

财政逆周期空间多大？

—— 疫情宏观分析系列之九

宏观深度

◆ 要点

无论是受制于当前宏观杠杆率还是政策定向调控的有效性，财政政策相比货币政策发挥的余地可能更大。对今年财政收支及空间的判断，需建立在合理推演疫情进展的基础上。2月18日新增治愈人数首超新增确诊人数，湖北外新增确诊人数已落至两位数，结合当前春运返程情况，预计湖北以外省市或在3月上中旬完全进入正常生产状态，湖北则可能要推迟至4月。

在供给端，疫情主要影响企业复工进展，中小企业生存压力尤其加大，在需求端，疫情对交运、旅游、住宿和餐饮等行业冲击较大。综合来看，预计今年财政收入增速在3-5%的低位，而财政支出则由于刚性项目较多、一般支出压缩空间有限，增速或仍保持在7%左右的水平。收支差距靠存量资金盘活和3%以内的赤字率弥合难度较大，今年赤字率破3%的必要性和时机具备。今年企业减税降费规模或达万亿，除了1季度的增值税翘尾效应2500-3000亿，更多来自社保缴费阶段性的减免，预计规模在5400-6000亿，今年公共财政账户继续大规模减税的概率较低。

而无论赤字率破3%与否，今年准财政将发挥更大作用。自去年8月以来地方政府隐性债务化解更妥善处置，城投再融资压力降低，当前其现金流已有明显改善。今年以来，资管新规过渡期延长，加快加强PPP项目入库和储备管理工作通知发布，政策性金融机构年度贷款和发债规模或适度增加，均有助于发挥准财政作用。预计今年基建增速或在4月及以后发力，全年增速或在8-10%，而重点领域或集中在交运行业，环保、公共卫生基础设施等领域也将迎来更快发展。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)

021-52523805

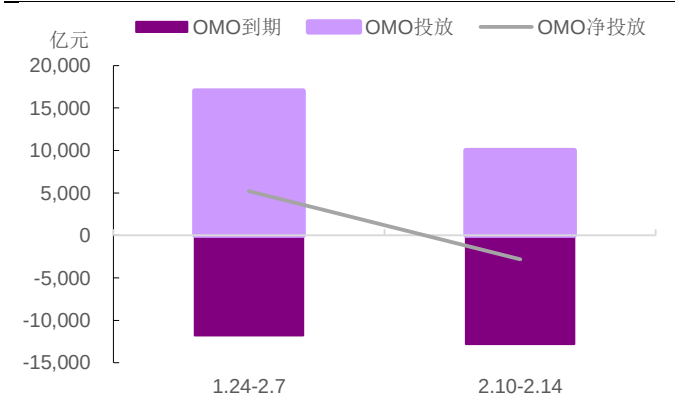
dengqiaofeng@ebcn.com

疫情下的政策应对

1月下旬以来新冠肺炎疫情开始在全国扩散，对交运、旅游、消费以及春节后的复工均带来一定影响。期间国家多部委出台相关政策，其中需要财政和货币政策发挥逆周期调节作用。

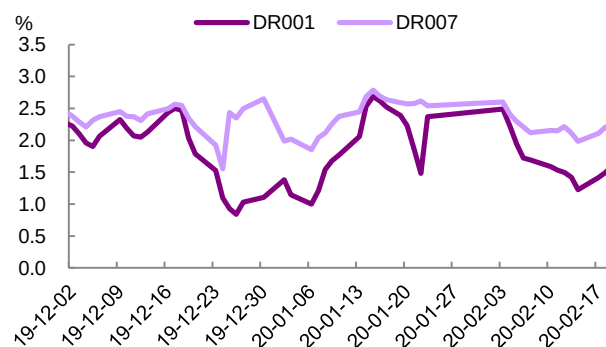
从货币政策看，春节后第一周央行加大公开市场投放，保持市场流动性充裕，并在一定程度上稳定了市场信心。同时，央行先后下调逆回购、MLF政策利率10个基点，引导2月长短端LPR报价利率不同幅度下行，实体经济融资成本有望进一步降低。不过总体的流动性宽松并不能完全解决疫情对经济的冲击，结合此前央行在“非典”时期的操作，央行也通过结构性信贷政策以实现定向支持。1月底央行宣布将安排3000亿低成本专项再贷款（财政予以贴息），支持金融机构向疫情防控重点企业提供优惠利率贷款。根据央行官员近期讲话，2月份相关贷款已在有序发放中。

图1：央行OMO操作短期维稳意义较强



资料来源：Wind

图2：银行间隔夜资金利率重回“1时代”



资料来源：Wind，时间截至2020年2月19日

然而，无论是受制于当前宏观杠杆率还是政策定向调控的有效性，财政政策发挥的余地可能更大。在财政收入方面，可通过缓期或下调特定行业或中小企业的应缴税费，后延或降低企业税费负担；在财政支出方面，可通过拨付资金防控疫情，加大基建支出补齐短板（如交运、公共卫生基础设施、环保）等，尽快恢复社会正常秩序并托底经济。但同时，疫情严重的地区如湖北，受疫情影响严重的行业如交运、旅游、消费等，经济活动的减少会带来财政收入的自动下降，这对财政支出会形成进一步的压力。因此，我们需要在对疫情进展做合理推演的前提下，综合考虑财政的收支与赤字。

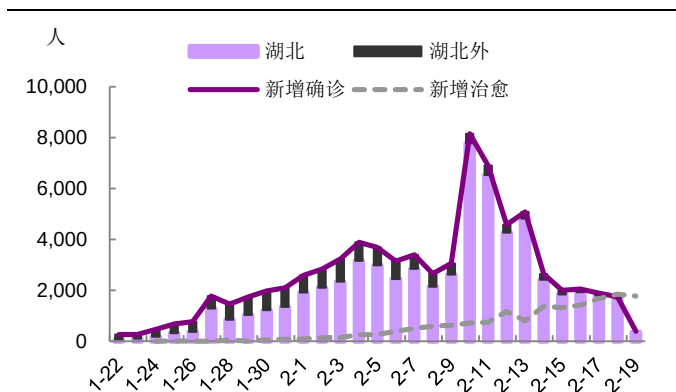
疫情进展推演

近期全国新增新冠肺炎确诊病例呈趋势性下降，2月19日单日新增确诊人数为394人，已低于单日新增治愈人数1779人。而截至2月19日，现有确诊人数已增加到6.2万人，重症病例（不包含危重症）已有近1.19万人，湖北省的治愈率仍较低。

武汉在经过2月9日-11日的全面排查后，新增确诊病例明显下降，但考虑到武汉外的孝感、黄冈等多地市新冠肺炎感染人数超过千人，且医疗卫生条

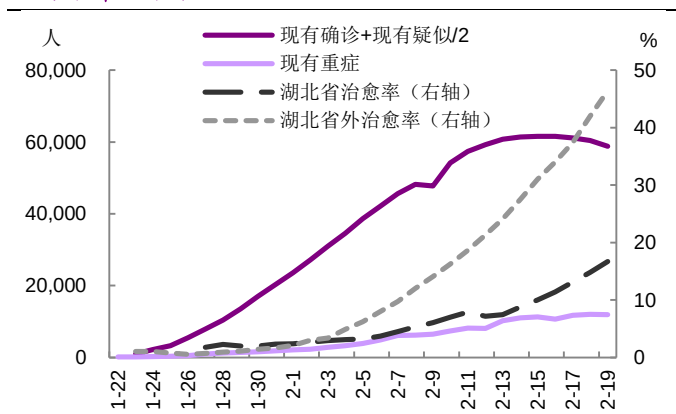
件相对薄弱，有待全面排查后才能进一步控制疫情。2月16日，湖北省政府发布关于进一步强化新冠肺炎疫情防控的通告，明确了包括全面采取临时交通管制措施、强化居民健康全面排查等要求。

图3：新增确诊病例呈趋势性下降



资料来源：卫健委，湖北省政府官网，光大证券研究所整理，截至2月19日。注，2月10-12日湖北新增确诊较多，是由于湖北省于2月12日将临床诊断病例一次性纳入统计，结合湖北省政府在2月10-11日披露的单日临床诊断数据，我们将其进行了日间分配。

图4：需要救助的人数和重症病例较多，湖北省治愈率绝对水平仍较低

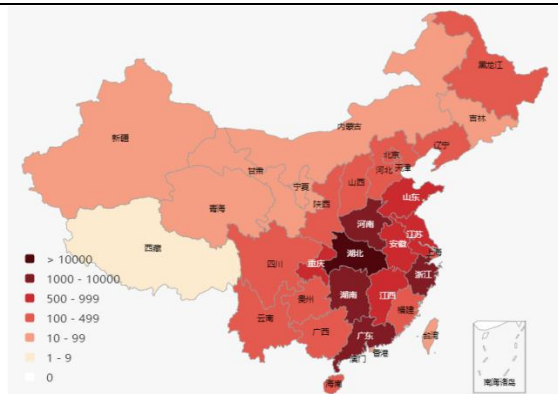


资料来源：卫健委，光大证券研究所整理，截至2月19日。

结合以上信息，预计湖北省在2月底进一步控制疫情（新增确诊人数或落至两位数），但疫情彻底消除或需较长时间，具体要视全面排查后流行病学调查情况，以及重症患者的治疗进展。其他省市在2月19日的新增确诊人数已降至45人、新增治愈人数为570人、现有确诊人数6638人，按此趋势推演则其他省市的疫情或在2月底3月初基本消除。截至2月18日春运结束日，今年春节后的人员返程率（不包括学生）或在35-40%¹，2月下旬返程率或有加速回升。但受异地返程后或设隔离期，开工企业防疫物资和复工申请批复尚需一定时间，物流未完全恢复等因素影响，预计湖北省以外一般企业（不包括疫情防控企业）或在3月上中旬全面复工，此前则为不同行业、不同程度的复产，而湖北省企业全面复工或推迟至4月。

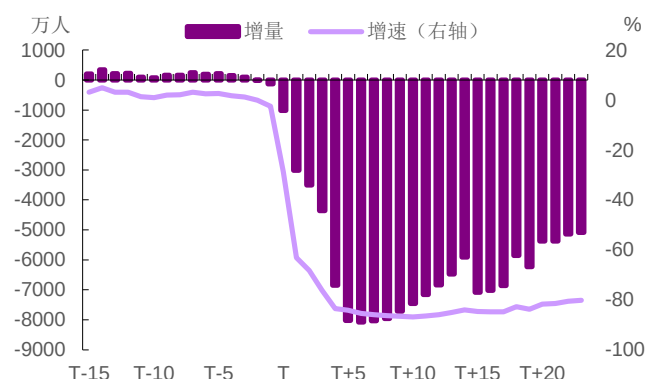
¹ 主要根据交通运输部发布的发送旅客数来计算，返程率为大年初一后旅客发送量/初一前春运旅客发送量*100%。但由于今年学生返校时间不得早于2月底，我们根据2018年的高校师生人数和学生票订购情况，估算师生发送量占比约9-19%。并依据此比例对截至2月18日春运结束日的返程率推算为31-36%。但考虑到可能会有私家车返程、近两年越来越流行的反向春运、企业包车返程等诸多可能，估算截至2月18日，返程率或在35-40%。

图 5：广东、河南、浙江等省累计确诊人数超过 1000



资料来源：卫健委，丁香园，时间截至 2 月 18 日

图 6：2020 年较 2019 年旅客发送量的变动



资料来源：交通运输部，光大证券研究所整理，T 期为大年初一，时间截至正月二十四日。

如何看待积极的财政政策？

2019 年财政收支回顾

2019 年财政收支情况显示（表 1），一般公共预算账户中特定国企利润上缴带动非税收入增长较快，但减税降费、贸易摩擦等使得一般公共预算收入低于目标增速。而政府性基金和国有资本经营预算收入则增收减支，若不考虑少量结转金额，两账户调入一般公共预算账户的资金或合计 0.85 万亿。

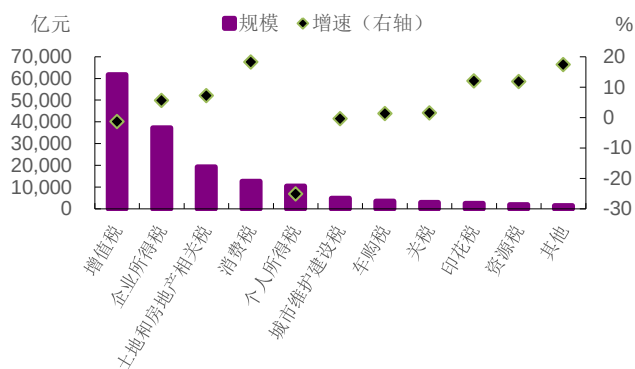
表 1：2019 年财政预算账户实际收入情况

预算账户	2019 年实际收支情况	2019 年实际增速	2019 年目标设定
全国一般公共预算收入	19.04 万亿，其中税收 15.8 万亿，非税收入 3.24 万亿	3.8%，其中税收增速 1%，非税收入增速 20.2%	19.25 万亿，增长 5%
全国一般公共预算支出	23.89 万亿	8.1%	23.52 万亿，增长 6.5%
全国政府性基金收入	8.45 万亿	12%	7.78 万亿，增长 3.4%
全国政府性基金支出	9.14 万亿	13.4%	9.98 万亿，增长 23.9%
国有资本经营预算收入	3960 亿	36.3%	3366 亿，增长 16.1%。
国有资本经营预算支出	2287 亿	6.2%	2401 亿，增长 11.2%，调入一般公共预算 971 亿。

资料来源：财政部，《关于 2018 年中央和地方预算执行情况与 2019 年中央和地方预算草案的报告》，光大证券研究所整理

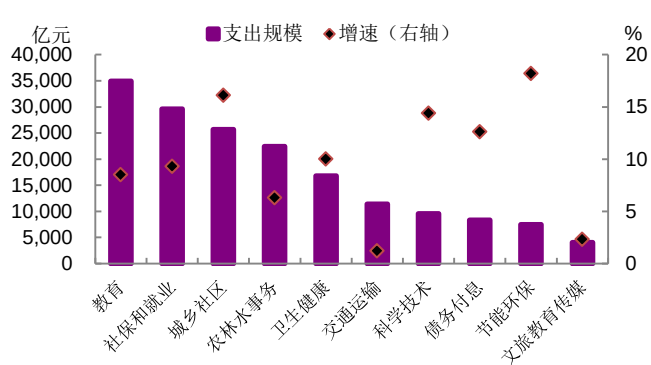
这表明一般公共预算收入保增压力较大而支出偏刚性，刚性主要体现在养老支出、隐性债务处置趋严后财政支出责任增加（如城乡社区支出）、环保扶贫支出等。

图 7：2019 年主要税种收入和增速情况



资料来源：财政部，光大证券研究所整理

图 8：2019 年一般公共预算项目支出情况



资料来源：财政部，光大证券研究所整理

近期财政部部长刘昆在《求是》发表文章《积极的财政政策要大力提质增效》，指出“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，提高政策和资金的指向性、精准性、有效性，确保财政经济运行可持续”。

2020：财政保收压力增加

2020 年财政保收压力仍较大，疫情或为最主要的影响因素，分析疫情对财政收入的影响，可以参考地区和行业（税种）维度：

分地区看疫情的影响

湖北省及部分疫情较严重的地市经济受影响相对大一些。数据显示，湖北省生产总值占全国比重约 4.4%（2018 年），税收占全国比重约 3.2%（2017 年，不含上划和转移支付），优势行业主要包括冶金、汽车、纺织和建材²（油料、化肥、布和汽车产量占全国比重超过 8%），近几年光电子、生物医药等新兴行业发展势头较好。此外，广州、深圳、河南的信阳、浙江的温州、安徽的蚌埠、湖南的长沙等地市现有确诊人数在百人以上（截至 2 月 19 日），主要是人口集中流入和劳务输出的地区，估计这些地区的疫情防控措施在一定时期内仍相对较严，影响人员流动和经济活动。

²http://expocentralchina.mofcom.gov.cn/1800000608_10000081_8.html

表 2：湖北各市州新冠肺炎疫情与 2018 年经济情况一览

各市州	累计确诊人数 截至 2 月 19 日	地区生产总值	第一产业	第二产业	第三产业	地方税收收入 (不含上划中央)	税收增速	常住人口
武汉	45027	14847.3	362.0	6377.8	8107.5	1294.2	9.8	1108.1
襄阳	1167	4309.8	414.8	2218.2	1676.9	205.5	8.4	566.9
宜昌	891	4064.2	386.4	2132.3	1545.5	166.5	2.8	413.6
荆州	1510	2082.2	404.8	908.5	769.0	92.6	9.7	641.3
黄冈	2839	2035.2	376.1	832.0	827.1	92.6	9.7	740.6
孝感	3329	1912.9	287.1	925.6	700.2	95.6	13.8	492.0
荆门	794	1847.9	226.2	943.9	677.8	76.3	8.3	289.7
十堰	641	1747.8	158.3	843.5	746.1	80.9	9.0	340.6
黄石	967	1587.3	95.6	929.5	562.2	82.0	11.2	247.1
咸宁	766	1362.4	186.9	662.8	512.7	62.2	14.7	305.1
鄂州	1338	1005.3	94.2	523.7	387.5	41.0	1.3	107.8
随州	1283	1011.2	144.1	488.7	378.3	43.5	9.4	221.7
恩施州	244	871.0	166.3	296.2	408.5	61.0	13.5	402.0
仙桃	567	800.1	86.9	413.3	300.0	27.3	11.9	154.3
潜江	185	755.8	75.3	398.1	282.4	18.7	13.8	96.6
天门	473	591.2	80.4	302.9	207.9	20.4	12.3	160.9
神农架	10	28.6	2.2	11.2	15.2	3.3	9.8	7.9
合计	62031	40860.1	3547.5	19208.0	18104.5	2463.5	169.4	5917.0

资料来源：湖北统计局，丁香园，光大证券研究所整理。注：单位分别为亿元，%，万人。

表 3：湖北省主要工农业产品产量及占比（2018 年）

主要工农业产品	单位	湖北省产量	占全国比重 (%)
粮食	万吨	2839.5	4.32
棉花	万吨	14.9	2.45
油料	万吨	302.5	8.81
粗钢	万吨	3469.2	3.74
钢材	万吨	3681.9	3.33
发电量	亿千瓦时	2754.0	3.87
原煤	万吨	58.5	0.02
农用氮、磷、钾化学肥料(折纯)	万吨	484.1	8.94
水泥	万吨	10901.1	4.94
生铁	万吨	3203.5	4.15
布	亿米	56.1	8.53
汽车	万辆	241.9	8.69

资料来源：湖北省 2018 年统计年鉴

从行业和税种看疫情的影响

疫情对行业的影响体现在供给端和需求端，供给端主要是疫情期间多数行业（非疫情防控 and 关乎日常生活行业）开工遇阻，需求端主要是交运、旅游、住宿餐饮等体验式服务行业受冲击更大，但另一方面，线上购物、网络游戏、在线教育等行业或迎来发展拐点，医疗器械、医药保健、健身器材等行业也面临阶段性的发展机会。此外年内若出台力度较大的逆周期调控政策，有助抵减经济增长和财政收入增速放缓态势。

2月3日中央政治局会议上指出,“要积极稳定汽车等传统大宗消费,鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额,带动汽车及相关产品消费”,2月20日商务部官员表示,商务部将会同相关部门研究出台进一步稳定汽车消费的政策措施,同时鼓励各地根据形势变化,因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标和开展汽车以旧换新等举措,促进汽车消费。汽车行业或在疫情后一定程度弥补1季度消费和生产的低迷。此外,今年1月已提前下发7000亿专项债,且投向基建领域占比有8成,加上基建资本金使用有所放松,地方政府隐性债务化解稳妥有序,财政部加快PPP项目入库和储备管理工作等诸多政策推动,今年基建项目投资或在2季度加大加快,这也有助于稳定周期类行业需求。

表4: 税收分行业情况 (2017年, 单位: 亿元, %)

项目	税收收入	税收占比	项目	税收收入	税收占比
合计	155,739	100	三、第三产业	87,683	56.3
一、第一产业	180	0.1	(一)批发和零售业	21,176	13.6
二、第二产业	67,877	43.6	1.批发业	14,969	9.6
(一)采矿业	4,917	3.2	2.零售业	6,207	4.0
1.煤炭开采和洗选业	2,908	1.9	(二)交通运输、仓储和邮政业	3,080	2.0
2.石油和天然气开采业	920	0.6	1.铁路运输业	337	0.2
3.黑色金属矿采选业	255	0.2	2.道路运输业	1,247	0.8
4.有色金属矿采选业	338	0.2	3.水上运输业	228	0.1
(二)制造业	51,775	33.2	4.航空运输业	396	0.3
1.农副食品加工业	408	0.3	(三)住宿和餐饮业	582	0.4
2.食品制造业	838	0.5	1.住宿业	268	0.2
3.酒、饮料和精制茶制造业	940	0.6	2.餐饮业	313	0.2
4.烟草制品业	5,598	3.6	(四)信息传输、软件和信息技术服务业	3,121	2.0
5.纺织业	759	0.5	1.电信、广播电视和卫星传输服务业	773	0.5
6.纺织服装、服饰业	703	0.5	2.互联网和相关服务	98	0.1
7.皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	372	0.2	3.软件和信息技术服务业	2,250	1.4
8.木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	210	0.1	(五)金融业	17,050	10.9
9.家具制造业	247	0.2	1.货币金融服务	10,949	7.0
10.造纸和纸制品业	528	0.3	2.资本市场服务	2,612	1.7
11.印刷和记录媒介复制业	254	0.2	3.保险业	2,360	1.5
12.文教、工美、体育和娱乐用品制造业	283	0.2	4.其他金融业	1,129	0.7
13.石油加工、炼焦和核燃料加工业	5,794	3.7	(六)房地产业	20,878	13.4
14.化学原料和化学制品制造业	2,293	1.5	1.房地产开发经营业	16,674	10.7
15.医药制造业	1,473	0.9	2.物业管理	429	0.3
16.化学纤维制造业	165	0.1	3.房地产中介服务	156	0.1
17.橡胶和塑料制品业	1,054	0.7	4.自有房地产经营活动	2,190	1.4
18.非金属矿物制品业	1,697	1.1	5.其他房地产业	1,429	0.9
19.黑色金属冶炼和压延加工业	1,397	0.9	(七)租赁和商务服务业	7,600	4.9
20.有色金属冶炼和压延加工业	905	0.6	1.租赁业	524	0.3
21.金属制品业	1,363	0.9	2.商务服务业	7,076	4.5
22.通用设备制造业	2,318	1.5	(八)科学研究和技术服务业	2,512	1.6
23.专用设备制造业	1,542	1.0	(九)水利、环境和公共设施管理业	343	0.2
24.汽车制造业	4,754	3.1	(十)居民服务、修理和其他服务业	2,366	1.5
25.铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	645	0.4	(十一)教育	495	0.3
26.电气机械和器材制造业	2,157	1.4	(十二)卫生和社会工作	444	0.3
27.计算机、通信和其他电子设备制造业	2,774	1.8	(十三)文化、体育和娱乐业	540	0.3
28.仪器仪表制造业	334	0.2	(十四)公共管理、社会保障和社会组织	3,293	2.1
29.其他制造业	9,720	6.2	(十五)其他行业	3,926	2.5
30.废弃资源综合利用业	145	0.1			
31.金属制品、机械和设备修理业	107	0.1			

(三)电力、热力、燃气及水的生产和供应业	3,774	2.4
1.电力、热力生产和供应业	3,290	2.1
2.燃气生产和供应业	255	0.2
3.水的生产和供应业	229	0.1
(四)建筑业	7,686	4.9
1.房屋建筑业	2,141	1.4
2.土木工程建筑业	1,445	0.9
3.建筑安装业	2,506	1.6
4.建筑装饰和其他建筑业	1,594	1.0

资料来源：2017 年税务年鉴，光大证券研究所整理。注，表格中加粗部分为预计受疫情影响较严重的行业，由于 2018-2019 年连续两年实施较大规模的减税降费，制造业行业所缴税收占比或较 2017 年有所降低，2017 年数据仅起参考作用。

财政收入增速放缓，既有前述自动稳定器功能的发挥，也有主动性的税费减免。具体包括如疫情防控相关税费减免（表 3），既有减税降费政策的落实（如研发费用税前加计扣除），部分省份减免经营困难的中小企业的相关税费（如房产税、城镇土地使用税等）和房租等。

表 5：新冠肺炎疫情防控税收优惠政策指引

支持领域	具体税种
支持防护救助	涉及个人所得税 2 项政策，即对取得政府规定标准的疫情防治临时性工作补助和奖金免征个人所得税；取得单位发放的预防新型冠状病毒肺炎的医药防护用品等免征个人所得税。
支持物资供应	涉及增值税、企业所得税、关税 3 个税种 5 项政策，即对疫情防控重点保障物资生产企业全额退还增值税增量留抵税额；纳税人提供疫情防控重点保障物资运输收入免征增值税；纳税人提供公共交通运输服务、生活服务及居民必需生活物资快递收派服务收入免征增值税；对疫情防控重点物资生产企业扩大产能购置设备允许企业所得税税前一次性扣除；对卫生健康主管部门组织进口的直接用于防控疫情物资免征关税。
鼓励公益捐赠	涉及企业所得税、个人所得税、增值税、消费税、关税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加 6 税 2 费 4 项政策，即通过公益性社会组织或县级以上人民政府及其部门等国家机关捐赠应对疫情的现金和物品允许企业所得税或个人所得税税前全额扣除；直接向承担疫情防治任务的医院捐赠应对疫情物品允许企业所得税或个人所得税税前全额扣除；无偿捐赠应对疫情的货物免征增值税、消费税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加；扩大捐赠免税进口范围。
支持复工复产	涉及企业所得税 1 项政策，对受疫情影响较大的困难行业企业（包括交通运输、餐饮、住宿、旅游四大行业）2020 年度发生的亏损最长结转年限由 5 年延长至 8 年。

资料来源：国税局

财政保收压力多大？

预计一般公共预算收入仍在 3-5% 左右的低增速，其中税收增速或在 2-3%，更多依靠非税收入拉动。

具体推演逻辑为：①税收收入与名义 GDP 增速相关性较强，无疫情扰动假设下，税收收入与名义经济增速在 8% 左右；②去年 4 月实施的增值税减税

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_7118

