

疫情影响下财政如何积极？

引言：2月7日，央行副行长潘功胜在国务院联防联控机制新闻发布会上强调，“疫情影响是暂时的、有限的，中国经济将继续展现极强的韧性，中国政府有足够的政策空间，稳定经济增长。”我们预计，疫情对经济增长的拖累将集中于一季度，而对全年影响有限。当前资本市场对政策空间高度关注，认为逆周期政策将有效对冲这一阶段性冲击，本文从节奏、程度等方面探讨了疫情对财政政策的影响。

一、疫情影响：集中于一季度，疫情防控支出对财政影响有限

1、疫情影响主要集中于一季度。据现有公开信息分析，我们认为疫情影响主要集中于1Q20，拖累一季度实际GDP同比增速1个百分点；对全年影响有限，在逆周期政策对冲下，拖累全年实际GDP增速约0.2个百分点。

2、疫情防控支出规模占比较小，对财政影响有限。截至2月6日，各级财政共安排疫情防控资金667.4亿元，占财政支出预算（2019年财政支出约20万亿）比例较小。此外，财政贴息主要依附央行专项再贷款（3000亿），贴息规模同样较低。因此，疫情相关支出对全年财政影响相对有限。

二、财政政策研判：支出节奏前倾，总量影响有限

1、非典期间，疫情爆发当季财政支出力度加大，但全年财政支出力度有限。非典疫情对经济的扰动主要体现在2003年2季度，财政支出同比大幅提升（由2月-2.4%升至5月26.5%），但全年支出同比下降近5个百分点（2002年16.7%降至2003年11.8%）。

2、受疫情影响，2020年财政政策节奏将前倾，但全年来看，对总量影响有限。受疫情影响，财政政策节奏将向一、二季度倾斜，但总量上仍难以大幅宽松，主要原因有两点：第一，疫情对全年经济增长的影响可能不会太大，财政大幅宽松的必要性不高；第二，地方政府隐性债务较高，中央政府缺乏主动加杠杆意愿，一般财政空间有限。

三、财政重点关注：PSL以及专项债，狭义赤字率难破“3”

1、狭义赤字率空间不大，预计由2.8%升至3.0%。预计2020年狭义赤字率上调0.2个百分点，仅释放2000亿元左右资金，一般公共财政难以大幅宽松。

2、准财政工具PSL可能是2020年重要的关注点之一。在一般财政空间相对有限的前提下，一个可能的政策方向在于货币与财政的结合点PSL。预计今年PSL新增规模可能在6000亿元以上，且重点投向疫情防控项目、基建以及新兴产业等政府指向性领域。

3、地方政府专项债有望突破3.0万亿。专项债不计入赤字且是基建稳增长最主要的资金来源。在前期基建低迷的情况下，依靠加大专项债额度、加大基建投资力度来作为稳定经济增长的主要政策手段之一。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

内容目录

一、疫情影响：集中于一季度，疫情防控支出对财政影响有限	3
二、财政政策研判：支出节奏前倾，总量影响有限	4
三、财政政策重点关注：PSL 以及专项债，狭义赤字率难破“3”.....	5

图表目录

图表 1：2020 年全年 GDP 预测及调整.....	3
图表 2：非典期间财政支出力度加大，但全年支出同比下降.....	4
图表 3：2019 年财政收支产生缺口	5
图表 4：地方政府杠杆率较高	5
图表 5：政府预期目标赤字率	6
图表 6：PSL 历年规模.....	6

引言

2月7日，央行副行长潘功胜在国务院联防联控机制新闻发布会上强调，“疫情影响是暂时的、有限的，中国经济将继续展现极强的韧性，中国政府有充足的政策空间，稳定经济增长。”我们预计，疫情对经济增长的拖累将集中于一季度，而对全年影响有限。当前资本市场对政策空间高度关注，并认为逆周期政策将采取有效措施对冲这一阶段性冲击，本文从节奏、程度等方面讨论了疫情对财政政策的影响。

一、疫情影响：集中于一季度，疫情防控支出对财政影响有限

疫情影响集中于一季度。根据修正的 SIR 模型以及生产法测算，疫情影响主要集中于 1Q20，疫情对第一产业的影响虽是负向但由于农业占 GDP 比重较低基本可以忽略不计，而第二产业（工业）由于受到复工推迟的影响将会拖累实际经济增长 0.3 个百分点，对于第三产业，疫情影响最大，其中交运、住宿、餐饮、旅游和金融、地产等行业加起来共拖累 0.67 个百分点。本次疫情影响主要体现在 1Q20，随后开始减弱。由于本轮疫情爆发期在 1 月中下旬，受春节假期、财政拨款投放问题等影响，财政发力时点可能稍有延后。

疫情防控支出规模占比较小，对财政影响有限。财政政策主要针对医疗和公共卫生等方面进行支出，但资金安排整体相对有限。财政部副部长余蔚平在 2.7 国务院联防联控机制新闻发布会上强调：“今年的赤字安排已经考虑了一些不确定的因素。从目前的情况来判断，疫情防控的支出是有保障的，对财政预算的影响也较为有限。”截至 2 月 6 日，各级财政共安排疫情防控资金 667.4 亿元，实际支出 284.8 亿元，其中，中央财政共安排 170.9 亿元。以 2020 年 21.6 万亿美元的财政支出计算（考虑财政支出对名义 GDP 相对刚性， $20 \times 1.08 = 21.6$ 万亿），疫情防控支出占比很小。

财政贴息规模相对较小。财政贴息是在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷 3000 亿元的基础上，中央财政按人民银行再贷款利率的 50% 给予贴息，贴息期限不超过 1 年，贴息资金从普惠金融发展专项资金中安排，最终确保医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售的重点企业包括小微企业贷款利率低于 1.6%，但相比与每年 20 万亿美元的财政规模而言，财政贴息规模较小。综上所述，疫情相关支出对全年财政影响相对有限。

图表 1：2020 年全年 GDP 预测及调整

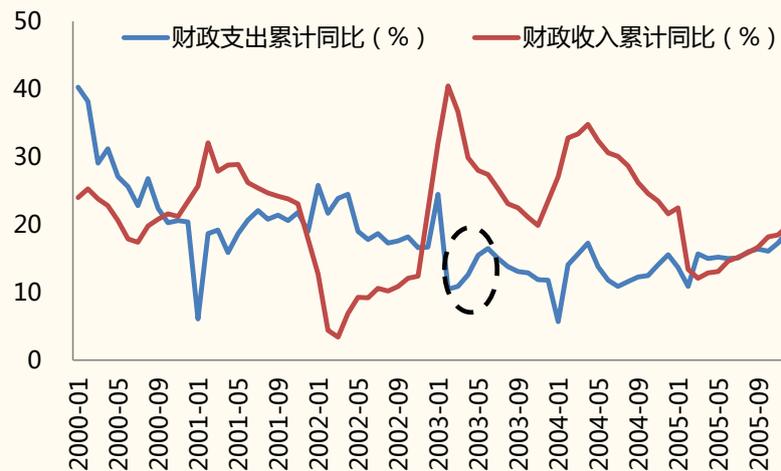
指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2019F	2020F
实际GDP当季同比（%，原预测值）	6.4	6.2	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.9	6.1	5.9
疫情对经济的负向影响（%）	-	-	-	-	1.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.3
实际GDP当季同比（%，疫情调整后）	6.4	6.2	6.0	6.0	5.1	5.6	5.9	5.9	6.1	5.6+0.1(政策对冲)

来源：Wind，国金证券研究所

二、财政政策研判：支出节奏前倾，总量影响有限

非典期间，疫情爆发当季财政支出力度加大，但全年整体财政支出力度有限。非典疫情主要影响经济运行在 2003 年二季度，经济增长下降 2 个百分点，而财政支出当月同比在 2003 年 2-5 月份由-2.4%升至 26.5%。但 2003 年全年财政支出相比 2002 年下降了约 5 个百分点（2002 年 16.7%降至 2003 年 11.8%）。因此，从非典经验来看，疫情对于财政政策的影响将呈现短期集中，全年总量相对有限的特征。

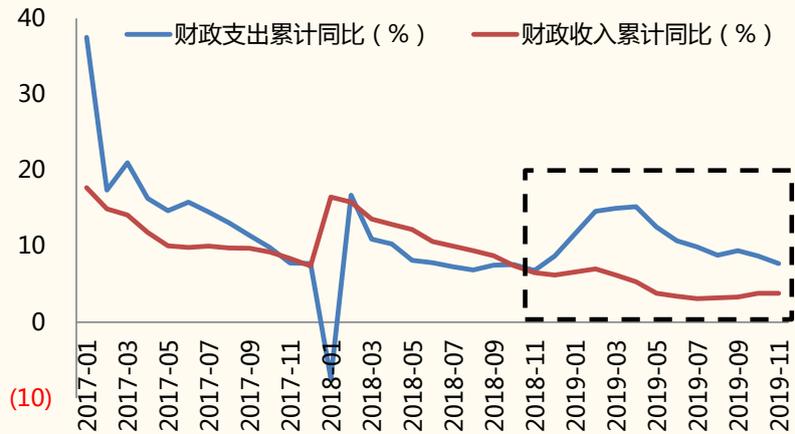
图表 2：非典期间财政支出力度加大，但全年支出同比下降



来源：Wind，国金证券研究所

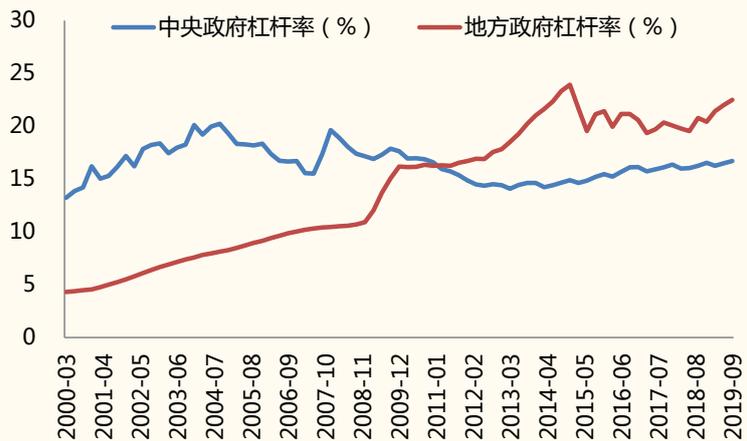
受疫情影响，2020 年财政支出力度将有所前倾，但全年来看，总量影响有限。借鉴非典经验，我们认为财政支出整体节奏将前倾，集中在一季度末至二季度，下半年整体支出将有所下降，呈现前高后低。但疫情对 2020 年财政总量的影响有限，其原因有两点：第一，疫情对全年经济增长的影响可能不会太大，财政大幅宽松的必要性不高。根据前文分析，疫情对全年实际 GDP 增速的拖累可能在 0.3 个百分点以内，同时，部分行业在疫情结束后可能存在“回补性”，能够部分对冲疫情产生的负面影响。因此，财政大幅宽松的必要性仍需进一步观察。第二，地方政府隐形债务较高，中央政府缺乏主动加杠杆意愿，一般财政空间有限。近些年地方政府高速扩张，积累了较高的隐形债务。政府杠杆率上升 2008 年的 10%左右上升至 2014 年最高的 24%左右，这其中统计的是政府显性债务，一部分隐性债务存在于地方国企和城投公司即非金融企业杠杆当中。综上所述，财政政策节奏可能因疫情影响前移，但全年来看，总量影响有限。

图表 3: 2019 年财政收支产生缺口



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 地方政府杠杆率较高



来源: Wind, 国金证券研究所

三、财政重点关注: PSL 以及专项债, 狭义赤字率难破“3”

狭义赤字率空间不大, 预计由 2.8% 升至 3.0%。粗略计算, 即便今年一般预算赤字率从 2.8% 提高至 3.0%, 只能释放 2000 亿元左右资金, 在地方政府隐形债务以及 2019 年减税降费造成的财政压力约束下, 一般财政难以大幅积极。

图表 5: 政府预期目标赤字率



来源: Wind, 国金证券研究所

准财政工具 PSL 可能是 2020 年重要的关注点之一。在一般公共财政空间相对有限的前提下, 一个可能的政策方向在于货币与财政的结合点, 也就是以 PSL 为代表的准财政行为。2019 年 PSL 净增 1579 亿元, 其中 4 月至 8 月连续五个月 PSL 停发, 去年 PSL 净增量为 2014 年该工具创设以来的最低值。我们认为, 当前经济环境和疫情的冲击下, PSL 为代表的准财政行为将是 2020 年重要的看点之一, 预计今年 PSL 的新增规模可能在 6000 亿元以上。并且, 与 2016 年重点用于棚户区改造不同, 今年 PSL 新增资金将重点支持疫情相关项目建设、新基建、新型产业以及地方政府相关项目等领域。

图表 6: PSL 历年规模



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_7414



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>