



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 政策应出尽出，降息降准或提前

——国务院稳住经济大盘会议点评

日期：2022年05月26日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

### 相关报告：

《提振需求，应对下行压力》

——2022年05月22日

《加大支持，主动应对》

——2022年05月11日

《降准之后，降息可期》

——2022年04月16日

### ■ 主要观点

#### 经济增长对投资的倚重性提高

我们一直认为消费“压舱石”是对民生而言的，经济增长的第一动力是投资，之前受债务问题制约对投资没有过多强调，鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。政治局会议提出要全面加强基础设施建设。一揽子政策中投资的抓手则放在基础设施建设上面，要推动重大项目的开工建设。经济增长对投资的倚重性提高。

#### 中国物价稳中偏降趋势不变

当前全球主要国家均面临高通胀压力，但2022年中国物价“稳中偏降”是主要趋势。俄乌战争造成的国际能源价格上涨，不会改变中国未来PPI的方向，仅是略微影响下降节奏，市场整体上也并不认为PPI会向CPI传导。决定中国PPI的主要商品是煤炭和钢铁，在保供稳价的政策作用下，价格回落方向不变。通常来说，经济低迷时期通缩的风险更高。

#### 市场有望走稳

此次会议要求二季度经济实现合理增长，虽然没有提出明确目标，但在疫情冲击之下，全年要实现5.5%的增长目标难度加大，市场预期也将有所修正。疫情影响叠加地缘态势压力，资本市场遭遇冲击。但在预期修正下，经济低于目标对资本市场的不良影响，反而会消退，市场走稳将是大概率事件。

#### 政策应出尽出，降息降准或提前

经济下行压力加大，稳增长紧迫性全面提升。财政政策继续加码，房地产政策利好频传。一揽子政策中要求因城施策支持刚性和改善性住房需求，5年期LPR下调，各地调控政策松绑，有助于提振需求，稳定信贷。货币政策方面，后续政策或维持偏松格局，“降息、降准”或提前至年中前后。宏观政策仍有空间，各项政策应出尽出，加强逆周期调节，预计宏观杠杆率也会有所提高。

### ■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

## 目 录

<b>1 事件：国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议</b> .....	<b>3</b>
<b>2 事件解析：</b> .....	<b>3</b>
2.1 困难加大，一揽子政策要落实 .....	3
2.2 消费发力指向汽车，投资抓手仍是基建 .....	4
2.3 退税规模增加，财政支持再发力 .....	4
2.4 金融支持：普惠+延期还本付息 .....	5
2.5 促进产业链供应链的恢复 .....	5
2.6 稳物价：保障能源粮食安全 .....	5
2.7 保民生：关注就业物价 .....	6
<b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>7</b>
3.1 经济增长对投资的倚重性提高 .....	7
3.2 中国物价稳中偏降趋势不变 .....	7
3.3 市场有望走稳 .....	8
<b>4 事件预测：趋势判断</b> .....	<b>8</b>
4.1 政策应出尽出，降息降准或提前 .....	8
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>8</b>

### 图

图 1 主要大宗商品价格涨幅 (%) .....	5
图 2 2020 年我国能源消费结构 (%) .....	6
图 3 失业率上升 (%) .....	7

### 表

表 1：国务院常务会议确定的一揽子措施（6 方面 33 条） ...	3
------------------------------------	---

# 1 事件：国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议

5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。中共中央政治局常委、国务院总理李克强作重要讲话。

## 2 事件解析：

### 2.1 困难加大，一揽子政策要落实

突如其来的疫情与海外俄乌冲突的爆发，使得我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。5月23日的国务院常务会议中也明确指出当前经济下行压力持续加大。而在这次会议中也强调，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。在这一背景下，重要会议相继召开，各项应对政策也紧锣密鼓地出台，必须抢抓时间窗口，努力推动经济重回正常轨道。

其实在5月23日的国务院常务会议中，已经提出了要采取一揽子针对性强、有力有效的区间调控举措，稳住经济基本盘，主要包括6方面33项措施。而这次的会议则是要确保中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策上半年基本实施完成，国务院常务会确定的稳经济一揽子政策5月底前都要出台实施细则，并且尽快落实，以确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。

表 1：国务院常务会议确定的一揽子措施（6方面33条）

政策方向	主要措施
财政政策	增加退税1400多亿元，全年减退税额由原先的2.5万亿上升至2.64万亿
	将中小微企业、个体工商户和5个特困行业缓缴养老等三项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿元。
	将失业保险留工培训补助扩大至所有困难参保企业。对中小微企业吸纳高校毕业生的，加大扩岗补助等支持。各地要加大小微企业、个体工商户水电气费、房租等支持。
	今年专项债8月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等
	国家融资担保基金再担保合作业务新增1万亿元以上。
金融政策	将今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍
	对中小微企业和个体工商户贷款、货车车贷、暂时遇困个人房贷消费贷，支持银行年

	内延期还本付息
	汽车央企发放的 900 亿元商用车贷款，要银企联动延期半年还本付息
	将商业汇票承兑期限由 1 年缩短至 6 个月。推进平台企业合法合规境内外上市。
稳产业链供应链	优化复工达产政策，完善对“白名单”企业服务。保障货运通畅，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。
	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，制定便利外企人员往来措施。
促消费和有效投资	放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元
	因城施策支持刚性和改善性住房需求
	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，引导银行提供规模性长期贷款。启动新一轮农村公路建设改造。
	支持发行 3000 亿元铁路建设债券
	加大以工代赈力度
保能源安全	落实地方煤炭产量责任，调整煤矿核增产能政策，加快办理保供煤矿手续。
	再开工一批水电煤电等能源项目
保障基本民生	做好失业保障、低保和困难群众救助等工作
	视情及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。

资料来源：中国政府网，上海证券研究所

## 2.2 消费发力指向汽车，投资抓手仍是基建

在促进消费的发力点放在了提振汽车消费，减免车辆购置税。投资的抓手则放在基础设施建设上面，政治局会议上也明确指出要全面加强基础设施建设。要推动重大项目的开工建设，主要包括水利、交通、老旧小区改造、地下综合管廊以及农村道路改造等项目。项目建设的资金政策方面也要同步推进。专项债要求 8 月底前使用到位，也就意味着发行完毕的时间要更提前，并且专项债资金支持范围扩大新型基建。另外还要发行 3000 亿元铁路建设债券。信贷资金方面也会引导银行规模性长期贷款。专项债资金以及信贷资金有效衔接，尽快形成实物工作量。

## 2.3 退税规模增加，财政支持再发力

退税额度增加 1400 多亿，减税降费规模达到 2.64 万亿，并且针对部分困难行业缓缴社保 3200 多亿，以及对部分特定企业的财政补贴，总体措施力度规模将达到 3 万亿。而 2020 年所实施的相关政策为企业减负约 2.5 万亿元。财政支持力度较 2020 年有增无减。退减税力度加大，直达实体（项目/中小企业）是主要形式。国家融资担保基金再担保合作业务新增 1 万亿元以上，支持缓解中小微企业融资困难，助力企业纾困。

## 2.4 金融支持：普惠+延期还本付息

金融政策方面，重要扶持方向仍然是普惠金融，要求将普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍，结构性政策工具仍有发力空间。而对于支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体也要加大支持，相关群体贷款支持延期还本付息。

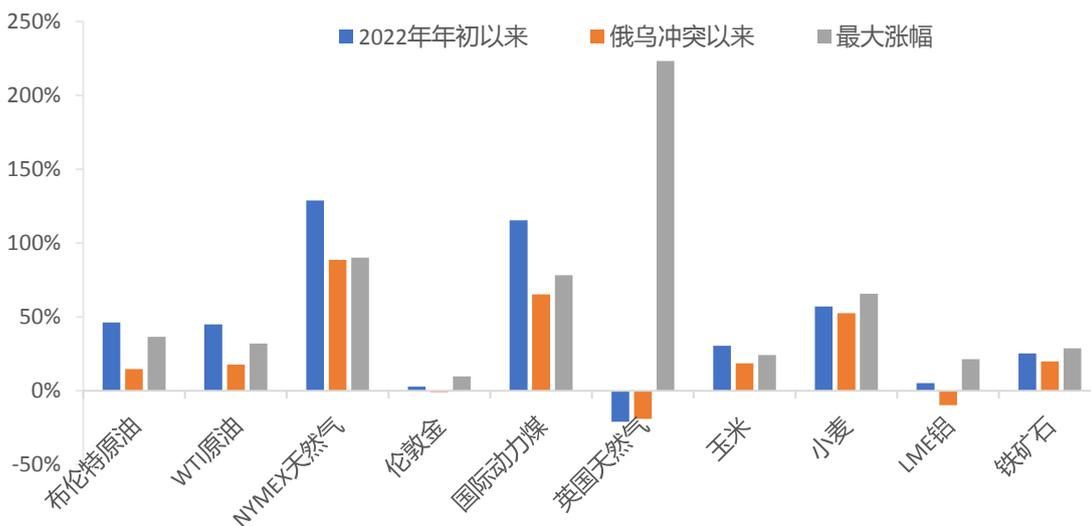
## 2.5 促进产业链供应链的恢复

疫情冲击下使得供应链、物流运转摩擦，经济循环畅通受到制约。因此，包括政治局会议在内的多次重大会议均提出要促进产业链供应链的恢复。在此次一揽子政策中也提出了优化复工复产政策，对于航空、物流畅通加大支持，增加 1500 亿元民航应急贷款，支持航空业发行 2000 亿元债券，并且也将有序增加国内国际客运航班。当前疫情形势好转，复工复产也要进一步有序加快。只有产业链供应链恢复完全正常运转，经济才有望重回正常运行区间。

## 2.6 稳物价：保障能源粮食安全

俄乌冲突全面爆发，而西方国家普遍对俄罗斯进行了经济和社会的全面制裁引发了全球供给冲击。而由于俄罗斯与乌克兰是全球主要的能源和粮食出口国，因此俄乌冲突爆发之后，相关大宗商品的价格均出现了进一步的上涨，甚至大幅波动，也加剧了全球通胀形势。

图 1 主要大宗商品价格涨幅 (%)

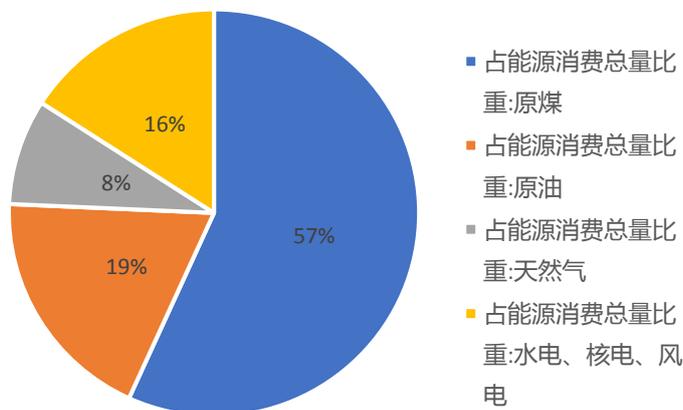


资料来源：Wind，上海证券研究所

而我国的粮食与煤炭自给率水平较高，对抗外部冲击的能力较强。并且在当前能源消费结构中，又以煤炭为主，因此稳物价的关键就在于煤炭的保供稳价。在一揽子政策中，要求落实地方

煤炭产量责任，调整煤矿核增产能政策，加快办理保供煤矿手续。再开工一批水电煤电等能源项目，以保证我国的能源安全。值得关注的是，近期的主要会议未再提及“双碳”目标，预计当前形势下，保障煤炭供应目标优先化，“双碳”制约或有所下降。

图 2 2020 年我国能源消费结构 (%)

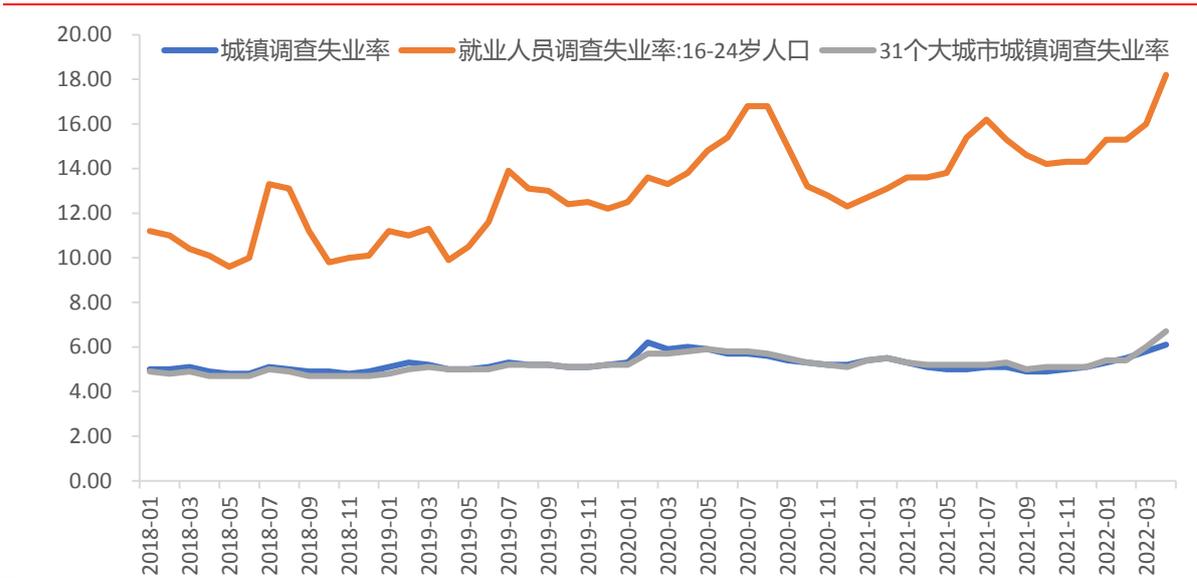


资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 2.7 保民生：关注就业物价

疫情冲击下，4 月失业率明显上升。4 月份全国城镇调查失业率环比上升 0.3 个百分点，已经达到 6.1%，而 2020 年疫情冲击最严重的时候失业率为 6.2%，并且 16-24 岁人口失业率达到到了 18.2%，创有统计以来的最高，就业形势严峻。因此要做好失业保障、低保和困难群众救助等工作，并要求二季度失业率要尽快下降。疫情冲击也导致了短期物价价格上涨，将视情及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。

图3 失业率上升 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 3 事件影响：对经济和市场

#### 3.1 经济增长对投资的倚重性提高

我们一直认为消费“压舱石”是对民生而言的。经济增长的第一动力是投资，之前受债务问题制约对投资没有过多强调，鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。经济增长动力也将更加倚重投资，消费在楼市泡沫叠加疫情影响下难有良好表现，财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。

#### 3.2 中国物价稳中偏降趋势不变

当前全球主要国家均面临高通胀压力。欧美等西方发达国家的通胀上涨，既是西方长期实行货币宽松的结果，更是西方社会结构变动的结果。西方实行直接救助的全社会发钱模式，带来了经济低迷下需求的增长，加剧供求矛盾，使得通胀水平压力持续上升。欧美“大涨薪”的社会变化，主要是受疫情期间全民发钱后遗症的影响。

而2022年中国物价“稳中偏降”是主要趋势。俄乌战争造成的国际能源价格上涨，不会改变中国未来PPI的方向，仅是略微影响下降节奏，市场整体上也认为PPI会向CPI传导。中国工业品价格走势主要体现的是采掘行业价格变化，PPI构成篮子决定了煤炭和钢铁价格基本上就决定整体工业价格状况，在保供稳价的政策作用下，价格回落方向也不变。通常来说，经济低迷时期通缩

的风险更高。

### 3.3 市场有望走稳

此次会议要求二季度经济实现合理增长，虽然没有提出明确目标，但在疫情冲击之下，全年要实现 5.5% 的增长目标难度加大，市场预期也将有所修正。疫情影响叠加地缘态势压力，资本市场遭遇冲击。但在预期修正下，经济低于目标对资本市场的不利影响，反而会消退，市场走稳将是大概率事件。

## 4 事件预测：趋势判断

### 4.1 政策应出尽出，降息降准或提前

经济下行压力加大，稳增长紧迫性全面提升。各项政策全面出击，已出台的政策要抓好落实，增量政策积极谋划，落实细节。财政政策继续加码，房地产政策利好频传。一揽子政策中要求因城施策支持刚性和改善性住房需求，5 年期 LPR 下调，各地调控政策松绑，有助于提振需求，稳定信贷。货币政策方面，后续政策或维持偏松格局，“降息、降准”或提前至年中前后，总量与结构并重，进一步降低企业的融资成本，加大对实体经济的支持力度。宏观政策仍有空间，各项政策应出尽出，加强逆周期调节，预计宏观杠杆率也会有所提高。

## 5 风险提示：

**通胀继续上行：**疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

**疫情反复变化再度超出预期：**防控措施的延长，对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

**政策超预期改变：**大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

### 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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。