

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。

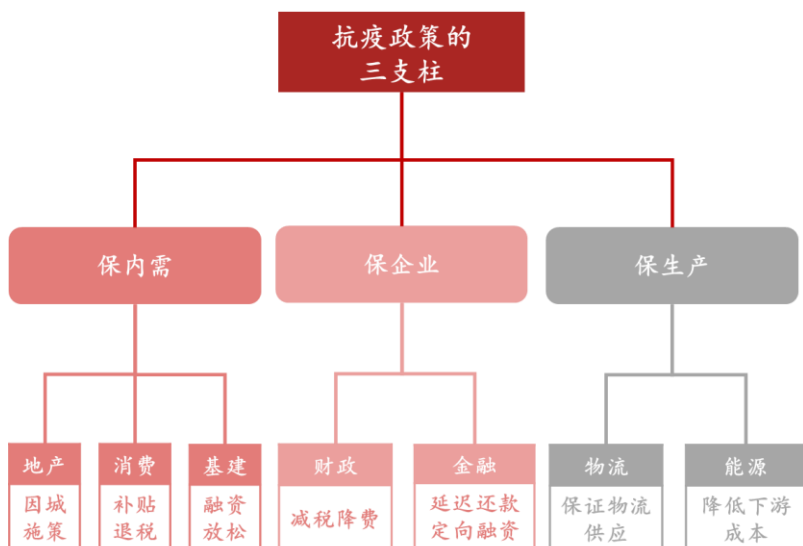
**保内需，共有三处政策着力点。**中国内需无外乎三块，地产、消费和基建。所以保内需政策自然围绕这三块需求展开。用补贴或退税方式刺激汽车消费，因城施策方式维持地产稳定，放开融资条件带动部分基建投资。

**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 <b>2.64</b> 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 <b>3200</b> 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 <b>1</b> 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 <b>增加一倍</b> 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 <b>货车贷、个人住房贷、消费贷</b> 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	<b>6</b> 个月
新增债务支持	—	增加 <b>1500</b> 亿元民航应急贷款 支持航空业发行 <b>2000</b> 亿元债券 支持发行 <b>3000</b> 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。

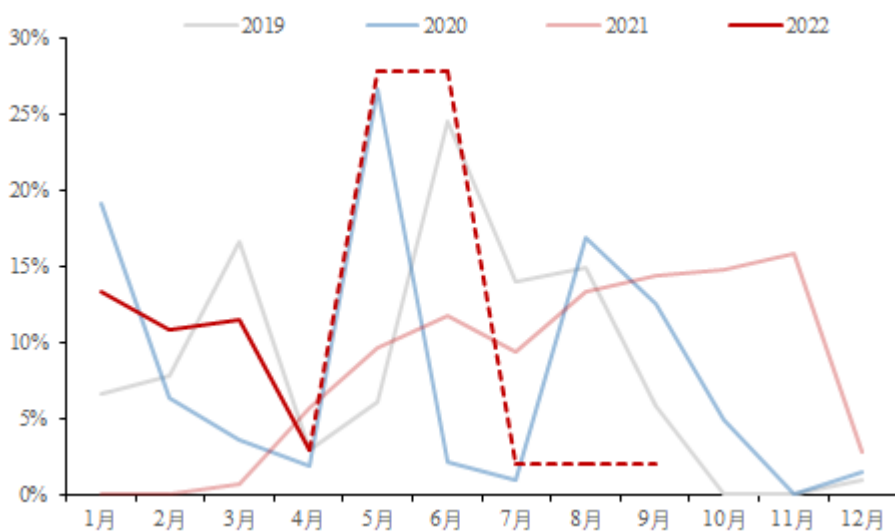
#### 第三，基建产业链同时受益于资金充裕和项目到位两条逻辑。

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。

## 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：抗疫稳增长政策的三支柱 .....	3
图 2：国常会 33 项政策，财政和金融端有政策加码 .....	4
图 3：今年专项债发行节奏或将大幅提前 .....	6



## 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