和改善性住房需求”），结合央行 23 条“合理确定辖区内商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求”，预计将有更多的城市降低首付款、最低贷款利率。
- 优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”，目前各地实施的资金监管额度为预售款总额的 10-40%不等，2021 年，各地方政府从保竣工、保交付的角度，大幅提升资金的监管力度，导致一定程度的过度。在融资端层层限制的情况下，预售资金的总开发资金占比已经过半，事实上已经成为地产开发最主要的资金来源。以 2021 年全国商品房销售总额 18 万亿元人民币为例，各地方对于预售资金的监管比例 1%的变化，为开发商所带来的资金增量很可能为千亿级别，影响十分显著。

图表 7: 商品房销售面积及销售额增速 (%) 大幅回落



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 8: 房地产新开工面积、开发投资完成额同比增速 (%) 双双回落至低位



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

2. 互联网行业: 平台经济整顿阶段性收官, 常态化监管代替非常态化监管, 进一步降低市场的不确定性溢价

- “促进平台经济健康发展”。“促进”一词体现了监管层的定性, 考虑到当前需要稳经济、稳就业的市场环境, 促进“平台经济”的健康发展显得尤为为重要。在市场对于平台经济疑虑丛生之际, 这一定性有望消解市场疑虑, 助力市场预期企稳。
- “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。”其中的重点在于: (1) 这标志着自 2021 年开始的平台经济整顿工作阶段性的收官; (2) 用“常态化”、“具体措施”的监管代替非常态化的监管, 这将直接降低市场的不确定性。

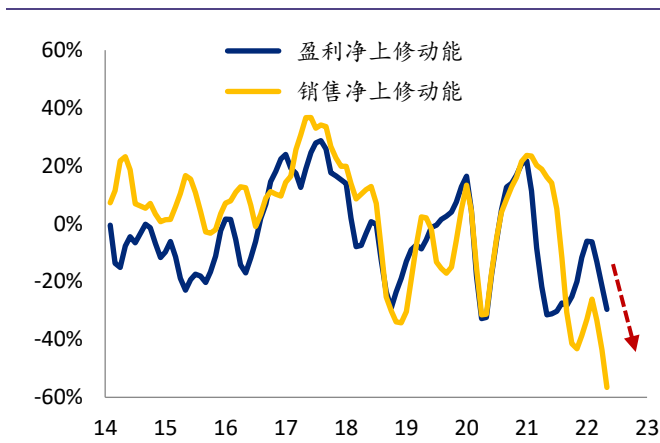
2021 年以来针对平台的监管趋严, 在此影响下, 中证海外互联网指数的估值已经跌落至历史均值一个标准差的历史低位, 与此同时, 其反映卖方的销售、盈利预期的净上修动能同样也双双创下历史新低, 反映了市场预期悲观。在此情况下, 监管定性进一步明确、整顿工作阶段性收官、常态化监管取代非常态化监管, 预计有望带动互联网板块的不确定性溢价回落, 进而促进板块估值修复。

图表 9: 中证海外互联网指数估值已经回落至历史均值一个标准差的历史低位



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 10: 中证海外互联网指数的销售、盈利净上修动能跌至历史新低



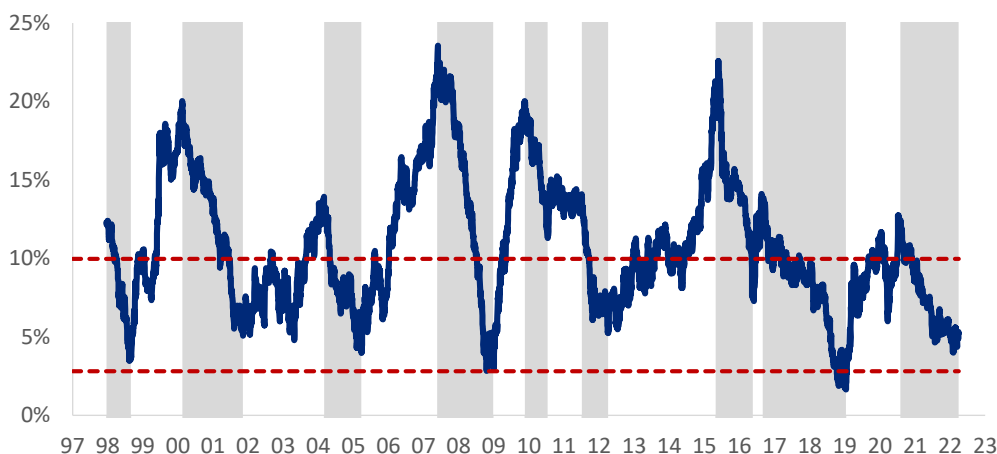
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

操作策略

● 伴随着估值底、资金底，进一步确认政策底

我们在 3 月下旬市场抛售中，就已经在报告中提出当前中国股市已经进入底部，尤其是港股市场已经凸显了长期配置价值，（详情请参看 [《恒生指数 30 年来首次触及 250 日均线，战略性配置港股》](#)、[《港股资金回流了多少？反弹下的板块怎么配？》](#)），在资金流报告中我们也梳理了中国股市的资金流底部浮现（详情请参看 [《中国股市资金全景图 4 月刊 资金流位于周期底部，继续看多中国股票》](#)）。值此关键时点，政治局会议进一步确认了政策底的浮现，因此，我们重申看多中国股市，建议投资人加仓中国股市。

图表 11: 中国股市整体（港股+A 股+中概股）资金流底部已经浮现



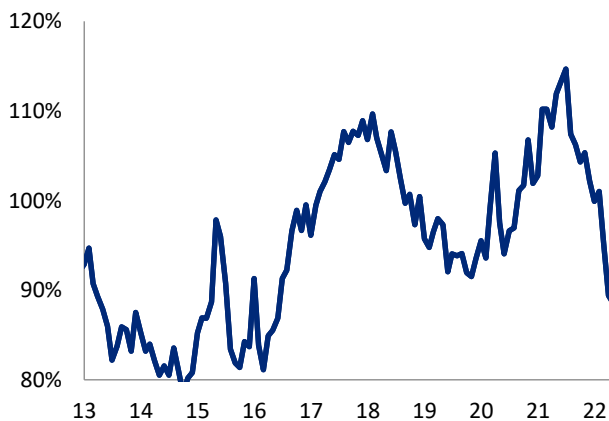
注：二级市场资金相对净流入定义为过去一年资金净流入占成交额的百分比
资料来源：EPFR，浦银国际

图表 12: MSCI 中国指数远期市盈率已经跌至底部区间



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 13: MSCI 中国指数已经相比 MSCI 新兴市场指数的折价幅度已跌至历史低位



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

● 板块重点：基建+地产+制造业+互联网

政治局会议所带来的板块投资机会不少，我们认为应重点关注基建、制造业、地产、互联网板块，其中基建确定性最高，制造业是基建的外溢，地产及互联网板块则是以估值修复为主线。

- **基建板块。**基建有两条主线作为支撑：1) 三驾马车中，消费受制于疫情影响，出口受海外需求回落影响，发力主要依靠投资，而投资发力又主要靠基建投资。2) 政策的发力点在财政政策，因为货币政策受制于海外紧缩大环境，制约最多，财政政策的限制空间则少于货币政策。而财政政策发力点的落脚点还是在基建投资。基建投资是确定性最高的方向。
- **制造业板块。**制造业的支撑主要有两条主线：1) 国内已经陆续出台一系列增产保供限价等措施，叠加海外需求回落，预计上有大宗商品价格可能阶段性见顶回落，这有助于降低中下游制造业成本，带来边际的利润改善；2) 基建板块的需求旺盛有望带动制造业板块需求回暖。
- **地产板块。**一方面，地产板块市场情绪低迷、估值极低，地产的新开工、销售等数据也同样处于极低水平；另一方面，政策面对于资金面的改善，叠加疫情的边际缓解以及需求端的刺激（因城施策、认可改善需求）的助推下，地产板块有望获得估值修复。
- **互联网板块。**当前的互联网板块的市场预期、估值已经处于多年来的低位，对于平台经济整顿的阶段性收官，预计将带来互联网板块的估值修复。尤其是考虑到当前 MSCI 中国成长指数相对 MSCI 中国价值指数的跑输幅度已经处于 2010 年以来的低位，相比历史长期均值有近 20 个百分点的修复空间，潜在上行空间巨大，互联网板块也值得密切关注。

图表 14: MSCI 中国成长指数相对 MSCI 中国价值指数的跑输程度已属自 2010 年来的低位



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

总结

中共中央政治局于4月29日召开会议，对当前经济形势和经济工作作了分析研究。我们在本篇报告中，对此次会议进行了会议解读，并给出了市场操作策略建议。

形势研判和政策基调：此次会议对经济形势的判断是“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”，政策总基调是“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”。

会议解读：总体来说，会议对中国经济**稳增长的意愿加强**，对应地提出了一系列政策来稳增长、防风险，以及对地产及互联网的监管出现**边际放松**：

- **稳增长：**包括货币政策和财政政策的宽松。在海外流动性紧缩的大背景下，货币政策受制约，预计以结构宽松、定向发力为主；财政政策宽松将是主要的发力点。
- **防风险：**多方位防范风险；防范供应链风险，推进复工复产；防范资本市场风险，回应市场关切，引入长期投资者；防范上游原材料价格风险，增产保供。
- **监管边际放松：**地产行业的“房住不炒”定位不变，但因城施策、支持改善性住房需求、优化商品房预售资金监管有望大幅改善地产行业资金流；互联网行业对平台经济整顿阶段性收官，常态化监管代替非常态化监管，进一步降低市场的不确定性溢价。

操作策略：

- **市场整体：**伴随着估值底、资金底，进一步确认政策底，**我们再度重申看多中国股市，建议投资人加仓中国股市。**
- **分板块：**我们认为应重点关注**基建、制造业、地产、互联网**板块，其中基建确定性最高，制造业是基建的外溢，地产及互联网板块则是以估值修复为主线。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼