

5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。

“5·23 国常会”发布一揽子稳增长措施，“5·23 稳住经济大盘会议”重在强调稳增长政策落地。两次会议顺次推进，体现政策层面高度重视稳增长。

疫情以来，稳增长正在经历“尖峰时刻”。

4月各项宏观指标纷纷拐头向下，指向当前中国经济供需两面均在走弱。

稳住经济大盘会议中，李克强总理毫不避讳地谈及近期经济压力：“3月份尤其是4月份以来，一些经济指标明显走低，困难在某些方面和一定程度上比2020年疫情严重冲击时还大”。

所有宏观指标中，最牵动人心的莫过于失业率。4月青年失业率攀至18.2%，创下历史新高。每年7至8月是应届生毕业季，青年失业率将季节性走高，届时青年失业率或再破新高。面对可预见的青年失业率问题，本次稳住经济大盘会议直接回应，“努力确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降”。

稳住经济大盘会议，这是一次强调政策落地的大会。

“稳增长”贯穿于开年以来诸多会议以及政策之中。对于年内稳增长政策取向，市场从未怀疑。3月华东疫情爆发之后，市场期待更多的增量政策工具，同时期待稳增长措施能够尽快落地。

“5·23 国常会”给出稳经济一揽子政策，共有33条措施，几乎覆盖所有稳增长领域。“5·25 稳住经济大盘会议”，具体的稳增长细则并未超越33项措施。

会议难得一见地强调具体落实机制，“国务院26日将向12个省派出督查组，对政策落实和配套开展专项督查。对各地二季度经济主要指标，将由国家统计局部门依法依规实事求是分省公布，国务院对相关工作情况予以通报”。

如果说“5·23 国常会”回应市场对“增量政策”的期待，那么“5·25 稳住经济大盘会议”，看点不在于增量稳增长政策工具，看点在于政策落地执行。

未来值得期待的增量政策。

打开稳增长政策工具箱，无非财政、货币和地产三块内容。

稳住经济大盘需要稳地产和扩基建，稳住经济大盘还需要稳定企业和居民资产负债表。地产需要宽松，基建需要宽松，当然，货币也需要宽松。

未来地产宽松政策采用何种形式，宽松力度几何？不妨对未来地产宽松政策打开想象空间。货币宽松，不仅需要总量降准降息，结构信贷投放，未来也会有。

考虑到今年经济遭受历史难得一见的疫情扰动，特别国债发行或可是今年财政筹措资金的重要方式。预计特别国债发行量或在1~2万亿，发行时间或从7月开始。

为对冲流动性被动收紧，并应对7月或有的特别国债发行，我们预计6月底或将再度迎来降准降息等总量货币宽松。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目 录

1 稳住经济大盘的尖峰时刻	3
2 这是一次强调执行的大会	3
3 细数未来或有增量政策工具	4
4 风险提示	6
插图目录	7
表格目录	7

1 稳住经济大盘的尖峰时刻

预料之外的疫情冲击，改变了经济复苏态势。3月开始，汽车产业链数据下行，4月几乎所有宏观指标都重重下摔。尤其是地产和消费，代表性指标更是以双位数负增长。

疫情之下，供需双双走弱，历史少见。

今天稳住经济大盘会议中，李克强总理也毫不避讳地谈及近期经济面临的压力，“3月份尤其是4月份以来，一些经济指标明显走低，困难在某些方面和一定程度上比2020年疫情严重冲击时还大”。

高频数据显示，当下经济较4月至暗时刻有所缓解。然而较正常的经济运行状态，仍有相当距离。不论是交通物流还是工业生产，亦或居民消费和地产销售，显著低于常态水平。

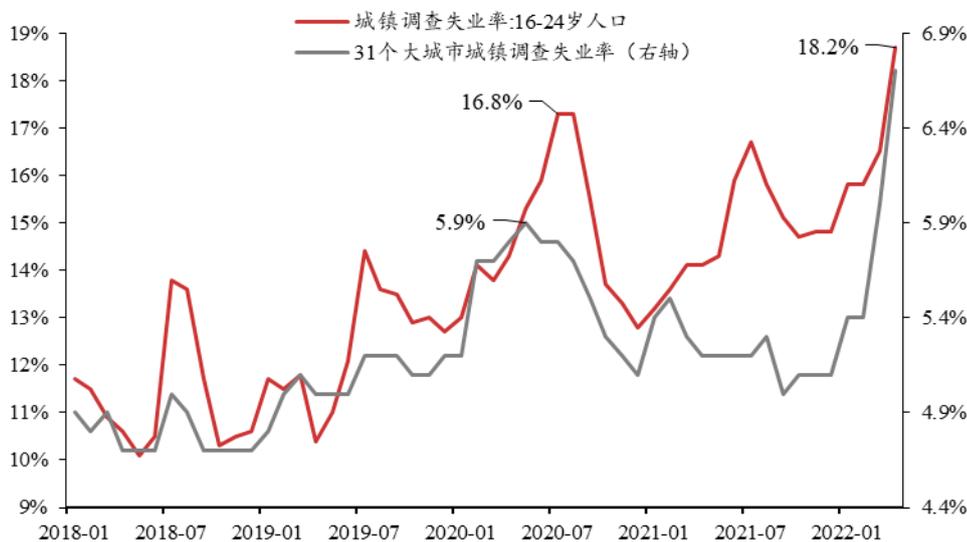
所有宏观指标中，最牵动人心的莫过于4月的失业率。

31大城市城镇调查失业率和青年群体（16-24岁）调查失业率分别攀至6.7%和18.2%，均为有数据统计以来新高。

同样受到疫情冲击的2020年2月，31大城市城镇调查失业率和青年群体调查失业率，一个不到6%，一个低于13%。对比之下，当前失业问题，尤其是青年失业问题可以说相当迫切。

今天稳经济大盘会议上，李克强总理心系民生就业，“努力确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降”。

图1：4月青年和31大城市调查失业率创下新高



资料来源：Wind, 民生证券研究院

2 这是一次强调执行的大会

从去年中央经济工作再次强调“以经济建设为中心”以来，稳增长一直贯穿于今年的政策布局。复盘开年以来几次重要会议，年初两会、3月15日的金融委会议、4月国常会、4月中央财经委会议等，无一例外都将稳增长提到一个高度来理解。

前日“5·23 国常会”给出稳经济一揽子政策，共有 33 条措施，涉及财政、金融、供应链、消费投资、能源安全、失业保障六个方面。可以说这是近期最系统、最全面，同时也是最细致和务实的稳增长措施。33 项措施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。

今日稳住经济大盘会议，在具体的稳增长细则上并未超越前日国常会给出的 33 项措施。今天的稳住经济大盘会议，看点不在于增量稳增长政策工具，而在于政策执行落地。

市场一直期待稳增长措施能够落地。

“5·23 国常会”给出全面系统的稳增长措施，并且具体到减税降费、信贷延期工具新增规模，都给出详细数据，已经相当务实。

今天稳住经济大盘工作，本意在于强调政策执行，会议直白表明意图，“要在做好疫情防控的同时完成经济社会发展任务，全面把握，防止单打一、一刀切”。

会议还难得一见地强调具体落实机制，“**国务院 26 日将向 12 个省派出督查组，对政策落实和配套开展专项督查。对各地二季度经济主要指标，将由国家统计局部门依法依规实事求是分省公布，国务院对相关工作情况予以通报。**”

这是一场强调政策落地的务实大会。

表 1：国常会 33 项政策，财政和金融端均有政策加码

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。

3 细数未来或有增量政策工具

本稳增长，未来还有哪些增量政策工具值得期待？打开稳增长政策工具箱，无非财政、货币和地产三块内容。

先看地产，不妨打开对未来地产宽松政策的想象空间。

我们一直对地产政策宽松抱有坚定信心。地产之于中国经济的重要性无需过多阐述，中国语境中稳增长，地产不能缺席。

本轮既有地产宽松政策，力度远不及历史其他时期。然而当前地产数据远弱于历史上任何一轮地产低点。预计后续将陆续放松地产，也就是说地产政策宽松毫无悬念。需要跟踪的是未来地产宽松政策采用何种形式，宽松力度几何。不妨对未来地产宽松打开想象空间。

再看货币，总量降准降息，结构信贷投放，未来还会有。

疫情同时约束经济供给和需求，供需约束情况下货币政策难见实效。观察任何一个经历疫情的经济体，不论是 2020 年的中国，还是本轮疫情中美国等发达经济体，疫中货币政策更多扮演被动的配合角色，配合其他需求刺激政策。

疫中货币政策主要用来配合财政，宽松信贷，以配合基建融资需求；下调利率，配合地产需求刺激；结构信贷投放，稳定私人部门现金流，配合保市场主体政策。

稳住经济大盘需要稳地产和扩基建，稳住经济大盘还需要企业和居民资产负债表稳定。地产还要宽松，基建还要宽松，当然，货币也需要宽松。

最后看财政，减收扩支方向明确，增量空间取决于资金充裕程度。

财政扩张政策无非只有两种，减收和扩支。减收是财政缩减收入，让利于民，以保证私人部门现金流稳定。典型操作有减免社保费用、增值税留抵退税等。扩支是指财政支出增加，除了传统基建扩张之外，还包括承担抗疫医疗相关支出。

财政政策的关注点不在于具体的政策形式，而在于财政力度。财政力度取决于能够有多大规模资金，用以平滑财政减收扩支带来的收支缺口。正因如此，关注财政增量工具，最终是关注财政有哪些增量方式，融得更多增量资金。

因为疫情和地产下滑，全年实际收支缺口或较年初走高 3.2~5.8 万亿（测算详见《特别国债规模或有几何？》）。好在年初仍有 2.6 万亿财政结存资金可供使用，由此推算今年财政需要使用新增工具筹措 0.7~3.2 万亿资金，用以对冲疫情和地产带来的财政压力。

考虑到今年经济遭受历史难得一见的疫情扰动，特别国债发行或可是今年财政筹措资金的重要方式。预计特别国债发行量或在 1~2 万亿，发行时间或从 7 月开始。

7 月是缴税大月，流动性将季节性收紧，今年增值税留抵退税在 6 月之前实施完毕，7 月流动性将被动收紧。为对冲流动性被动收紧，并应对 7 月或有的特别国债发行，我们预计 6 月底或将再度迎来降准降息等总量货币宽松。

表 2：测算特别国债发行规模的四组假设（单位：亿元）

	极乐观	乐观假设	中性假设	悲观假设
① 抗疫带来财政收支缺口	5 月严格抗疫结束	仅省会及计划单列市实施一轮静态管理（15 天）	全国各省市均实施一轮静态管理（15 天）	全国各省市均实施一轮静态管理（15 天）
② 土地出让减收	地产软着陆	地产软着陆	地产软着陆	地产硬着陆
特别国债发行需求	无需发行	6652	18832	32003

资料来源：财政部，民生证券研究院测算；注：测算详见《特别国债规模或有几何？》

4 风险提示

- 1) **经济走势超预期。**经济大幅度变动，则政策力度可能将有相应调整，可能超出我们预期。
- 2) **疫情发展超预期。**新增确诊人数出现大幅度的波动，可能超出我们预期。
- 3) **海外地缘政治超预期。**海外地缘冲突发展超出预期，影响上游大宗价格，可能超出我们预期。

插图目录

图 1：4 月青年和 31 大城市调查失业率创下新高..... 3

表格目录

表 1：国常会 33 项政策，财政和金融端有政策加码..... 4
表 2：测算特别国债发行规模的四组假设..... 5

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