

疫情之下，财政如何扩张

证券研究报告
2020 年 02 月 20 日

作者

预计今年与疫情直接相关的财政减收增支将达到 1.09-1.45 万亿，其中 0.38-0.66 万亿对应一般公共预算，0.21-0.29 万亿对应政府性基金，0.5 万亿对应社保基金。社保基金此次减免的 0.5 万亿可以分摊到以后数年，逐渐由财政补贴补偿或加强国有资本经营收入补充社保，对今年的影响不大。

余下的 0.59-0.95 万亿缺口，加上疫情结束后可能需要基建托底、促进消费、建立失业保障基金等投入，今年由疫情所导致的财政缺口将有万亿级别。从最新的官方表述来看，完全依靠扩大预算内赤字来弥补财政缺口的可能性不大。

因此为平衡财政压力，可能会适度提高预算内赤字和广义赤字，并进一步压缩一般性财政支出和优化支出结构。如果今年官方赤字率提升至 3.0%，新增专项债额度提升至 3.2-3.3 万亿，政金债净融资 1.6 万亿，PSL 净投放 0.5 万亿，则可以在相对合理的范围内多增资金 0.7-0.8 万亿，基本可以维持财政收支的“紧平衡”。

此外，可以考虑发行 0.5-1 万亿的特别国债，专门用于支持针对中小微企业的减税降费。相比于专项债、政金债等，国债的发行利率更低，更有利于控制政府债务成本。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

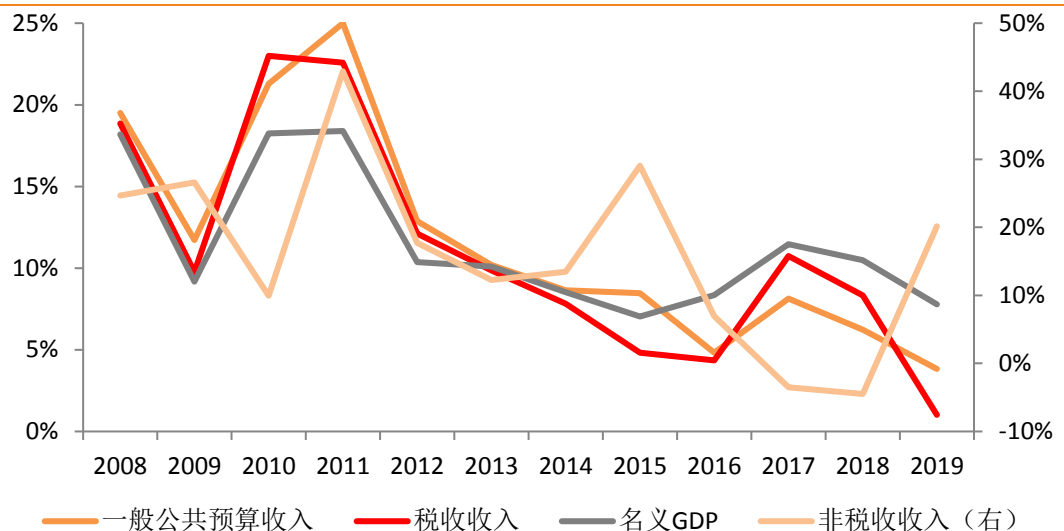
风险提示：疫情持续时间和对经济影响超预期；财政积极程度不及预期



一、疫情导致的财政减收有多少？

随着减税降费政策的持续推进和产业结构变迁，我国税收收入增速自 2013 年以来持续低于名义 GDP 增速。2019 年减税规模进一步扩大后税收增长仅 1.0%，增速较 2018 年回落 7.3%，作为对冲的非税收入增长 20.2%，最终一般公共预算收入增长 3.8%。另一方面，经济下行背景下积极的财政政策要求维持一定强度的财政支出，因此 2019 年一般公共预算支出增长 8.1%，收支差额达到 4.82 万亿，实际赤字率 4.9%。扣除 2.76 万亿的预算内赤字，2019 年全国一般公共预算使用往年结转结余及调入资金高达 2.09 万亿，而年初的计划使用额为 1.51 万亿，超出 0.58 万亿。

图 1：2019 年税收增速大幅回落



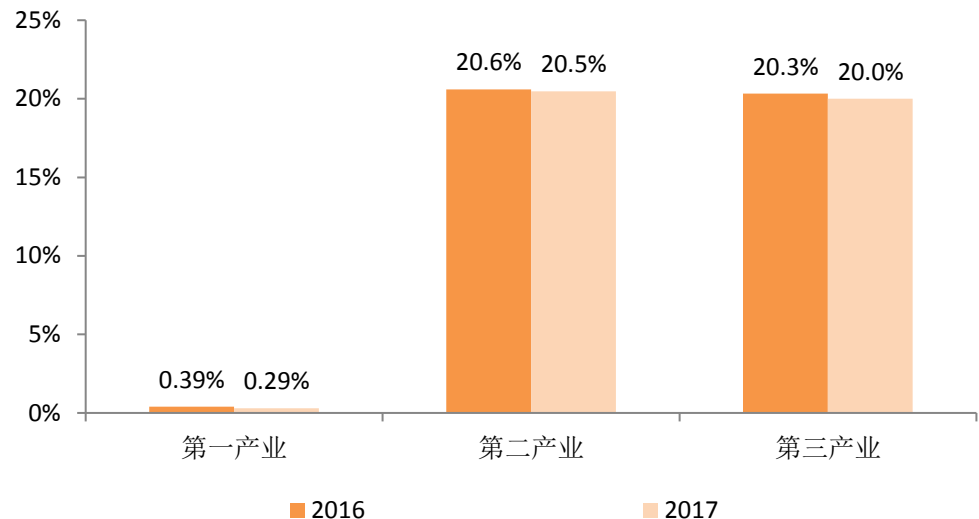
资料来源：WIND，天风证券研究所

经济下行和隐性债务压力下的大规模减税降费已经使财政收支处于“紧平衡”状态，超额使用结转结余和调入资金后突发的新冠疫情则进一步加大了财政收支压力。**疫情导致的财政收支消耗主要来自几个方面：**经济增长下滑导致的税收减收、房地产市场走弱导致的政府性基金减收、防控疫情带来的经费支出、缓解受损企业债务负担的财政贴息、保护受损企业重回正轨的税费减免等。总的来看，预计上述各方面将消耗财政资金约 1.09-1.45 万亿，其中 0.38-0.66 万亿对应一般公共预算，0.21-0.29 万亿对应政府性基金，0.5 万亿对应社保基金。

1. 因经济增长损失导致的税收减收

税收的损失取决于各产业的税率和增长损失情况。2016 年和 2017 年，第一/第二/第三产业的平均综合税率（税收金额与 GDP 比值）为 0.35%/20.5%/20.2%。2018 年以来连续两次下调增值税税率，第二产业中的制造业从 17%降至 13%，建筑业从 11%降至 9%；第三产业中的交通运输业、房地产业、通信服务业、公用事业从 11%降至 9%。因此可大致估算，当前第一产业的综合税率约为 0.35%，第二产业的综合税率约为 17%，第三产业的综合税率约为 19.5%。

图 2：2016/2017 年各产业的综合税率（税收金额/名义 GDP 比值）



资料来源：WIND，中国税务年鉴，天风证券研究所

此次新冠疫情对不同产业的冲击幅度不同，预计第一产业受影响最小，第二产业其次，第三产业影响最大。第一产业受疫情的影响有限，加之税率较低受冲击影响较小，对税收的影响可以忽略。

第二产业复工进度较慢，产能利用率远未恢复至疫前水平，目前六大发电集团日均发电耗煤仅为去年农历同期的 58%，预计第二产业 1 季度实际 GDP 增速约为 2.5%-4%，1 季度 PPI 同比约为 -0.67%，第二产业名义 GDP 增速约为 1.6%-3.5%。原始情形下，1 季度第二产业名义 GDP 增速约为 6.2%，因此预计第二产业损失税收约 375-640 亿（名义 GDP 损失*税率）。

第三产业中的部分行业损失较大，如餐饮、住宿、旅游、交运等在严重缺乏需求的情况下无法复工。原始情形下，1 季度第三产业名义 GDP 增速有望达到 8.9%，如果损失 5%-10% 的增长，则名义增速大约在 -2%~3%，预计第三产业损失税收约 1467-2710 亿。

整体来看，预计税收将少增 1840 亿-3350 亿。考虑到 2 季度之后的经济补偿性恢复，新冠疫情对全年税收收入的冲击规模可能在 1500-3000 亿元。

2. 政府性基金收入下滑

地方政府性基金收入高度依赖土地出让金，2019 年国有土地使用权出让收入占地方政府性基金收入的 90%。疫情期间，购房、拿地等活动短期因疫情限制无法正常进行，房地产市场极度冷却，2 月以来 30 大中城市商品房成交面积仅为去年农历同期的 5.6%，100 大中城市土地成交总价为农历同期的 37%。

但房地产属于被递延的需求，根据贝壳研究院的“住房消费者预期调查”，仅有 8.5% 的受访者表示受疫情影响将取消买房计划，多数受访者会推迟购房计划 1-12 个月，因此疫情结束后，房地产和土地市场会有补偿性恢复。整体而言，疫情对政府性基金收入的冲击主要集中在 1 季度，预计 1 季度土地出让金减收 30%-45%，全年土地出让金减收 3%-4%，即 2100-2900 亿元。

二、防疫和复产的财政支出有多少？

1. 税费减免

第一，2 月 6 日财政部发布了《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》，对疫情防控重点保障物资生产企业、部分受疫情影响较大的困难行业企业和提供公共交通运输服务、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务的企业提供了税费政策优惠。其中减负最大的条款主要是“对纳税人提供公共交通运输服务、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税”。

参考财税〔2016〕36号文，公共交通运输服务、生活服务和快递收派服务对应“交通运输业、文化体育和娱乐业、教育、卫生和社会工作、住宿和餐饮业、居民服务修理和其他服务业、邮政业”。根据中国税务年鉴（2018），上述行业2017年共贡献增值税2314亿元，且除交通运输业之外均未调整增值税税率，根据2018-2019年第三产业的年均增长率，预计上述行业在2020年可贡献增值税2940亿。**如果免征增值税3-6个月，则对应税费减免735-1470亿。**

第二，2月18日国常会要求：除湖北外各省份，从2月到6月可对中小微企业免征养老、失业、工伤保险单位缴费，从2月到4月可对大型企业减半征收；湖北省从2月到6月可对各类参保企业实行免征。

由于缺乏准确数据，我们用私营企业/非私营企业近似估计中小微企业/大型企业的就业人数和工资比例。截至2018年底，我国私营企业/非私营企业的就业人数之比为32%，平均工资之比为60%，则中小微企业贡献社保比例为19.3%。2018年企业职工基本养老保险、工伤保险和失业保险保费收入合计3.16万亿（剔除财政补贴、利息和投资收益），按照基本养老保险企业/个人缴纳20%/8%、失业保险企业/个人缴纳2%/1%、工伤保险全部由企业缴纳计算，由企业负担的上述三项费用为：中小微企业4400亿，大型企业1.8万亿。**如果中小微企业免征5个月、大型企业减半征收3个月，则对应费用减免金额共4100亿。2018年湖北省社保收入3371亿，考虑到湖北省的减免幅度更大，总减免金额或在5000亿左右。**

除此之外，待疫情基本结束、企业逐渐恢复正常经营后，可以考虑进一步降低中小企业的税费负担。2019年全国税收收入为15.8万亿，考虑到中小企业贡献了50%以上的税收，如果全年能推动中小企业综合税费比率降低0.5%（半年1%），则对应税收减免1500-2000亿。

2. 财政贴息

2月7日，财政部等五部委联合发布《关于打赢疫情防控阻击战强化疫情防控重点保障企业资金支持的紧急通知》，央行将向9家全国性银行和疫情防控重点地区地方法人银行发放3000亿专项再贷款，发放利率为1.65%，金融机构向相关企业提供优惠信贷的贷款利率上限为3.15%，**中央财政按实际获得贷款利率的50%给予贴息支持。按照财政贴息利率1.575%计算，3000亿元贷款对应财政贴息47.25亿元。如果后续进一步提高专项再贷款和贴息规模，财政贴息总额可能在100亿左右。**

3. 防疫支出

疫情当前，保障疫情防控经费是首要目标。至1月26日，全国各级财政下达疫情防控补助资金112.1亿元，用于医疗救治、疫情防控所需设备和防控物资采购等；至2月14日为901.5亿元，日均下达金额约41.5亿。**假设后续防控经费日均下达金额不变，持续至3月15日，则累计下达金额为1350亿；如果持续至3月31日，则累计下达金额约2000亿。**

三、扩张财政空间的可行方式和建议

综上所述，今年与疫情直接相关的财政减收增支将有1.09-1.45万亿，其中0.38-0.66万亿对应了一般公共预算，0.21-0.29万亿对应了政府性基金，0.5万亿对应了社保基金。对于社保基金，2019年底我国基本养老、失业、工伤保险结余6.85万亿，此次减免的0.5万亿可以分摊到以后数年，逐渐由财政补贴补偿或加强国有资本经营收入补充社保，因此预计对今年的财政空间影响不大。

余下的0.59-0.95万亿缺口，加上疫情结束后可能需要基建投资托底、促进消费、建立失业保障基金等方面的投入，今年由疫情所导致的财政缺口将有万亿级别，财政平衡的压力明显增大。为平衡财政压力，财政政策可能将适度提高预算内赤字和广义赤字，并进一步压缩一般性财政支出和优化支出结构。

1. 适度提高预算内赤字

预算内赤字主要涉及一般公共预算赤字（官方赤字）和专项债。2019 年的一般公共预算赤字率为 2.8%，赤字率每提高 0.1% 对应赤字约 1000 亿元，**如果完全以提高赤字率的方式对冲，则需要将官方赤字率升至 3.4%-3.8%**。但是官方赤字率一直面临着 3.0% 的隐性约束，如果大幅突破 3%，可能引发一定程度的汇率贬值。

专项债方面，近期财政部提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元，共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 18480 亿元。从专项债提前下达部分的项目投向来看，基建占比明显提升。**因此，适度提升 2020 年新增地方政府专项债额度至 3 万亿以上，也能发挥财政支出的稳增长作用。**

但是从最新的官方表述来看，完全依靠扩大预算内赤字来弥补财政缺口的可能性不大。2 月 16 日财政部部长刘昆在《求是》上发表的文章中提到：“今后一段时间，财政整体上面临减收增支压力，**财政运行仍将处于‘紧平衡’状态**。在这种情况下，**单纯靠扩大财政支出规模来实施积极的财政政策行不通**，必须向内挖潜，坚持优化结构、盘活存量、用好增量……要有效防控地方政府隐性债务风险，稳妥化解存量隐性债务，有效遏制隐性债务增量……加强逆周期调节、巩固和拓展减税降费成效、保持合理适度财政支出强度是一方面，优化资金配置和结构、提高使用效益是另一方面，而且更可持续”。

2. 提高广义赤字

提高广义赤字，例如提高政策性银行的发债规模，增加央行 PSL 的投放规模等，也是可行选择。政金债净融资在 2016 年达到历史峰值 1.46 万亿，2019 年为 1.39 万亿，今年可进一步提升至 1.6 万亿左右，同比多增 0.2 万亿。PSL 净投放同样在 2016 年达到历史峰值 9714 亿，2019 年仅投放 2670 亿，如果今年提升至 5000 亿，将同比多增 0.23 万亿。

但广义财政并非一般公共预算的等价替代，其使用范围更局限，例如 PSL 资金主要经由国开行投向棚改项目，专项债专款专用于基建、棚改、土储等，国开行贷款资金多数也投向基建和棚改领域，资金使用整体以项目投资为主。因此，**可以考虑阶段性适当拓宽广义财政资金的使用范围，增强其对预算内资金的替代性**，例如政策性银行牵头成立专项建设基金，专门投向此次新冠疫情中暴露出来的医疗设施、公共卫生、疫情防控等方面的基础设施短板，完善重大疫情防控体制机制，健全国家公共卫生应急管理体系。

综合来看，如果今年官方赤字率提升至 3.0%，新增专项债额度提升至 3.2-3.3 万亿，政金债净融资 1.6 万亿，PSL 净投放 0.5 万亿，则可以在相对合理的范围内多增资金 0.7-0.8 万亿，基本可以维持财政收支的“紧平衡”。

3. 考虑发行特别国债

我国曾两次发行特别国债（不包括滚动续作），第一次是 1998 年向四大国有独资商业银行发行 2700 亿元，筹集资金全部用于补充国有独资商业银行资本金；第二次是 2007 年发行 1.55 万亿元用于购买约 2000 亿美元外汇，作为即将成立的国家外汇投资公司的资本金。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7142

