

相关研究

《到底行不行，比了才知道》2020.02.22  
《停航和贸易限制有何影响？——新型肺炎疫情影响之四》2020.02.17  
《复工可还顺利？——新型肺炎疫情影响之三》2020.02.16

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

# 复工复产的路线图

## ——推进疫情防控和经济工作会议解读

### 投资要点:

- **事件:** 2月23日,统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议在北京召开。我们认为,本次会议是政治局会议的展开与部署,应引起重视。
- **战疫:已从防御转向相持。**会议称,“这次新冠肺炎疫情,是新中国成立以来在我国发生的传播速度最快、感染范围最广、防控难度最大的一次重大突发公共卫生事件”。会议强调,“经过艰苦努力,目前疫情防控形势积极向好的态势正在拓展”,但也指出,“当前疫情形势依然严峻复杂,防控正处在最吃劲的关键阶段,不获全胜决不轻言成功”。这意味着,当前疫情防控已从战略防御阶段转为战略相持阶段。
- **经济:复工复产意义重大。**会议称,“我国经济长期向好的基本面没有改变,疫情的冲击是短期的、总体上是可控的”。并用五个“关系到”强调复工复产意义重大。我们注意到,一方面,受疫情影响,今年节后复工情况并不理想;另一方面,2月中旬以来,政策重心已有所调整,向推动复工复产倾斜。而会议提出的八项举措中,精准复工复产也居于首位。具体举措包括:低风险地区全面恢复生产生活秩序,中风险地区依据形势有序复工复产,高风险地区继续集中精力抓好疫情防控,符合条件省份适时下调响应级别,动态调整。
- **财政:减负攻坚扩大支出。**会议强调积极的财政政策要更加积极有为: **减负**,包括落实已经出台的贴息、降费、缓缴税款,继续研究出台减税降费; **攻坚**,加大受疫情影响较大地区的转移支付力度; **扩大支出**,主要是扩大地方政府专项债券发行规模。我们预计,三管齐下的积极财政政策,意味着财政收支矛盾将愈发凸显,或通过上调财政赤字率、发行特别国债来实现。
- **货币:周转额度减免利息。**会议强调稳健的货币政策要更加注重灵活适度: **资金周转**,包括调整、完善企业还款付息安排,加大贷款展期、续贷力度; **信贷额度**,包括为防疫重点地区单列信贷规模,为受疫情影响较大的行业、民营和小微企业提供专项信贷额度解决; **防止资金链断裂**,可适当减免小微企业贷款利息。当前货币政策的痛点不在“宽货币”而在“宽信贷”, LPR下行受阻背景下,融资成本下行不能仅靠下调MLF来解决。我们预计,短期内,货币政策的主要抓手将是定向降准、再贷款和再贴现。
- **就业:未雨绸缪防患未然。**与企业复工复产相伴而生的另一大重要议题是就业,“六稳”之中,稳就业居于首位。此前政治局会议就曾指出,要实施好就业优先政策,鼓励灵活就业,做好重点群体就业工作。本次会议同样强调,要全面强化稳就业举措。总结来看,稳就业政策可谓未雨绸缪、防患于未然,具体包含三个方面。一是**减负**,主要是社保费阶段性减免,通过进一步减税降费,缓解企业经营压力。二是**稳岗**,包括失业保险稳岗返还、就业补贴,鼓励低风险地区的农民工尽快返岗复工等。三是**灵活就业**,包括个体工商户灵活就业、推动高校毕业生就业等。
- **精准复工复产的路线图。**总结来看,如果说2月21日的政治局会议是打响了复工复产的第一枪,那么本次会议则是给出了精准复工复产的路线图: **经济背景**是疫情初战告捷、复工复产影响重大; **具体措施**是分区分级和动态调控; **财政支持**重在减负、攻坚、扩大支出; **货币支持**强调周转、额度、减免利息;后续风险主要来自就业,应对措施包括减负、稳岗、灵活就业。积极的财政政策更加积极有为,或通过上调赤字率目标、发行特别国债来实现;稳健的货币政策更加灵活适度,痛点不在“宽货币”而在“宽信贷”,定向宽松可期,大水漫灌难现。

## 目 录

---

1. 战疫：已从防御转向相持 .....	4
2. 经济：复工复产意义重大 .....	5
3. 财政：减负、攻坚、扩大支出 .....	6
4. 货币：周转、额度、减免利息 .....	6
5. 就业：未雨绸缪，防患未然 .....	7
6. 精准复工复产的路线图 .....	8

## 图目录

---

图 1	湖北、非湖北每日新增新冠肺炎确诊病例（个） .....	4
图 2	当前加强疫情防控的七项重点工作 .....	4
图 3	历年春运发送旅客人次及同比增速 .....	5
图 4	历年财政赤字率目标值和实际值（%） .....	6
图 5	1 年期 LPR 与 MLF 利率（%） .....	7
图 6	各口径下的调查失业率（%） .....	7
图 7	精准推动复工复产的路线图 .....	8

## 表目录

---

表 1	过去一个月以来召开的高层会议 .....	5
-----	----------------------	---

2月23日，统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议在北京召开。

过去一个月以来，高层紧锣密鼓召开会议。而本次会议不仅规格高（七常委均出席）、规模大（17万人参与）、响应快（新华网当晚发布讲话原文），也是2月21日政治局会议内容的展开与部署，我们认为，应当引起充分的重视。

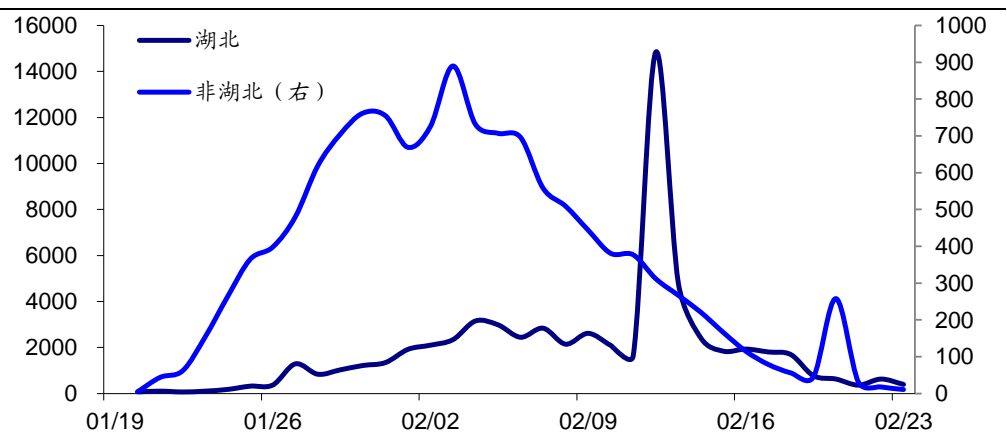
## 1. 战疫：已从防御转向相持

会议如何总结前期疫情防控工作，当前加强疫情防控又有哪些重点工作？

**疫情蔓延势头得到初步遏制。**首先，会议在回顾前期主要工作后指出，“这次新冠肺炎疫情，是新中国成立以来在我国发生的传播速度最快、感染范围最广、防控难度最大的一次重大突发公共卫生事件”。同时会议做出判断，“经过艰苦努力，目前疫情防控形势积极向好的态势正在拓展”。而此前政治局会议也指出，“目前疫情蔓延势头得到初步遏制，防控工作取得阶段性成效”。

这意味着，当前疫情防控已从战略防御阶段转为战略相持阶段，从卫健委公布的数据看，2月3日以来，湖北以外省份每日新增确诊病例数和疑似病例数总体呈下降趋势，治愈出院人数较快增长；2月19日以来，湖北省每日新增病例数也降至1000人以下。

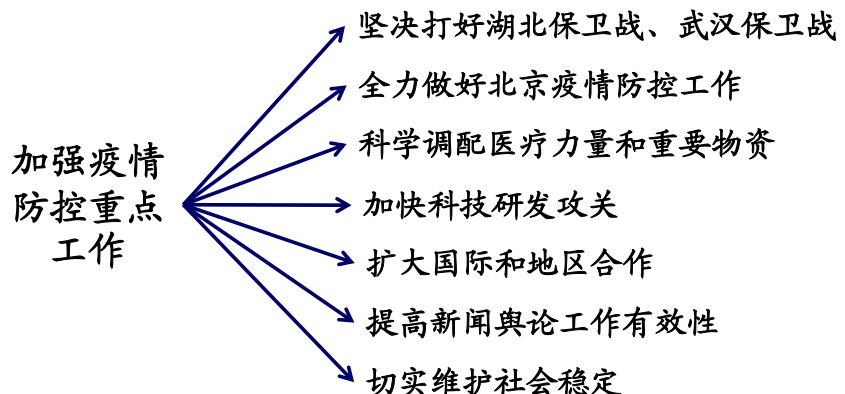
图1 湖北、非湖北每日新增新冠肺炎确诊病例（个）



资料来源：国家卫健委，海通证券研究所

**不获全胜决不轻言成功。**会议在加强当前疫情防控重点工作部分指出，“在充分肯定成绩的同时，我们必须清醒看到，当前疫情形势依然严峻复杂，防控正处在最吃劲的关键阶段”、“不获全胜决不轻言成功”。而此前政治局会议也指出，“全国疫情发展拐点尚未到来，湖北省和武汉市防控形势依然严峻复杂”。会议指出，当前要抓好七项重点工作。

图2 当前加强疫情防控的七项重点工作



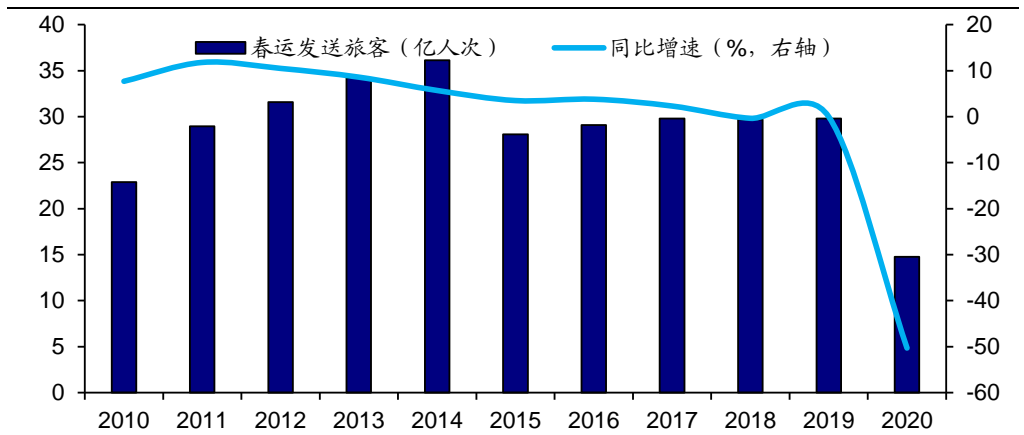
资料来源：新华网，海通证券研究所

## 2. 经济：复工复产意义重大

**疫情冲击短期可控，复工复产意义重大。**会议强调，“我国经济长期向好的基本面没有改变，疫情的冲击是短期的、总体上是可控的”。会议指出，在确保疫情防控到位的前提下，推动非疫情防控重点地区企事业单位复工复产，恢复生产生活秩序，关系到“为疫情防控提供有力物质保障”、“民生保障和社会稳定”、“实现全年经济社会发展目标任务”、“全面建成小康社会和完成‘十三五’规划”，以及“我国对外开放和世界经济稳定”。会议用五个“关系到”强调了复工复产意义重大，对其重视程度可见一斑。

一方面，受疫情影响，今年节后复工情况并不理想。今年春运共发送旅客 14.8 亿人次，同比下降 50.3%；6 大电厂日均发电耗煤也仅位于 40 万吨左右的历史低位水平，同比下降 40%；高德地图百城拥堵指数也位于 1.2 左右的历史低位，同比下降 20% 左右。

图3 历年春运发送旅客人次及同比增速



资料来源：交通部，海通证券研究所

另一方面，2月中旬以来，政策重心已有所调整。此前，高层会议更关注疫情防控工作，而2月中旬两次国常会分别强调“加强经济运行调度和调节”、“多措并举稳企业稳就业”，政治局会议更是明确指出要“统筹做好疫情防控和经济社会发展工作”、“建立与疫情防控相适应的经济社会运行秩序”。在疫情防控初见成效、节后复工较不理想的背景下，政策重心调整也顺理成章，落实复工复产，本身就是重要的稳增长政策。

表1 过去一个月以来召开的高层会议

时间	会议	主要内容
1月25日	政治局常委会	党中央成立应对疫情工作领导小组。
2月3日	政治局常委会	听取中央应对新型冠状病毒感染肺炎疫情工作领导小组和有关部门关于疫情防控工作情况的汇报，研究下一步疫情防控工作。
2月5日	国务院常务会议	要求切实做好疫情防控重点医疗物资和生活必需品保供工作，确定支持疫情防控和相关行业企业的财税金融政策。
2月11日	国务院常务会议	进一步部署在全力以赴抓好疫情防控同时，加强经济运行调度和调节，更好保障供给。
2月12日	政治局常委会	分析当前新冠肺炎疫情形势，研究加强疫情防控工作。
2月18日	国务院常务会议	部署不误农时切实抓好春季农业生产；决定阶段性减免企业社保费和实施企业缓缴住房公积金政策，多措并举稳企业稳就业。
2月21日	政治局会议	研究新冠肺炎疫情疫情防控工作，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作。

资料来源：新华网，中国政府网，海通证券研究所

而会议提出的八项举措中，居于首位的正是精准复工复产。会议指出：既不能对不同地区采取“一刀切”的做法、阻碍经济社会秩序恢复，又不能不当放松防控、导致前功尽弃。低风险地区要尽快将防控策略调整到外防输入上来，全面恢复生产生活秩序。中风险地区要依据防控形势有序复工复产；高风险地区要继续集中精力抓好疫情防控工作。随着疫情防控形势持续向好，符合条件的省份要适时下调响应级别并实行动态调整。



会议指出，宏观政策重在逆周期调节，节奏和力度要能够对冲疫情影响，防止经济运行滑出合理区间，防止短期冲击演变成趋势性变化。那么，宏观政策重心在哪里呢？

### 3. 财政：减负、攻坚、扩大支出

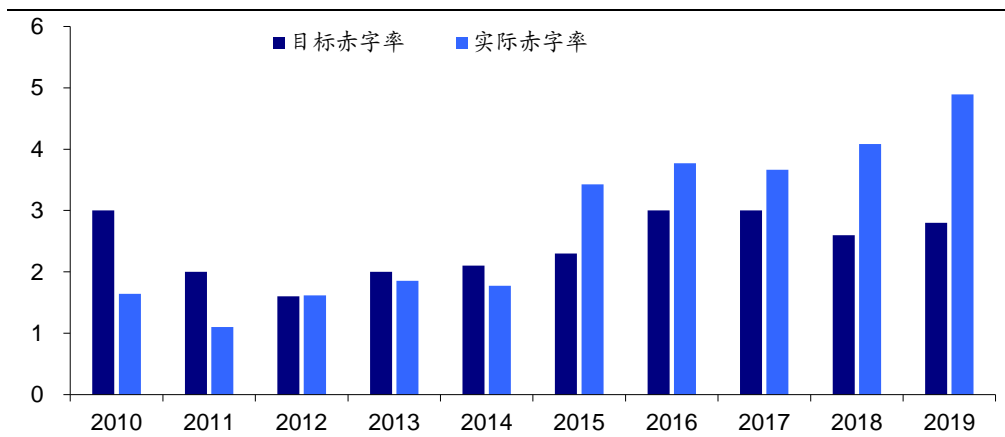
**首先来看财政。**此前政治局会议强调，积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用，而本次会议也同样强调，积极的财政政策要更加积极有为。具体包括：

已经出台的财政贴息、大规模降费、缓缴税款等政策要尽快落实到企业。要继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费政策，加大对一些行业复工复产的支持力度，帮助中小微企业渡过难关。要集中使用部分中央部门存量资金，统筹用于疫情防控、保障重点支出。一些地方财政受疫情影响较大，要加大转移支付力度，确保基层保工资、保运转、保基本民生。要扩大地方政府专项债券发行规模，优化预算内投资结构。

**总结来看，财政政策关键词有三个：减负、攻坚、扩大支出。**无论是落实已经出台的贴息、降费、缓缴税款，还是继续研究出台的减税降费，都指向减轻企业负担；加大受疫情影响较大地区的转移支付力度符合预期；而扩大地方政府专项债券发行规模，也明确指向扩大政府支出。

**三管齐下的积极财政政策，意味着财政收支矛盾将愈发凸显。**我们预计，20年财政赤字率目标或不低于3%，考虑到减税降费政策的实施使得18、19年实际赤字率均明显高于目标赤字率，减收增支的背景下，20年实际赤字率或继续抬升。

图4 历年财政赤字率目标值和实际值（%）



资料来源：财政部，海通证券研究所

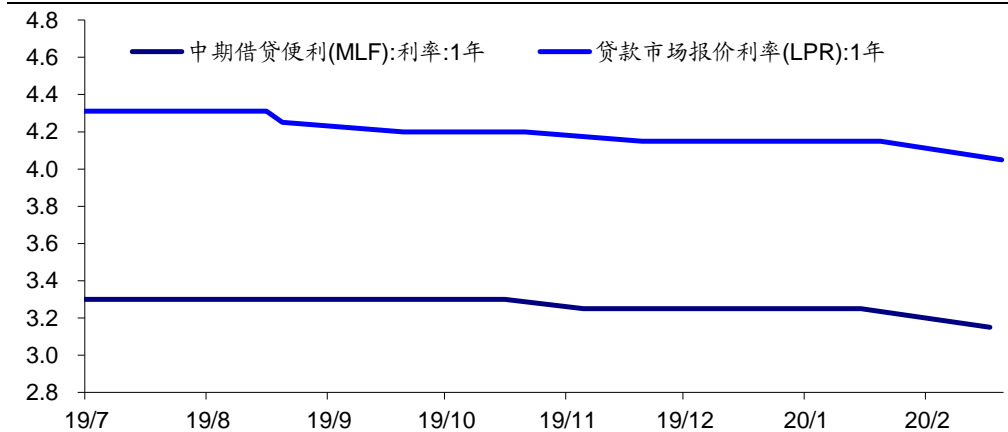
### 4. 货币：周转、额度、减免利息

**再来看货币。**此前政治局会议强调，稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。本次会议同样强调，**稳健的货币政策要更加注重灵活适度**，而其含义更为丰富，包括：

把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，用好已有金融支持政策，适时出台新的政策措施。要针对企业复工复产面临的债务偿还、资金周转和扩大融资等迫切问题，创新完善金融支持方式，为防疫重点地区单列信贷规模，为受疫情影响较大的行业、民营和中小微企业提供专项信贷额度。要调整完善企业还款付息安排，加大贷款展期、续贷力度，适当减免小微企业贷款利息，防止企业资金链断裂。

**总结来看，货币政策关键词也有三个：周转、额度、减免利息。**复工复产企业面临的融资问题主要有三类：一是时间上的资金周转，可通过调整完善企业还款付息安排，加大贷款展期、续贷力度来解决；二是额度上的扩大融资，可通过为防疫重点地区单列信贷规模，为受疫情影响较大的行业、民营和中小微企业提供专项信贷额度来解决；三是防止资金链断裂，唯有通过适当减免小微企业贷款利息，方可助其渡过难关。

由此可见，当前货币政策的痛点不在“宽货币”而依然在“宽信贷”。事实上，4 季度货币政策报告专栏《理性看待商业银行利润增长》中，明确提出，缓解小微企业融资难融资贵，银行要发挥利润较多的优势，进一步加大对小微企业支持，把更多金融资源转向小微企业，降低企业融资成本，降低对短期利润增长的过高要求，向实体经济让利。其背景正是此前的 LPR 下行受阻，融资成本下行不能仅靠下调 MLF 来解决。我们预计，短期内，货币政策的主要抓手将是定向降准、再贷款和再贴现。

**图5 1 年期 LPR 与 MLF 利率 (%)**


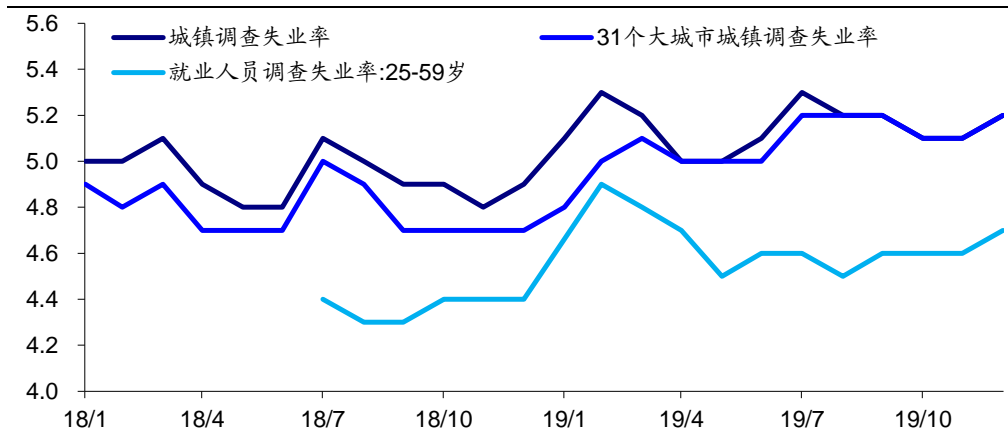
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5. 就业：未雨绸缪，防患未然

与企业复工复产相伴而生的另一大重要议题是就业，“六稳”之中，稳就业居于首位。此前政治局会议就曾指出，要实施好就业优先政策，鼓励灵活就业，做好重点群体就业工作。本次会议同样强调，要全面强化稳就业举措。

本次会议指出，要实施好就业优先政策，根据就业形势变化调整政策力度，减负、稳岗、扩就业并举，抓好社保费阶段性减免、失业保险稳岗返还、就业补贴等政策落地，针对部分企业缺工严重、稳岗压力大和重点群体就业难等突出矛盾，因地因企因人分类帮扶，提高政策精准性。要鼓励低风险地区的农民工尽快返岗复工，采取“点对点、一站式”直达运输服务。要支持多渠道灵活就业，解决个体工商户尽快恢复营业问题。要加快推动线上登记失业和申领失业保险金，确保失业人员应发尽发、应保尽保。要注重高校毕业生就业工作，统筹做好毕业、招聘、考录等相关工作，让他们顺利毕业、尽早就业。

总结来看，稳就业政策可谓未雨绸缪、防患于未然，具体包含三个方面。一是减负，主要是社保费阶段性减免，通过进一步减税降费，缓解企业经营压力。二是稳岗，包括失业保险稳岗返还、就业补贴，鼓励低风险地区的农民工尽快返岗复工等。三是灵活就业，包括个体工商户灵活就业、推动高校毕业生就业等。

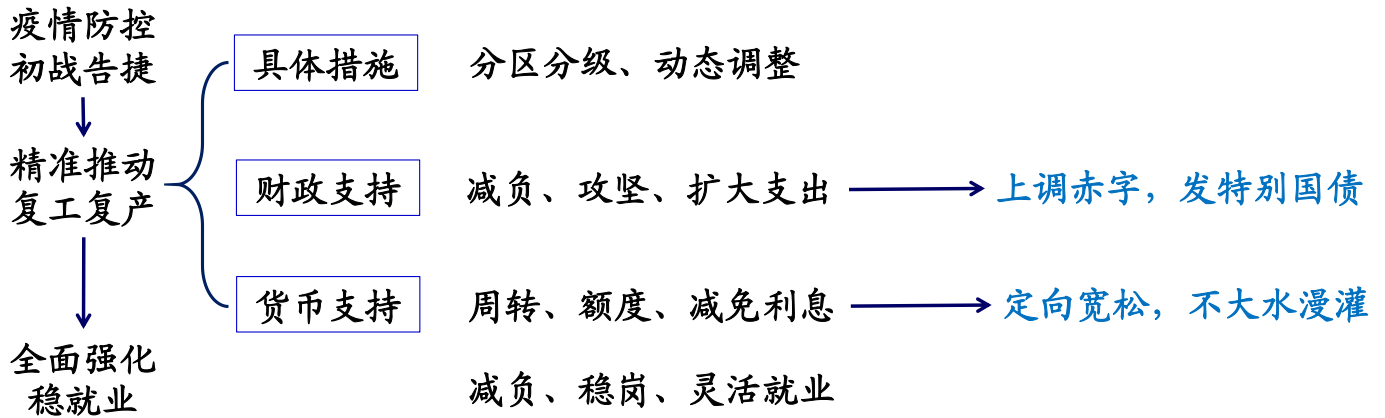
**图6 各口径下的调查失业率 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 6. 精准复工复产的路线图

总结来看，如果说2月21日的政治局会议是打响了复工复产的第一枪，那么本次会议则是给出了精准复工复产的路线图：**经济背景**是疫情初战告捷、复工复产影响重大；**具体措施**是分区分级和动态调控；**财政支持**重在减负、攻坚、扩大支出；**货币支持**强调周转、额度、减免利息；后续风险主要来自就业，应对措施包括减负、稳岗、灵活就业。积极的财政政策更加积极有为，或通过上调赤字率目标、发行特别国债来实现；稳健的货币政策更加灵活适度，痛点不在“宽货币”而在“宽信贷”，定向宽松可期，大水漫灌难现。

图7 精准推动复工复产的路线图



资料来源：海通证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

姜超 宏观经济研究团队  
于博 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。