



宏观专题

疫后经济如何稳增长？哪些加码政策可期？

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

- 1.《本轮疫情带来多少消费损失？》，2022.3.21
- 2.《定量测算本轮疫情对 GDP 的影响》，2022.3.25

投资要点：

- **核心观点：**本轮疫情给经济带来了巨大冲击，疫情如果持续到6月，将对二季度和全年经济增长造成更大影响。但国常会强调“咬定目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置”。从需求侧来看，稳增长关键在基建、房地产投资和消费三个方面，基建是经济增长的主要支撑，消费和房地产则是主要拖累。
- **疫后经济如何反弹：**2020年疫情后，基建和房地产投资最快恢复，其次是出口，制造业投资和消费恢复较慢，且政策拉动效果不明显。但**2022房地产位于下行周期，加上疫后消费修复慢，将成为经济主要拖累；需要依靠基建相关政策加大力度。**
- **稳增长的三个关键：基建、房地产和消费。**（1）基建发力是今年经济增长最重要的支撑。我们认为今年基建增速能达到**5-7%左右**，项目端关注五方面支撑：交通、水利、新基建、十四五重大项目、城市更新。（2）**房地产投资要实现1-2%的正增长**。二线城市是关键，需求有支撑，政策放松能见效，一二线城市恢复后也能拉动全年房地产投资正增长。（3）**预计最乐观情况下，全年社零增速5.7%**。消费政策要在两方面加大力度，一是加大消费补贴的规模和精准度，二是促进就业修复。
- **减税降费：（1）减税降费能拉动经济增长。**2019年，减税降费拉动GDP增长0.8个点，拉动固投增长0.5个点，拉动社零1.1个点。（2）**但今年减税降费政策效果将弱于2019年。**今年2.5万亿减税降费中有60%是留抵退税，留抵退税改善企业现金流而不增加企业收入。2019年降低增值税税率、提高个税起征点，直接增加企业和个人的收入。
- **风险提示：**疫情对GDP冲击超预期；宏观政策力度超预期；疫情形势发生较大变化。

内容目录

1. 复盘历史，疫后经济如何反弹？	4
2. 稳增长三个关键：基建、房地产和消费	6
2.1. 基建是经济增长的主要支撑，增速预计 5-7%	6
2.2. 政策需要进一步松绑，促进房地产投资实现正增长	9
2.3. 消费仍是增长短板，更大力度刺激才能达全年 6%	11
3. 减税降费对经济增长形成一定支撑，但效果减弱	13
4. 风险提示	14

图表目录

图 1: 全国与上海、吉林省本土感染者数量	4
图 2: 除上海、吉林之外的本土感染者数量	4
图 3: 固定资产投资恢复快于社零	6
图 4: 基建和房地产投资恢复快于制造业投资	6
图 5: 社零当月增速	6
图 6: 2019-2020 年各月专项债发行规模	6
图 7: 历年水利建设投资完成额	8
图 8: 城市更新投资规模及其基建和房地产部分占比	9
图 9: 30 城商品房成交面积	10
图 10: 100 城成交土地总价	10
图 11: 社零增速与 GDP 增速的关系	12
图 12: 家电下乡补贴金额占财政收入比例	12
图 13: 家电增速快速上升, 并在 12 年之前维持高增	12
图 14: 农村耐用品市场逐渐饱和	12
图 15: 3 月中小企业就业恶化	13
图 16: 私营和个体就业占我国城镇就业六成	13
图 17: 年轻群体失业率比疫情前高 4 个点	13
图 18: 消费倾向降低, 预防性储蓄增加	13
表 1: 3 月以来放松限购限贷限售政策的城市	11

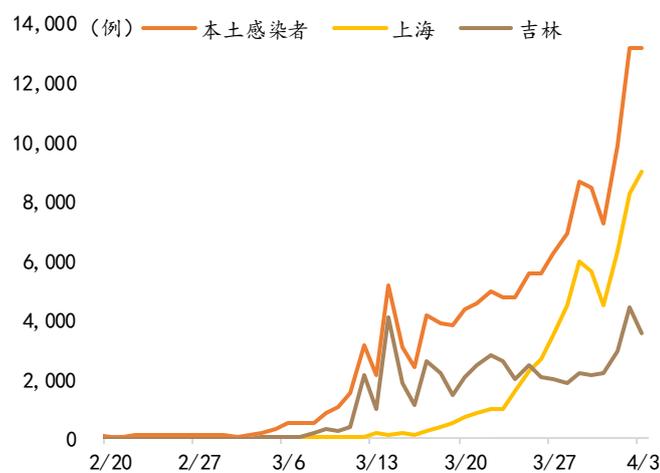
3月以来的疫情给宏观经济带来了巨大冲击。3月29日国常会指出“坚定信心，咬定目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置”“稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施”，表明稳增长仍是宏观政策重心。疫情过后，经济如何复苏？哪些政策会是关键？

本轮疫情演变到4月初，一方面除上海、吉林外，其他地区得到较好控制，上海吉林两省市之外的本土感染者数量在稳步下降，中高风险区数量已从3月24日的677个下降到4月4日的400个，减少了41%。另一方面，疫情外溢风险仍然较大，北京、湖北等多地出现了外省输入病例。

本轮疫情的两个突出特点，一是点多面广频发，波及29省，累计本土感染者已超过10万，山东、吉林、上海、广东、河北、福建等多个省市有疫情严重城市封控管理。二是无症状感染者数量多、占比大，3月1日-30日所有本土感染者中，无症状感染者占比62.6%，并且呈现出比例逐渐上升的态势，3月初单日无症状感染者比例为40%左右，到4月初已经上升到90%左右。

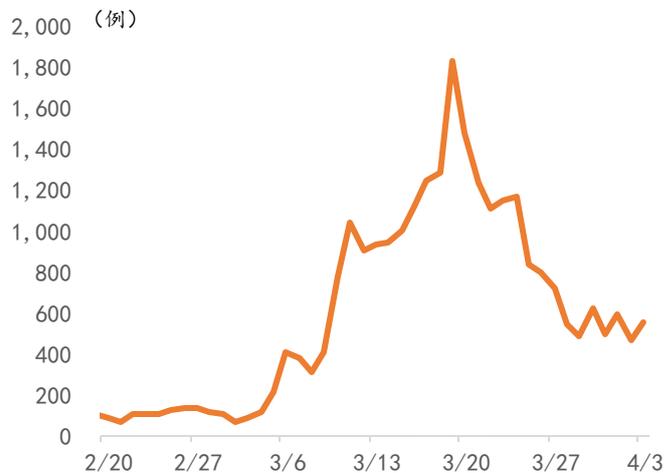
点多面广频发和无症状感染者数量多的特点，使得本轮疫情难以像此前几轮在一两个月内结束，持续时间或将被拉长。一方面，28省疫情逐步清零所需时间必然长于以往，并且各地清零不同步会引起疫情反复风险加大。另一方面，无症状感染者多于普通确诊病例，也使得本轮疫情潜伏传染的风险加大。此前的几轮本土疫情大多在1-2个月结束，但本轮疫情在各方面都突破了前几轮的上限。如果持续时间拉长，将进一步拖累经济。

图 1：全国与上海、吉林省本土感染者数量



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：除上海、吉林之外的本土感染者数量



资料来源：Wind，德邦研究所

1. 复盘历史，疫后经济如何反弹？

回顾 2020 年疫情后的中国经济复苏，我们发现基建和房地产投资最快恢复，其次是出口，制造业投资和消费恢复较慢，且政策拉动效果不明显。但 2022 年房地产位于下行周期，加上疫后消费修复慢，将成为经济主要拖累；需要依靠基建相关政策加大力度。

2020 年一季度投资下降幅度大于消费，但复苏速度更快。由于项目大量停工，1-2 月固定资产投资增速为-24.5%，对比之下，商品消费受影响小于服务消费，也

小于投资，同期社零增速为-20.5%。但疫情缓解后，投资恢复更快。以累计同比增速看，投资增速在9月转为正增长，为0.8%，全年增长2.9%，而社零全年增速为-3.9%。按三大需求对经济增长的贡献和拉动来看，2.2%的GDP增长中，投资拉动1.79个点，贡献81.5%，净出口拉动0.56个点，贡献25.3%，消费拖累0.15个点，贡献率为-6.8%。

具体来看，固定资产投资中，恢复最快的是房地产和基建，制造业投资恢复较慢，与消费恢复节奏相似。制造业投资受冲击最大，2020年1-2月增速为-31.5%，基建和房地产投资分别为-26.9%、-16.3%。按当月增速来看，房地产投资最快复苏，在3月就实现了1.1%的增长，基建次之，在4月实现2.3%的增长，制造业投资直到8月才恢复，增速为5%。社零与制造业投资的复苏节奏相似，当月增速从8月开始实现正增长，扣除价格因素后的实际增速从9月开始增长。全年投资主要靠基建和房地产投资带动，二者增速分别为3.4%、7.0%，制造业投资全年负增长，增速为-2.2%。

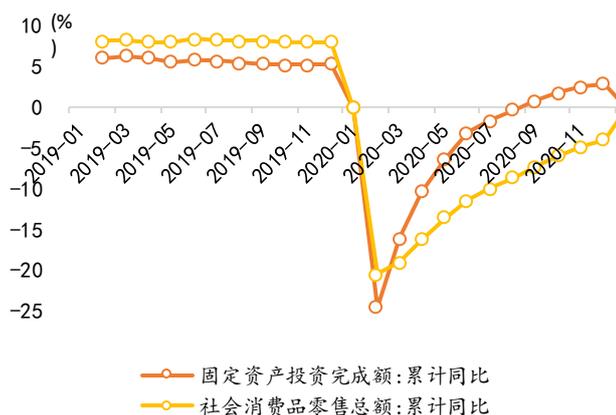
回顾政策效果，基建和房地产投资更容易受政策拉动。基建政策方面，通过增发专项债和抗疫特别国债加大基建资金支持，专项债规模从2019年的2.15万亿扩容到3.75万亿，另外增发一万亿抗疫特别国债，其中约7000亿用于基建，仅这两项就带来2.3万亿的基建增量资金。政策拉动下，2020年基建增速实现了突破性增长，如果不考虑一季度疫情停工带来的负增长，仅看4-12月，基建平均增速高达6.8%。房地产政策方面，央行三度降准释放长期资金约1.75万亿元，两度下调LPR利率中枢，5年期以上LPR累计降幅达15个基点，3月开始房地产市场迅速恢复并走向过热，4-12月平均增速达到10.2%，下半年住建部召开座谈会强调“房住不炒”，设置“三道红线”，房地产投资增速有所回落。

消费和制造业投资相关政策更难见效。5月8日，商务部副部长王炳南指出，28个省市、170多个地市统筹地方政府和社会资金，累计发放消费券达到190多亿元。如果全年有2-3波消费券政策，预计2020全年发放规模在400-600亿之间，核销率预计在50-70%，实际补贴（核销金额）约200-400亿，仅占当年一般公共预算收入的0.1%-0.2%。据林毅夫等（2020）¹的研究，消费券可以撬动3.5-17倍的关联消费，发券地区受支持行业的支付笔数比未发放地区同期同行业高约26.26%。但从实际来看，消费支持政策存在两个问题。一是消费券等政策只能短暂拉动消费，面对失业加剧、收入下降、边际消费倾向降低等因素导致的消费需求减少，无法根治；二是受限于财政紧平衡，消费支持规模较小，难以拉动全国消费回升。消费的复苏最终要依靠居民收入端的缓慢修复，难以在疫情后快速反弹，通常会持续维持一段时间的低位。

制造业投资修复逻辑与消费相似，更依赖于企业经营的恢复情况。2020年，财税部门发布实施了7批28项减税降费政策，对受疫情影响较大行业企业给予房产税、城镇土地使用税困难减免，完善出口退税、免征进出口货物港口建设费、减半征收船舶油污损害赔偿基金等稳外贸税费支持政策，出台扩大汽车消费的税收政策等，全年减税降费超2.6万亿。减税降费对于保市场主体、促进制造业投资具有一定作用，2019年《国务院关于减税降费工作情况的报告》指出当年超2万亿减税降费，拉动固定资产投资增长0.5个百分点。但制造业投资最终取决于企业经营状况的改善，同样难以依靠政策拉动实现快速反弹。

¹ 林毅夫，沈艳，孙昂. 中国政府消费券政策的经济效应[J]. 经济研究, 2020, 55(7):17.

图 3：固定资产投资恢复快于社零



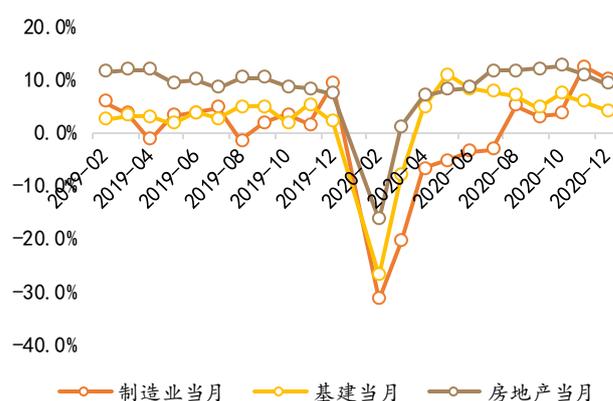
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：社零当月增速



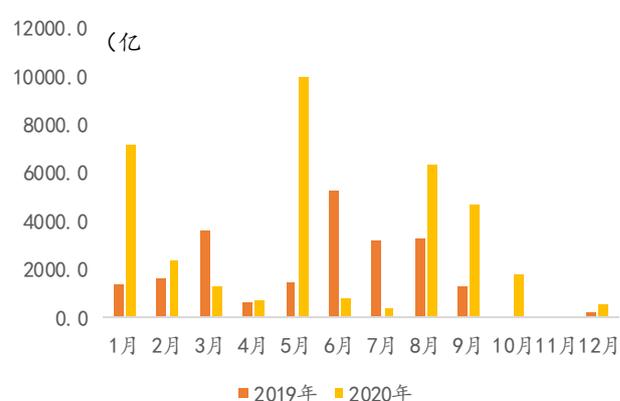
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：基建和房地产投资恢复快于制造业投资



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：2019-2020 年各月专项债发行规模



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 稳增长的关键：基建、房地产和消费

本轮疫情后的稳增长有三个关键因素，拆解为“一个支撑点，两个短板”。支撑点是基建投资，两个短板分别是消费和房地产投资。经济稳增长的效果，既取决于基建投资对经济的拉动力度有多大，又取决于消费和房地产投资对经济的拖累能否减到最小。

2.1. 基建是经济增长的主要支撑，增速预计 5-7%

基建发力是今年经济最重要的支撑。我们认为今年基建增速能达到 5-7% 左右，2020 年后 8 个月 6.8% 的基建增速将是今年增速上限。2020 年基建复工后，4-12 月的基建投资完成额相比 2019 年同期增长 6.8%。但 6.8% 的增速前提是基建资金大幅扩张，专项债扩容 1.6 万亿，新增抗疫特别国债 7000 亿用于基建。今年资金端增量会少很多，主要来自两方面，一是财政支出提速，带来基建支出水涨船高，去年一般公共预算支出增速仅为 0.3%，今年将大幅提速至 8.4%；二是去年四季度发行未使用的 1.2 万亿专项债资金。

“咬定目标不放松”+项目端的五方面支撑，将带动基建增速达到 5-7% 的高位区间。2017 年之后，基建年度增速从未超过 4%。我们在此前报告中曾提出基建增长的五个约束因素，一是偏向民生的财政支出结构调整，二是减税降费和土

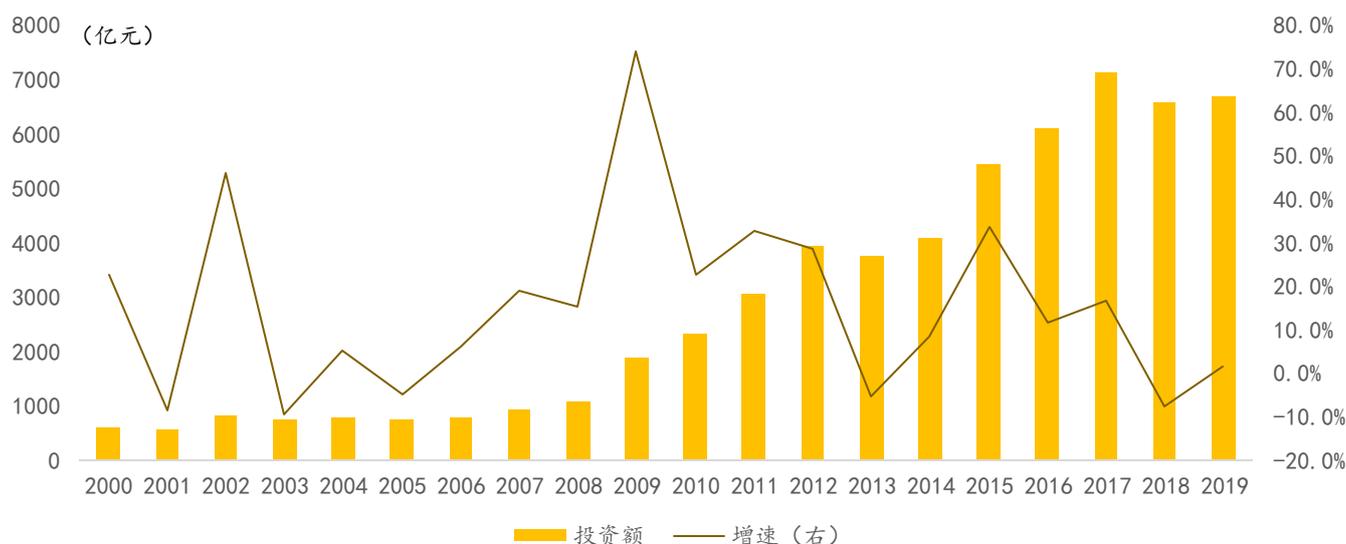
地收入下降加剧地方财力紧张，三是防范化解风险的底线思维没有改变，四是高质量发展下项目质量重于数量，五是人口减速在中长期降低基建需求。今年国常会强调“咬定目标不放松”，基建将努力稳经济，突破近5年来4%年度增速的天花板，主要有以下5方面的项目支撑：

一是传统的交通基建。今年1-2月，交通运输行业的固定资产投资增速高达10.5%，远高于整体基建8.6%的增速。交通部对扩大交通基建投资做出多次部署，2月印发《关于积极扩大交通运输有效投资的通知》，提出适度超前开展基础设施投资，扎实做好扩大交通运输有效投资各项工作，实现“开门红”“开局稳”。3月21日交通运输部部务会强调“适度超前开展交通基础设施投资”“为有效稳投资作出更大贡献”；24日召开扩大交通运输有效投资视频会议，再次强调“积极扩大交通运输有效投资”。

二是水利工程。今年1月10日和3月29日两次国常会提出要加快水利工程开工。重大水利项目投资具有三点优势：**一是副作用小**，许多重大水利项目都是经过多年论证，项目质量过硬，一般不会出现产能过剩、收益率过低等问题。**二是项目储备充足、开工快**，重大水利项目前期基础较好，能够快速开工，加快建设，一季度就能形成实物工作量，符合中央经济工作会议提出“政策发力适度靠前”的时间要求。**近些年来，我国有两次重大水利工程的集中储备。**第一次是2014年5月，国常会要求分步建设172项重大水利工程。第二次是2020年7月8日，国常会指出重大水利工程是“两新一重”建设的重要内容，确定了2020-2022年150项重大水利工程建设计划。**三是对投资、就业拉动效果大**，据国宏院测算，重大水利工程每投资1000亿元，拉动GDP增长0.15个百分点，新增就业岗位49万。据国家发改委介绍，上述150项重点项目总投资达到1.29万亿，直接和间接拉动投资6.6万亿，年均新增就业80万个。

我国水利建设投资具有显著的逆周期特点，2022年水利投资增速预计和2020年接近。根据《中国水利统计年鉴2019》，在2009、2015等经济下行年份，水利投资建设完成额均出现了大幅反弹，2009年为74.1%、2015年为33.5%。根据水利部全国水利工作会议，2019-2021年水利建设投资（与水利统计年鉴口径不同）分别为7260、7695、7576亿元，对应2020、2021年增速分别为5.9%、-1.5%，2020年逆周期增长明显，远远快于当年固定资产投资完成额2.9%的增速。3月9日国常会指出全年水利投资可完成约8000亿元，对应增速5.6%，与2020年投资力度接近。

图 7：历年水利建设投资完成额



资料来源：《中国水利统计年鉴 2019》，德邦研究所

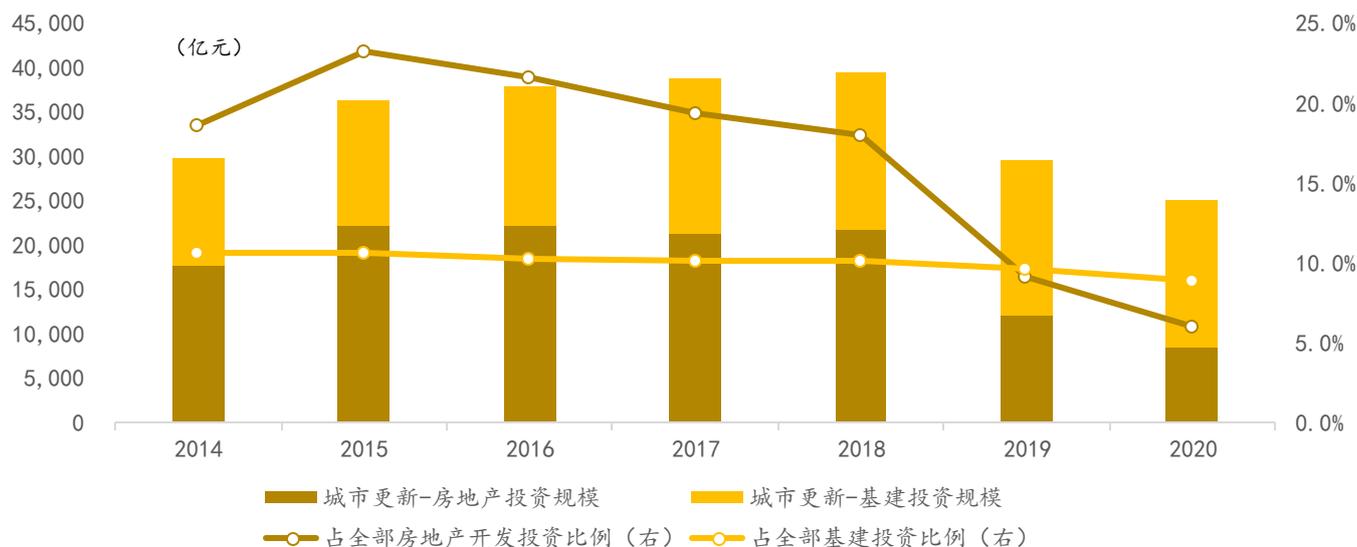
三是新基建。根据中国信通院的测算，2021年新基建投资约1.78万亿，“十四五”期间总投资约10.53万亿，剩下四年年均约2.2万亿。2022年在稳增长政策基调下，新基建靠前建设，假设完成剩下四年30%，则达到2.6万亿，拉动基建增速4.3%。

四是“十四五”102项重大项目。“十四五”规划《纲要》确定的102项重大项目涉及科技攻关、基础设施、生态环境建设、民生补短板、文化传承发展等重点领域。此前2021年6月9日国常会专门部署推进“十四五”规划确定的102项重点工程，9月8日，国家发改委在新闻发布会指出，“十四五”规划中的重大工程项目已陆续启动建设。1月10日国常会强调“要加快推进“十四五”规划《纲要》确定的102项重大工程项目和专项规划重点项目实施”，3月31日发改委组织召开推动“十四五”规划102项重大工程实施部际联席会议第一次会议，审议了推动“十四五”规划102项重大工程实施部际联席会议工作规则和2022年工作要点，研究部署下一步重点工作。

“十四五”规划确定的102项重大项目对适度超前开展基础设施建设具有重大意义。2022是十四五的第二年，重大项目都处于起步阶段，具有充足的超前建设潜力空间。102项重大项目从去年三季度开始启动建设，在今年经济下行压力之下，这批重大项目可以超前完成五年进度的30%，将成为超前基建的重要支撑。

五是城市更新。住建部在今年2月24日发布会指出，截至2021年底，全国411个城市共实施2.3万个城市更新项目，总投资达5.3万亿元。我们将城市更新分为房地产投资和基建投资两部分，2020年城市更新中的房地产更新投资完成额为8555亿，基建更新为1.66万亿，合计约2.5万亿。预计2021年可拉动基建增速0.44个百分点，2022年有望达到1个百分点左右。未来几年我们将会经历城市存量更新与增量建设并行的时代，市政基建增速可期。

图 8：城市更新投资规模及其基建和房地产部分占比



资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 政策需要进一步松绑，促进房地产投资实现正增长

房地产投资是除消费之外的另一个拖累项。在原来 5.5% 经济增速下，固定资产投资要达到 6% 以上，即使基建和制造业投资都能实现较高增长，房地产投资也要实现 1-2% 的正增长。

1-2 月房地产投资增速 3.7%，远远超出市场预期，但拆解来看，仍有不少隐忧。一是销售乏力，商品房销售面积下降 9.6%，销售额下降 19.3%。二是房企融资困难仍未缓解，房地产开发企业到位资金下降 17.7%，其中，国内贷款下降 21.1%，定金及预收款下降 27.0%，个人按揭贷款下降 16.9%。三是拿地仍弱，土地购置面积下降 42.3%，尽管土地购置费高增 11.3%，但缺乏资金支撑，难以持续。

原本市场预期 1-2 月 3.7% 的房地产投资增速难以持续，经过 3 月疫情冲击后，房地产形势更加恶化。销售方面，30 大中城市商品房成交面积，2 月 27 日相比去年同期下降 30%，3 月 20 日下降 57%，3 月下旬以来降幅收窄至 40%。投资方面，土地成交价款是开工的领先指标，可以反映未来一段时期的房地产投资趋势。100 城成交土地总价来看，3 月相比去年同期减少了 62.7%，4 月 3 日相比去年仍下降了 43.1%。

本轮疫情后，因城施策的宽松力度明显加大。3 月以来，郑州、哈尔滨、青岛、福州、衢州、秦皇岛等 6 个城市先后放松了限购限贷限售政策。3 月下旬以来松绑步伐明显加快，3 月上中旬只有哈尔滨放松限购和限贷，青岛即墨区放松限售；但 3 月 23 日以来的 10 天里，就有哈尔滨、福州、秦皇岛、衢州 4 个城市放松限购限售。

目前政策关键是促进仍有需求的二线城市快速恢复，一线城市政策放松可能性较小，三四线城市恢复较慢，需要政策加大力度。从需求来看，一线城市和强二线城市的市场需求仍然充足，比如深圳，受疫情影响，商品房成交面积在 3 月

中旬降至冰点，但疫情结束后，3月底快速回到正常水平。其他二线城市往往是省内和区域中心城市，如郑州、哈尔滨、福州等，中长期仍具有需求支撑，政策刺激下，市场能够较快恢复。三四线城市在上轮棚改货币化下的房地产周期中，过度透支了需求，目前会继续向下调整，需要政策放松、经济回暖后，经历相对较长时间才会逐渐稳定。

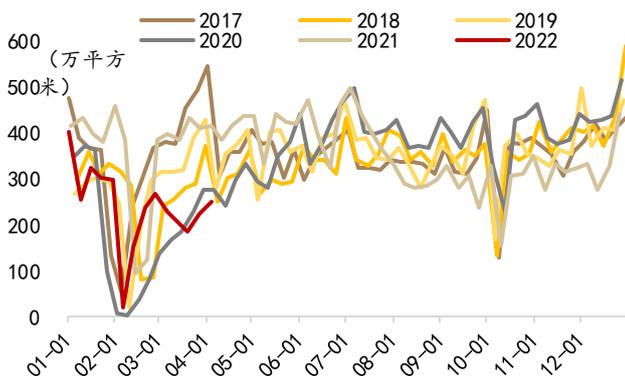
二线和三四线城市因城施策空间何在？ 房地产开发端来看，土拍和预售资金监管仍有放松空间，如取消隐性条件、降低土拍门槛、降低土地保证金的比例等。土拍政策适度放松之后，才会调动房企拿地积极性，扭转偏弱的信心和预期。需求端来看，各地最大的限制政策是限购限贷和首付比例。其中，限贷和首付比例影响最广，限购主要在二线城市影响较大。年初以来有多地降低首付比例，但目前只有郑州松绑了认房认贷的限贷措施，未来限购限贷有待更多城市根据跟进。

我们认为需求较强的一二线城市恢复能带动房地产投资实现全年正增长。 从房地产投资来看，我们计算了2019年287个地级以上城市房地产投资占比，4个一线城市占11.1%，26个二线城市35.7%，257个三线及以下城市占53.1%。一二线城市合计占比47%左右，如果一二线能正增长，且增速比其他城市降幅略高，比如一二线3%，其他城市-2%，就能实现正增长。

此外，保障性租赁住房拉动房地产投资2.4个百分点。 住建部此前表示，2022年将筹集240万套保障性租赁住房，我们预计新建有144万套，改建96万套，对应投资约为3500亿。2021年房地产开发投资为14.76万亿，保障性租赁住房能拉动房地产投资2.4个百分点。

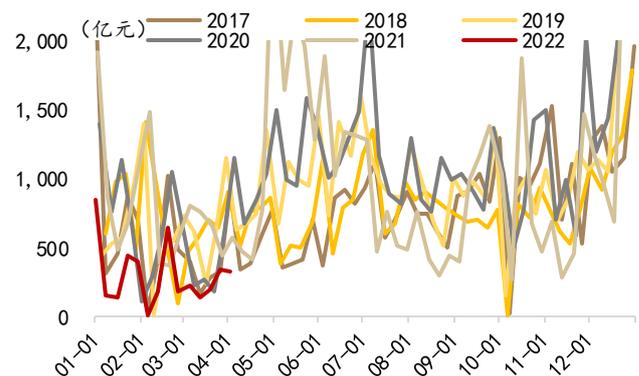
整体来看，销售不景气和房企融资未改善，是年内房地产投资的主要约束因素，稳增长仍需房地产相关政策进一步放松。 贷款利率已经有了较大幅度的下降，各地降首付比例、放松限购限贷限售政策也在路上，预计本轮疫情过后，销售将会逐渐回暖。但融资端改善较慢，房地产投资增长仍然需要政策加码。

图 9：30 城商品房成交面积



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：100 城成交土地总价



资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：3 月以来放松限购限贷限售政策的城市

时间	城市	内容
3 月 1 日	郑州	放松限购和限贷。郑州发布《关于促进房地产业良性循环和健康发展的通知》，规定子女和近亲属在郑工作、生活的，鼓励老年人来郑投亲养老，允许其投靠家庭新购一套住房。对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。
3 月 4 日	青岛即墨区	放松限售。缩短限售期，新房限售期认定时间提前，以网签为节点。二手房限售期从 5 年调整为 2 年。
3 月 23 日	哈尔滨	废除限售。废除 2018 年出台的《哈尔滨市人民政府办公厅关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》，当时该政策规定，对于哈尔滨主城区 6 区的城市，落实 3 年限售政策，以商品房网签合同签订日作为认定日。
3 月 30 日	福州	放松限购。非五城区户籍家庭（含港澳台）在福州五城区购房，无需提供近两年内满 12 个月医社保或纳税证明或落户，即可购买一套福州五城区 144 平方米以下的普通住宅，购买后该房屋仍受限售政策影响。
4 月 2 日	秦皇岛	放松限购。《秦皇岛市人民政府关于加强房地产市场调控的意见》（秦政字〔2017〕16 号）和《秦皇岛市人民政府关于进一步加强房地产市场调控的通知》（秦政字〔2017〕19 号）两个文件，实际上放松了对外来人口购房的社保等要求。
4 月 2 日	衢州	取消限购和限售。衢州发布《关于促进市区房地产业良性循环和健康发展的通知》，取消对外地人购房限制，同时取消了 5 年限售的规定。

资料来源：财联社，德邦研究所

2.3. 消费仍是增长短板，更大力度刺激才能达全年 6%

社零名义增速一般明显高于 GDP 增速，实际增速与 GDP 增速大致相当。在原来 5.5% 目标下，预计今年 CPI 在 2 左右，**社零全年名义增速要在 7.5% 以上，实际增速才能高于 5.5%**。我们认为今年社零名义增速很难突破 6%。按照最乐观情况推算，假设 3 月社零 1.5%，4 月 3%，5-6 月分别恢复到 5% 和 6%，三季度 6%，四季度 7%，全年社零增速也只有 5.7%，实际增速仅为 3.7%。

疫情以来的消费政策效果不佳。各地出台的促消费政策可分为三类，一是优化消费环境、完善商业基本设施，如完善县乡村电商体系等；二是直接给予消费补贴，如发放消费券和新一轮汽车和家电下乡补贴；三是鼓励发展特定类型消费，如夜经济、旅游消费、直播电商等。其中第二类是直接刺激消费需求，更能直接见效。消费需求=意愿+能力，发放补贴在短期内能够刺激一定的消费需求。但我们认为，疫情以来的消费券政策并没有发挥出应有的效果，对消费的刺激力度远不如 2009 年家电下乡。

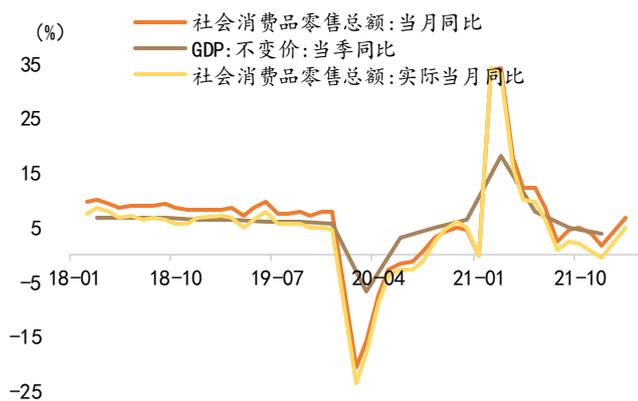
比较 2009 年家电下乡与 2020 以来的消费券政策，我们发现主要有两个原因：一是“家电下乡”更精准，面向收入较低的农村市场，覆盖更多中低收入者，而消费券等政策属于“全面撒网”，没有定向覆盖中低收入者，降低了实际补贴效果。很多地区消费券的核销金额不到发放金额的 50%，比如 2020 年 4 月沈阳发放 2000 万消费券，核销 944 万，宁波发放 1070 万，核销 515 万。二是消费券政策的支持力度和持续性都不如“家电下乡”。前文我们推算消费券实际补贴规模约为一般公共预算收入的 0.1%-0.2%，而家电下乡补贴金额占全国一般公共预算收入的比例都在 0.2% 以上，2010 是 0.20%，2011 是 0.27%，2012 是 0.23%。从持续性来看，2009 年“家电下乡”一直持续到 2013 年，充分挖掘了农村市场的消费潜力与空间；而消费券政策呈现出“一次性”的特点，更像“促销”，没有挖掘出新的消费空间。

近期“新一轮汽车和家电下乡”成为促消费政策的另一选择。3 月初的政府工作报告指出“鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新”；2 月 11 日，国务院印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》，规划提到，鼓励有条件的地区开展农村家

电更新行动、实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代。从各省两会来看，9个省提出发展新能源汽车，7个省提到家电下乡。

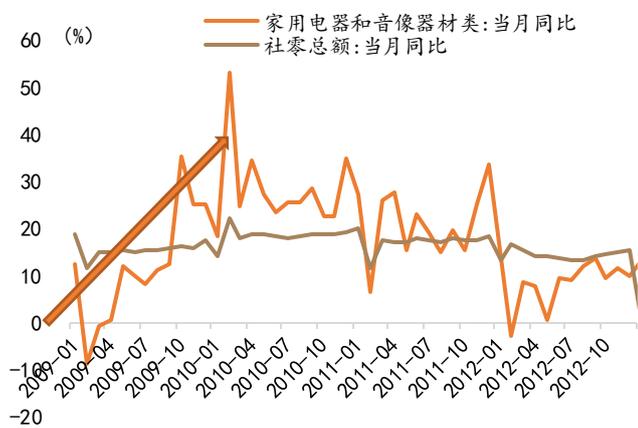
但我们认为“新一轮汽车和家电下乡”对消费的促进效果会远小于上一轮汽车家电下乡，主要有两方面约束，一是地方财力紧张，二是农村居民消费需求不足。一方面，2022年地方财政压力可能比2020年更大，土地出让收入下降将导致地方财力损失近十分之一，2.5万亿减税降费会进一步加大地方财政筹集收入的压力。以地方政府性基金收入+一般公共预算收入衡量广义财力，土地出让收入下降21.4%，对应2022年该项收入减少1.86万亿，占到广义财力的9.08%。另一方面，农村居民消费需求显著低于2009年。上一轮家电下乡时，农村耐用品市场还是一片蓝海，2009年农村每百户耐用品拥有量中，电冰箱是37台，洗衣机是53台，空调是12台，2020年分别上升至100、92、74台，都已接近饱和。

图 11：社零增速与 GDP 增速的关系



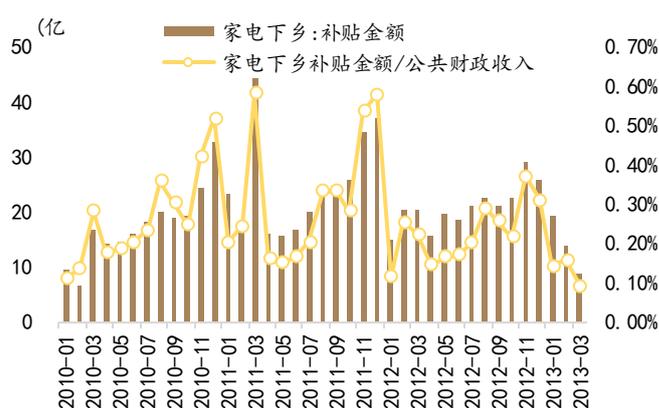
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：家电增速快速上升，并在 12 年之前维持高增



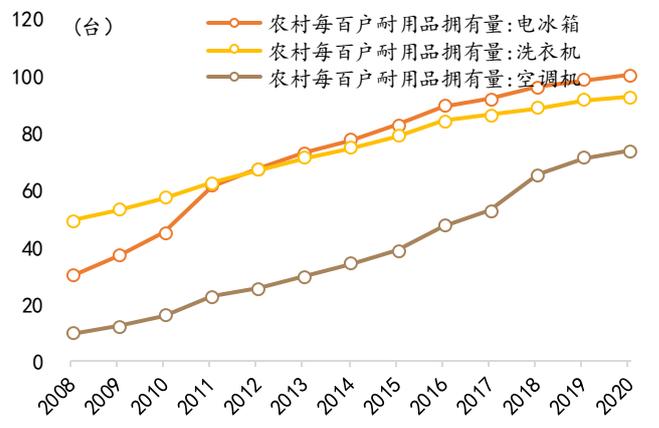
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：家电下乡补贴金额占财政收入比例



资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：农村耐用品市场逐渐饱和



资料来源：Wind，德邦研究所

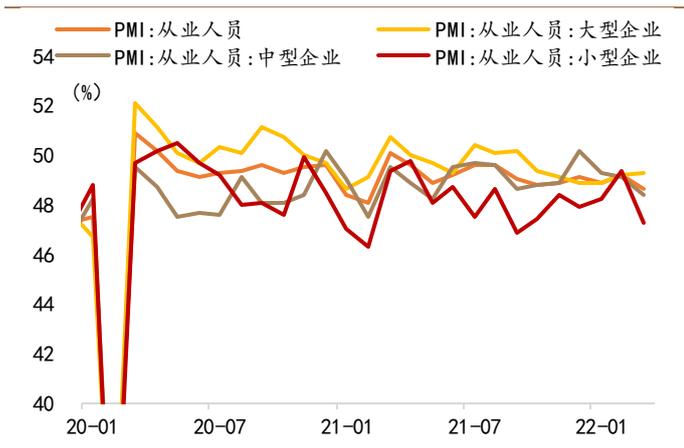
收入端修复缓慢仍然是消费的核心症结。一方面，就业的结构分化问题仍严重，限制了中低收入者的消费扩张。中小企业就业形势仍然严峻，今年3月PMI从业人员指数环比下降了0.6个点，其中小型企业下降2.1个点，大型企业上升0.1个点。但中小企业才是我国吸纳就业的主力军，2019年底私营企业和个体户占城镇就业比例分别为32.2%和25.8%，合计占58%。年轻群体失业率显著高于疫情前，2月25-59岁人口失业率为4.8%，比2019年同期还低0.1个点，但16-24岁人口失业率为15.3%，相比疫情前同期的11%，要高4.3个点。今年政府工作报告提出的1100万新增城镇就业目标，难处也在于农民工、大学生和中小企业就业人员三个群体。

另一方面，本轮疫情改变了居民消费和储蓄行为，预防性储蓄增加，边际消费倾向降低。根据央行储户问卷调查数据，“更多消费占比”从24.7%下降至23.7%，

与 2020 年二季度接近(23.4%);“更多储蓄占比”则从 51.8%大幅上升至 54.7%，高于 2020 年一季度的 53%。从 2020 年的经验来看，“更多消费占比”会在疫情结束后一个季度内出现大幅反弹，但需要更长时间才能修复到疫情前水平。

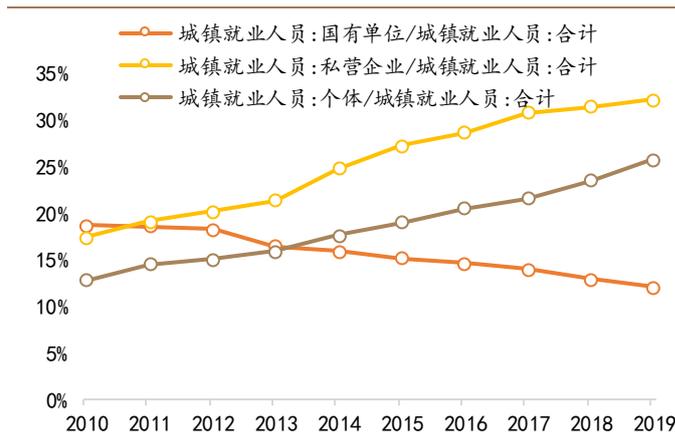
因此，当前消费政策还需要在两方面加大力度，一是地方财力紧张需要中央财政发力，加大消费补贴的规模和精准度，相比 2020 年消费券规模需要更大，同时向中低收入者精准投放，才能实现较好的刺激消费作用。二是保就业就是保消费，千方百计稳就业，政策力度需要达到 2020 年水平，才能实现更高的就业目标。

图 15：3 月中小企业就业恶化



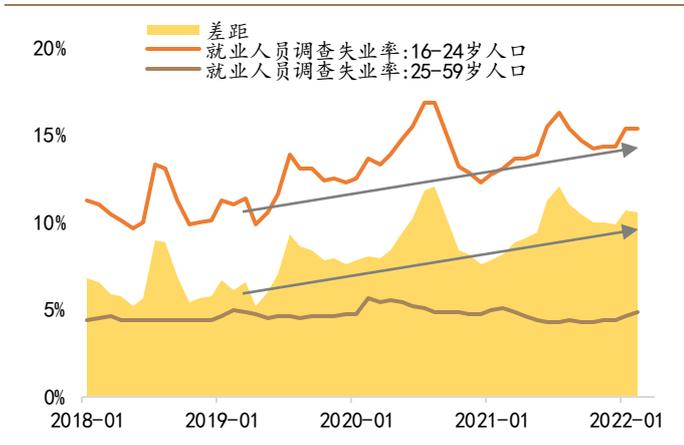
资料来源：Wind，德邦研究所

图 16：私营和个体就业占我国城镇就业六成



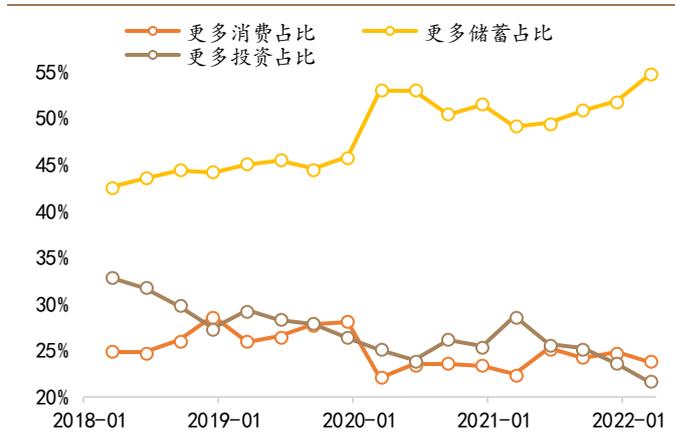
资料来源：Wind，德邦研究所

图 17：年轻群体失业率比疫情前高 4 个点



资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：消费倾向降低，预防性储蓄增加



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 减税降费对经济增长形成一定支撑，但效果减弱

减税降费也能拉动经济增长。减税降费减轻企业成本负担，能够促进企业投资；个人所得税方面的减税能够刺激消费，从而拉动经济增长。2019 年《国务院关于减税降费工作情况的报告》指出，减税降费拉动当年 GDP 增长 0.8 个百分点，拉动固定资产投资增长 0.5 个百分点，拉动社会消费品零售总额增长 1.1 个百分点。

本轮疫情后预计减税降费将超过年初 2.5 万亿目标。3 月 11 日李克强总理答

记者问时指出，减税降费“如果效果好，我们还会加大力度”。本轮疫情对经济造成大幅冲击，预计减税降费力度会强于两会目标。

但政策效果将弱于 2019 年。2019 年降低增值税税率、提高个税起征点，直接增加企业和个人的收入。今年减税降费以留抵退税为主，2.5 万亿减税降费中有 1.5 万亿属于留抵退税，占到 60%。但留抵退税的政策效果弱于降低增值税税率，因为留抵退税改善企业现金流而不增加企业收入。本期退税的同时，意味着下期没有抵扣税额，要多交税。

4. 风险提示

- (1) 疫情对 GDP 冲击超预期；
- (2) 宏观政策力度超预期；
- (3) 疫情形势发生较大变化。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券研究所首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。