

3月意料之外的疫情冲击，对经济影响直逼2020年一季度，给稳增长增添了不确定性。后续政策如何调控和演绎成为市场关注的重点。以往鉴来，本文旨在回答两个问题，中国过往抗疫政策主线是什么，抗疫政策趋势会有怎样变化？

纵观全球，抗疫经济政策主要有两块内容，稳增长措施和抗疫特别措施。

前者通过**传统的逆周期调控政策**，刺激需求，防止疫中需求坍塌，实现稳增长。后者通过**抗疫特别政策**，对冲疫情中受损较重的特定经济板块，如居民消费和就业萎缩。

我们可以从传统逆周期和抗疫特别政策，这两个方面评估中国抗疫政策。

➤ **中国抗疫逆周期政策，可从货币、财政和地产三个方面进行考察。**

货币政策看银行间流动性和实体信用；财政政策看财政减收和扩支力度；地产政策看居民需求和房企融资。

疫中货币政策偏稳，今年货币政策取向宽松，但宽松效果有限。总量货币政策经历“宽松—收紧—宽松”的一轮循环，整体趋于平缓。今年以来货币政策取向偏松，然流动性并未“大水漫灌”，信用也因地产融资缺位而受拖累，结构性货币工具也较前两年有所衰减。

疫中财政减收又扩支，并且今年财政扩张力度与2020年相当。减收维度，2022年减收总量和2020年相当。今年财政减收，改善中小微企业的现金流效果更明显。扩支维度，今年财政总支出意愿和基建投资扩张意图都是三年最强。

疫中地产已经历两轮宽松，一次是2020年初，另一次是去年底至今。2020年政策重点在稳房企现金流。去年底至今，地产宽松政策重点在稳定房地产销售端量价。目前房地产依旧偏弱，不排除后续地产调控政策进一步放松，期待企业端融资放松。

➤ **中国抗疫特别政策，重点在促消费、保就业和稳出口三个方面。**

促消费政策力度偏弱，作用方式更为间接。横向对比基建投资、减税降费等财政刺激手段，促消费政策力度弱。美国直接发放居民补贴，与之对比，中国促消费政策更侧重于保市场主体、保就业的间接方式，中国促消费的政策效果弱于美国。对比2020年，今年的消费刺激政策进一步体现这些特征，直接消费刺激力度较之前衰减。

保就业政策主要着力点在稳定服务业就业、大学生就业和农民工就业。这些就业在疫情中受冲击更严重。需要注意，历经三年抗疫，就业矛盾正逐步从临时性扰动转变为长期就业压力，今年保就业政策力度有所加大，同时也更加鼓励“乡村就业”等新业态的就业模式。

稳出口政策重点落脚点在降低外贸企业的生产经营成本。相较过往，今年海外订单不稳定和运费压力更大，故而稳出口着力缓解国际物流压力，加快出口退税并落实RCEP政策。

➤ **从政策实效理解中国抗疫政策的操作内核。**

先看抗疫特别政策。中国消费补贴、消费券发放累计规模仅约百亿，不足以托举全社会消费。与美国大额发放居民补贴相比，中国促消费政策不可同日而语。中国另外两块抗疫特别政策，保就业和稳出口政策，同样受制于规模较小，政策实际效果有限。

再看抗疫逆周期政策。三年抗疫，中国货币政策总体稳中有宽，并未出现无节制的长期大幅宽松，货币宽松对需求刺激效果有限。**中国真正有效的是两块抗疫政策，一是财政扩张（包括减收和扩支两个维度），二是地产宽松。**

财政减收稳定中小企业现金流，财政扩支撬动基建上行，地产政策宽松带动地产修复。我们认为这才是中国抗疫政策的操作内核。

➤ **对未来中国抗疫政策的三点展望。**

我们认为中国抗疫政策蕴含三条主线：第一，中国作为生产型外向经济体，出口为中国疫时经济打开宝贵的需求空间。第二，内需托底方面，中国并未全面刺激消费，更多依赖建筑业需求（地产和基建）扩张。第三，稳定居民收入方面，中国并未直接开启消费刺激，而是将重点放在保市场主体和保就业。

展望中国抗疫政策未来：第一，出口动能仍在，则中国抗疫政策主线逻辑不会有太大调整。第二，直接消费刺激政策，补贴居民或者大规模发放消费券，当下可能性并不高。第三，疫中稳增长，仍需要建筑业需求扩张。

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

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

研究助理 方诗超

执业证书：S0100122030001

电话：18868130217

邮箱：fangshichao@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目 录

前言	3
一、 逆周期政策及 2022 年政策风向	3
1.1 财政政策	3
1.2 货币政策	5
1.3 地产政策	8
二、 抗疫特别政策及 2022 年政策风向	10
2.1 促消费政策	10
2.2 保就业措施	11
2.3 稳出口政策	13
三、 如何理解中国三年抗疫政策	14
风险提示	17
插图目录	18
表格目录	18

前言

我们初步测算了今年3月疫情对经济带来的冲击，力度直逼2020年一季度。意料之外的疫情冲击，为全年GDP实现5.5%左右的增速目标增添了一份不确定性。既然本轮疫情影响如此之深，后续抗疫政策如何应对？对这一点市场颇为关心。有必要梳理中国过往抗疫政策主线，进而展望未来抗疫政策趋势。

自2020年以来，全球抗疫接近三年。纵观各国抗疫政策，框架极为相似，不外乎三个政策着力点，一是疫苗等医疗资源保障；二是需求刺激和经济增长维系；三是居民就业和企业支持。疫苗等医疗资源保障关系公共卫生领域命题，梳理经济领域的抗疫政策，我们更多聚焦于后两者，亦为稳增长措施以及，抗疫特别措施。

疫情对经济的影响体现在两个层面，一是压制总量需求，二是冲击特定经济板块。与之对应，**一是采用稳增长措施，即用传统逆周期政策刺激需求，防止疫中需求坍塌；二是采用抗疫特别政策，尽量对冲疫情对居民消费和服务业就业影响。**

以上述视角观察中国抗疫政策，我们评估中国三年抗疫政策，已然经历了哪些趋势变化，并进一步展望，未来中国抗疫政策或将如何演绎。

一、逆周期政策及2022年政策风向

中国传统逆周期政策主要有三类，货币、财政和地产政策。可从两个维度评估货币政策，银行间流动性和实体信用。评估财政政策，也可以简单看两块，减收和扩支力度。地产政策评估也可以主要盯两块，居民需求和地产企业融资。

1.1 财政政策

财政扩张无非两种形式，减收或者扩支。梳理三年抗疫财政政策，我们同样着眼于减收和扩支两个方面。

减收维度，2022年减收2.5万亿，2020年减收2.6万亿，2022和2020年相仿。

今年两会政府工作报告给出全年2.5万亿减税降费额度，主要用于盘活中小微企业、服务业和制造业企业现金流。针对小微企业，政府进一步降低其所得税和增值税税率；针对制造业中小微企业，可以缓缴今年上半年所得税；针对民航、铁路等公共交通服务业，减免其一年增值税。

2020年财政减收2.6万亿，2021年财政减收1.1万亿，2022年拟减收2.5万亿。今年财政减收力度直逼2020年，显著高于2021年。不仅如此，今年和2020年财政减收的对象也较为重合，均更多针对中小微企业，目的在于缓解中小微企业现金流压力。

相较过去两年，今年财政减收对中小微企业的现金流改善效果更加明显。

不论经营环境好坏，即便没有当期经营收入，企业也仍需缴纳社保费用。对于中小微企业而言，社保费用是它们负担较重的一块广义税负。2020疫情期间，减免缓社保费用1.7万亿，这一操作极大减轻了中小微企业压力，盘活它们的现金流。

2022年的社保费用减收政策仍在，但适用范围明显减小，仅允许部分省份对餐饮企业、零售企业、旅游企业阶段性实施缓缴失业保险、工伤保险费政策。2022年财政减收主要落到了“增值税留抵退税”。

1.5 万亿的增值税留抵退税，直接效果相当于政府自掏腰包，将 1.5 万亿现金直接发放到企业手中。相较 2020 年的社保费用减免，增值税留抵退税对中小微企业带来的现金返还获得感更强。

表 1：2020 与 2022 减税降费政策对比

减税降费项目		
	2020 年	2022 年
减税	0.9 万亿	约 1 万亿
小规模纳税人增值税	• 3%征收率降至 1%	• 1%征收率降至 0%
小微企业、工商个体户所得税	• 缓缴 5-12 月企业所得税	• 100-300 万元应税所得额部分减半征收所得税 • 2022 年新购置 500 万元以上部分设备可一次性税前扣除 • 享受“六税两费”优惠
服务业企业	• 提供抗疫物资类生活服务业免征增值税	• 铁路、民航、公共交通免征增值税
制造业企业	无	• 研发费用 100%加计扣除 • 制造业中小企业缓缴一二季度所得税
降费	1.7 万亿	—
养老保险费率降低	• 城镇职工养老保险单位缴纳部分费率可降至 16%	暂停
工伤、失业保险费率降低	• 降低失业、工伤保险费率	• 降低失业、工伤保险费率
社保费用减免缓	• 中小微企业三项社会保险（养老、工伤、失业）减免缓	• 经省级政府许可，餐饮、零售、旅游企业可自主申报缓缴 1 年失业、工伤保险
退税	—	1.5 万亿
增值税留抵退税	无	• 小微企业、工商个体户存量留抵 6 月前一次性退还，增量于 4 月逐月足额退还 • 制造业等其他企业存量留抵税额 22 年底退还、增量于 4 月逐月足额退还

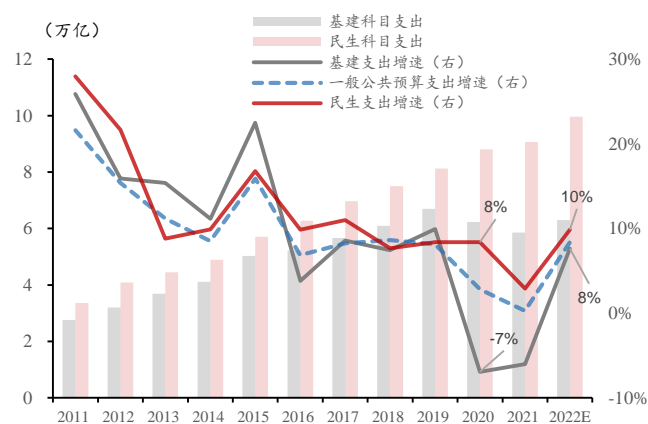
资料来源：国税局，民生证券研究院整理

扩支维度，今年财政支出意愿明显超过了过去两个年份。

我们可以用财政账本中的“一般公共预算支出”度量政府支出意愿。2022 年一般公共预算增速 8%，基建支出增速 8%，民生支出增速 10%。2020 年，一般公共预算支出增速 3.8%，基建支出增速-7%，民生支出增速 8%。2021 年财政支出增速普遍较低。

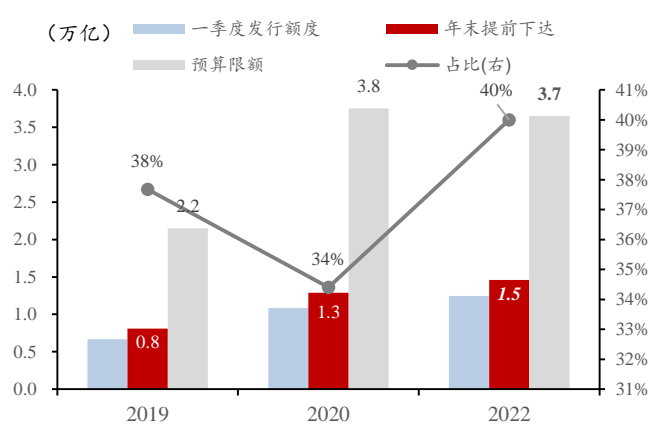
抗疫三年，今年财政扩支的意图最为强烈。而且今年财政在基建投资方面的扩张意图，也是三年以来最高。

图 1：公共财政基建支出发力



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：专项债发行进度超前



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 货币政策

货币层面，在 2020 年疫情爆发之初大幅宽松，后快速回归常态，迄今为止已经历了“宽松—收紧—宽松”的一轮循环，总量货币政策工具相对克制。

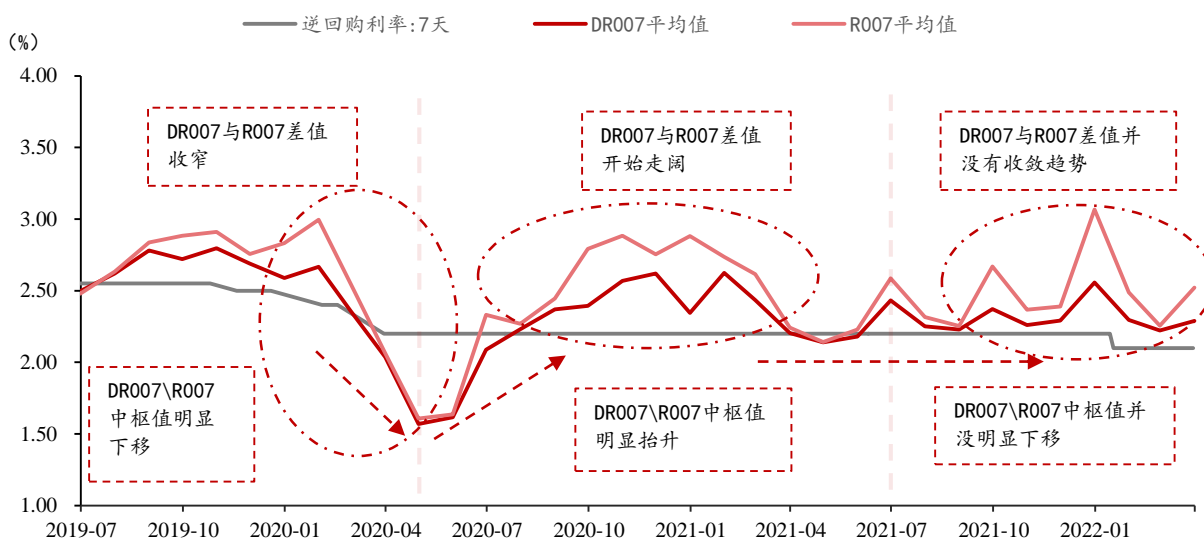
2021 年底和 2022 年初各迎来一轮降准降息，然而当前货币市场资金价格中枢并未实质性下移。无论是 DR007 平均值还是 R007 平均值，并没有跟随逆回购利率下移而同步下移。非银机构与银行资金价差也并没有显著收敛。DR007 与 R007 的差值并未出现收窄，甚至有进一步走阔的迹象，当前宽松力度显然远不如 2020 年初。

信用层面，疫情以来信用条件也经历了宽松—收紧—宽松三个阶段。当前信用条件介于 2020 年和 2021 年之间。

房地产部门信用条件转松。2021 无论是房企融资还是住房抵押贷款增速都处于历史低点，而 2021 年四季度开始，政策层面开始放松地产相关融资。

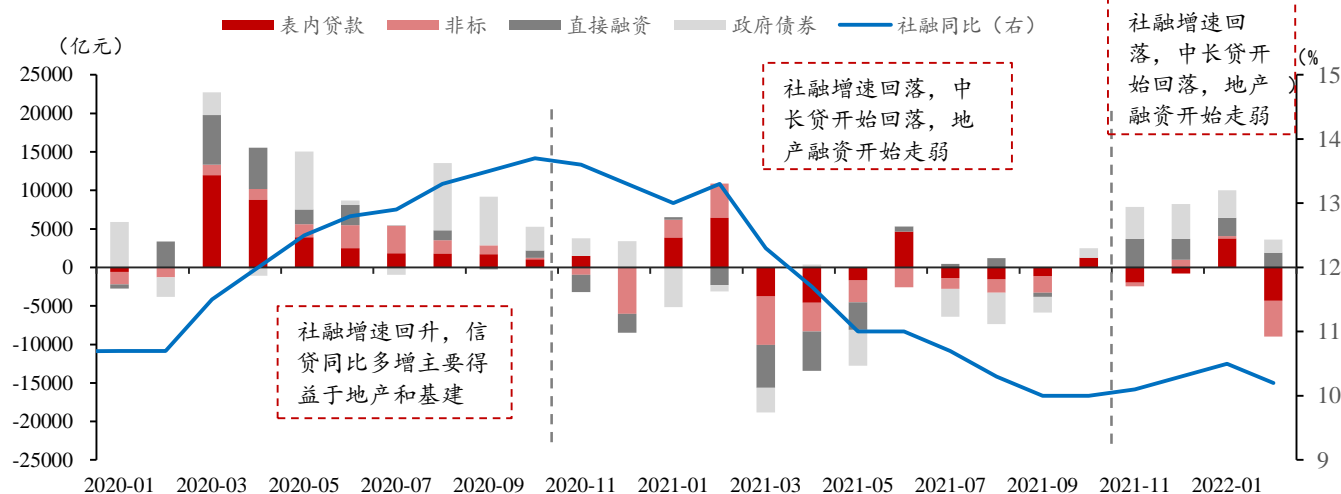
政府部门信用条件转松。自 2021 年下半年以来，政府部门融资活跃度开始提升，政府债券融资同比多增幅度较大，尤其是专项债发行速度提升明显，并一直延续至今。同时城投融资活跃度自去年四季度开始提升，推动企业债券融资回暖。

图 3：2022 年以来货币宽松力度有限



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：社融增速及各分项同比多增



资料来源：wind，民生证券研究院 注：表内贷款=人民币贷款+外币贷款；非标 = 委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票；直接融资 = 企业债券+股票融资

旨在稳定中小微企业的结构性工具，2021 年较 2020 年大幅退坡，2022 年至今结构性政策工具尚未有明显发力迹象。

首先，再贷款再贴现工具政策刺激力度大幅退坡，新增贷款余额减半。2020 年央行有三次新增再贷款再贴现额度，总计规模 1.8 万亿，但 2021 年新增再贷款再贴现额度仅 3000 亿，力度大幅减弱。以金融机构再贷款余额新增规模为例，2020 年支小再贷款余额增加 6052 亿元，但 2021 年仅增加 3056 亿元，新增规模减半。

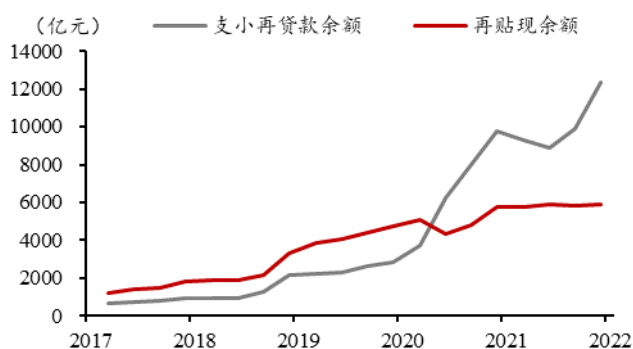
其次，两项直达实体融资工具实际政策力度减半。2021 年与 2020 年相比，两项工具全年整体规模相差不多：贷款延期支持的工具在 2020 年全年和 2021 年前 11 个月分别撬动贷款延期 7.3 万亿和 7.8 万亿；贷款支持工具 2020 年全年累计投放 3.9 亿规模，2021 年前 11 个月累计投放规模 5.7 万亿。但直达实体融资工具创设时间是 2020 年 6 月，也就是说 2020 年主要用在下半年，而 2021 年贯穿全年，导致企业实际感受到的政策力度减半。

表 2：2022 年以来货币宽松力度有限

日期	文件	主要内容	领域	规模
2020/2/7	关于打赢疫情防控阻击战 强化疫情防控重点保障企业资金支持的紧急通知	每月专项再贷款发放利率为上月一年期贷款市场报价利率（LPR）减 250 基点，再贷款期限为 1 年。金融机构向相关企业提供优惠利率的信贷支持， 贷款利率上限为贷款发放时最近一次公布的一年期 LPR 减 100 基点。	疫情防控 重点保障 企业	3000 亿
2020/2/26	关于加大再贷款、再贴现支持力度促进有序复工复产的通知	增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元 ，同时，下调支农、支小再贷款利率 25BP 至 2.5%。	支农、支小	共 5000 亿元，其中支农再贷款 1000 亿+支小再贷款 1000 亿、再贴现 3000 亿元
2020/4/20	关于增加再贷款再贴现额度支持中小银行加大涉农、小微企业和民营企业信贷投放的通知	增加再贷款、再贴现额度一万亿元 ，重点支持地方法人机构加大对涉农、小微企业和民营企业的信贷投放，引导降低融资成本	涉农、小微	10000 亿
2021/9/9	人民银行新增 3000 亿元支小再贷款额度	新增 3000 亿元支小再贷款额度 ，在今年剩余 4 个月之内以优惠利率发放给符合条件的地方法人银行，支持其增加小微企业和个体工商户贷款， 要求贷款平均利率在 5.5% 左右 ，引导降低小微企业融资成本。	小微	3000 亿
2021/12/15	12 月 15 日国务院常务会议	从 2022 年起，将普惠小微信用贷款纳入支农支小再贷款支持计划管理，原来用于支持普惠小微信用贷款的 4000 亿元再贷款额度可以滚动使用	小微	新增 4000 亿额度（截至 2021 年 11 月末这部分额度实际已使用了 3175 亿元）

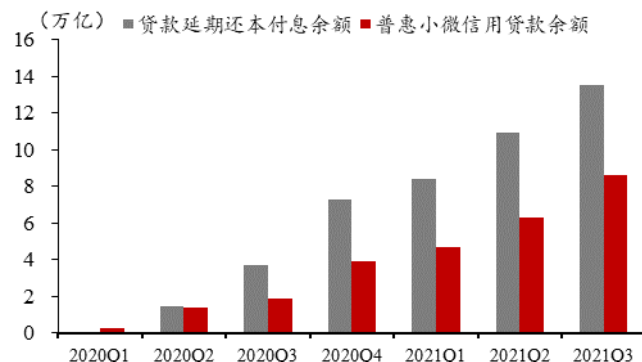
资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

图 5：金融机构支小再贷款和再贴现贷款



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：直达实体融资工具相关余额



资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

1.3 地产政策

2020 年初以及 2021 年四季度至今，房地产调控政策均有明显松动。对比两次地产政策，侧重点稍有不同。

2020 年初，土地、房企融资、房地产销售多维度地产政策均有放宽。

土地市场，包括上海、深圳等多地允许延缓缴纳土地保证金，河南还降低了土拍保证金比例。

房企融资，受疫情影响严重的企业贷款可以选择展期或续贷。

房地产销售，多个城市先后放宽预售标准。此外，部分城市还通过人才引进，放宽落户标准并提供购房补贴。2020 年五年期 LPR 经历两次调整，累计降幅 15bp。

2021 年底至今，地产宽松力度更多体现在房地产销售层面。

除了 1 月五年期 LPR 下调 5bp，带动整体房贷利率下行。我们还看到 2-3 月，多地陆续放松限购限售、下调房贷利率与首付比例、提高贷款额度。少数城市还对人才落户、新市民提供了购房补贴。

虽然目前房企拿地以及融资层面也有政策松动，但力度较小，覆盖范围较窄，远不能与 2020 年相提并论。

与 2020 年初不同，本轮房地产销售宽松力度更强，尤其低能级城市放松力度更大。

2020 年，河南、广州、宝鸡、海宁等地出台的涉及放松限购、下降首付比例、提高房贷额度的政策均在数小时至一周内被撤回。年初至今，菏泽下调首付比，郑州放开购房资格，这些传统限购政策放松力度明显强于 2020 年。

对比疫中两轮地产宽松的本质差异，2020 年侧重维持地产现金流稳定，2021 年底至今侧重稳地产销售端量价。

2020 年地产销售端政策宽松，止步于利率调降、人才引进等。对需求刺激作用面更广、信号意义更强的“四限”，限购、限售、限贷、限价政策基本没有出现。

2020 年销售、拿地以及融资放松，目的较为一致，即改善地产企业现金流，缓解工期停滞对企业的冲击。

2021 年底至今，地产各环节数据下跌幅度超过历史正常区间，地产行业面临的已经不再是简单的现金流问题。然而当前地产宽松政策主要着力点在于销售端，稳房价稳销售，是本轮地产宽松目前的政策重点。

虽然售购贷力度放松超前，然而今年 1-2 月商品房销售额同比-19.3%，为近十年极低值。不排除后续地产调控政策进一步放松，尤其是在房企融资以及拿地方面放松。

表 3：2020 年和 2022 年地产宽松政策对比

政策维度	放松措施	2020	2022
购房	放松限售		青岛即墨限售条件放松（3 月 3 日）、哈尔滨（拟废止，3 月 23 日）、衢州（4 月 1 日）
	放松限购		郑州亲属投靠增加一套购房名额（3 月 1 日）、广州花都区社保不满 5 年也能购房（3 月 7 日）、青岛城阳区对青岛有房城区无房的不限购（3 月 23 日）、福州五城区购房无需户口或社保（3 月 29 日）、衢州、秦皇岛（4 月 1 日）
	放松限价		郑州取消新房限价（3 月 1 日）
	放宽落户	江西（1 月 15 日）、苏州相城（2 月 20 日）、佛山（3 月 18 日）	
	购房补贴、契税补贴	四川富顺（1 月 2 日）、四川达州（1 月 10 日）、湖南衡阳（2 月 14 日）、杭州（2 月 25 日）、桂林临桂区（3 月 1 日）、温州（3 月 3 日）、玉林进行契税补贴（3 月 23 日）	长春（1 月 1 日）、亳州、昆明、玉林、保定、赣州、珠海、长春、贵港、惠州（2 月 8 日）、绍兴、衡阳（3 月 7 日）
商业贷款	房贷基准利率下调	5 年期 LPR 下调 5bp（2 月 20 日）、下调 10bp（4 月 20 日）	5 年期 LPR 下调 5bp（1 月 20 日）
	房贷利率下降	1-8 月，首套主流利率下降 35bp，二套下降 37bp	1-2 月，首套主流利率下降 9bp，二套下降 9bp
	首付比例下调		菏泽（2 月 17 日）、重庆、佛山、赣州、蚌埠、郴州、南通、郑州、昆明、德州、南宁（3 月 21 日）
公积金贷款	额度提升	武汉针对一线医护员放宽贷款额度（2 月 8 日），南宁允许二套房使用公积金贷款（2 月 12 日）	宁波（二孩，1 月 1 日）、马鞍山（1 月 3 日）、南宁、株洲、衢州（2 月 15 日）、驻马店、东莞、达州、新乡、中山、唐山、南昌、宣城、贵阳、九江（3 月 17 日）
	首付比例下调		广西北海（1 月 12 日）、自贡（1 月 18 日）、株洲（1 月 20 日）、福州（2 月 7 日）、南宁（2 月 18 日）、驻马店（2 月 21 日）、晋中（3 月 1 日）、唐山（3 月 4 日）
拿地	延期缴纳土地出让金	南浔（2 月 8 日）；上海（2 月 11 日）、杭州、广州南沙；无锡（2 月 12 日）、无锡、南昌、浙江、西安；南京（2 月 13 日）、天津；厦门（2 月 15 日）、衡阳；福州（2 月 16 日）、大理州（3 月 26 日）、深圳（4 月 16 日）	2 月 9 日（西安）
	降低土拍保证金比例	河南（2 月 21 日）	郑州（3 月 1 日）

销售	降低预售门槛	无锡（2月12日）、厦门（2月15日）、福州（2月16日）、苏州（2月19日）、河南（2月21日）、桂林临桂区（3月1日）、深圳（3月11日）、武汉（3月23日）、长春、大理州（3月26日）	苏州（2月28日）
房企融资	贷款展期	允许受疫情影响严重的企业贷款展期或续贷（2月1日，非针对房企）	
	其他		河南推行线上常态化银企对接（1月21日），交易商协会接受部分房企中期票据注册（3月30日）

资料来源：中国政府网，地方政府官网，民生证券研究院整理

二、 抗疫特别政策及 2022 年政策风向

疫情对经济影响实属外生冲击，疫情对经济的扰动不完全是周期性的。正因如此，抵消疫情对经济的影响，需要常规周期性政策之外的措施，我们不妨将此称为“**抗疫特别政策**”。

总结中国近三年的抗疫手段，我们认为抗疫特别政策主要有三类，促消费政策、保就业政策、稳出口政策。

疫情更多冲击消费和服务业板块，而服务业关系大多数劳动就业人口，因而我们容易理解促消费和保消费必定成为本轮疫情中的典型抗疫特别政策。中国需求分两块，内需和外需。外需主要看出口。当内需受疫情冲击，稳出口也就成为一种可供选择的抗疫特别政策。

2.1 促消费政策

疫情冲击居民可支配收入及消费，因而一篮子抗疫特别政策中首先不缺消费刺激政策。我们理解美国等海外经济体过去两年抗疫，落到终端，本质上就是在实施大规模消费刺激政策。**疫情冲击以来，中国也相继出台消费刺激政策，只不过力度相较海外国家要小、作用方式更为间接。**

疫情以来中国消费刺激政策主要由地方政府展开，不同地方政府采用的具体手段及涉及规模千差万别。全国层面，年度消费刺激政策规模在百亿元左右，远逊于基建投资、减税降费等财政刺激手段。以 2020 年为例，1 至 5 月，28 个省份、170 多个地市累计发放消费券 190 多亿元。

消费刺激政策主要分为三类，一是政府采购，二是发放消费券，三是消费补贴。消费补贴又有两种形式，针对居民消费者的补贴，还有就是针对企业补贴。

消费刺激政策主要针对三类消费品，一是汽车、家电等耐用品，二是日用消费品，三是文旅体育、餐饮等服务消费。

今年一季度，疫情对经济冲击力度直逼 2020 年一季度。3 月以来，深圳、上海等不少东部沿海地区已启用消费刺激政策。2020 年初，当时全国不少省市也实施了消费刺激政策。对比 2020 年和当前消费刺激政策，不难发现消费刺激政策呈现出四点变化。

第一，新能源汽车补贴持续退坡。2021 年 12 月 31 日，财政部、工信部等四部门再次发布通知，明确 2022 年非公共领域的新能源汽车补贴标准较 2021 年退坡 30%。考虑到 2021 年新能源汽车补贴标准较 2020 年已退坡 20%，2022 年新能源汽车补贴标准仅为 2020 年的 56%。

第二，短期消费券发放规模减少。2020 年绝大多数省市参与发放消费券，参与补贴的行业也较为广泛，涉及餐饮、家电、汽车、零售、文旅、体育、通讯服务等。2022 年，发放消费券城市数量较少，消费券主要应用于汽车家具家电等耐用品。

第三，消费券应用范围也在收窄。以深圳为例，今年3月25日，深圳发布针对批发零售业的纾困扶持政策。从发放额度上而言，2020年深圳发放消费券时，曾联合微信、美团等平台向市民共发放消费券总额超4.8亿元，与2022年3月底宣布的5亿元大体相当。然而2020年商家只要注册就能参与，2022年主要是部分行业的重点企业通过电商平台参与，小微商户受益减少，对消费者而言使用范围收窄、门槛变高。

第四，针对零售企业的补贴有所增多。以上海为例，3月29日上海宣布对零售与餐饮行业给予核酸检测补贴和消杀费用补贴、引导平台下调生活服务企业服务费标准，鼓励金融企业对零售业中列入支持名单的企业给予信贷支持。深圳还对电商平台开设店铺的零售企业给予最高不超过50万元的10%的开店运营补助。

再来理解抗疫过程中的消费刺激政策，政策主线思路在于一条，更加侧重稳定传统消费企业的现金流。（一）针对新经济的补贴，例如新能源汽车补贴有所减少；针对传统的零售企业补贴有所增多。（二）对一次性消费提振作用较强的消费券，使用范围和力度均有减弱，而对维系消费企业现金流的政策，例如企业补贴，使用上更为高频，规模也有所扩大。

表4：2020年和2022年促消费政策对比

促消费政策		2020	2022
日常消费-消费券	额度	消费券额度高。 3月疫情趋缓后，杭州等地首先发放电子消费券；截至5月初，据商务部数据，28省累计发放 190 多亿元消费券。	1月、3月，江门分别发放1500万元、100万元文旅惠民消费券，适用于指定景区与酒店民宿； 3月25日，深圳宣布发放5亿元消费券，主要用于特定领域的重点企业； 3月31日，合肥与建行合作发放建行消费券2220万元，适用于建行合作商户。
	参与商家	行业广泛、参与门槛较低	行业限定、以重点企业为主
大宗耐用品消费	购物补贴	新能源汽车国补：2020年纯电动汽车补贴1.62-2.25万元，插电混动汽车补贴0.85万元。 佛山（2月）、广州、宁波、杭州、南昌（3月）、山西、上海、合肥、四川、重庆（4月）、漳州（6月）宣布特定时间范围内购车给予1000-8000元补贴。	新能源汽车国补： 2022年新能源汽车补贴标准仅为2020年的56% 。 汽车家具家电下乡补贴：细则尚未公布。
	购车额度	增加车牌额度	
企业补贴		以稳岗稳就业补贴为主，大部分不单独针对餐饮零售行业。 2月，财政部、国家税务总局出台政策，对疫情防控期间企业的生活服务收入免征增值税。 针对消费企业的有：河北（2月）等减免服务业小微企业房租，江门、无锡（2月）等地对餐饮企业提供失业保险稳岗返还补贴，洛阳、金华（2月）对餐饮企业提供一次性用工补贴，深圳福田对餐饮企业按去年营业额直接补贴。 此外，还有面向中小微企业的失业保险延期缴纳、稳岗补贴、复工补贴、房租减免等也使餐饮零售企业受益。	针对服务业出台一系列补贴措施，鼓励线上零售。 2月18日，发改委等部门鼓励地方给予零售企业员工不低于50%的定期核酸检测补贴支持。 3月4日，财政部、国家税务总局宣布，生活服务收入 免征增值税延长至2022年12月31日 。 3月25日，深圳对线上开设店铺的零售企业给予10%的 电商平台开店运营补助 。 3月29日，上海对零售与餐饮行业给予 核酸检测补贴 和消杀费用补贴、引导平台下调服务费标准，鼓励金融企业对零售业中列入支持名单的企业给予信贷支持。 4月，杭州、山东宣布对服务业小微企业的国有房屋 租金减免3-6个月 。

资料来源：中国政府网，地方政府官网，民生证券研究院整理

2.2 保就业措施

任何影响经济的负面扰动均会带来就业压力，何况本轮疫情重点冲击服务业，而服务业恰恰是中国就业吸纳的主要经济板块。因而保就业政策也就成为极为常见的抗疫特别政策。

保就业政策一般可分为需求侧和供给侧两方面措施。

需求层面，逻辑是以增长促就业，鼓励创业，开发就业岗位，从而带动就业。

供给层面，常见政策有鼓励外出务工、落实就业培训、降低就业摩擦。

抗疫保就业政策主要着力点在于三个方面，稳定服务业就业、大学生就业和农民工就业。

这主要与疫情对就业市场带来的三点结构性冲击有关。其一，疫情防控约束服务业生产经营。其二，建筑业与农民工就业受房地产寒冬的冲击。其三，经济下行压力较大，企业新增就业岗位放缓，应届大学生面临就业压力大于以往。

疫情冲击以来，保就业政策旨在鼓励创业、就业补助、减税降费稳市场主体。然而三年抗疫，就业矛盾已经逐步从疫情冲击初期的临时性扰动，转变为长期就业压力。与就业市场矛盾相呼应，2022年就业政策演变出四点新特征。

第一，加大“稳岗补贴”力度。

2020年，国家出台政策给予企业稳岗补贴，帮助企业稳就业岗位。随着疫情好转，稳岗补贴力度逐渐降低。2021年，全国一共发放失业保险稳岗返还资金230亿元，远不及2020年（1-9月发放850亿元）。随着疫情常态化之后长期就业压力凸显，2022年部分地区重新加大稳岗补贴力度，如深圳和天津在2022年3月将中小微企业的稳岗失业保险费返还比例从60%提高至90%。

第二，针对农民工就业，政策从鼓励“返程就业”到提倡“乡村就业”、“就地就近就业”。

2020年农民工就业受到疫情短期冲击，政策重点是鼓励疫情好转之后农民工返程就业。自2021年下半年以来，建筑业寒冬叠加防疫常态化影响，城市农民工就业需求短期内难以提振。政策开始鼓励开发乡村就业岗位，鼓励就近就地就业。2022年3月，人社部出台政策促进乡村的就地就近就业。

第三，大学生就业的政策力度进一步加大。

近年来，促进大学生就业有三大途径：一是促进线上线下招聘交流，开展就业引导培训；二是政策性岗位扩招（如国企、事业单位、征兵等）；三是支持鼓励企业提供就业见习岗位。

三类政策力度在2022年进一步加大。2022年，以国企为主导的“国聘行动”的政策力度进一步扩大。国考、省考也在继续扩招。3月16日，人社部、教育部等十部门近日印发通知，部署百万就业见习岗位募集计划，见习岗位数量相比2020年（不低于35万）大幅增加。

第四，鼓励线上就业、就近就业、共享就业等新业态就业模式。

疫情催生了共享就业、就近就业等新的就业模式。随着疫情防控常态化，这些新业态就业岗位也成为政策的抓手。1月，安徽人社厅率先出台“三公里”就业圈方案，以服务社区三公里内小微企业与劳动者。3月上海市出台政策支持共享用工模式。

表 5：2020 年与 2022 年就业促进政策对比

措施	2020	2022
稳岗补贴	5 月，中央宣布全国中小微企业失业保险稳岗返还比例最高 100%； 7 月沈阳将其从 80% 提升至 100%、深圳由 50% 提升至 100%。	2 月 18 日，人社部明确对中小微企业失业保险稳岗返还的比例，从现行的 60% 最高提至 90%； 3 月，深圳、天津等城市从 60% 上调至 90%。
企业减负	2 月，国务院宣布阶段性减免企业社保医保费用，2-3 月减免 2329 亿元。 3 月，深圳社保费用阶段性减免，中小微企业预计减负 439.6 亿元（2-12 月）。	2 月 18 日，人社部宣布延续实施阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策至 4 月 30 日。 3 月，深圳明确延续社保部分减免政策，预计减负 19.53 亿元（2-4 月）。
新业态就业	10 月，人社部首次明确表达支持“共享用工”	1 月，安徽出台“三公里”就业圈鼓励就近就业；3 月，政府工作报告提出开展新就业形态社保试点，上海、深圳搭建平台支持“共享用工”
大学生就业	提供不低于 35 万的就业见习岗位	提供 100 万就业见习岗位，国家、省级公务员招录人数增加
农民工就业	2 月，国务院要求做好 农民工返岗复工工作 ，保障农民工安全有序返城，人社部提出对吸纳农民工的企业发放“以工代训”补贴。 2-4 月，多地为农民工提供“点对点”返岗专列。	1-2 月，多地包车保障农民工返乡，并密集举办招聘会，提供百万岗位引导农民工 就近就地就业 ； 提供农民工创业补助、就业补助、防疫补贴和物资等 。 3 月 15 日， 人社部提出促进就地就近就业 ，衔接推进乡村振兴补助资金支持的优势特色产业项目吸纳就业。

资料来源：中国政府网，地方政府官网，民生证券研究院整理

2.3 稳出口政策

疫情爆发以来，海外发达国家启用极度宽松的财政和货币政策，推升自身居民耐用品消费同时，也带来中国难得一见的高景气出口。当中国国内疫情扩散，动态清零政策一以贯之。此时稳定出口，为内需修复争取空间。**相比于 2020 年和 2021 年，当下稳出口显得更为迫切。**

出口高低，最重要的决定因素在于海外需求，这一点非由国内政策所决定。**保出口的政策重点往往落脚到出口的供给侧**，即降低外贸企业的生产经营成本，捋顺航运物流链条。

疫情以来外贸企业面临的困难主要在四个方面，海外订单不稳定；国内外疫情造成供应链与物流压力，直接推升运费高涨；汇率波动风险；中小微外贸企业的融资约束等。**抗疫特别政策中的稳出口政策，主要针对上述四个出口症结点而展开。**

相较于 2020 年和 2021 年，2022 年海外订单不稳定和运费压力更大，故而 2022 年稳出口政策有三点变化。

其一，首次强调缓解国际物流压力。

相关政策措施包括，鼓励外贸企业与航运企业签订长期协议。引导各地方、进出口商协会组织中小微外贸企业与航运企业进行直客对接。为小微外贸企业提供物流方面的金融支持。加强航运监管，打击违规收费、哄抬运价等行为，并加强国际合作，呼吁共同畅通国际物流。

第二，进一步提升出口信用保险作用。

2022 年国务院《关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见》提出“进一步优化出口信保承保和理赔条件，强化产品联动，支持内外贸一体化发展，积极拓展产业链承保，扩大对中小微外

贸企业承保的覆盖面和规模，加大对中小微外贸企业、出运前订单被取消风险等的保障力度以及对跨境电商、海外仓等新业态的支持力度。”

第三，进一步提高贸易自由化水平。

缩短退税时间。2021年12月23日，国常会提出将退税平均时间缩短至6个工作日内（2020和2021年，平均时间分别为8、7个工作日），同时简化申报材料要求。

落实 RCEP 相关政策。RCEP 正式实施后，对部分国家的出口关税减免会促进我国的出口，尤其是促进对东盟出口。部分商品因为 RCEP 协定获得新的关税优惠，如我国的纸制品、铜等商品在 RCEP 协定下获得了泰国的零关税承诺。RCEP 的原产地累计规则使得原来多国产业链分工生产的商品避免被重复征税，从而更容易享受区域内部的关税优惠，直接降低了生产成本。这进一步促进产业链在 RCEP 成员国内部的分工和完善。

表 6：2022 年和 2020 年稳出口政策对比

出口政策	2020	2022
出口退税	(1) 提高部分产品出口退税率：1084项产品出口退税率提高至13%；将380项产品出口退税率提高至9%。 (2) 出口退税业务平均办理时间压缩20%至8个工作日以内。	(1) 延续高出口退税率； (2) 继续加快出口退税进度，出口退税平均时间压缩至6个工作日以内。
RCEP	/	《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）于2022年1月1日生效，我国部分出口商品获得区域内国家零关税承诺；其他商品采用原产地累计规则，更容易达到优惠关税条件。
国际物流	/	鼓励外贸企业与航运企业签订长期协议； 引导各地方、进出口商协会组织中小微外贸企业与航运企业进行直客对接； 为小微外贸企业提供物流方面的普惠性金融支持； 加强海运监管，打击违法违规收费、哄抬运价等行为，并呼吁畅通国际物流。
出口信用保险	积极保障出运前订单被取消的风险。2020年底前，中国出口信用保险公司根据外贸企业申请，可合理变更短期险支付期限或延长付款宽限期、报损期限等。	巩固提升出口信用保险作用。进一步优化出口信保承保和理赔条件，强化产品联动，支持内外贸一体化发展，积极拓展产业链承保，扩大对中小微外贸企业承保的覆盖面和规模，加大对中小微外贸企业、出运前订单被取消风险等的保障力度以及对跨境电商、海外仓等新业态的支持力度。
出口信贷	(1) 给予重点外资企业金融支持； (2) 鼓励银行机构与资质较好的外贸类服务平台进行合作，优化贸易背景真实性审核； (3) 支持有条件的地方复制或扩大“信保+担保”的融资模式。鼓励有条件的地方支持政府性融资担保机构参与风险分担，商业银行在“信保+担保”条件下，合理确定贷款利率。	(1) 鼓励大型骨干外贸企业向金融机构共享信息，引导金融机构向大型骨干外贸企业的上下游企业提供供应链金融产品。 (2) 持续培育发展短期险项下的保单融资业务。 鼓励引导银行机构结合外贸企业需求创新保单融资等产品，重点缓解中小微外贸企业融资难、融资贵问题。有条件的地方可利用“再贷款+保单融资”等方式向小微外贸企业提供融资支持。

资料来源：中国政府网，地方政府官网，民生证券研究院整理

三、如何理解中国三年抗疫政策

对比美国等海外经济体，中国抗疫政策有三点不同。

第一，出口为中国疫时经济贡献宝贵的需求空间。

2020年6月，中国出口同比由负转正，随后出口同比不断刷新市场预期。2021年中国出口累计同比接近30%，触达1996年以来的年度出口同比历史第四高峰，仅次于2003年（35%）、2004年（35%）和2010年（31%）。

高景气出口成为中国疫时经济不可或缺的需求动能。回顾2020年下半年以来持续高增的工业生产、中下游制造业投资，甚至处于历史较高水位的工业用电增速，均由出口高景气带动。

第二，内需托底方面，中国并未全面刺激消费，更多依赖建筑业需求扩张。

疫情冲击经济需求，面对需求萎缩，美国选择了财政补贴，以直接发钱的形式刺激居民消费。同样面临消费需求萎缩，中国抗疫政策选择是建筑业需求扩张。2020年初地产政策放开，地产在

2020年迎来一波反弹。与此同时，基建投资也于二季度以后快速修复反弹。

疫情期间，中国政府始终没有直接地居民收入补贴，也未开启大规模消费券刺激。历数疫情以来消费券发放，规模停留在百亿水平，远不能与基建扩张、减税降费等维度的财政力度相提并论。并且抗疫三年，消费券规模逐步递减。

第三，稳定居民收入方面，中国并未直接消费券发放，将重点放在保市场主体和保就业。

本轮疫情不仅压制社会总需求，更带有显著分化的结构影响。服务业就业以及相关居民收入直面疫情影响，受损程度明显高于其他经济板块。为尽量缓冲居民收入压力，美国选择补贴居民收入，中国选择保市场主体和保就业。

直接保就业政策力度有限，例如稳岗就业补贴只涉及百亿规模，效果并不显著。然而针对稳市场主体的政策力度非常显著，可以说这是带有较强中国特色的稳就业抗疫措施。

先有2020年1.7万亿降费，后有2022年1.5万亿增值税留抵退税。此外，疫情初来的2020年，货币端还开启了5万亿直达实体工具。

表 7：2020 疫情以来美国财政刺激

立法时间	政策	预计规模	主要用途	覆盖年份
2020 年				
3 月 6 日	防备和应对冠状病毒补充拨款法案	83 亿美元	<ul style="list-style-type: none"> • 疫情防控 	大部分于 2020 年到期
3 月 18 日	家庭优先冠状病毒应对法案 (Families First Coronavirus Response Act)	1920 亿美元	<ul style="list-style-type: none"> • 疫情防控：免费检测新冠病毒等 • 基本保障相关救济：保证学生基本午餐等 (950 亿)、企业提供带薪病假等，可用于抵消社保 (940 亿) 	
3 月 27 日	冠状病毒援助、救济与经济安全法案 (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act)	2.2 万亿美元	<ul style="list-style-type: none"> • 基本保障相关救济：增加失业救济金 (2680 亿)、增加医疗、食物、教育方面开支 (3660 亿) • 居民薪资补助和企业经营支持：对个人、企业减税 (2610 亿)；一次性现金补助 (2930 亿)、对企业提供贷款 (8870 亿) 	
4 月 24 日	薪资保护计划和医疗保健增强法案 (Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act)	4840 亿美元	<ul style="list-style-type: none"> • 疫情防控 (1000 亿) • 居民薪资补助和企业经营支持：向薪资保护计划追加拨款 (3213 亿)、向小企业管理局拨款发放经济灾难贷款 (621 亿) 	
8 月 8 日	特朗普签署 3 项备忘录和 1 项行政令	440-800 亿美元	<ul style="list-style-type: none"> • 基本保障相关救济：禁止驱逐无力支付房租租客、进一步提供额外失业补助 • 居民薪资补助和企业经营支持：递延缴纳社保工资税 	
12 月 27 日	Consolidated Appropriations Act	9000 亿美元	<ul style="list-style-type: none"> • 疫情防控：追踪新冠病毒、采购分发疫苗 (540 亿) • 基本保障相关救济：一次性现金补助 (1660 亿)、禁止驱逐无力支付房租租客 (250 亿)、增加失业救济金 (1200 亿)、增加食物、教育、托儿、邮政、宽带方面开支 (逾 1000 亿) • 居民薪资补助和企业经营支持：小企业援助 (3250 亿) 	

2021 年				
3 月 6 日	American Rescue Plan	1.9 万亿美元	<ul style="list-style-type: none"> • 疫情防控 (750 亿) • 基本保障相关救济: 一次性现金补助额度 (4000 亿)、加大额外失业补助力度 (2100 亿)、儿童税收抵免 (1430 亿)、州和地方政府援助 (3600 亿)、对交通机构援助 (900 亿) • 居民薪资补助和企业经营支持: 小企业援助 (500 亿) 	大部分于 2021 年三季度到期
11 月 5 日	基础设施法案	1.2 万亿美元	<ul style="list-style-type: none"> • 基础设施建设: 道路和桥梁 (1100 亿)、公共交通 (390 亿)、客运和货运铁路 (660 亿)、电动汽车 (75 亿)、宽带 (650 亿)、电网现代化 (650 亿)、机场 (250 亿)、水和废水 (550 亿) 	未来五年逐步支出

资料来源: U.S. Congress, 民生证券研究院整理

展望中国未来抗疫政策趋势。

如今奥密克戎疫情在东部沿海地区有所扩散, 我们曾经测算, 本轮疫情带来的经济冲击, 直逼 2020 年一季度 (测算详见《定量测算三月疫情冲击》)。历数过去抗疫政策, 展望未来抗疫政策走向, 我们认为有三点线索值得紧密跟踪和关注。

第一, 出口动能仍在, 则中国抗疫政策主线逻辑不会有太大调整。

抗疫政策不太可能强力刺激内需, 政策效果是托而不举。

第二, 直接消费刺激政策, 补贴居民或者大规模发放消费券, 当下可能性并不高。

稳定居民收入和保就业这一端, 中国特色的抗疫政策, 切入口或仍在于保市场主体, 尤其是稳定中下游的小微企业现金流。

第三, 疫中稳增长, 仍需要建筑业需求扩张。

地产和基建, 至少需要其一支撑建筑业需求。我们之前反复强调, 中国地产对经济的重要性体现在 GDP 增速、金融资产负债表、政府现金流等诸多方面, 远非基建可以完全替代。虽然地产和基建对建筑业需求拉动旗鼓相当, 然而对经济提振方面影响, 基建远不及地产。考虑到系统重要性, 稳地产相较推基建, 反而是更好的抗疫政策选择

表 8: 地产在中国是系统性重要部门

维度	解释
GDP	• 房地产业增加值占 GDP 比重约 7% (2019 年)
投资	• 房地产开发投资占整体投资比重约三成 (2021 年)
就业	• 房地产业关系 12% 城镇居民就业 (2019 年)
财政	<ul style="list-style-type: none"> • 土地出让金除以税收, 比重已经在 50% (2021 年) • 2010 年以来, 土地出让金已经构成地方政府收入的 40%~50%

金融

- 居民资产配置占比高：初步估算，现阶段中国居民总资产中房地产占比至少达 60%。
- 占信贷比重高：房地产信贷占商业银行贷款近三成
- 占社融比重高：社融中每年有约 10 万亿流向地产（含居民部门信贷）。

资料来源：wind，民生证券研究院整理

风险提示

- 1) **疫情发展超预期**。本轮疫情影响超过预期，或使得地产项目开工受阻，本文测算或有高估。
- 2) **经济趋势超预期**。若经济增速向上或向下超出预期，则政策力度可能将有相应调整，超出我们预期。
- 3) **稳地产政策不及预期**。经济可能超预期向好，地产政策放松力度低于预期。

插图目录

图 1：公共财政基建支出发力	5
图 2：专项债发行进度超前	5
图 3：2022 年以来货币宽松力度有限	6
图 4：社融增速及各分项同比多增	6
图 5：金融机构支小再贷款和再贴现贷款	8
图 6：直达实体融资工具相关余额	8

表格目录

表 1：2020 与 2022 减税降费政策对比	4
表 2：2022 年以来货币宽松力度有限	7
表 3：2020 年和 2022 年地产宽松政策对比	9
表 4：2020 年和 2022 年促消费政策对比	11
表 5：2020 年与 2022 年就业促进政策对比	13
表 6：2022 年和 2020 年稳出口政策对比	14
表 7：2020 疫情以来美国财政刺激	15
表 8：地产在中国是系统性重要部门	16

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001