

疫情令经济承压，4 月各项经济指标已经充分反应这一点。高频数据显示 5 月地产、消费仍疲弱，供应链修复进程迟缓。疫情持续压制经济活力，市场期待更大力度的稳增长政策，尤其是能够切实落地的有效措施。

5 月 23 日国常会召开，会议给出 33 项稳增长措施，共涉及六个方面，财政、金融、供应链、消费投资、能源安全、失业保障。

33 项措施细致全面，几乎覆盖了所有稳增长领域，也一定程度回应了市场对“增量政策”的期待。

➤ **33 项稳增长措施，是典型的一揽子抗疫稳增长政策。**

33 项措施看似繁杂，有三条清晰的稳增长主线贯穿其中，亦为抗疫稳增长的三个目标：保内需、保企业和保生产。

保内需，主要是稳定地产、消费和基建这三块传统内需；保企业，旨在用金融财政手段稳定企业现金流；保生产，着重缓解当前中下游企业面临的供应约束。

以此作为抗疫稳增长的政策框架，可以发现所有增量政策都在这一框架内展开，本次国常会 33 项措施也不例外。

33 项政策的大部分内容是在“保内需、保企业和保生产”基础上或加码政策力度，或补充政策细节。这次国常会一揽子抗疫稳增长政策，较有新意的是四则务实的细节政策。

- (一) 保障货运通畅，取消来自疫情低风险地区通行限制。
- (二) 增加 1500 亿元民航应急贷款，支持航空业发行 2000 亿元债券。有序增加国内国际客运航班。
- (三) 阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。
- (四) 调整煤矿核增产能政策。

其中乘用车购置税减征最引人关注。

➤ **33 项稳增长措施，蕴含三大产业链机会。**

汽车产业链受益于供需共振。乘用车购置税减征可以刺激汽车需求，东北和长三角疫情逐步收敛，汽车产业链还将受益于供应链修复。

地产产业链受益于需求刺激和融资改善两条政策逻辑。2008 年和 2015 年同样面临地产下行，相较前两轮地产快速下滑时期，本轮地产需求刺激力度还远不够，由此判断目前地产政策仍在宽松进程之中。这次国常会提到“国家融资担保基金再担保合作业务新增 1 万亿元以上”，我们理解，这一点或利好民营地产企业融资条件。

基建产业链同时受益于资金充裕和项目到位。本次国常会提到“专项债 8 月底前基本使用到位”，“支持发行 3000 亿元铁路建设债券”，“引导银行提供规模性长期贷款”，预示年内基建预算内外资金均较为充裕。此外，国常会指向年内基建仍会在水利投资、地下管廊、电力投资、城市铁路和城际轨交等领域持续发力。

风险提示：疫情发展超预期；经济趋势超预期；稳地产政策不及预期。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目 录

1 旧瓶，抗疫稳增长的老框架.....	3
2 新酒，抗疫稳增长的新操作.....	3
3 抗疫稳增长蕴含的行业机会.....	5
风险提示	7
插图目录	8

1 旧瓶，抗疫稳增长的老框架

这次突如其来的华东疫情，影响范围之广，冲击力度之大，可与之相较的历史时期是 2020 年年初。不仅当下经济状态可类比于 2020 年初，目前所采用的政策与 2020 年初也并无二致。

透过这一揽子政策组合，我们能够清晰感知疫情扰动之下，抗疫政策的最终目的在于“三保”：保内需、保企业、保生产。

三保政策是我们理解抗疫稳增长政策的内核，也是我们梳理本轮华东疫情以来所有政策的出发点。

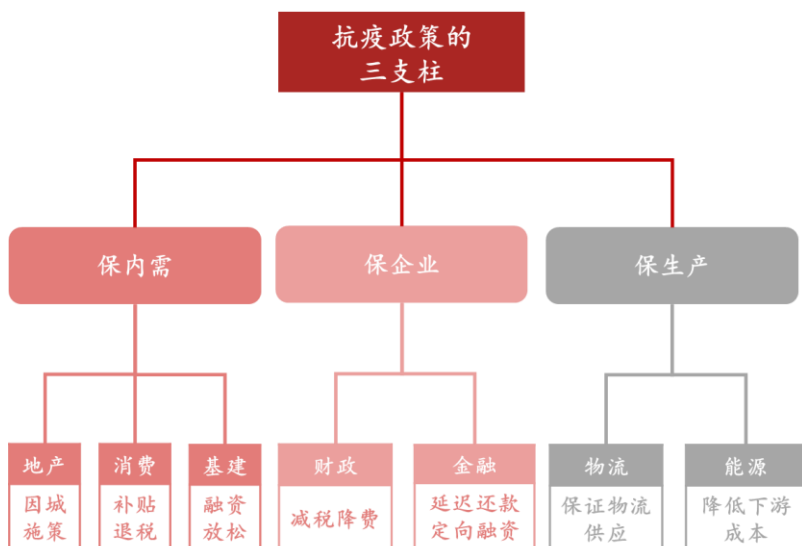
保内需，共有三处政策着力点。中国内需无外乎三块，地产、消费和基建。所以保内需政策自然围绕这三块需求展开。用补贴或退税方式刺激汽车消费，因城施策方式维持地产稳定，放开融资条件带动部分基建投资。

保企业，主要依靠金融财政两大政策手段。保企业的核心逻辑在于稳定企业现金流。具体有两类操作，一是财政端，利用减税降费减少企业经营现金流压力；二是金融端，延期还本付息、定向结构信贷等融资手段维持企业融资现金流。

保生产，强调供给约束缓解。当前对中下游企业生产造成约束的主要有两个因素，上游能源供给不足和定价偏高问题；4 月华东疫情以来物流供应链约束问题。保障中下游制造业生产，关键是缓解上述两大供给层面的约束。

本次国常会部署的 33 条政策措施，完美承袭了 2020 年以来的抗疫稳增长政策主线。可以说 33 项措施是典型的一揽子抗疫稳增长政策。

图 1：抗疫稳增长政策的三支柱



资料来源：财政部，国务院官网，民生证券研究院整理

2 新酒，抗疫稳增长的新操作

本次国常会 33 项措施边际上仍呈现出两点变化。一是金融和财政力度较前期增加，二

是出具更为务实的四点细节操作。

财政政策，减收扩支力度增大。

3月5日两会公布财政预算之后，全年初步给出1.5万亿增值税留抵退税以及1万亿常规税收减免，累计减退税2.5万亿。4月29日，财政部提到推动国家融资担保基金将2022年再担保合作业务规模扩大至8000亿元以上。

本次国常会在此基础上增加了两处财政减收。一是增值税留抵退税额度增加1400亿元；二是社保缓缴增加3200亿元。此外，本次国常会新增国家融资担保基金业务1万亿，较之前额度增加了2000亿元。

金融政策，结构信贷力度增大。

今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍。享受年内延期还本付息的范围扩大，从小微企业和工商个体户扩大至货车贷、个人住房消费贷。汽车央企的900亿贷款也应配合延期还本付息。商业汇票承兑期限由1年缩短至6个月。另增1500亿元民航应急贷款，支持航空业发行2000亿元债券，支持发行3000亿元铁路建设债券。

图2：国常会33项政策，财政和金融端有政策加码

财政政策		
	原政策	现边际变化
减税退税	1.5万亿增值税留抵退税 全年减退税2.5万亿	增值税留抵退税额度增加1400亿 全年减退税 2.64 万亿
降费（社保）	缓缴特困行业二季度职工养老保险费用	缓缴期限延长至年底，缓缴对象拓展到中小微企业 全年缓缴 3200 亿元
国家融资担保基金	新增业务规模扩大至8000亿元以上	增加2000亿元 新增业务规模扩大至 1 万亿元以上
金融政策		
	原政策	现边际变化
普惠小微再贷款支持工具	4000亿元再贷款额度	普惠小微贷款支持工具额度和支持比例 增加一倍 再贷款额度或达8000亿元
延期还本付息	仅涉及小微企业和工商个体户贷款	扩大至 货车贷、个人住房贷、消费贷 汽车央企的900亿贷款也应配合延期还本付息
商业汇票承兑期限	1年	6 个月
新增债务支持	—	增加 1500 亿元民航应急贷款 支持航空业发行 2000 亿元债券 支持发行 3000 亿元铁路建设债券

资料来源：财政部，国务院官网，民生证券研究院；注：“原政策”指5.23国常会以前各项政策的既有表述。

本轮华东疫情压制需求的同时也约束供给。针对本轮疫情供需两层压制，国常会从供需两端激活经济，其中有四项政策偏务实。

第一，取消来自疫情低风险地区通行限制，一律取消不合理限高等规定和收费。客货运司机等在异地核酸检测，同等享受免费政策。

第二，增加1500亿元民航应急贷款，支持航空业发行2000亿元债券。有序增加国内国际客运航班。

第三，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。

第四，调整煤矿核增产能政策。

有序增加客运航班，实际进度或与疫情进展及疫情管控政策相关，短期难以判断客运修复进度。调整煤矿核增产能方面，去年 10 月及今年 4 月均有类似政策表述。落到实处，我们较难直接观察煤矿核增产能数据。本次国常会四处务实的政策中，最引发关注的是阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。

3 抗疫稳增长蕴含的行业机会

本次国常会 33 项政策蕴含三大产业链机会，分别是汽车、地产和基建。

第一，汽车产业链受益于减税和保供两条逻辑。

车辆购置税减征是常见的汽车消费刺激政策，核心逻辑是降低消费者缴纳汽车购置税，效果等同于降低汽车售价。

历史上需求疲软并且经济压力较大时期，以 2009 年和 2015 年为典型年份。这两年政策启用汽车购置税减免，以刺激汽车消费。2009 年和 2015 年 10 月-2016 年 12 月，两轮汽车购置税减免规模约为 171 亿元和 500 亿元。2008 年和 2014 年车辆购置税总规模分别为 990 亿元与 2885 亿元。本轮汽车购置税减免 600 亿元，相较 2020 年 3531 亿元总额，占比接近 1/6。

我们知道 3 月以来汽车产业需求、生产及投资都面临快速下滑，原因在于本轮华东疫情不仅冲击需求，还约束了全国物流供应链。本次国常会高度关注保供，要求优化复工达产，保证货运通畅。随着东北和长三角疫情逐步收敛，汽车产业链还将受益于供应链修复线索。

第二，地产产业链受益于需求刺激和融资改善两条逻辑。

5 月 20 日，央行调降五年期 LPR15bp。目前首套房贷款利率下浮空间也已扩大至 20bp。政策持续释放地产需求刺激信号，包括这次国常会，明确提到“因城施策支持刚性和改善性住房需求”。

回顾历史，2008 年地产销售下滑力度较大，2015 年地产投资下滑幅度较大，这两轮地产宽松时期，贷款基准利率累计下调均接近 200bp。当前地产宽松力度远不及 2008 年及 2014 年。本轮地产宽松还在进程之中，地产需求刺激政策还未结束。

国家融资担保基金主要用于定向信用支持，帮助信用薄弱部门修复资产负债表。我们认为，今年国家融资担保基金主要针对两个板块增信，一类是中小企业，另一类是民营房企。

这次国常会提到国家融资担保基金再担保合作业务新增 1 万亿元以上，较 4 月规模再度打开 2000 亿元。增信力度提高，或意味着后续民营地产企业融资条件将有边际改善。

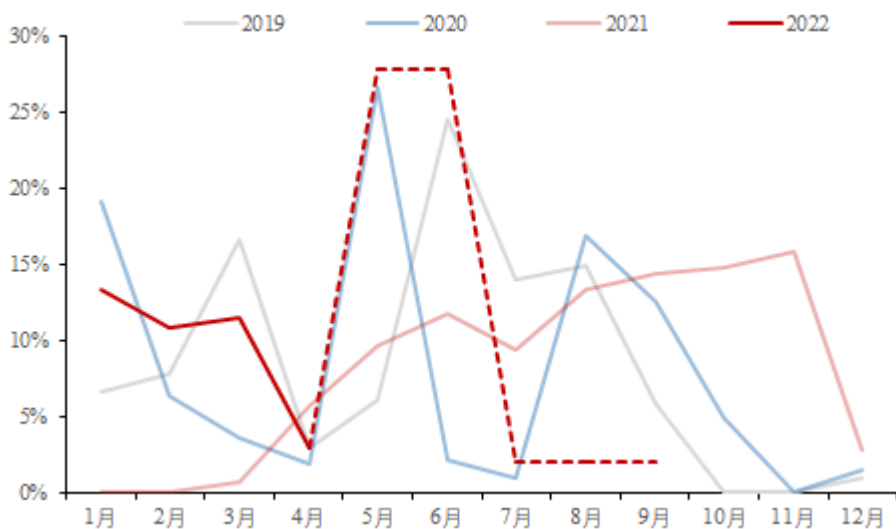
第三，基建产业链同时受益于资金充裕和项目到位两条逻辑。

往年专项债发行一般在 10 月结束，个别拖沓年份，专项债发行甚至延长至四季度。今年财政部多次强调二季度专项债尽量发行完毕，专项债发行节奏提前。本次国常会更是提到“专项债 8 月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等”，预计二季度专项债资金较为充裕。

不仅如此，国常会还提到“支持发行 3000 亿元铁路建设债券”，“引导银行提供规模性长期贷款”。预计今年基建预算外资金也同样较为充裕。

项目端，本次国常会提到“优化审批，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目”，“启动新一轮农村公路建设改造”，“再开工一批水电煤电等能源项目”。预计后续基建仍会在水利投资、地下管廊、电力投资、城市铁路和城际轨交领域持续发力。

图 3：今年专项债发行节奏或将大幅提前



资料来源：财政部，民生证券研究院；注：假设保留 6%（参照 2020 年四季度）专项债额度到三季度发行，5、6 月月均发行专项债 1 万亿。

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_42247



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn