

## 宏观点评 20240226

# 设备和消费的更新之路：套路和“新”意？

2024年02月26日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 今年开年的首次中央财经委会议比较特殊。这种特殊性主要表现在两个方面（图1）：一是时点上，这次中财委会议和早前召开的深改委会议的会期间隔很短——仅4天，而此前一般是1至2周；二是议题上很特殊——**设备更新和“以旧换新”**。而中财委作为党领导经济的核心决策议事机构，以往主要关注的是全局性、战略性和长期性的问题。我们认为这至少透露了两个重要的信息：今年设备更新相关的制造业投资将是稳经济的重要补充，而消费可能会受到更多的重视。

市场可能更加关心的是怎么干？我们梳理了历史上内外需求较弱的情况下国家求“新”的历史经验，其中2009年6月汽车、家电更新和2022年9月设备更新改造具备一定的参考意义，我们认为至少也有三点启示值得关注：一是**资金来源上中央是主力**，2009年中央财政在需求补贴中占比超过80%，2022年挑大梁的则是央行和财政部；二是**消费端刺激的见效可能更快，尤其在相关领域的增长和通胀上**，2009年政策刺激后，7月CPI见底，社零同比在高基数下稳步上升；三是**居民和企业的杠杆率是影响政策效果的重要因素**，2009年第二季度居民杠杆率为20.6%，政府以旧换新的补贴体量虽然不大，但撬动效果达1:24，而今可能需要政府在更大程度上发力。接下来重点关注本周的国常会以及接下来一个月内部委的后续部署。

■ **2009年6月“以旧换新”：汽车为主、家电为辅。**在海外金融危机导致的全球需求收缩下，中国出口受到冲击，经济增长亟需从扩大内需角度打开局面。2009年1月中国出口同比进入两位数负增长，拖累2009年一季度GDP同比增速至-6.4%。政府快速应对，包括投资于基建与地产“四万亿计划”，以及2009年6月出台的汽车家电“以旧换新”方案。

该轮“以旧换新”，**消费刺激拉动供给更新的特征明显**。思路上主要通过推动住户汽车与家电的更新换代，促使上游制造业企业消化库存，出清旧产能，创造新需求。政策首先在北京、上海、天津、江苏、浙江等消费力较强、汽车及家电保有量较高的地区试点，汽车政策以购置税减免与报废补贴为主，家电政策则聚焦于以旧换新与“下乡”。

政策资金均以**财政补贴形式落地**，其中汽车安排50亿元，家电安排20亿元，其中**中央财政出大头“包干”**，财政部在同期印发的《家电下乡操作细则》中表明中央与省级财政各负担资金80%及20%。

财政撬动作用显著。据发改委统计2010年汽车及家电两项补贴政策共拉动消费1700多亿元，约占2010年社零的1%，根据最初70亿元的中央财政补贴计划，本轮财政对消费的撬动效果可达1:24。这一方面是因为当时住户汽车及家电渗透率不高，需求空间较大，另一方面是居民杠杆率偏低，消费潜力高。

市场方面，汽车、家电板块受政策出台短期的提振有限，但中期业绩催生的市场超额收益亮眼。2009年年中政策落地后一个月市场尚处观望期，汽车与家电并未跑赢大市。但随着政策落地加速推进，居民消费对供给的更新拉动逐步体现在企业业绩上，加之政策延续预期支撑，汽车及家电板块逐步走强，6个月回报率在各行业中领先。

■ **2022年9月，超低利率支持下的设备更新改造。**在出口增速下滑、需求不足、投资谨慎的背景下，2022年9月7日，国常会提出要“支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造”；9月13日，国常会再次强调推进设备更新改造的重要性；仅仅时隔15天后，设备更新改造专项再贷款便正式浮出了水面——**由货币财政联动向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。**

设备更新改造贷款重点支持领域有哪些？**高校+医疗为主**。该设备更新改造贷款的支持方向包括教育、卫生健康、充电桩、新型基础设施、产业数字化、重点领域节能降碳改造升级等10个重点领域。

### 相关研究

《美国经济表现是否会令降息预期一降再降？--海外宏观经济周报》

2024-02-25

《春节后国内经济“首秀”表现如何？--国内宏观经济周报》

2024-02-25

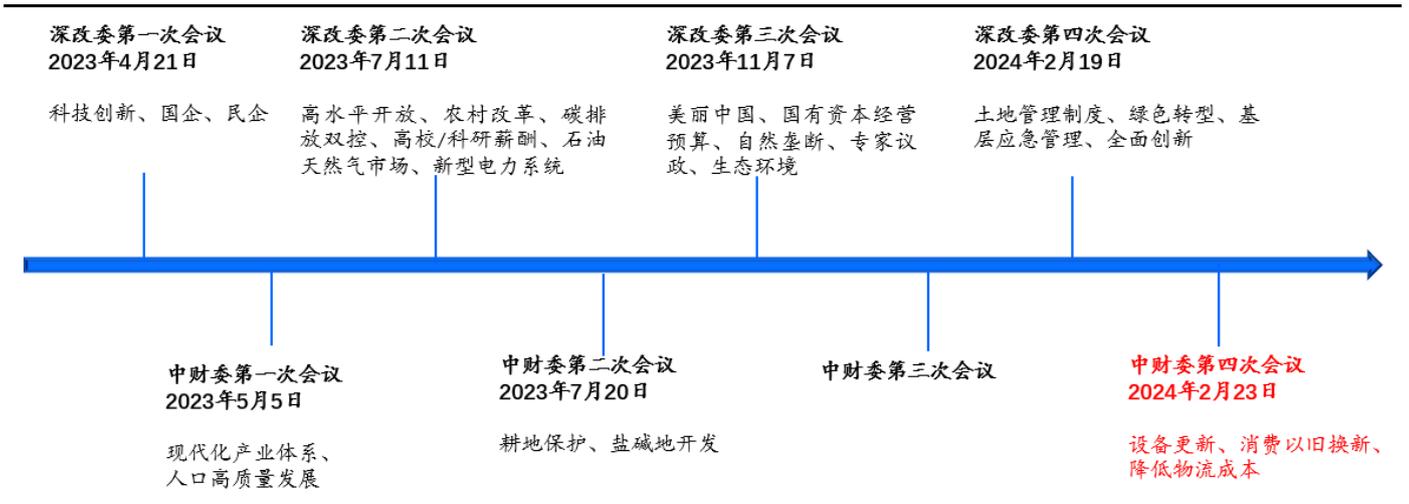
**设备更新改造贷款多大程度上支持企业？**2022 年设备更新改造专项再贷款提供支持的形式为：商业银行以不高于 3.2% 的利率向企业发放贷款，其中中央财政为贷款主体贴息 2.5%，这也就意味着更新改造设备的贷款主体实际贷款成本将低于 0.7%。在此机制的作用下，当时预计释放出的贷款总体规模达约 1.7 万亿元。

设备更新改造专项再贷款“现身”后，企业贷款需求起、但制造业投资的改善相对滞后。受益于中央财政的贴息，2022 年 9 月的设备更新改造政策促进了相关贷款主体实际贷款成本的降低，由此也推高了企业贷款的需求。然而，在设备更新改造政策出台后，短期内制造业投资并未出现明显改善，开启投资增速上行拐点的时间要略微滞后一些。

不过市场更注重预期，与设备更新改造支持的相关板块表现不错。无论是 2022 年 9 月 7 日国常会对支持设备改造的政策定调、还是 28 日央行财政对设备更新改造专项再贷款的正式“官宣”，都并未明显提升股市活跃度。不过相较之下，与设备更新改造政策相关的一些板块股市表现确实要“更胜一筹”，其中医药、机械设备、环保等板块股市都在上涨。

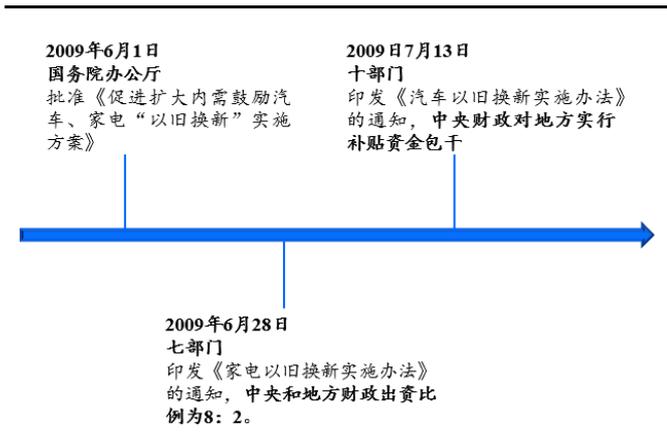
- **风险提示：**设备更新政策出台落地节奏放缓或刺激效果不及预期，导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1：第二十届中央深改委和财经委会议的召开时间和主要议题



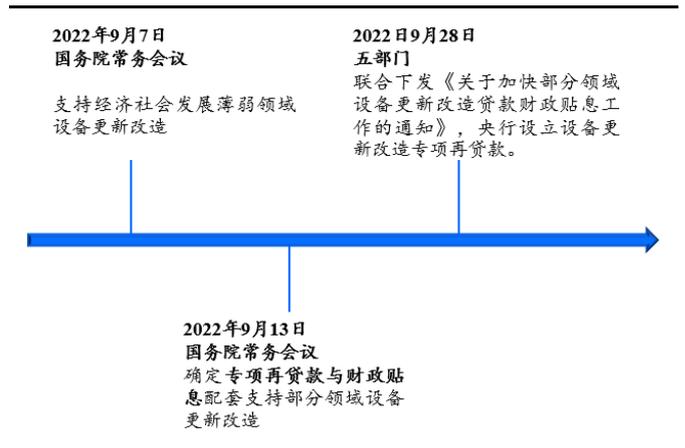
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图2：2009年消费以旧换新的政策推出



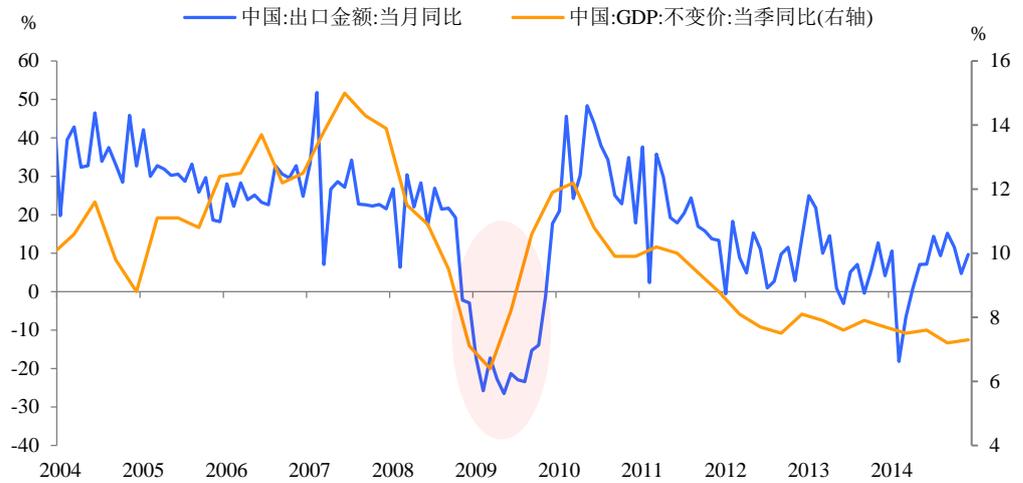
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图3：2022年设备更新改造是一大政策主线



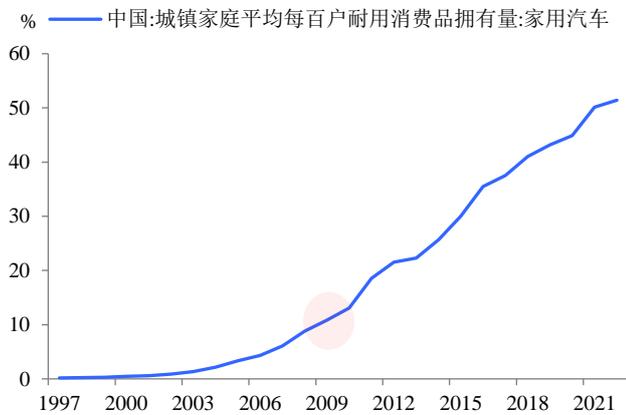
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图4：2009 年外需拖累经济



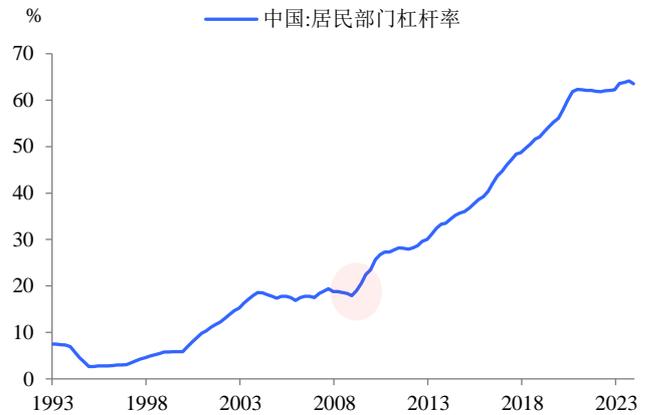
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2009 年汽车户均保有量处于较低水平



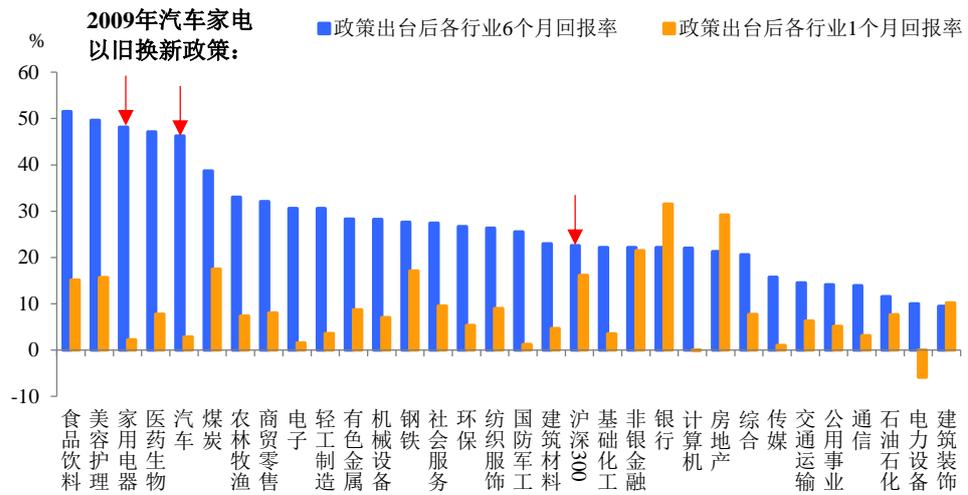
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2009 年居民加杠杆的消费潜力较大



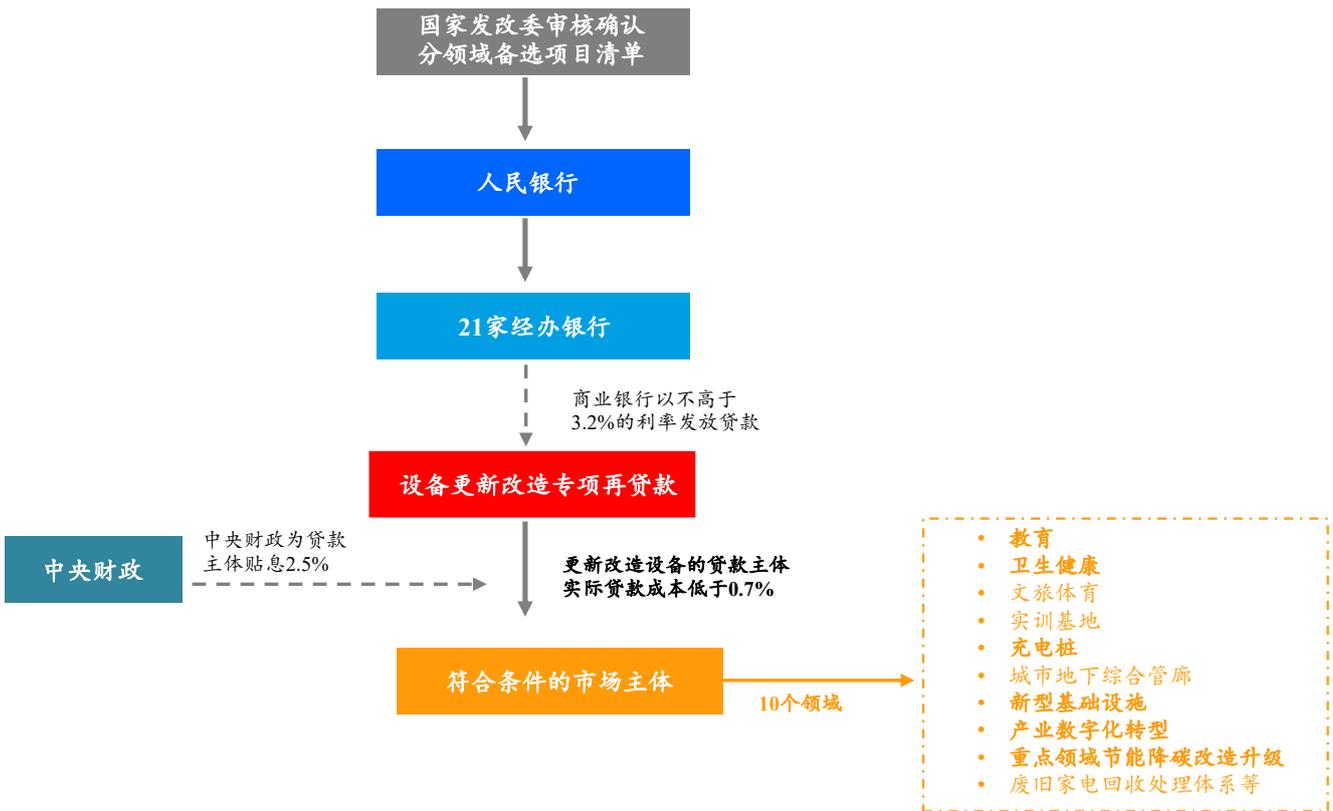
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2009年6月政策落地后，汽车与家电板块在中期表现较好



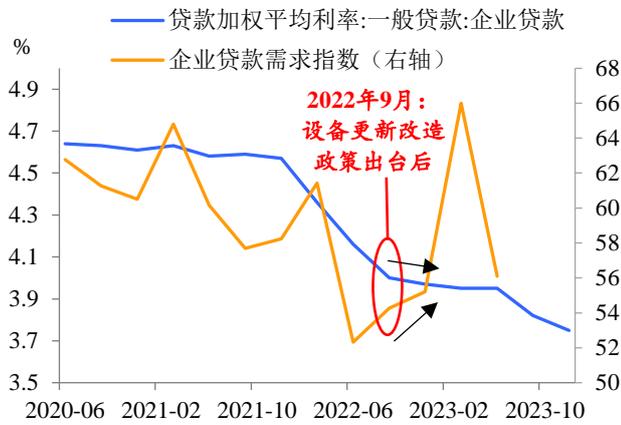
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2022年9月28日《关于加快部分领域设备更新改造贷款财政贴息工作的通知》主要内容一览



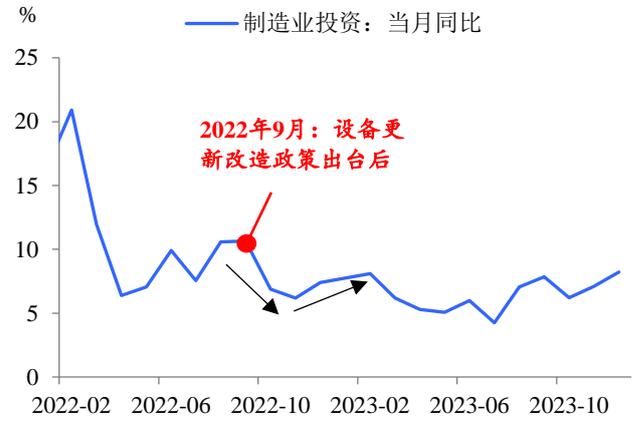
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图9：2022年9月设备更新改造政策出台后企业贷款需求增多



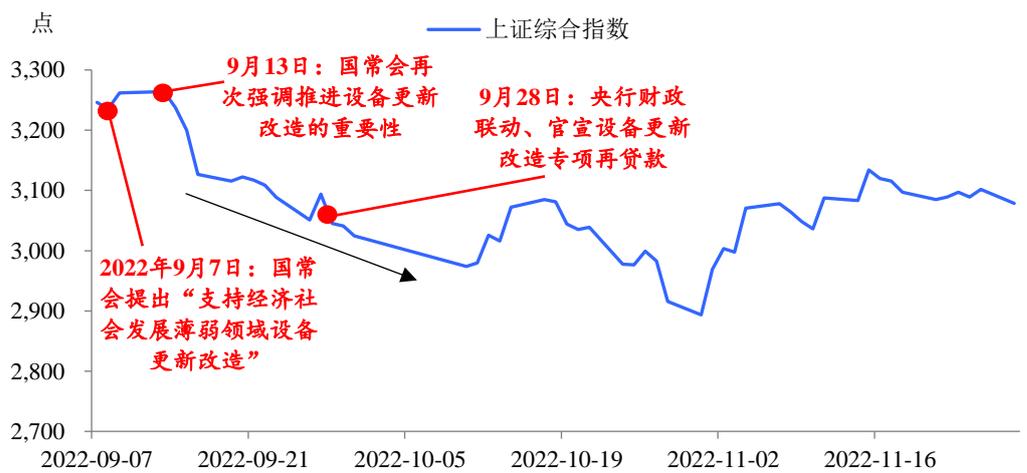
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：然而制造业投资增速的上升略微滞后



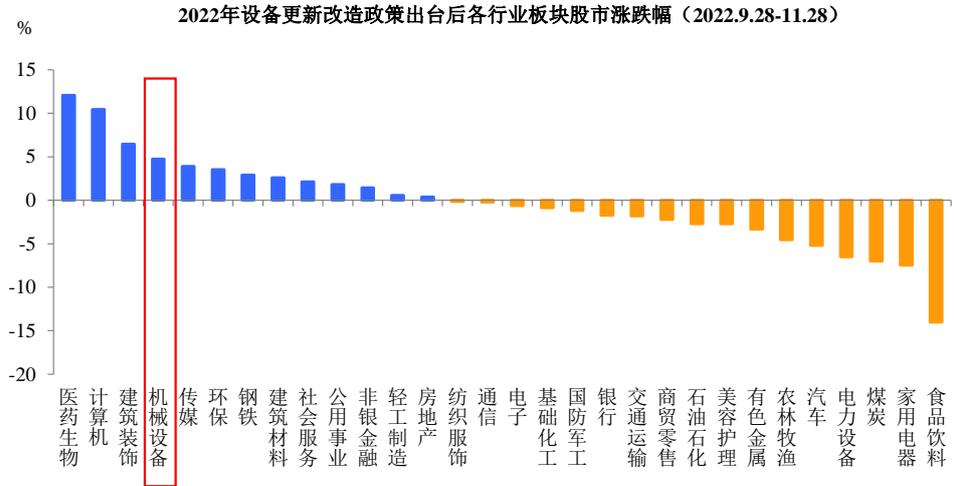
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2022年9月的设备更新改造政策对股市效果甚微



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12: 设备更新改造相关板块的市场表现 “更胜一筹”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>