



宏观研究

【粤开宏观】稳增长再发力——解读国常会精神

2022年04月07日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进、牛琴

近期报告

《【粤开宏观】美国流动性盛宴结束：2022年3月美联储议息会议点评》2022-03-17

《【粤开宏观】1-2月财政收支的四大特征》2022-03-20

《【粤开宏观】稳地产就是稳经济：房地产数据背离的真实含义》2022-03-22

《【粤开宏观】解析美联储加息冲击与新兴市场危机》2022-03-27

《【粤开宏观】一季度GDP增速或跌破百分之5，稳增长保民生迫在眉睫》2022-04-05

摘要

4月6日，李克强总理主持召开国务院常务会议，结合329国常会内容，共释放五个重大信号：

1、对形势判断更加谨慎，坦承国内外形势发展“超出预期”。2月俄乌冲突爆发并持续升级，3月国内疫情大规模反弹并波及29个省份，均严重超出预期，对经济形成新的下行压力。3月PMI数据显示，制造业和服务业供需同时收缩，中小企业仍处收缩区间，且面临需求下降、输入性通胀导致的成本攀升问题，疫情反弹和防控趋严导致经济活跃度明显下降。

2、明确“保持经济运行在合理区间”的内涵是就业和物价基本稳定，“稳增长”的核心是“保就业”和“稳物价”。就业不仅是民生问题，也是发展问题。只要实现了比较充分的就业，就能实现中国经济潜在增长率。保持物价基本稳定是宏观调控的重要目标，也是经济正常运行的重要前提。

3、针对近期疫情冲击，加大微观主体纾困和就业兜底。困难行业和弱势群体在疫情下面临的最大问题是：房租、债务等支出是刚性的，而收入是脆弱的，部分服务业中低收入人群属于“手停口停”。国常会提出三大针对性举措：1)对五大困难行业暂缓缴纳养老、失业和工伤保险费，2)对弱势群体发放失业补助金、临时生活补助，3)对中小微企业提供稳岗留工返还和补助等。

4、货币政策暂未明确表态降准降息，但提出让利实体经济，将更多运用结构性工具，支持三农、制造业、居民合理购房等需求。3月以来市场对于降准降息的预期多次落空，此次国常会仍未释放明确信号。政府希望通过三大结构性政策来打通“宽货币”向“宽信用”的传导渠道：一是加大对“三农”、小微企业等薄弱环节、重点领域的信贷支持力度；二是满足居民合理消费和购房需求，为保障房建设、基建和制造业投资提供资金支持；三是新创设两个创新工具，继续补充中小银行资本金，以加大对科技创新和普惠养老的支持。

5、财政政策加快专项债发行，扩大有效投资。本次会议未提及财政政策，但3月29日的国常会明确要求：“用好政府债券扩大有效投资。”今年以来，各级政府积极响应专项债发行“早、准、快”的要求，推动专项债早发行、早使用、早见效，发行节奏明显加快。专项债投向更趋优化，一季度基建相关领域占比达六成以上。

风险提示：国内外形势发展超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、对形势判断更加谨慎，坦承国内外形势发展“超出预期”	3
二、明确经济合理运行区间的内涵，“稳增长”的核心是“保就业”和“稳物价”	4
三、针对近期疫情冲击，加大微观主体纾困和就业兜底	5
四、货币政策暂未明确表态降准降息，将更多运用结构性工具	6
五、财政政策加快专项债发行，扩大有效投资	7

图表目录

图表 1：3 月制造业和服务业 PMI 均显著下滑	3
图表 2：16-24 岁青年失业率显著高于历史同期水平	4
图表 3：近三年国常会提出的部分纾困政策	5
图表 4：今年以来专项债发行节奏加快	7
图表 5：2021 年一季度专项债投向	8



一、对形势判断更加谨慎，坦承国内外形势发展“超出预期”

会议指出：“国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。世界经济复苏放缓，全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内疫情近期多发，市场主体困难明显增加，经济循环畅通遇到一些制约，新的下行压力进一步加大，既要坚定信心，又要高度重视和警觉新问题新挑战。”

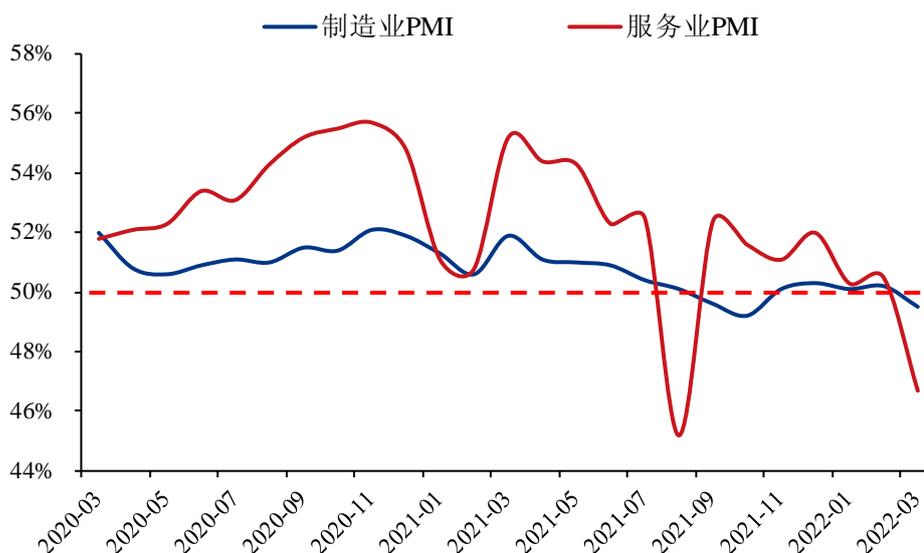
去年底召开的中央经济工作会议判断“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，要求“稳字当头、稳中求进”“政策发力适当靠前”。**今年经济开局平稳，1-2月工业增加值同比增长7.5%，消费、投资、出口也均超预期增长。**

但是国内外形势风云变幻，2月俄乌冲突爆发并持续升级，3月国内疫情大规模反弹并波及29个省份，均严重超出预期，对经济形成新的下行压力。疫情反弹导致供需收缩、低迷的消费尤其是服务业再度受冲击；输入性通胀已体现在快速攀升的PMI价格分项指数，中小企业经营成本上升；高通胀迫使欧美央行加快货币政策收紧，导致世界经济复苏放缓、新兴市场经济体资本外流、全球资本市场承压。

PMI数据显示，3月制造业和服务业供需同时收缩。3月制造业PMI为49.5%，较上月下降0.7个百分点；其中生产和新订单指数分别为49.5%和48.8%，较上月下降0.9和1.9个百分点；生产经营活动预期指数为55.7%，较上月下降3.0个百分点。3月服务业PMI为46.7%，较上月大幅下降3.8个百分点；其中新订单和业务活动预期指数分别为44.7%和53.6%，较上月下降1.6和6.0个百分点。

高频数据显示，疫情反弹和防控趋严导致经济活跃度明显下降。3月1日至31日，全国百城拥堵延时指数下降5.4%，上海市下降28.5%，长春市下降33.7%；10大城市地铁客运量下降29.2%，上海市下降88.4%；全国整车货运流量指数下降9.2%，上海市下降23.4%，吉林省下降82.1%；30大中城市商品房成交面积降幅一度高达37.8%，上海市下降84.2%。

图表1：3月制造业和服务业PMI均显著下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院



二、明确经济合理运行区间的内涵，“稳增长”的核心是“保就业”和“稳物价”

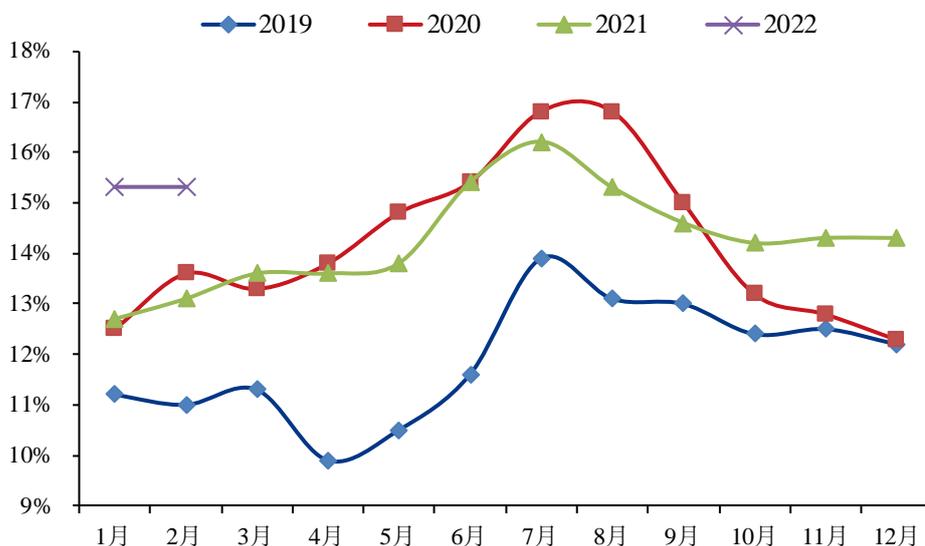
经济新的下行压力加大，进一步要求宏观政策靠前发力、充分发力。316 金稳会提出“切实振作一季度经济”“积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策”；329 国常会指出“一季度、上半年保持经济平稳运行，对实现全年目标至关重要”，要求“稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期的措施，制定应对可能遇到更大不确定性的预案”；本次国常会要求“抓紧落实中央经济工作会议精神和《政府工作报告》举措，有的可提前实施”“针对形势变化抓紧研究政策预案，及时出台有利于市场预期稳定的措施”。

会议首次明确了“保持经济运行在合理区间”的内涵，“稳增长”的核心是“保就业”和“稳物价”。会议指出：“保持经济运行在合理区间主要是就业和物价基本稳定。”

一方面，“就业不仅是民生问题，也是发展问题。只要实现了比较充分的就业，就能够实现有些人说的中国经济潜在增长率。”李克强总理在两会答中外记者问时曾如此答道。他还以 2020 年为例，当年没有定经济增长指标，但要求新增城镇就业 900 万人以上，结果实现了 1100 万人以上的新增城镇就业，经济增速达到 2.2%，成为主要经济体中唯一实现正增长的国家。会议提出：“要通过稳市场主体保就业。”

另一方面，保持物价基本稳定是宏观调控的重要目标，也是经济正常运行的重要前提。价格持续上涨意味着存在严重的供需缺口，经济中存在供需失衡问题；上游原材料价格大幅上涨会挤压下游行业利润，抑制下游生产和投资；终端物价持续攀升会增大居民生活成本，推高通胀预期，形成“工资-通胀”螺旋。会议提出：“综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。”

图表 2：16-24 岁青年失业率显著高于历史同期水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院



三、针对近期疫情冲击，加大微观主体纾困和就业兜底

当前一些市场主体受到严重冲击，有的甚至停产歇业，必须针对突出困难加大纾困和就业兜底等保障力度。**会议提出三条针对性举措：**

一是对餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等特困行业，在今年二季度实施暂缓缴纳养老保险费，并将已实施的阶段性缓缴失业和工伤保险费政策范围，由餐饮、零售、旅游业扩大至上述 5 个行业，缓解这些行业特别是中小微企业、个体工商户资金压力。

二是延续执行失业保险保障阶段性扩围政策，今年年底前继续向参保失业人员发放失业补助金，向参保失业农民工发放临时生活补助。

三是提高中小微企业失业保险稳岗返还比例，符合条件的地区可从 60% 提至最高 90%；允许地方再拿出 4% 的失业保险基金结余用于职业技能培训，并向受疫情影响、暂时无法正常经营的中小微企业发放一次性留工培训补助。

“通过稳市场主体来稳就业”是我国抗疫纾困的重要方针。李克强总理曾说过：“疫情发生后，受冲击最大的是服务业，特别是接触型的服务行业，其中量大面广的是中小微企业。他们底子本来就薄，而且可以说是精打细算、日清月结地经营，很多困难积累起来让他们难以支撑。帮助他们实际上也是支撑就业，因为仅 1 亿个体工商户就带动了近 3 亿人的就业，如果等苗枯旱透根了，再帮他们就来不及了。所以我们一定要看到‘秤砣虽小压千斤’，得给他们及时的扶持。”

困难行业和弱势群体在疫情下面临的最大问题是：房租、债务等支出是刚性的，而收入是脆弱的，部分服务业中低收入人群属于“手停口停”。因此政策最重要的是保微观主体的现金流，否则困难行业相关企业将关门裁员，弱势群体陷入生存困境。对五大困难行业暂缓缴纳养老、失业和工伤保险费，对弱势群体发放失业补助金、临时生活补助，对中小微企业提供稳岗留工返还和补助等，都是具有针对性的政策举措。

图表3：近三年国常会提出的部分纾困政策

涉及内容	2020 年	2021 年	2022 年
减税降费	阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费，以减轻疫情对企业特别是中小微企业的影响，使企业恢复生产后有一个缓冲期。 同时，6 月底前，企业可申请缓缴住房公积金，在此期间对职工因受疫情影响未能正常还款的公积金贷款，不作逾期处理。	一是加大中小微企业所得税优惠力度并将个体工商户纳入优惠政策范围，从今年 1 月 1 日起至明年底，对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税，进一步降低实际税负。 二是从今年 4 月 1 日起至明年底，将小微企业、个体工商户等小规模纳税人增值税起征点，由现行月销售额 10 万元提高到 15 万元。	加大工业、服务业所得税减免力度，今年对中小微企业新购置价值 500 万元以上设备器具，折旧为 3 年的可一次性税前扣除，折旧为 4 年、5 年、10 年的可减半扣除。延长制造业中小微企业缓税政策。扩大地方“六税两费”减免政策适用主体范围至全部小型微利企业和个体工商户。 针对餐饮、零售、旅游、交通客运等特殊困难行业，在阶段性税收减免、部分社保费缓缴等方面加大支持力度，促进稳就业和消费恢复。 对餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等特困行业，在今年二季度实施暂缓缴纳养老保险费，并将已实施的



涉及内容	2020年	2021年	2022年
			阶段性缓缴失业和工伤保险费政策范围,由餐饮、零售、旅游业扩大至上述5个行业,缓解这些行业特别是中小微企业、个体工商户资金压力。
	<p>自3月1日至5月底,免征湖北省境内小规模纳税人增值税,其他地区征收率由3%降至1%。</p> <p>二是个体工商户按单位参保企业职工养老、失业、工伤保险的,参照中小微企业享受减免政策。</p>	<p>对今年四季度制造业中小微企业实现的企业所得税和国内增值税、国内消费税及随其附征的城市建设维护税,以及个体工商户、个人独资和合伙企业缴纳的个人所得税(不含其代扣代缴的个人所得税)实行阶段性税收缓缴。</p> <p>其中,对年销售收入2000万元以下的制造业小微企业(含个体工商户),其实现的税款全部缓缴;对年销售收入2000万元至4亿元的制造业中型企业,实现的税款按50%缓税,特殊困难企业可依法特别申请全部缓税。</p>	<p>对所有行业的小微企业、按一般计税方式纳税的个体工商户退税近1万亿元。其中,存量留抵税额6月底前一次性全额退还,微型企业4月份集中退还,小型企业5、6月份退还;增量留抵税额4月1日起按月全额退还,阶段性取消“连续6个月增量留抵税额大于0、最后一个月增量留抵税额大于50万元”等退税条件。</p>
稳岗就业	<p>积极扩大农民工就业。加大稳岗和就业补助。拓宽就地就近就业渠道。新一批带动就业能力强的项目。重大工程建设、以工代赈项目优先吸纳贫困劳动力。</p>	<p>继续实施失业保险稳岗返还政策。上年度失业保险基金结余备付期限在1年以上的统筹地区,今年可对符合条件的大型企业按不超过上年缴纳失业保险费的30%返还、中小微企业按不超过60%返还。</p>	<p>提高中小微企业失业保险稳岗返还比例,符合条件的地区可从60%提至最高90%;允许地方再拿出4%的失业保险基金结余用于职业技能培训,并向受疫情影响、暂时无法正常经营的中小微企业发放一次性留工培训补助。</p>

资料来源：中国政府网、粤开证券研究院

四、货币政策暂未明确表态降准降息，将更多运用结构性工具

3月以来市场对于降准降息的预期多次落空，此次国常会仍未释放明确信号。近几年历次降准基本都由李克强总理于国常会或其他场合提前表态。例如去年7月和12月的降准，便是总理分别在7月7日的国常会和12月3日会见国际货币基金组织总裁时，提出“适时运用降准等货币政策工具”“运用多种货币工具，适时降准”。此次会议的表述仅为：“要适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持。”

当前货币政策的堵点不在“宽货币”，而在“宽信用”。政府希望通过三大结构性政策来打通“宽货币”向“宽信用”的传导渠道，有效提振经济。

一是加大对“三农”、小微企业等薄弱环节、重点领域的信贷支持力度。会议提出：“增加支农支小再贷款，用好普惠小微贷款支持工具，用市场化、法治化办法促进金融机构向实体经济合理让利，推动中小微企业融资增量、扩面、降价。”

二是满足居民合理消费和购房需求，为保障房建设、基建和制造业投资提供资金支持。会议提出：“研究采取金融支持消费和有效投资的举措，提升对新市民的金融服务水平，优化保障性住房金融服务，保障重点项目建设融资需求，推动制造业中长期贷款较



快增长。”

三是新创设两个创新工具，继续补充中小银行资本金，以加大对科技创新和普惠养老的支持。会议提出：“支持重点领域和薄弱环节融资，设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款，人民银行对贷款本金分别提供 60%、100%的再贷款支持。做好用政府专项债补充中小银行资本等工作，增强银行信贷能力。”

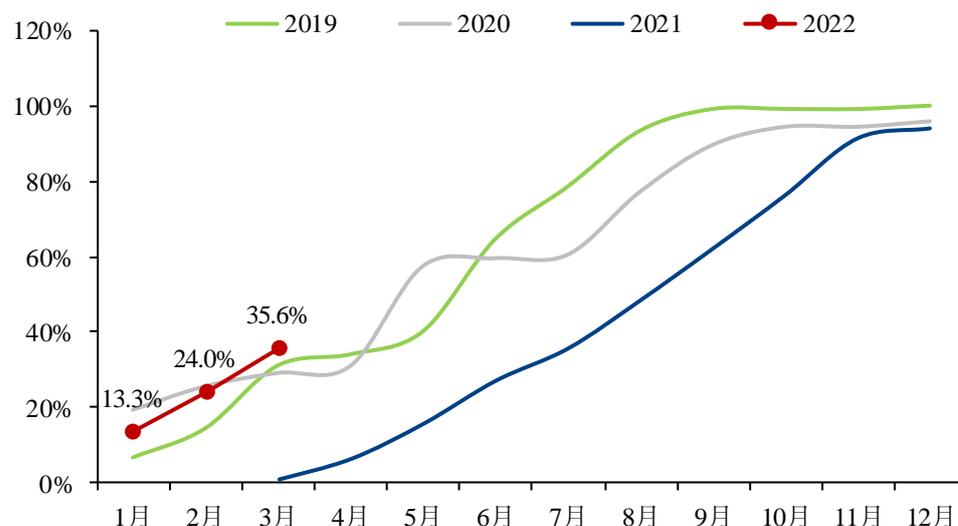
五、财政政策加快专项债发行，扩大有效投资

本次会议未提及财政政策，但 3 月 29 日的国常会明确要求：“用好政府债券扩大有效投资。”

今年以来，各级政府积极响应专项债发行“早、准、快”的要求，推动专项债早发行、早使用、早见效，发行节奏明显加快。一季度新增专项债共发行 12981 亿元，完成财政部提前下达新增专项债额度的 88.9%，占全年新增额度的 35.6%，较去年加快 34.9 个百分点。329 国常会已明确今年专项债发行时间表，去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕，今年下达的额度 9 月底前发行完毕，有助于地方合理安排发行计划，尽早发挥债券资金的撬动作用，稳定宏观经济大盘。

专项债投向更趋优化，一季度基建相关领域占比达六成以上。今年以来，专项债资金投向更加明确和优化，对基建的支持力度有所提高；同时更加注重产业引导，新能源、新基建、生物医药、数字经济等成为亮点。一季度投向基建相关领域的占比达到 61.6%，较 2021 年全年提高 2.3 个百分点，与财政发力稳基建相关。具体来看，产业园区（14.7%）、棚改（10.8%）、基础设施（9.4%）、高质量发展（7.0%）、社会事业（7.0%）、水利（6.5%）等为重点支持领域。329 国常会提出：“合理扩大专项债使用范围，在重点用于交通、能源、生态环保、保障性安居工程等领域项目基础上，支持有一定收益的公共服务等项目。坚持资金跟着项目走，加快项目开工和建设，尽快形成实物工作量。”

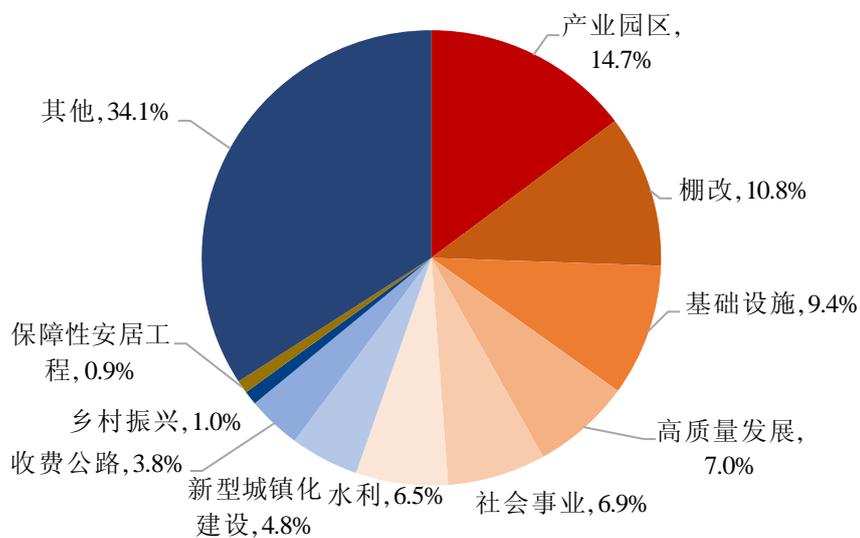
图表4：今年以来专项债发行节奏加快



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表5：2021年一季度专项债投向



资料来源：Wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com