



## 宏观研究

## 【粤开宏观】特别国债或可重出江湖：2 万亿，三大专项任务

2022 年 05 月 08 日

## 投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨

研究助理：牛琴

## 近期报告

《【粤开宏观】财政已明显发力，疫情对财政的冲击将在二季度体现：一季度财政数据点评》2022-04-21

《【粤开宏观】人民币汇率快速贬值 特征、原因、展望与央行干预》2022-04-26

《【粤开宏观】逐句解读 429 中央政治局会议》2022-04-29

《【粤开宏观】冰封的土地市场和土地财政：解冻需调整房地产调控举措》2022-05-02

《【粤开宏观】四十年一遇的通胀和加息周期 美联储 5 月议息会议点评》2022-05-05

## 导读

3 月以来国内疫情多点散发，不仅在短期内影响企业、居民等市场主体的生产生活，供需收缩，还进一步冲击市场预期，经济下行压力明显加大，财政形势尤其是基层财政更加严峻。疫情下的财政形势将如何变化？当下财政政策应如何发力？发力的重点在哪里？是否应该发行特别国债？本文主要回答上述问题。

## 摘要

## 1、形势怎么样？疫情对财政收支的冲击巨大，财政减收增支，已从紧平衡进入到收支矛盾严峻。

一方面，3 月以来经济下行压力加大，叠加大规模留抵退税政策、延续部分税收优惠政策执行期限，财政收入增速将进一步下行，同时土地市场延续低迷，地方政府实际可支配财力受限。另一方面，抗疫和纾困支出规模加大，地方政府尤其是基层政府的收支平衡压力较大。

减税降费起作用的前提是经济活动有流量和产生盈利。在疫情防控时期，部分企业停业停产，经济流量少，且不盈利，减税降费政策效果低于退税和缓缴社保等，有必要继续从财政支出端加大力度。

## 2、现在怎么办？非常时期，必有非常之举，2 万亿特别国债，专项用于基建、发放现金、抗疫纾困三大任务，维护经济社会稳定。

面对疫情反弹、地产下行、输入性通胀、欧美货币政策收紧的四重风险，429 政治局会议提出“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度”。我们提出尽快发行 2 万亿特别国债，专项用于三大任务，即：1) 支持基建，对冲总需求快速下行，确保宏观大盘稳定，确保预期和信心稳定；2) 对特定低收入人群而非全体居民发放现金，将有限资金用在刀刃上，促进消费或提高其抗风险能力，确保社会和人心稳定；3) 支持各地常态化核酸检测等疫情防控举措，缓解基层压力。

规模为何是 2 万亿？不同于 2020 年 1 万亿。

1) 当前疫情冲击更大，同时“稳”的重要性上升，势必要有更大力度。奥密克戎传染性强，波及范围广，上海占全国经济比重大、产业链核心位置高，各地防控力度如“一例封城”范围广，经济供需收缩程度高。而且今年的房地产投资和销售大概率弱于 2020 年，出口形势可能从高位回落，资本市场表现低迷，教培行业转型、平台经济再出发，短期的抓手就是大力发展基建、稳定房地产、支持平台经济健康发展。一季度基建投资开门红的背后是一般公共预算和专项债超前发力，全年增速或在 4%-6%，整体难以大幅反弹。若要全年基建增速维持在 10%水平，预计需要投入增量财政资金 2.4 万亿元。



考虑到财政带动其他社会资本，实际需要资金可能低于该值。

**2) 保民生和提高居民抗风险能力、降低焦虑的必要性高于以往，对低保人群发放 2000 元/人，预计支出 936 亿元。**疫情形势导致不确定性和焦虑程度上升，消耗存款，居民消费疲软，边际消费倾向下降。我国存在大量灵活就业人员，手停口停，要予以高度关注。发放现金，支持消费，即使居民不消费，增强其抗风险能力，事关社会稳定。若在全国范围内对低保人员和特困供养人员发放一次性补贴政策，按照 1000 元/人的标准，保守估计补助金额为 468 亿元；如果标准提高到 2000 元/人，则上升到 936 亿元。其中，四川、河南、广西、云南、贵州五省补助金额居前。

**3) 坚持动态清零不动摇不犹豫，若从 5 月起在全国推行核酸常态化免费检测，基准情形下年内核酸检测支出最高将达到 1.26 万亿元。**分省份来看，广东、江苏、山东、河南四个人口大省年内核酸检测支出均超过 800 亿元；广西、黑龙江、甘肃、河南、吉林五省面临的财政支出压力较大，核酸检测费用占一般公共预算收入的比重均在 18%以上。

**综上，基建、抗疫、保民生三项预计新增财政支出规模最高将达 3.7 万亿元，但是考虑到抗疫、保民生支出更为刚性，必保 1.36 万亿元；同时考虑到基建资金的其他来源，特别国债可不必达到 3.7 万亿，而在 2 万亿左右的水平。**

### 3、怎么发？

我国分别在 1998 年、2007 年和 2020 年三次新发特别国债，分别补充四大商业银行资本金、注册成立中投公司管理外汇和应对疫情冲击，对稳定国家经济与金融市场起到重要作用。其中，前两次特别国债发行均由国务院提请人大常委会审议增发，反映了特别国债发行相对灵活、审批流程高效的特点。

**从用途来看，本轮特别国债应用于抗疫、稳增长、保民生三个专项支出，为统筹疫情防控、保障复产复工提供强有力的资金支持。**

**从发行方式来看，特别国债发行需要货币政策予以配合。**参考特别国债发行史，除公开发行的方式市场化招标以外，可考虑向国有商业银行分多期定向发行，认购资金一方面可通过央行降准释放准备金，另一方面商业银行可通过抵押特别国债向央行再贷款，或央行从商业银行购买特别国债。同时，年内有 9502.5 亿元特别国债到期，届时可能续发，需要货币政策配合维持流动性稳定。

**风险提示：**假设参数设置导致测算结果偏高；疫情反复、经济恢复不及预期



## 目 录

一、疫情对财政形势的影响：财政紧平衡形势进一步加剧.....	4
1、收入端：经济下行叠加减税降费政策进一步落地，财政收入有大幅下降风险.....	4
2、支出端 1：基建成稳增长重要抓手，稳投资所需资金缺口较大.....	5
3、支出端 2：困难群众受疫情冲击更大，救助补助相关支出增加.....	6
4、支出端 3：核酸常态化检测下，抗疫相关支出将持续增加.....	8
5、小结：特别国债或可重出江湖.....	9
二、常态化核酸检测对不同省份及城市影响测算.....	9

## 图表目录

图表 1：2022 年“五一”假期国内旅游恢复情况再度恶化.....	4
图表 2：国有土地使用权出让收入整体仍较低迷.....	5
图表 3：拉动基建所需资金投入测算（亿元）.....	6
图表 4：补贴困难群体所需资金测算（亿元）.....	7
图表 5：分省份补贴困难群体所需资金测算（补贴标准 2000 元/人）.....	7
图表 6：常态化核酸检测费用测算（亿元）.....	8
图表 7：年内特别国债到期情况.....	9
图表 8：分省份常态化核酸检测费用测算（单人单检比例为 10%）.....	10
图表 9：分城市常态化核酸检测费用测算（单人单检比例为 10%，前 30 名）.....	11
图表 10：分省份常态化核酸检测费用占一般公共预算收入之比.....	12
图表 11：分城市常态化核酸检测费用占一般公共预算收入之比（前 30 名）.....	13

## 一、疫情对财政形势的影响：财政紧平衡形势进一步加剧

3月以来国内疫情多点散发，经济下行压力加大，财政收入端持续受到明显冲击、支出端靠前发力稳经济，同时核酸检测、疫苗接种等抗疫支出进一步增加，导致财政紧平衡态势加剧。

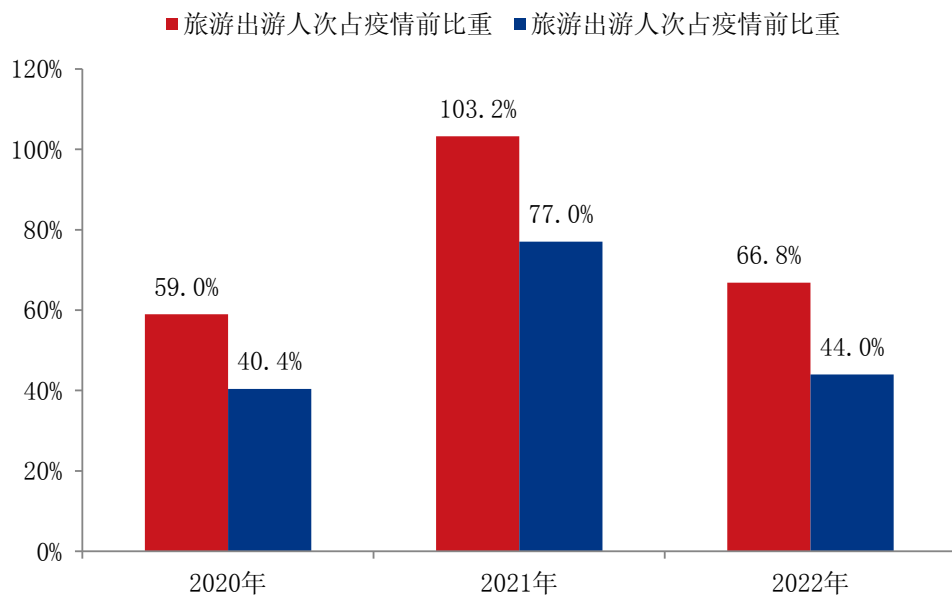
### 1、收入端：经济下行叠加减税降费政策进一步落地，财政收入有大幅下降风险

**一方面，当前经济面临疫情反弹、地产下行、输入性通胀、欧美货币政策收紧四大风险，经济下行压力加大将导致相关税收收入持续下行。**经济与财政是一体两面的关系，3月以来国内疫情多点散发，不仅在短期内影响企业、居民等市场主体的生产生活，还进一步恶化了市场预期，经济下行压力明显加大，自然导致财政收入增速放缓。以“五一”旅游出行数据为例，受疫情影响，2022年“五一”假期全国国内旅游出游1.6亿人次，实现国内旅游收入646.8亿元，同比分别减少30.2%和42.9%，分别恢复至疫情前同期的66.8%和44.0%，将对相关税收带来负面影响，如出行人次减少、烟酒汽油等消费下降影响消费税，住宿餐饮娱乐等相关行业收入下降影响增值税和企业所得税，从业员工工资减少影响个人所得税等。

此外，房地产下行势大力沉，预期低迷背景下居民购房意愿与购房能力均受到限制，商品房销售仍然低迷，一季度商品房销售面积和销售额同比下降13.8%和22.7%。这一方面将导致房地产相关税收持续维持历史低位；另一方面，在地方政府推地节奏放缓、房企回款较慢、拿地偏谨慎等多重因素叠加下，土地市场维持低温态势，一季度政府性基金预算收入同比下降25.6%，其中，国有土地使用权出让收入同比下降27.4%，地方实际可用财力下降。

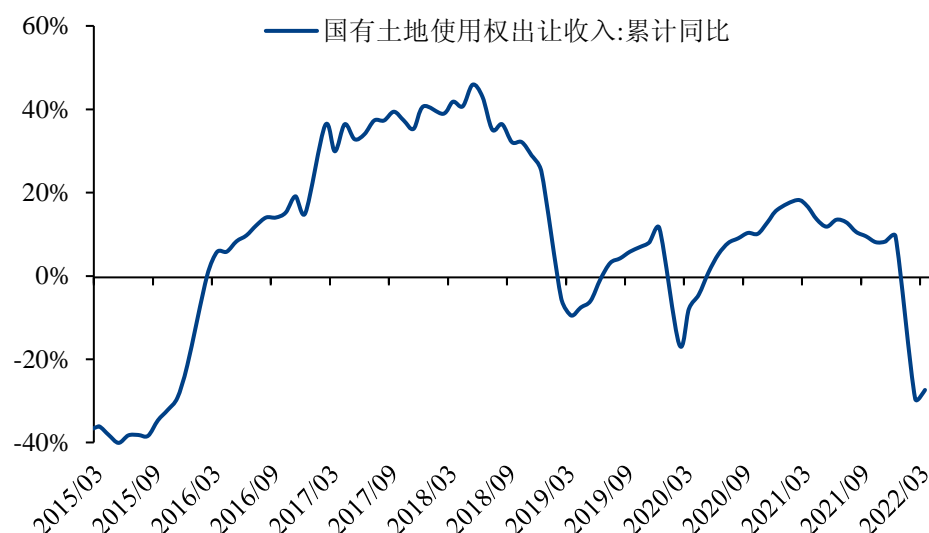
**另一方面，为缓解市场主体资金压力，今年财政减税退税规模预计达2.5万亿元，将进一步加剧财政紧平衡的态势。**今年以来，财政政策持续推进减税降费、减轻市场主体负担，一是延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，例如制造业中小微企业继续延缓缴纳2021年第四季度部分税费，同时符合条件的制造业中小微企业可延缓缴纳2022年第一季度、第二季度部分税费。二是推行1.5万亿元的大规模留抵退税。国家税务总局19日发布数据显示，4月1日至15日已有4202亿元留抵退税款退到52.7万户纳税人的账户。三是对特定困难行业推出纾困发展税收政策，如将生产、生活性服务业加计抵减政策执行期限延长至2022年12月31日等。

**图表1：2022年“五一”假期国内旅游恢复情况再度恶化**



资料来源：文旅部、粤开证券研究院

图表2：国有土地使用权出让收入整体仍较低迷



资料来源：wind、粤开证券研究院

## 2、支出端1：基建成稳增长重要抓手，稳投资所需资金缺口较大

我们在前期报告《专项债“进”与城投债“退”，如何影响基建？》曾指出，今年一季度以来专项债与城投债延续一“进”一“退”状态，从实际效果来看，专项债的“进”难以弥补城投平台的“退”带来的基建投资资金缺口。若政策不加码，预计2022年基建投资增速前高后低、整体难以大幅反弹，全年增速将处于4%-6%。当前我国经济下行压力持续凸显，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重冲击，基建投资成为2022年稳投资的重要抓手，政策需进一步发力。

**我们预计若要全年基建增速达到10%，财政资金缺口将达到2.4万亿。**2022年一季



度基建投资迎来开门红，广义基金同比增速达到 10.5%，符合我们在《当前基建稳增长的力度、投向如何》一文中的判断。但也应该看到，一季度基建增速高增的背后是一般公共预算和专项债超前发力：2022 年一季度一般公共预算支出完成全年支出进度的 23.8%，为近三年最高值；一季度新增专项债共发行 1.3 万亿，其中提前下达额度累计发行 1.25 万亿，占全年新增额度的 34.2%。随着一般公共预算支出和专项债额度逐步投入使用，2022 年基建投资增速将呈现出“前高后低”的格局。若要加大基建投资提振经济，基准情形下，假设全年基建增速达到 10%，在扣除一般公共预算支出、专项债以及其他资金来源外，目前尚需财政投入资金 2.4 万亿元。

**图表3：拉动基建所需资金投入测算（亿元）**

	假设一	假设二	假设三	假设四	假设五
2022 年基建投资增速	4%	6%	8%	10%	12%
2022 年基建投资额（万亿）	19.6	20.0	20.4	20.8	21.1
一般公共预算支出（万亿）	26.7	26.7	26.7	26.7	26.7
一般公共预算支出投向基建占比	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%
一般公共预算支出投向基建规模（万亿）	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
专项债可用规模（万亿）	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
专项债投向基建占比	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
专项债投向基建规模（万亿）	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
其他资金来源（万亿）	7.8	8.0	8.1	8.3	8.5
其他资金来源占比	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
资金缺口（万亿）	1.7	2.0	2.2	2.4	2.7

资料来源：wind、粤开证券研究院

注：

假设 1：2022 年财政支出采用预算数，尚未考虑收入端恶化对财政支出的抑制效应；

假设 2：一般公共预算支出投向基建的占比取近三年平均数；

假设 3：假设 2021 四季度发行的 1.2 万亿专项债较大比例（70%）在 2022 年投入使用，则 2022 年专项债实际可用额度为 4.5 万亿（ $1.2 \times 0.7 + 3.65$ ）；

假设 4：2022 年一季度专项债投向基建的比重为 61.5%，假设全年达到 70%；

假设 5：监管层鼓励更多社会资本投入，假设其他资金来源占比达到 40%；

### 3、支出端 2：困难群众受疫情冲击更大，救助补助相关支出增加

疫情反复不仅冲击企业投资生产，更打乱居民生活工作，使许多原本经济基础薄弱的群众陷入了困境。财政需兜底社会保障与民生，防止因“疫”致贫、返贫，维护困难群众切身利益。同时，考虑到当前部分城市推出的消费券主要以折扣券的形式发放，仍需要额外现金支出，对于生活相对困难的弱势群体改善程度有限，我们认为在当前形势下针对中低收入人群发放现金补贴将带来的边际改善效应将更好。事实上，当前国内已有经济基础较好、财政实力较强的城市针对弱势群体直接发放补贴。以苏州为例，2022 年 4 月，苏州市政府对全市登记在册的低保人员、低保边缘重病困难对象、特困供养人员、领取失业保险金人员、享受国家定期抚恤补助的优抚对象、低保外享受困难残疾人生活补贴对象等 12 类困难群众发放一次性特别补贴，人均补贴标准 300 元，预计惠及困难群众 13.5 万人、补贴总金额 4000 万元。

**若在全国范围内施行困难人群一次性补贴政策，按照 2000 元/人的标准，保守估计需补助金额为 936.5 亿元，其中，四川、河南、广西、云南、贵州五省所需补助金额居**



前。根据民政部数据，截至 2021 年底，我国共有低保人员 4211.9 万人、特困供养人员 470.5 万人，若在全国范围内推广困难人群一次性补贴政策，按照 1000 元/人的标准，保守估计补助金额为 468 亿元；如果标准提高到 2000 元/人，则上升到 936 亿元。

分省份来看，四川、河南、广西、云南、贵州五省低保和特困供养人数较多，所需补助金额居前，补贴标准为 2000 元/人的条件下，五省补贴金额分别为 92.8 亿元、74.9 亿元、60.5 亿元、55.5 亿元和 51.7 亿元。

**图表4：补贴困难群体所需资金测算（亿元）**

	假设一	假设二	假设三	假设四	假设五
人均补贴标准（元/人）	100	300	500	1000	2000
低保对象（万人）	4211.9	4211.9	4211.9	4211.9	4211.9
城市低保对象（万人）	737.7	737.7	737.7	737.7	737.7
农村低保对象（万人）	3474.2	3474.2	3474.2	3474.2	3474.2
特困供养人员（万人）	470.5	470.5	470.5	470.5	470.5
城市特困供养人员（万人）	32.7	32.7	32.7	32.7	32.7
农村特困供养人员（万人）	437.8	437.8	437.8	437.8	437.8
补贴总金额（亿元）	46.8	140.5	234.1	468.2	936.5

资料来源：民政部官网、粤开证券研究院

**图表5：分省份补贴困难群体所需资金测算（补贴标准 2000 元/人）**

地区	补贴总金额 （亿元）	城市低保人数 （万人）	农村低保人数 （万人）	城市特困人员 救助供养人数 （万人）	农村特困人员 救助供养人数 （万人）
全国合计	234.1	737.7	3474.2	32.7	437.8
四川	936.5	58.9	359.6	3.8	41.8
河南	92.8	35.8	289.1	1.0	48.4
广西	74.9	34.4	243.0	1.6	23.4
云南	60.5	39.2	226.0	0.9	11.6
贵州	55.5	60.8	188.4	0.8	8.7
安徽	51.7	31.7	176.9	1.1	33.4
湖南	48.6	39.0	145.3	1.7	35.3
河北	44.3	15.7	152.1	0.5	25.3
湖北	38.7	28.3	137.7	1.1	23.5
江西	38.1	31.1	142.6	1.0	12.4
甘肃	37.4	32.6	143.7	0.5	9.2
山东	37.2	10.9	134.9	0.5	32.9
内蒙古	35.8	28.3	130.6	1.2	8.4
广东	33.7	15.0	127.3	1.6	20.2
新疆	32.8	25.7	131.6	0.6	1.7
陕西	31.9	18.6	115.9	0.5	12.5
黑龙江	29.5	49.0	81.1	1.3	9.2
山西	28.1	23.8	96.5	0.3	12.9
辽宁	26.7	30.9	68.1	1.1	12.7
重庆	22.6	23.9	58.6	8.2	9.8
吉林	20.1	35.0	54.2	0.9	7.6



地区	补贴总金额 (亿元)	城市低保人数 (万人)	农村低保人数 (万人)	城市特困人员 救助供养人数 (万人)	农村特困人员 救助供养人数 (万人)
江苏	19.5	10.0	62.4	0.8	19.8
浙江	18.6	6.0	53.3	0.3	3.3
福建	12.6	6.5	48.4	0.6	6.1
宁夏	12.3	7.6	37.3	0.1	0.8
青海	9.2	5.9	28.7	0.2	1.5
海南	7.3	3.4	14.7	0.1	2.3
上海	4.1	13.6	3.4	0.3	0.2
西藏	3.5	2.4	12.9	0.0	1.2
天津	3.3	6.7	6.1	0.2	1.0
北京	2.8	7.1	3.9	0.1	0.5

资料来源：民政部官网、粤开证券研究院

#### 4、支出端 3：核酸常态化检测下，抗疫相关支出将持续增加

奥密克戎的高传染性使得当前我国多地本土聚集性疫情呈现点多、面广、频发的特点。在此背景下，我国秉持人民至上、生命至上理念，坚持“动态清零”不动摇，常态化核酸检测模式或成为“动态清零”与经济正常运行两不误的手段之一。

**我们预计若从 5 月起从全国推行核酸常态化免费检测，基准情形下年内核酸检测支出最高将达到 1.26 万亿元。**根据医保局在今年 4 月印发的《关于降低新冠病毒核酸检测价格和费用的通知》，假设我国单人单检成本每人份 28 元、多人混检成本每人份 8 元，基准情形下因弹窗、黄红码等特殊情况下而实行单人单检的人数占比为 10%。同时，由于当前我国疫情集聚主要集中在城镇，假设核酸常态化检测下，分别对城镇和农村常住人口实行 48 小时核酸检测和 7 日核酸检测，则每个月常态化核酸的费用上限为 1413 亿元，年内核酸检测费用最高将达到 1.26 万亿元。

值得注意的是，若政府统一推行核酸常态化免费检测，上述假设中单人单检成本每人份 28 元、多人混检成本每人份 8 元的价格将偏高。根据《关于降低新冠病毒核酸检测价格和费用的通知》中提出的“将新冠核酸检测所需扩增试剂、提取试剂、采样器具等物耗成本降至单人单检价格的 50%以内”，若简单假设单人单检和多人混检费用均下降 50%，分别为 14 元/人和 4 元/人，则基准条件下推行常态化免费检测的采用为 6283 亿元。考虑到实际核酸检测成本不仅包括新冠核酸检测所需扩增试剂、提取试剂、采样器

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\\_41319](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41319)

