

2022 年 05 月 23 日

相关研究

## 证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com

## 联系人

秦泰  
(8621)23297818×7368  
qintai@swsresearch.com

# 如何理解国常会的稳增长六大新增措施？

## —— 5.23 国常会点评

### 主要内容：

- 事件：据 5 月 23 日央视新闻联播，当日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定实施 6 方面 33 项措施，会议强调要增强紧迫感，狠抓落实，努力推动经济回归正常轨道确保运行在合理区间。
- 一、工业生产方面，会议提出扩大留抵退税、扩大延长缓缴社保费、保障货运通畅等三方面措施，其中前两项合计新增约 4600 亿财政支持，显示政策层面可能将当前生产困难主要归因于货运不畅导致的暂时冲击，可能预期后续生产端韧性较强反弹力度较大。
- 二、直接刺激消费方面，推出阶段性减征乘用车购置税 600 亿、遇困个人房贷消费贷年内延期还本付息等政策，直接利好占比较大的燃油汽车需求。同时期待稳定地产投资竣工政策见效，避免更大范围的后地产周期可选商品消费下滑。与此同时，大规模发放消费券、年内个税减税促消费可能性下降。
- 三、地产需求再度得到强调，但因城施策仍是核心思想，中西部、二三线地产需求是核心关切，城镇化和地产政策核心逻辑已经更加注重结构均衡，可能刺激一线和东部地产泡沫的措施实施概率仍低。
- 四、基建投资提出四大新方向，我们倾向于再度上修全年广义基建投资增速预期 1 个百分点至 8% 左右，但应当看到，长期绩效管理强化的要求并未松动，同时也主要期待长期贷款支持融资，而非特别国债直接增加政府债务负担。
- 五、新增财政负担尚可腾挪出空间，货币政策靠前发力已经基本完成，预计下半年实际 GDP 同比或可小幅推升至 6.0% 以上，全年实际 GDP 有望接近 5.0%，兼顾稳增长和结构优化。



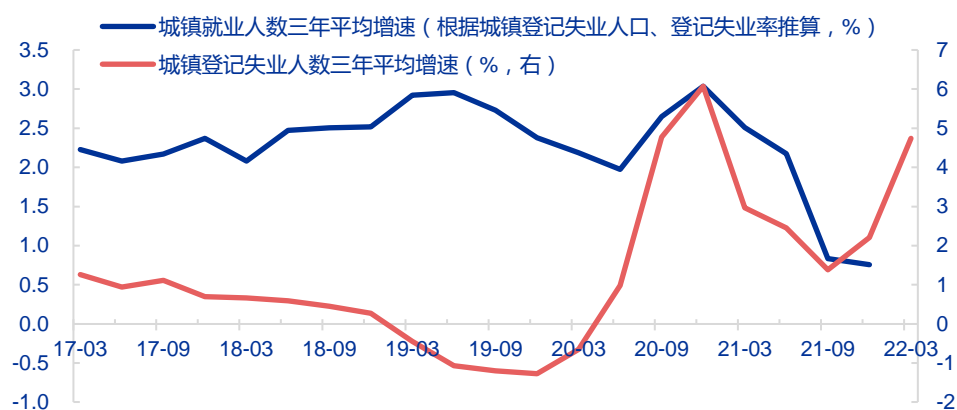
申万宏源研究微信服务号

事件：据 5 月 23 日央视新闻联播，当日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定实施 6 方面 33 项措施，会议强调要增强紧迫感，狠抓落实，努力推动经济回归正常轨道确保运行在合理区间。

1、工业生产方面，会议提出扩大留抵退税、扩大延长缓缴社保费、保障货运通畅等三方面措施，其中前两项合计新增约 4600 亿财政支持，显示政策层面可能将当前生产困难主要归因于货运不畅导致的暂时冲击，可能预期后续生产端韧性较强反弹力度较大。

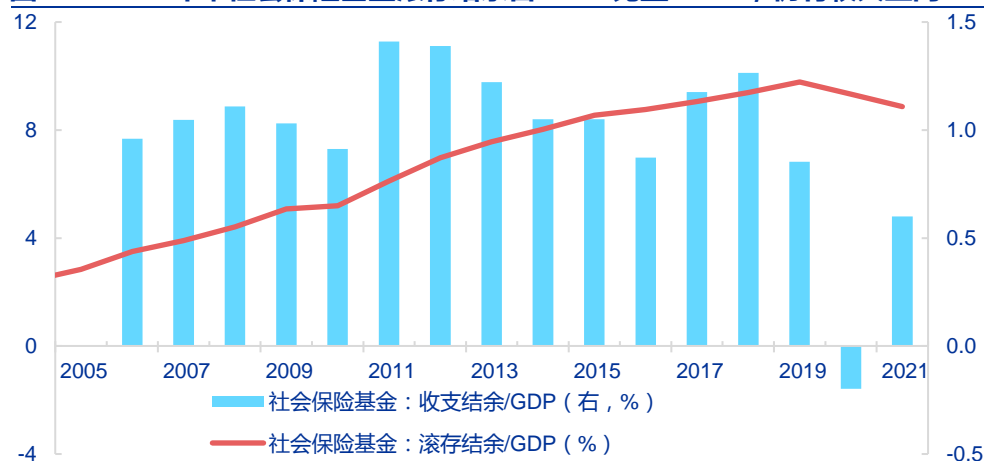
4 月经济数据显示上海疫情对工业生产造成显著影响，并拖累汽车等消费需求的合理释放速度，失业率提升较为明显，因而当前稳增长的突出重点首先在于工业生产的恢复、稳市场主体、稳居民就业和收入预期。本次会议更加明确地指出当前产业链供应链的堵点主要在于货运，要求“保障货运通畅，取消来自疫情低风险地区通行限制，一律取消不合理限高等规定和收费”，要求相当细致明确，同时也可能意味着政策层面研判当前国内产业链韧性仍然较为强劲，尽快解决货运堵点后可能有望凭借产业链韧性获得较大幅度的生产反弹。从财政配套政策的角度来看，本次会议仍遵循了 2020 年初和上周云南座谈会的基本逻辑，即通过稳定市场主体生产运行活动、稳定居民就业的方法，来确保可持续地稳定居民收入预期和正常的内需释放节奏。会议新增提出“在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税 1400 多亿元”和“将中小微企业个体工商户和 5 个特困行业缓缴养老等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”两项财政扩张性措施，直接指向降低企业生产成本和资金占用成本，促进企业复工复产稳定雇工用工的逻辑。这一逻辑下，两项财政扩张政策合计新增约 4600 亿刺激规模，新增财政负担总体可控，同时这一逻辑与大规模发放消费券的逻辑互斥，预计后者推出概率大幅下降。此外，货车贷款延期还本付息、做好失业保障等措施带来的财政压力较小。

图 1：在失业人数上升的同时，更需关注的是潜在劳动参与率的下行



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：2021 年末社会保险基金滚存结余占 GDP 比重 8.9%，仍有较大空间

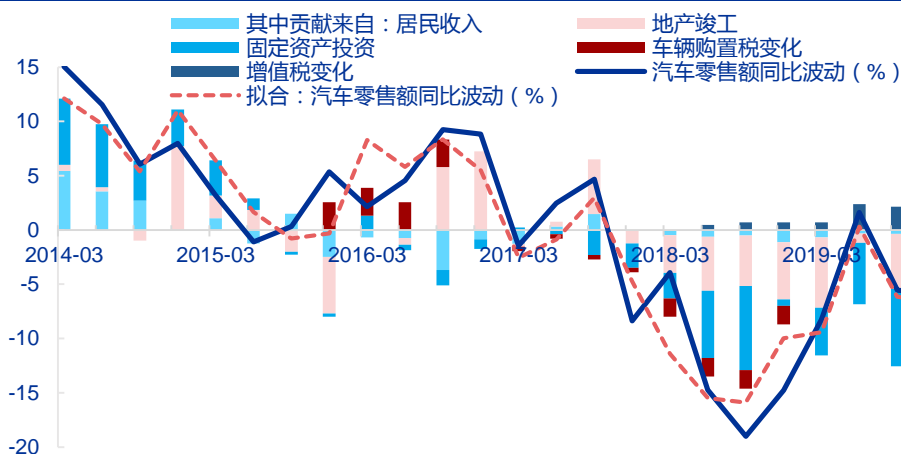


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2、直接刺激消费方面，推出阶段性减征乘用车购置税 600 亿、遇困个人房贷消费贷年内延期还本付息等政策，直接利好占比较大的燃油汽车需求。同时期待稳定地产投资竣工政策见效，避免更大范围的后地产周期可选商品消费下滑。与此同时，大规模发放消费券、年内个税减税促消费可能性下降。

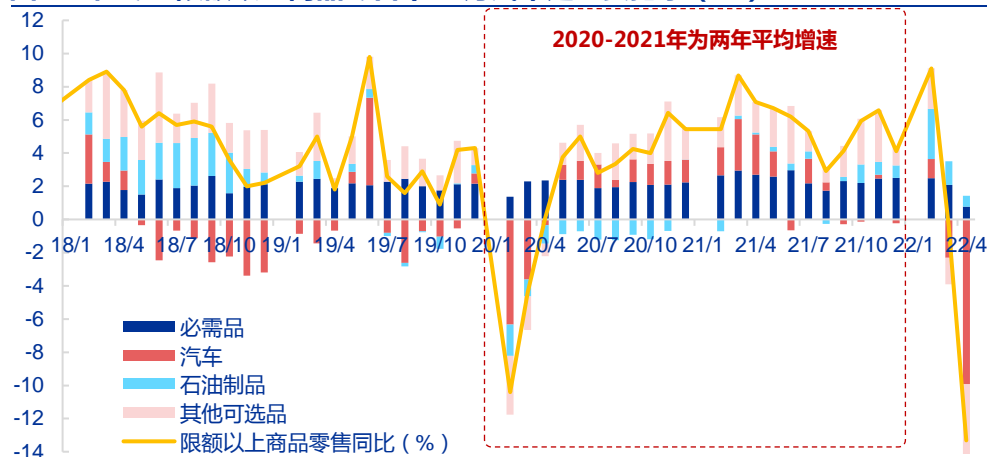
4 月汽车消费同比下滑超过 30%，尽管主要源于供货困难导致短期大幅拖累，但作为可选商品消费的最大类别，已经得到政策层面的充分重视。本次会议直接刺激消费的最大新增政策是阶段性减征乘用车购置税 600 亿。根据 2017 年前后的小排量车购置税优惠政策实施和退出前后的情况，可以预期未来两年的部分居民购车需求将有效提前至今年实现，对年内汽车销量促进作用预计将比较明显；此外考虑到新能源汽车本就享有购置税免征优惠，因此新增政策结合此前已经要求的限购地区增加额度投放，或更利好消费中占比较大的燃油汽车消费。但另一方面，也应考虑到 2017 年之后汽车需求受住宅竣工回落的拖累而出现了连续两年的大幅下滑，当前政策显然不希望同样的情况再度出现，因此重新提出阶段性减征乘用车购置税，或隐含有今年稳地产投资和竣工政策实施力度的强化，预计也将较快见到优化预售款资金监管、释放部分预售资金给开发商，以及保证开发贷等融资稳定的政策尽快落地或强化实施力度。但也不得不看到，当前选择的直接刺激消费的政策手段与个税减税拉动中等收入群体收入预期、大规模发放消费券刺激消费的逻辑也是互斥的，当前的选择主要还是考虑刺激本来有消费需求但被一些政策所限制导致释放缓慢的这一部分居民的汽车消费，而并非更大规模的一次性消费刺激、或者是从中等收入群体收入持续改善的角度刺激消费。从这个意义上来看，后两种可能的刺激消费措施，年内推出概率无疑是下降的。

图 3：影响汽车消费的因素拆分（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：社零：限额以上商品零售中 4 月汽车是主要拖累（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

**3、地产需求再度得到强调，但因城施策仍是核心思想，中西部、二三线地产需求是核心关切，城镇化和地产政策核心逻辑已经更加注重结构均衡，可能刺激一线和东部地产泡沫的措施实施概率仍低。**

会议重申因城施策支持刚性和改善型住房需求，但在近期已经下调全国首套商贷利率下限 20BP、以及 5Y LPR 单边下调 15BP 之后，强调“因城施策”并且未再提出新的刺激地产销售政策，我们认为更像是对近期已经新做政策的一种确认，同时也明确了我们前期提出的城镇化和地产政策核心逻辑已经发生变化，更加注重结构均衡，更关注中西部、二三线城市地产需求能否在包括降低首套首付比例、放松公积金贷款要求、降低 LPR 加点等因城施策组合拳的刺激下有效释放需求，而并不会以再度刺激东部地区和一线城市地产泡沫为代价短期寻求房地产市场“失衡的回暖”，从这个角度，我们仍预计年内再度下调 5Y LPR 的概率较低。而中西部、二三线城市因城施策仍可能进一步加码放松。

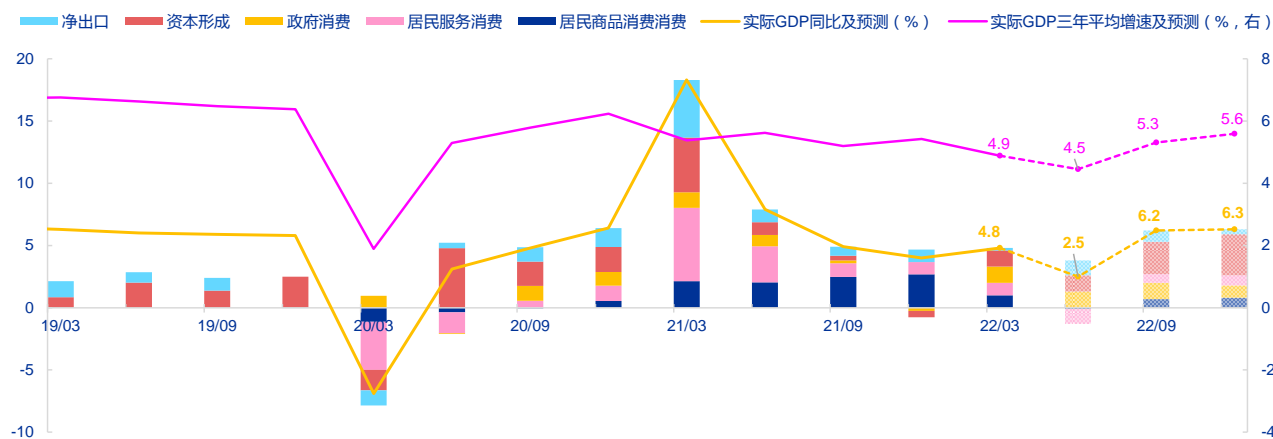
**4、基建投资提出四大新方向，我们倾向于再度上修全年广义基建投资增速预期1个百分点至8%左右，但应当看到，长期绩效管理强化的要求并未松动，同时也主要期待长期贷款支持融资，而非特别国债直接增加政府债务负担。**

本次会议落实了前期财经委会议、政治局会议对全面强化基础设施建设的要求，明确提出四大新的鼓励实施的基建方向：水利工程（大型引水灌溉）、交通（预计与交通强国国家交通网络建设直接相关的领域）、老旧小区改造（也有一定的促进房地产回暖效果）、地下综合管廊，由此我们可以管窥此前财经委会议提出的“综合效益”其实并非不再要求合理的经济效益，本次提出的四个方向应该来说经济效益也都是比较稳定的领域。从融资匹配的角度，针对一季度基建贷款融资放缓、4月企业中长贷大幅走弱的现状，本次会议也是针对性地要求“引导银行提供规模性长期贷款”，这也就意味着当前比较鼓励的基建投资领域可能仍需具备一定的未来现金流和盈亏平衡能力，从而实际上并未松动长期绩效管理的要求，也并不是此前市场期待的特别国债直接增加政府债务刺激基建投资放量的模式。有鉴于此，我们小幅上修全年广义基建投资增速1个百分点至8%，其中维持Q2同比9.8%的预测，上修Q3、Q4预测至7.5%、5.5%。

**5、新增财政负担尚可腾挪出空间，货币政策靠前发力已经基本完成，预计下半年实际GDP同比或可小幅推升至6.0%以上，全年实际GDP有望接近5.0%，兼顾稳增长和结构优化。**

从本次会议来看，财政并未增加很大的融资压力：因经济增速低于年初预期约0.5个百分点所导致的财政收入减少年化约1-1.5%，考虑到去年四季度以来的税收缓缴政策或可递补；新增减退税力度较小、缓缴社保费可由社会保险基金预算内存量资金缓冲，加之年初预算融资结构中留有一定冗余（如财政部副部长上周提及的原准备结转下年的4000亿中央对地方转移支付额度等），基建投资也主要试图撬动更多银行贷款，本次会议似乎显示政府部门今年并没有大幅提升债务水平的打算，我们认为目前的政策刺激尚无需额外发行特别国债，措施落地后的传导机制和效率更值得关注。货币政策在年内已经安排、大部分已经投放的2.37万亿流动性基础上，已经可以充分保障全年宽信用目标下的流动性合理充裕，后续进一步降准降息概率较低。本轮新增政策、叠加4月以来已经出台的稳增长政策，预计在低基数下有望推动下半年实际GDP增速小幅上行至6.0%-6.2%，我们测算二季度受疫情影响实际GDP同比或在2.5%左右，从而全年实际GDP有望接近5.0%左右，兼顾稳增长和结构优化长期可持续性。

图 5：中国实际 GDP 同比及结构预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	<a href="mailto:chentao1@swwhysc.com">chentao1@swwhysc.com</a>
华东 B 组	谢文霓	18930809211	<a href="mailto:xiewenni@swwhysc.com">xiewenni@swwhysc.com</a>
华北组	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swwhysc.com">lidan4@swwhysc.com</a>
华南组	李昇	0755-82990609	<a href="mailto:Lisheng5@swwhysc.com">Lisheng5@swwhysc.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。