



Research and
Development Center

增量政策猜想

——超万亿基建专项国债

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

增量政策猜想——超万亿基建专项国债

2022年5月7日

摘要: 今年疫情形势严峻,经济下行压力加大,我们猜想在“抓紧谋划增量政策工具”的要求下,后续可能会调整预算,增发超万亿国债,同时搭配银行贷款,重点支持基建投资,努力实现全年经济预定目标。

- **今年稳增长压力较大,加之3月疫情猝不及防,财政政策亟需发力。** 预算草案的编制时间早于3月中下旬爆发的疫情,故其对应的是疫情不严重情况下的财政安排。随着疫情持续蔓延,财政政策除按原预算实行减税降费和扩大支出以外,后续可能会有调整预算的需要,进而实现进一步扩大支出,力争实现全年5.5%的增速目标。
- **增量政策可能参考1998年经验,调整预算增发国债。** 1998年上半年受亚洲金融危机和特大洪涝灾害的冲击,实现GDP同比增速7%,和全年8%的预定目标相距甚远。下半年中央果断调整中央预算,财政部向国有商业银行增发1000亿元建设国债,加之配套银行1000亿元贷款,所筹资金专项用于农林水利、生态环境等基础设施建设,最终全年实现7.8%的经济增速,接近预定目标。今年可以借鉴当年年中增发建设国债的经验。
- **若增发国债,我们猜想大概率在下半年,规模可能超万亿,同时搭配银行贷款,重点支持基建投资。** 今年专项债发行显著前置,本着近期监管部门对地方6月底前基本发完全年专项债的要求,到四季度基建投资可能后劲不足。若选择在下半年发行超万亿基建专项国债,再搭配超万亿贷款,可以有力支撑四季度的项目建设,使全年四个季度的基建都具备强度。
- **调整中央预算的程序并不复杂。** 增发国债满足调整预算的条件,程序上需要财政部向全国人大财政经济委员会提交预算调整初步方案,经后者初步审查给出同意与否的意见,全国人大常委会在举行会议上审查财政部的议案并结合财政经济委员会的意见做出批准与否的决定。整个流程相对简单。
- **风险因素:** 疫情持续加重,增量政策尚不明朗

目录

一、财政政策力度亟需进一步扩大.....	3
1.1 减收和增支匹配经济增长目标.....	3
1.2 疫情之下财政力度亟需加码.....	7
二、1998年财政政策调整的历史回顾.....	10
2.1 1998年上半年实现全年增速目标压力较大.....	10
2.2 1998年下半年增发1000亿元建设国债.....	11
2.3 1998年全年实现与预定目标接近的7.8%GDP增长.....	13
三、2022年下半年可能发行超万亿基建专项国债.....	15
3.1 发行时点预计在三季度末.....	15
3.2 增发规模可能超1万亿，主投交通、水利、能源.....	17
3.3 调整预算的程序并不复杂.....	18
四、投资建议.....	19
风险因素.....	22

图目录

图1：“十四五”时期我国经济潜在产出增速.....	3
图2：减税力度远超去年.....	4
图3：2012年以后税收收入占经济比重一直下降.....	4
图4：预算收入符合逐年线性下滑的趋势.....	5
图5：财政支出强度高于去年.....	5
图6：中央对地方转移支付大幅提高.....	6
图7：实际赤字率匹配积极财政.....	6
图8：年初基建投资提速明显.....	6
图9：截至4月底新增专项债发行进度已接近40%.....	7
图10：疫情严重冲击消费.....	7
图11：疫情之下产需低迷.....	8
图12：3月失业率突破5.5%.....	8
图13：疫情之下财政收入减少.....	8
图14：1998年上半年出口增速大幅回落.....	10
图15：1998年上半年社零增速明显回落.....	10
图16：历年长期建设国债发行情况.....	13
图17：1998年下半年固投出现增速高峰.....	14
图18：1998年下半年消费增速明显提升.....	15
图19：专项债主要集中在上半年发行.....	15
图20：疫情之前专项债形成实物工作量约需3个月.....	16
图21：疫情之后专项债形成实物工作量约需1个月.....	16
图22：今年项目储备较为充足.....	17
图23：今年基建增速推演.....	17
图24：今年GDP增速推演.....	18
图25：调整中央预算的程序.....	18
图26：老基建指数趋势.....	19
图27：新基建指数趋势.....	19
图28：数字经济指数趋势.....	20
图29：轨道交通指数趋势.....	20
图30：水利水电建设指数趋势.....	21

表目录

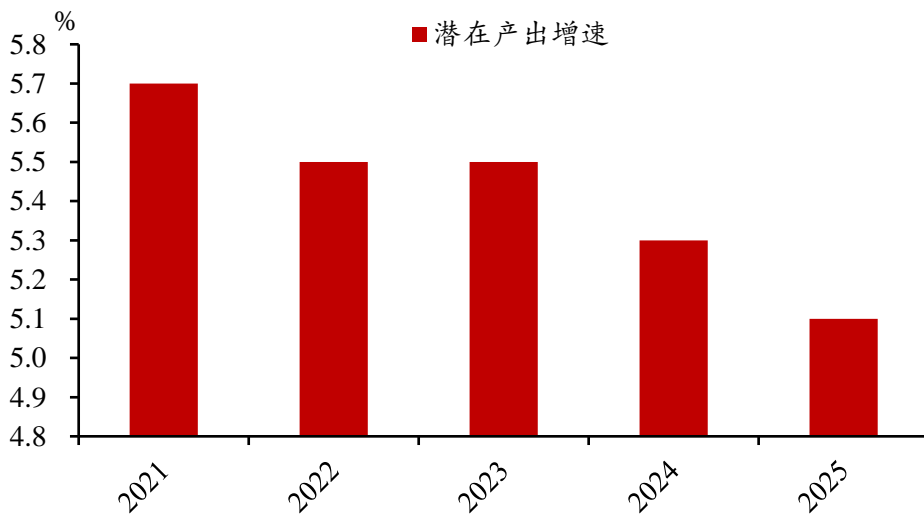
表1：国务院对减税退税的说明和部署.....	4
表2：疫情之下积极财政仍建立在预算草案的框架内.....	9
表3：1998年上半年主要的财政和货币政策.....	11
表4：1998年增发国债调整预算的程序.....	12
表5：1998年以后长期建设国债历年部署情况.....	13
表6：1998年下半年主要的财政和货币政策.....	14

一、财政政策力度亟需进一步扩大

1.1 减收和增支匹配经济增长目标

5.5%可以被视为今年经济增长的潜在增速。根据去年3月人民银行调查统计司课题组所著的一篇中国人民银行工作论文的测算，“十四五”期间我国潜在经济增速在5.1-5.7%之间（文中考虑到了2020年疫情），其中去年为5.7%，现实中受2020年低基数影响实际增速超过了8%，今年的潜在产出增速为5.5%，3月政府工作报告的预计和这一测算值相一致。为实现5.5%的增速，今年3月14日发布的预算草案考虑到了全球疫情（未包含3月中下旬至今的国内疫情）和国内经济面临的“三重压力”等不利于实现增速目标的因素，指出“实施积极的财政政策，加强对财政经济运行的分析研判，强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑”。

图1：“十四五”时期我国经济潜在产出增速



资料来源：《中国人民银行工作会议》，信达证券研发中心

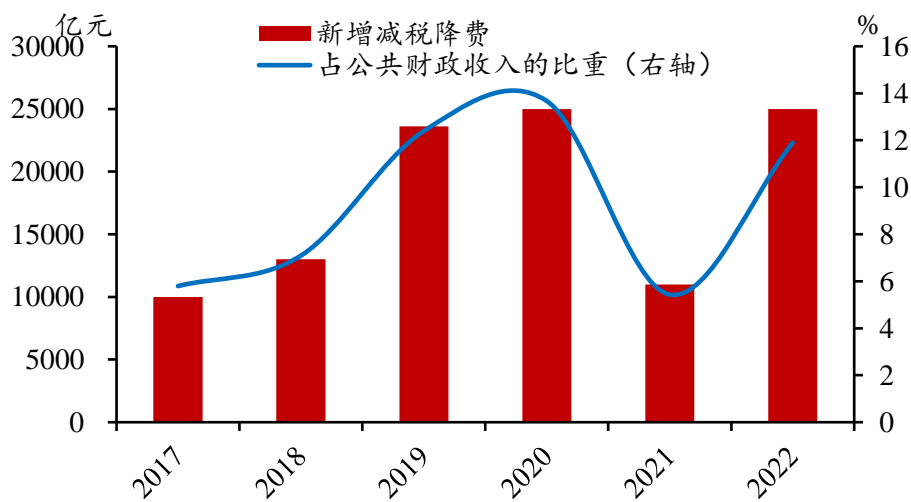
减收层面，减税退税约 2.5 万亿是今年财政收入端的核心举措。在每年两会报告和预算草案中，体现本年度财政政策最直接的就是财政收支的安排，而近些年在收入侧主要表现为减税降费。今年减税降费的力度远强于去年，绝对量远超去年的 1.1 万亿，和 2020 年相当；比例上占公共财政收入达到 11.9%，远超去年的 5.4%。事实上减轻财政负担是长期的举措，自 2012 年以后，我国财政收入中税收收入占 GDP 的比重一直在下降，去年已降至 15.1%。而长期下每年减负的侧重点不同，比如去年提高的是小规模纳税人的增值税起征点，今年主要是企业留抵退税。3 月中下旬以来，国务院对今年留抵退税政策做了更加具体的说明和部署（参见表 1），需要强调的是除 1.5 万亿留抵退税，其它 1 万亿减税降费也主要是对小微企业和制造业提供支持，即整个 2.5 万亿减税退税都是重点支持上述两个领域。

进一步看，预算草案中对今年财政收入的预计符合财政减负的主趋势。2016 年以来全国一般预算收入占当年名义 GDP 的比重是逐年线性下降的，反映出财政减负的主趋势。为配合积极财政同时赤字率还能维持在可控区间内，收入端一般会有来自中央预算稳定调节基金等调节项来补充，而每年调节项的安排弹性比较大，故不含调节项的财政收入更能反映真实收入能力。今年预算草案中预计一般公共预算收入不含调节项为 21.014 万亿元，而我们在《社融回升、基建回暖和双峰增长-2022 年宏观展望》中对今年实际增长 5.5% 左右对应的名义 GDP 增速预测是 9% 左右，也就是说要想达到 5.5% 左右预计增速，名义 GDP 须达到约 124.66 万亿。如此一来，预算草案中对今年一般公共预算收入预计值占名义 GDP 目标值的比重约 16.86%，符合自 2016 年逐年线性下降的趋势。

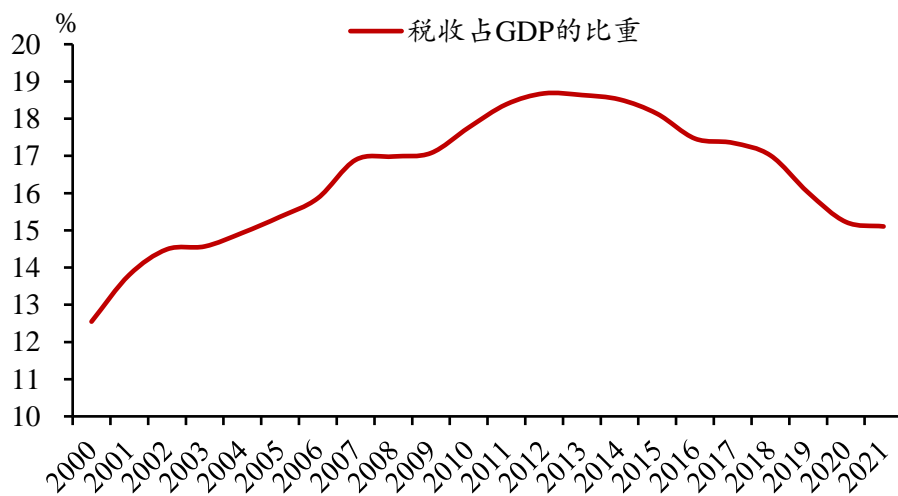
表 1：国务院对减税退税的说明和部署

时间	场合	相关内容
2022年3月14日	国务院常务会议	退税减税是今年稳定宏观经济大盘的关键性举措，要尽快细化和推出增值税留抵退税实施方案， 该退的税款能快退的快退，确保按既定时限退到企业账上。
2022年3月21日	国务院常务会议	1.5万亿元增值税留抵退税的政策安排：重点支持小微企业和制造业，增量留抵税额4月1日起按月全额退还，存量留抵税额方面，对小微企业，6月底前一次性予以全额退还，7月1日开始对六大行业的企业办理全额退还，在年底前完成；中央财政在现行负担50%退税资金的基础上，安排支持基层落实减税降费和重点民生的1.2万亿转移支付，平均补助地方负担部分（50%）的82%，并向中西部倾斜。
2022年3月23日	国务院政策例行吹风会	留抵退税政策特点，一是在时间上提前退税，二是 不仅退增量也退存量留抵税额 ，三是扩大退税覆盖范围到全部小微企业和六大行业，且 提高小微企业退税比例 ，四是中央提供财力保障，财政部于3月21日下达了 首批支持小微企业留抵退税专项转移支付4000亿元 。
2022年4月20日	财务部税务总局	积极落实微型企业、小型企业存量留抵税额分别于2022年4月30日前、6月30日前集中退还的退税政策；2022年6月30日前，在自愿申请的基础上，集中退还中型企业存量留抵税额。

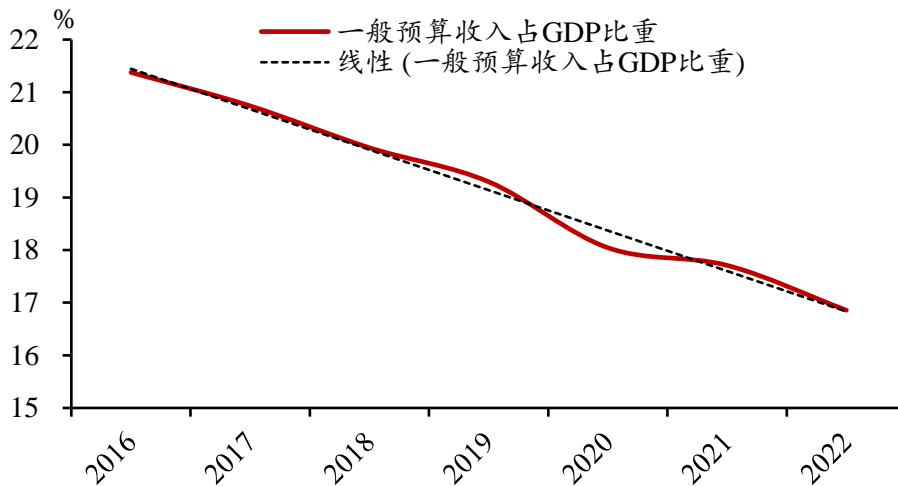
资料来源:国务院官网, 信达证券研发中心

图 2：减税力度远超去年


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年为安排值

图 3：2012 年以后税收收入占经济比重一直下降


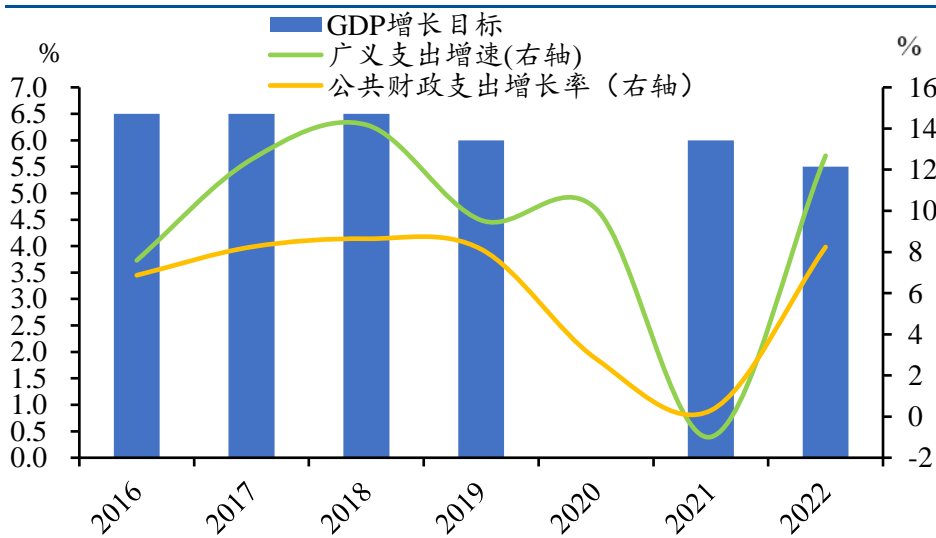
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：预算收入符合逐年线性下滑的趋势


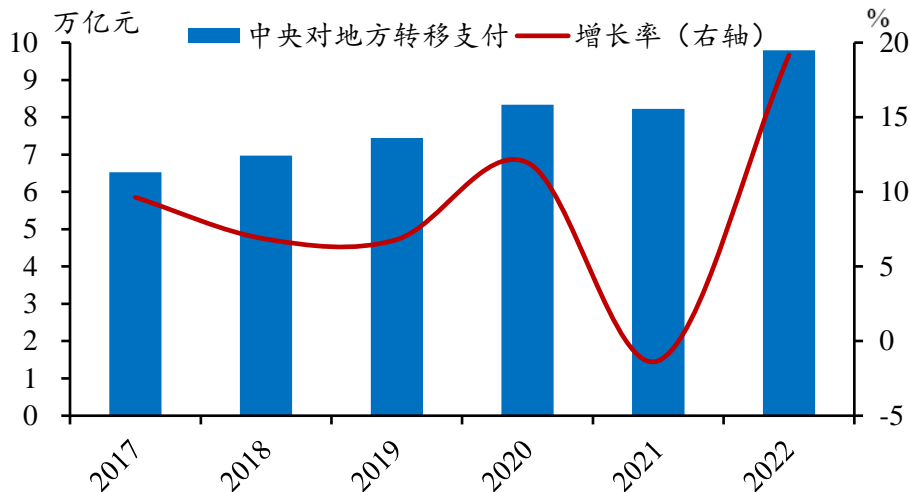
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年为 GDP 目标值与预算收入预计值下计算的比例

增支方面，目标赤字率虽下调，实际赤字率上升，支出更具强度。2.8%左右的赤字率（包含收支调节项的赤字率）虽较上年的 3.2%有所下调，但实际赤字率（不包含收支调节项的赤字率）约为 4.7%，高于去年的 3.9%。今年财政支出强度也高于去年，两本预算都有明显表现。具体看，全年一般公共预算支出安排达到 26.71 万亿元，去年安排值为 25.01 万亿元，实际支出为 24.63 万亿元，今年比去年扩大 2 万亿以上，同时在地方土地收入减少的背景下中央对地方转移支付大幅提升；广义财政支出今年约 40 万亿元，比去年增加了约 4 万亿，增长率超过了 12%，远高于去年的-1%。值得强调的是今年在补充了特定国有金融机构和专营机构上缴利润 1.65 万亿元后，中央政府性基金预算收入极大提高，将用于增加对地方的转移支付。

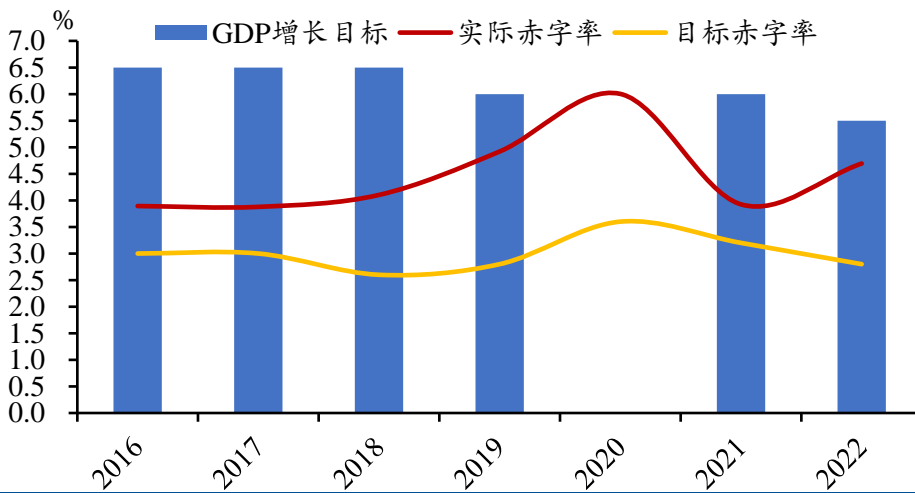
适度超前开展基建和专项债加快发行有力支持年初经济稳增长。今年一季度 GDP 增速为 4.8%，基建功不可没。预算草案明确提到“适度超前开展基础设施投资”，政策推动之下，一季度基建表现突出。具体看，一季度基建投资超过了 3.1 万亿元，增速达到了 10.48%，其中 3 月投资额约为 1.84 万亿，比去年同比增加了约 2000 亿元，增长 11.79%。专项债方面，额度虽和去年持平，但发行显著前置，截止 4 月底，发行进度接近 40%。在经济面临“三重压力”下，财政支出扩张、实际赤字率提升以及专项债发行前置都表明今年财政预算要大力支持经济稳增长，是财政方向较往年加码的表现。

图 5：财政支出强度高于去年


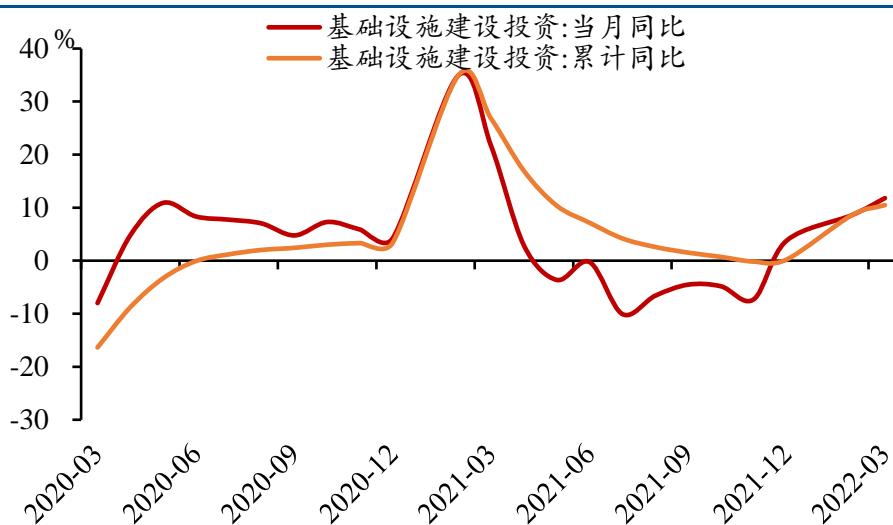
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年为安排值

图 6：中央对地方转移支付大幅提高


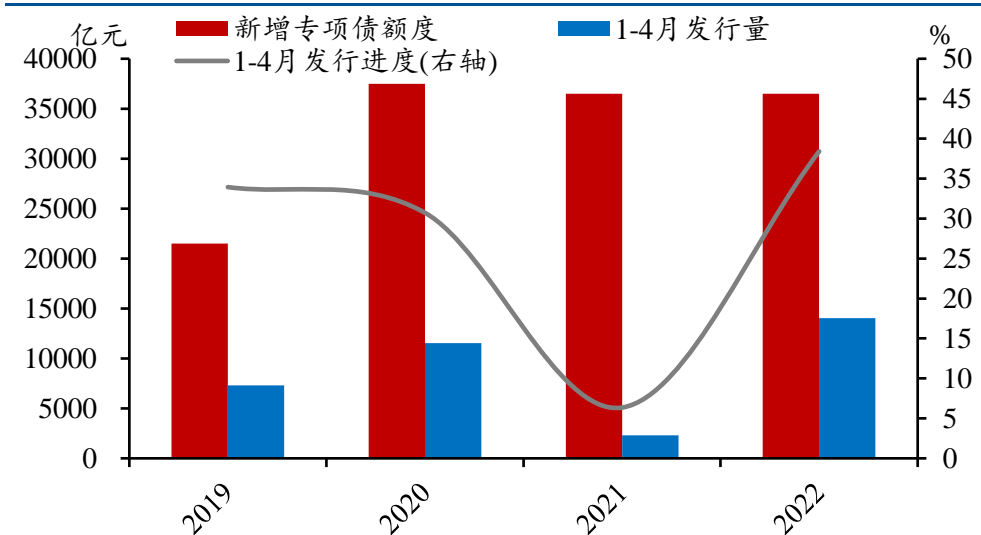
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年为安排值

图 7：实际赤字率匹配积极财政


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年为安排值

图 8：年初基建投资提速明显


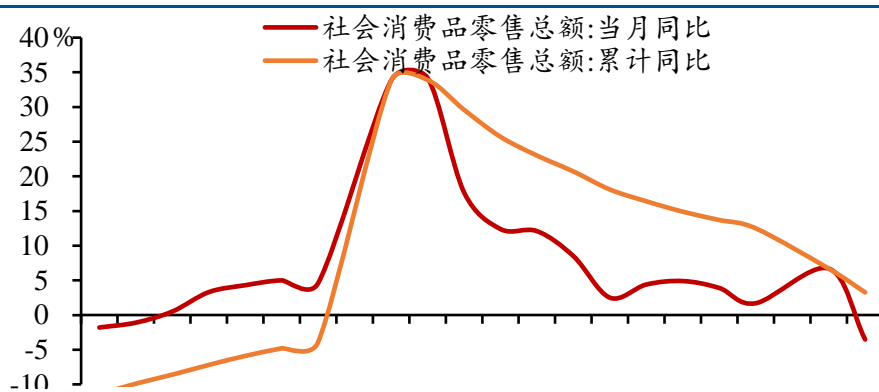
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：截至 4 月底新增专项债发行进度已接近 40%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 疫情之下财政力度亟需加码

疫情严重冲击经济基本面。3 月社会消费品零售总额同比下滑至-3.5%，未能延续开年前两月的增长趋势；疫情地区的部分企业出现停工减产，产品供应链受到阻滞，3 月工业增加值同比增速大幅回落，企业预期转弱，4 月 PMI 新订单和生产大幅下滑至 45% 以下，产需低迷；3 月城镇调查失业率达到 5.8%，突破 5.5% 的目标红线，二季度进入毕业期，保就业将面临更大压力。疫情对财政本身的影响主要体现在财政收入的减少。具体看，3 月公共财政收入同比增速为 3.42%，较 1-2 月下滑了约 7 个百分点，其中税收收入同比录得-0.16%，较 1-2 月下滑超过 10 个百分点。

图 10：疫情严重冲击消费


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_41321

