

财政减收带来的缺口有多大？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：谢钰

研究助理：王丰

研究助理：马骏

研究助理：刘雅丽

相关报告

1 宏观专题 20220220: 战火之下，大类资产有何表现？

2 宏观专题 20220301: “两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻

3 宏观专题 20220305: 5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点

4 宏观专题 20220308: 防疫放松需要满足什么条件？

5 宏观专题 20220315: 持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

6 宏观专题 20220329: 高油价一定会带来高通胀么？

7 宏观专题 20220407: 金融稳定保障基金如何运行？

8 宏观专题 20220419: 食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

9 宏观专题 20220502: 关于缩表，需要担心什么？

10 宏观专题 20220517: 特别国债会如何安排？

11 宏观专题 20220526: 疫情后居民财富有何变化？

12 宏观专题 20220608: 加征关税取消，美国通胀能回落多少？

投资要点

- **宏观交流与思考：财政减收带来的缺口有多大？**
- **一般公共预算，减收约 2000 亿。**《政府工作报告》指出，全年退税减税规模约为 2.5 万亿元，这其中占比较大的部分是 1.5 万亿元的增值税留抵退税，近期财政部加大留抵退税政策力度，预计新增留抵退税规模 1420 亿元。此外，财政部还分别对快递收派服务增值税和部分乘用车购置税实行阶段性减征免征，其中乘用车购置税部分已明确金额为 600 亿元，快递增值税部分我们预计减收约为 23 亿元。由此可见，新增退税政策带来的财政一般公共预算收入减少规模约在 2043 亿元。
- **预算编制留有余量，增长拖累暂不考虑。**除了税收减免政策之外，疫情对于经济增长所造成的冲击，也会对财政收入的筹集产生影响。不过，财政部在编制全年预算时已留出余量，其对于今年名义 GDP 增速最乐观的估计也只有 7.2% 左右，一定程度上能够抵消此类影响。因此我们在估测新增财政减收压力时对此暂不考虑。
- **广义财政也有减收，规模较大突破万亿。**广义财政同样存在着减收压力。国务院公布的稳经济一揽子措施之中，预计今年社保缓缴金额 3200 亿元。此外，土地成交景气度的下降拖累国有土地出让收入的增长。按照房贷利率水平来看，我们认为，地产销售增速下半年有望回归到零增长附近，对应着全年政府性基金收入增速约在 -15% 左右，这部分减收规模或在 1.5 万亿元左右。
- **收支缺口超 2 万亿，多数均属广义财政。**总结来看，退减税政策带来减收规模约为 2043 亿元，占今年一般公共预算收入比重的 1%。这一比例看似不高，但如果考虑到广义财政收支，缺口或将在 2 万亿元左右，占广义财政收入比重约为 4.9%，相当于今年财政预算赤字规模的 60%。相比于 2020 年疫情时期，今年的财政支持存在着显著不同。2020 时期重在降费，今年政策支持重在退税，社保费用仅是缓缴而并非减免，可能就有财政收支缺口较大的考量。
- **财政需要开源，政府融资加码。**在今年年初财政预算报告中，安排的财政赤字率较去年有所下调，而地方政府专项债规模和去年持平。考虑到今年以来国内疫情态势有所恶化，冲击经济增长制约财政收入的同时，财政收支矛盾有所扩大，部分资金在现有的预算安排下难以得到有效落实。我们预计，政府融资很可能会有所加码。
- **一周扫描：**
- **疫情：美国新增死亡逆势上行，新变异毒株来势汹汹。**除我国港澳台地区外，现存 41 个中高风险地区。中国内地新增本土感染者数量出现反弹，主要是因为内蒙古疫情发展迅速，集中在锡林郭勒盟二连浩特市。国家卫健委疾控局一级巡视员贺青华表示，要避免盲目扩大全员核酸检测的范围。全球新增确诊总体下行，本周录得约 319 万人，相较前一周小幅下降 2.0%。美国新增死亡逆势上行，本周录得约 2100 例，相较上周小幅

上升 3.7%。奥密克戎子变体 BA.4 和 BA.5 来势汹汹，南非第五波由奥密克戎子变体 BA.4 和 BA.5 传播导致的疫情中，儿童新冠入院率首次超老年人。各国逐步放开防疫限制。多国拉响猴痘疫情警报，截至 6 月 8 日，全球已有 29 个国家出现了猴痘病例，累计确诊人数达 1088 人。

- **海外：美国 CPI 创新高，欧央行计划 7 月加息。美国高通胀持续升温。** 美国财政部长耶伦预计，未来美国通胀仍将继续维持在高位，白宫可能上调美国通胀预测。欧央行计划 7 月开始加息。欧洲央行公布最新利率决议，保持三大利率不变，决定自 2022 年 7 月 1 日起终止资产购买计划的净资产购买，计划在 7 月份的货币政策会议上加息 25 个基点，并在 9 月再次加息。欧央行鹰鸽两派就 7 月加息点数展开争论。多国批准大额财政预算案。美国 5 月 CPI 创 40 年新高，组成分项基本全线上涨，能源价格飙升为主要因素。美国消费者信心跌至纪录低点。
- **物价：农产品批发价格下行，国际油价续升。** 本周农业部农产品批发价格指数持续下行，周内猪肉批发价格持续回升，而均值环比下行，羊肉、鸡蛋、蔬菜平均价格环比均下行，牛肉、水果平均价格环比回升。国际油价继续上行，国内螺纹钢均价上涨。
- **流动性：票据利率回落，人民币小幅贬值。** 本周短端资金利率回落，DR001 周度均值环比下行 3.3bp，DR007 周度均值下行 9.5bp；3 个月期 Shibor 利率周度均值环比小幅上行 0.4bp，3 个月存单发行利率周度均值环比下行 3bp。本周票据利率回落。本周央行公开市场共进行了 500 亿元逆回购，同时累计有 500 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场操作实现零投放零回笼。下周央行公开市场共有 500 亿元逆回购到期，6 月 15 日将有 2000 亿元 MLF 到期。本周美元指数均值继续回升，人民币小幅贬值。
- **大类资产表现：恒生科技领涨，国债收益率上行。** 本周 A 股涨幅居前，恒生科技领涨，美股三大指数均有下跌。国内股票涨幅前三的行业分别为煤炭、有色和石油石化。本周 10 年期国债收益率周度均值环比上行 1.7bp，10 年期国开债收益率周度均值环比上行 1.5bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 宏观交流思考： 财政减收带来的缺口有多大？	- 6 -
2. 疫情： 美国新增死亡逆势上行， 新变异毒株来势汹汹	- 8 -
3. 海外： 美国 CPI 创新高， 欧央行计划 7 月加息.....	- 12 -
4. 物价： 农产品批发价格下行， 国际油价续升	- 14 -
5. 流动性： 票据利率回落， 人民币小幅贬值.....	- 16 -
6. 大类资产表现： 恒生科技领涨， 国债收益率上行.....	- 18 -

图表目录

图表 1: 重点税源企业制造业各子行业存量留抵税额占比 (%)	- 6 -
图表 2: 全国商品房销售面积同比和土地购置面积同比 MA6 (%)	- 7 -
图表 3: 留抵退税新政实施时间表	- 8 -
图表 4: 中国大陆及港澳台地区每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 9 -
图表 5: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 9 -
图表 6: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 10 -
图表 7: 美国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 10 -
图表 8: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 11 -
图表 9: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 11 -
图表 10: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 11 -
图表 11: 各经济体加强针接种率 (%)	- 12 -
图表 12: 美国 CPI 同比增速 (%)	- 13 -
图表 13: 密歇根消费者指数	- 14 -
图表 14: 农产品批发价格 200 指数	- 14 -
图表 15: 食用农产品价格指数	- 14 -
图表 16: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 17: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 18: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 19: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 16 -
图表 20: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 16 -
图表 21: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 16 -
图表 22: R001 和 DR001 利率 (%)	- 17 -
图表 23: R007 和 DR007 利率 (%)	- 17 -
图表 24: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 17 -
图表 25: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 17 -
图表 26: 央行公开市场操作 (亿元)	- 18 -
图表 27: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 18 -
图表 28: 美元指数	- 18 -
图表 29: 全球主要股指表现 (%)	- 19 -
图表 30: 申万行业表现 (%)	- 19 -
图表 31: 国外主要商品期货表现 (%)	- 20 -
图表 32: 国内主要商品期货表现 (%)	- 20 -
图表 33: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 21 -

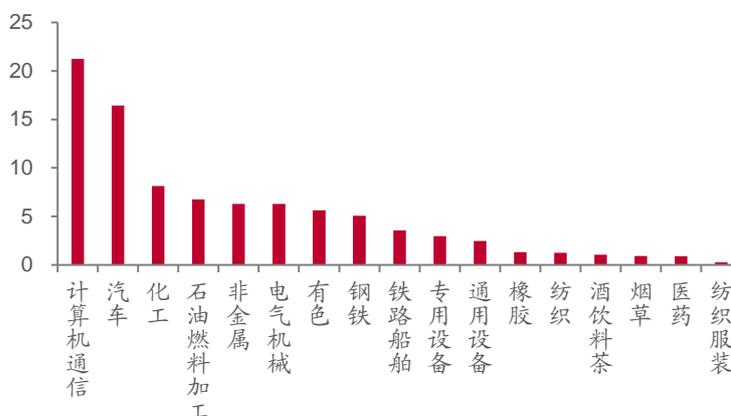
图表 34: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%) - 21 -

1. 宏观交流思考： 财政减收带来的缺口有多大？

疫情叠加政策支持，财政收支矛盾加剧。随着全国疫情逐渐得到控制，经济增长步入快速恢复进程，政策支持也有进一步加码，近期国务院推出包含 6 方面 33 条的稳经济一揽子举措。不过，在经济增长受到疫情冲击的背景下，财政收入的筹集难度本身就有上升，加上稳增长举措所确定的新增减税退税措施，财政减收的压力加大，需要关注由此引发的财政收支矛盾加剧，本文对此做以定量测算。

一般公共预算，减收约 2000 亿。今年年初《政府工作报告》指出，全年退税减税规模约为 2.5 万亿元，这其中占比较大的部分是 1.5 万亿元的增值税留抵退税，而在疫情影响有所扩大的 4 月和 5 月，财政部进一步加大增值税留抵退税政策力度，预计新增留抵退税规模 **1420 亿元**。除了留抵退税之外，财政部还分别对快递收派服务增值税和部分乘用车购置税实行阶段性减征免征，其中乘用车购置税部分已明确金额为 **600 亿元**，但快递增值税部分由于免征收入相对较小，并未披露具体规模。根据财政部数据，2020 年来自邮政业的增值税收入为 36 亿元左右，考虑到 2021 年邮政业收入增长 14.5%，我们假设今年营收状况和去年类似，则按照快递业务收入占邮政业收入比重约 82% 来估计，则阶段性（5 月 1 日至年底）免征增值税带来的减收约为 **23 亿元**。由此可见，新增退税政策带来的财政一般公共预算收入减少规模约在 **2043 亿元**。

图表 1：重点税源企业制造业各子行业存量留抵税额占比（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

预算编制留有余量，增长拖累暂不考虑。除了税收减免政策之外，疫情对于经济增长所造成的冲击，也会对财政收入的筹集产生影响。今年 4 月工业生产、消费和投资增速全面走低，带动税收收入增速显著下滑，进而拖累一般公共预算收入的增长，4 月即便扣除留抵退税的因素，财政收入增速仍然创下年内新低。不过，财政部在编制全年预算时已留出余量，一定程度上能够抵消此类影响。一方面，今年前四个月一般公共预算收入增速 5%（扣除留抵退税），仍然高出全年预算收入增速目标；另一方面，财政部在编制今年预算时，对于名义 GDP 增速最乐观的估计也只有 7.2% 左右。因此，我们在估测新增财政减收压力时对此暂不考虑。

广义财政也有减收，规模较大突破万亿。在一般公共预算收入之外，广

义财政同样存在着减收压力。国务院公布的稳经济一揽子措施之中，包括将中小微企业、个体工商户和部分特困行业缓缴养老等三项社保费政策扩围并延至年底，预计今年缓缴金额 **3200 亿元**。除此之外，土地成交景气度的下降拖累国有土地出让收入的增长，这要占到全国政府性基金收入的八成左右，这部分影响属实不容忽视。今年前四个月全国政府性基金收入增速-27.6%，远低于 0.6% 的预算目标。按照当前已经调降的房贷利率水平来看，我们认为，地产销售增速下半年有望回归到零增长附近，对应着全年政府性基金收入增速约在-15% 左右，这部分减收规模或在 **1.5 万亿元** 左右。

图表 2：全国商品房销售面积同比和土地购置面积同比 MA6 (%)



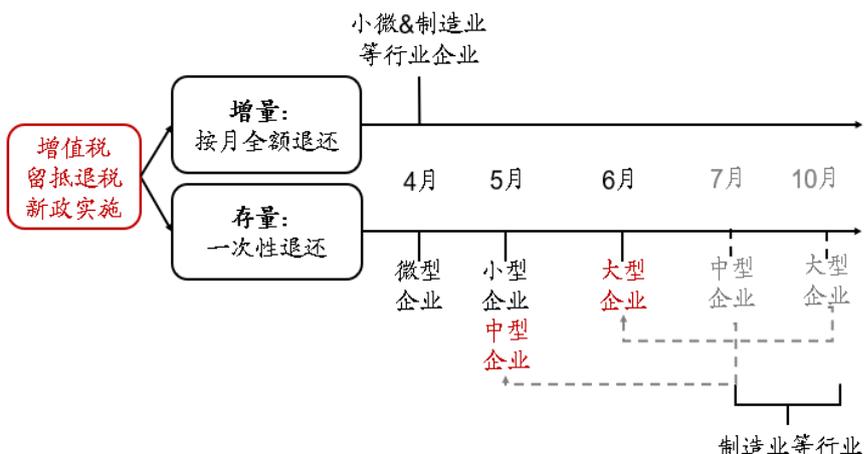
来源：WIND，中泰证券研究所

收支缺口超 2 万亿，多数均属广义财政。总结来看，在疫情带来的扰动之下，今年财政收支矛盾更为突出。在收入方面，退减税政策带来的一般公共预算减收规模约为 2043 亿元，占今年一般公共预算收入比重的 1%。这一比例看似不高，但如果考虑到广义财政收支，特别是土地出让收入的下降，则财政收支缺口或将在 2 万亿元左右，占广义财政收入比重约为 4.9%，相当于今年财政预算赤字规模的 60%。

今年重在退税，上轮强调降费。相比于 2020 年疫情时期，今年的财政支持存在着显著不同。2020 时期重在降费，特别是社保费用的减免。2020 年全年共为市场主体减负超 2.6 万亿，其中减免社保费 1.7 万亿，占比约 65%。这主要是因为前期 2019 年已经做了大规模的减税措施。相比之下，今年政策支持重在退税，社保费用仅是缓缴而并非减免。今年全年预计退减税 2.64 万亿元，其中留抵退税约为 1.64 万亿元，占比超过 60%。这种政策选择本身，可能就是出于疫情持续带来财政收支缺口加大的考量。

加快实施进度，尽早落地见效。在财政支持措施加码的同时，政策更加强调已部署举措的加快落实。一方面，作为今年财税支持政策力度最大的部分，增值税留抵退税时间一再提前。财政部已分别于 4 月 17 日和 5 月 17 日发文，将制造业等行业中型企业和大型企业的存量留抵税额退还时间由 7 月和 10 月提前至 5 月和 6 月，6 月底前集中退还制造业等行业大中型企业的存量留抵税额，新增的现金流或支持企业复工复产；另一方面。专项债发行也要求再度加速。6 月底完成全年额度发行，8 月底前基本使用到位。

图表 3: 留抵退税新政实施时间表



来源: WIND, 中泰证券研究所

财政需要开源，政府融资加码。在今年年初财政预算报告中，安排的财政赤字率较去年有所下调，而地方政府专项债规模和去年持平。考虑到今年以来国内疫情态势有所恶化，冲击经济增长制约财政收入的同时，所需要的抗疫等相关支出也有被动增加。疫情之下财政收支矛盾有所扩大，部分资金在现有的预算安排下难以得到有效落实。我们预计，政府融资很可能会有所加码。

2. 疫情: 美国新增死亡逆势上行，新变异毒株来势汹汹

我国疫情形势整体平稳。截至6月9日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超200例和49万例。除我国港澳台地区外，现存41个中高风险地区。中国内地新增本土感染者数量出现反弹，主要是因为内蒙古疫情发展迅速，集中在锡林郭勒盟二连浩特市。除此之外，北京、上海、辽宁、四川有少量新增确诊，其余大部分省市基本实现动态清零。国家卫健委疾控局一级巡视员贺青华表示，聚集性疫情发生后，要根据疫情防控需要，科学制定核酸检测策略，划定核酸检测范围和频次，避免盲目扩大全员核酸检测的范围，将受检人员按风险等级由高到低开展检测。中国台湾地区新冠疫情仍处严峻，本周确诊人数小幅回落后又急剧攀升，6月9日单日新增确诊72

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_42980



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn