

后疫情时代，如何理解财政政策两点论和重点论相统一？

报告发布日期

2022年05月18日

研究结论

- 3月以来，国内本土疫情复发，叠加国际地缘政治不稳定因素，经济阶段性下行压力放大。本系列报告将重点探讨本轮疫情对不同领域的直接影响，此前我们在《疫情影响中长期消费趋势了吗？》中通过分析线上消费发现疫情后居民消费习惯更进一步迈向了电子化。展望后续，财政支出大概率将成为下一阶段稳增长最重要的抓手。在此背景下，疫情对全年财政空间会带来什么影响，以什么为抓手加大力度保1.5亿市场主体，如何理解预算草案？本文主要就这些问题进行探讨。
- **今年提前批额度分配过程中地区分化程度较大，或与各个地区财政状况与重大项目准备程度有关，疫情后专项债发行的地域集中度可能还会进一步提升：**（1）相较于2021年上半年（该年一季度发行量过少），2022年一季度广东、江苏、湖北、上海、浙江等经济大省专项债发行占比有较大升幅，符合财政实力强、债务风险低这两点要求；（2）贵州、湖南、陕西等省份专项债发行占比较2021年上半年也有提升，可能的原因是这些地区项目较为充裕。今年4月12日，中国财政部副部长许宏才在国新办举行的国务院政策例行吹风会上表示，对于专项债的使用，要对成熟和重点项目多的地区予以倾斜，坚决不“撒胡椒面”，不能过小、过散，要提高资金集中度。
- **施工节奏放缓不改支出决心，从一些公开信息来看，疫情前开工情况良好，为疫后修复奠定了基础：**（1）项目的角度，截至3月5日，“十四五”102项重大工程中，已分解出2600多个项目，其中96%已经开工；（2）开工的角度，今年已发行专项债的项目开工率达75%；（3）审批速度的角度，4月15日，国家发改委投资司司长欧鸿在国家发改委发布会上介绍，国家发改委共审批核准固定资产投资项目32个，总投资5200亿元，而2021年截至6月分别为40个和2464亿元。
- **疫情对项目施工进度存在一定影响，但全年基建增速仍有保障。**根据我们在《一线城市防控如何影响全国经济——月度宏观经济回顾与展望》中的测算，相较于消费，疫情对投资的影响更为可控，全年资金充沛加上现在还远未到施工淡季，后续基建施工进度存在回补空间。
- **在此背景下，今年是否还有必要发行特别国债？我们认为存在一定可能性，但不容忽视的是今年财政资金本身就已经较为充裕这一事实。**基于专项债券资金使用进度时间要求，前三季度政府性基金支出都有充分的资金保障，因此即使发行，可能也会以更多比例调入一般公共预算，用于稳岗促就业等民生保障用途。
- 从年频数据来看，疫情后一般公共预算中卫生健康相关支出占比明显提升，2020年较2019年上升了0.8个百分点，2021年与2020年基本持平。**我们以上海此次疫情作为样本，可知上海本轮疫情防控产生了相关支出，但值得一提的是，上海疫情形势明显比以往几次其他省份的疫情要严峻，以及作为国际大都市、国内重要的对外港口，上海的人流、物流量都很大，防控难度远高于一般省份，因此上海的防疫成本具有其特殊性。**
- 4月16日财政部部长刘昆在《求是》杂志撰文提及，财政政策要坚持两点论和重点论相统一，对此如何理解？我们认为包含以下几点：（1）兼顾短期与长期：在短期加大支出总量保护好市场主体的同时，也要围绕国家中长期发展规划强化跨周期政策设计；（2）兼顾总量与结构，在中央加大对地方转移支付的基础上，中央和地方共同加大力度推出各项稳就业、促消费政策，充分发挥消费对经济循环的牵引带动作用，同时对于关键领域进行更大规模的投入。

风险提示

- 疫情影响超预期减少全年财政收入；
- 假设变动对测算结果影响的风险。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932

联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

疫情影响中长期消费趋势了吗？	2022-05-14
疫情冲击融资需求——4月金融数据点评	2022-05-14
新冠疫情推升CPI突破2%——4月价格数据点评	2022-05-14

目 录

专项债节奏或受影响，总量不变保障后续空间	4
专项债发行的地域集中度提升	4
施工节奏放缓不改支出决心	5
是否还有必要发行特别国债？	6
大城市疫情防控相关支出较大，一般公共财政承压	7
疫情后财政要如何做到“两点论和重点论相统一”？	9
风险提示	9

图表目录

图 1：部分省份一季度发行规模占全国发行规模的比重（%）	5
图 2：专项债发行规模前五省份份额合计占比（%）	5
图 3：建筑业 PMI（%）	6
图 4：挖掘机开工小时数同比（%）	6
图 5：财政收支规模增速（%）	9
图 6：实际赤字率（%）	9
表 1：政府性基金收支、专项债发行进度假设	7
表 2：政府性基金收支压力测试	7
表 3：核酸成本参考表	8
表 4：上海方舱成本估算	8

3 月以来，国内本土疫情复发，叠加国际地缘政治不稳定因素，经济阶段性下行压力放大，企业生产经营活动受到较大影响，稳投资、稳增长任务加重。与之对应的是，货币政策已先行降准，财政也不断提出发力要适当靠前、早落地见效，着力稳定宏观经济大盘，一季度基建增速超出前期预期。

本系列报告将重点探讨本轮疫情对不同领域的直接影响，此前我们在《疫情影响中长期消费趋势了吗？》中通过分析线上消费发现疫情后居民消费习惯更进一步迈向了电子化。展望后续，货币政策继续宽松的空间相对有限，财政支出大概率将成为下一阶段稳增长最重要的抓手。在此背景下，疫情对全年财政空间会带来什么影响，以什么为抓手加大力度保 1.5 亿市场主体，如何理解预算草案？本文主要就这些问题进行探讨。

专项债节奏或受影响，总量不变保障后续空间

专项债发行的地域集中度提升

开年至今，专项债发行前置是基建项目不断落地的重要保障，从当前情况来看：

（1）提前批大部分已发行完毕。根据国务院政策例行吹风会，截至 3 月底，新增专项债累计发行约 1.25 万亿元，占提前下达额度的 86%，其中内蒙古、辽宁、黑龙江、上海、浙江、福建、山东、广东、广西、四川、甘肃等 11 个省份提前批均已发行完成。

（2）专项债“向项目准备充分的地区倾斜”的特征十分明显。2022 年一季度专项债发行前五大省份占全国总发行额的份额为 45.7%，发行的地域集中度高于 2019 年（也有提前批）全年的 34.6% 以及 2021 年全年 36.2%。值得注意的是，2019 和 2021 年也呈现上半年专项债发行地域集中度远高于全年的特征，这可能是因为部分省份项目准备较为充分，导致“前置”优势更加凸显。

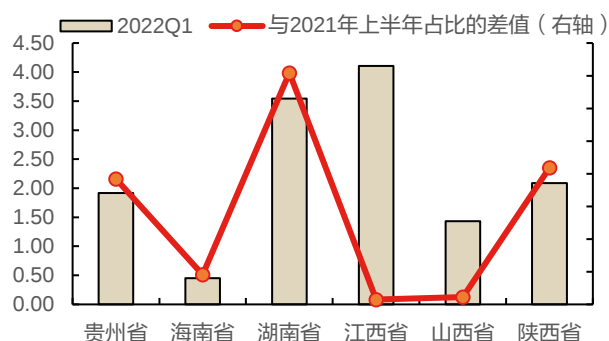
此外，今年提前批额度分配过程中地区分化程度较大，或与各个地区财政状况与重大项目准备程度有关。2019 年各省专项债提前批计划基本为 2018 年全年专项债发行量的 60%，正负波动一般不超过 5 个百分点，2022 年初不少省份提前批额度已经发行完毕，但根据实际发行额来看，与 2021 年全年的比值有明显波动，从 5% 到 54% 不等。

今年 4 月 12 日，中国财政部副部长许宏才在国新办举行的国务院政策例行吹风会上表示，对于专项债的使用，要“坚持‘资金跟着项目走’，对成熟和重点项目多的地区予以倾斜，重点支持有一定收益的基础设施和公共服务等重大项目以及国家重大战略项目。要求地方适当提高专项债券资金使用的集中度，额度要向中央和省级重点项目多的省市级倾斜，坚决不‘撒胡椒面’，不能过小、过散，要提高资金集中度”。根据这一要求，我们预计后续专项债发行会有如下特征：

（1）全年地域集中度可能会偏高。相较于 2021 年上半年（该年一季度发行量过少），2022 年一季度广东、江苏、湖北、上海、浙江等经济大省专项债发行占比有较大升幅，符合财政实力强、债务风险低这两点要求，考虑到今年经济整体下行压力更大，这些省份可能需要进一步承担专项债发行和扩大政府投资的责任。

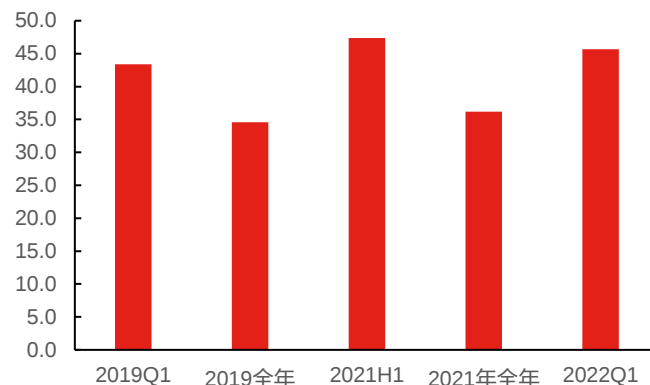
（2）部分项目准备较为充分的省份和经济大省有望贡献大部分基建投资增量。尽管提前批发行进度较慢，但贵州、湖南、陕西等省份专项债发行占比较 2021 年上半年有显著提升，可能的原因是这些地区项目准备较为充分。考虑到今年专项债额度会对成熟和重点项目多的地区予以倾斜以及要提高专项债资金使用的集中度，我们认为这些省份以及几个经济大省有望贡献更多专项债增量。

图 1：部分省份专项债一季度发行规模占全国发行规模的比重（%）



数据来源：各省政府官方文件，Wind，东方证券研究所

图 2：专项债发行规模前五省份份额合计占比（%）



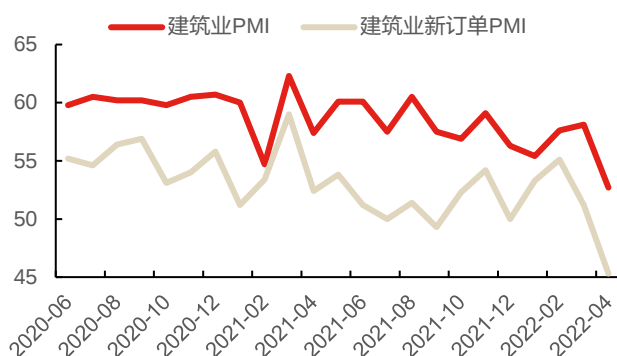
数据来源：Wind，东方证券研究所

施工节奏放缓不改支出决心

今年投资方向较为明确，项目储备丰富，开工节奏偏快。根据预算草案，今年财政优先支持已纳入国家“十四五”规划纲要、重点专项规划等的重点项目，适度超前开展基础设施投资，加大对科技攻关、生态环保、基本民生、现代农业等领域及区域重大战略的支持力度。从一些公开信息来看，当前开工情况良好：（1）项目的角度，截至 3 月 5 日，“十四五”102 项重大工程中，已分解出 2600 多个项目，其中 96% 已经开工。又如 4 月 20 日国常会上提及，对经全面评估审查、已纳入国家规划的两个核电新建机组（其中每个分别涉及两台核电机组）项目予以核准，据媒体报道，6~8 台核电机组的总投资将高达 1200 亿~1600 亿元；（2）开工的角度，今年已发行专项债的项目开工率达 75%（4 月 12 日国新办加快政府债券发行使用情况国务院政策例行吹风会），比例较高，4 月土木工程建筑业商务活动指数为 61.0%，已连续两个月高于枯荣线，且新订单指数为 52.3%，也印证了重大基础设施项目的落地。（3）审批速度的角度，4 月 15 日，国家发改委投资司司长欧鸿在国家发改委发布会上介绍，国家发改委共审批核准固定资产投资项 32 个，总投资 5200 亿元，而 2021 年截至 6 月分别为 40 个和 2464 亿元。

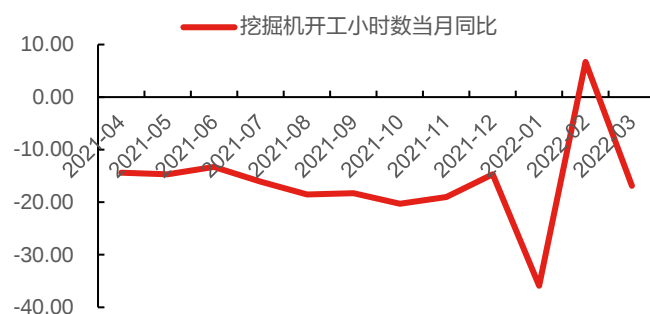
疫情对项目施工进度存在一定影响，但全年基建增速仍有保障。3 月份挖掘机开工小时数当月同比为-16.9%（前值 6.7%），石油沥青装置开工率与去年同期相比也有明显下行，我们认为，疫情影响基建项目工期有两种渠道：（1）交运物流：3 月下旬以来整车货运流量指数较前期有明显下行（即便不是上海、吉林等疫情较为严重的省份），影响了水泥等难以保存且依赖公路运送的建材运输；（2）劳动力：此次疫情呈现点多、面广、频发的特点，对各地施工单位的现场工人和管理人员的健康都有一定影响。如苏州市住房和城乡建设局有公告表明，受疫情防控影响部分项目工期有所顺延；4 月 22 日济南公布莱芜区疫情溯源结果也表明与援建外地工程建设返济工人存在关联，说明部分工地面临疫情防控压力。不过根据我们在《一线城市防控如何影响全国经济——月度宏观经济回顾与展望》中的测算，相较于消费，疫情对投资的影响更为可控，全年资金充沛加上现在还没到施工淡季，后续基建施工进度存在回补空间。

图 3：建筑业 PMI (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：挖掘机开工小时数同比 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

根据预算草案，2022 年政府性基金收入（中央政府性基金预算收入+地方政府性基金预算本级收入，不含专项债收入）增速为 0.6%，支出增速达 22.3%，**收支增速的差距显著扩大，达到了 2020 年预算（不含特别国债）的水平，这一差距由结转收入、特定国有金融机构和专营机构上缴利润，以及专项债带来。**值得一提的是，考虑到土地收入占政府性基金收入的比重极高（2021 年约为 89%），收入不为负一定程度表明今年全年的土地收入增速至少不能处在深度负值。

今年专项债发行与拨付节奏有保证。4 月 12 日国务院召开了加快政府债券发行使用情况例行吹风会，首次公开明确专项债券资金使用进度时间要求，提出“对 2021 年发行的专项债券，原则上在今年 5 月底前拨付使用；对 2021 年 12 月提前下达的 2022 年专项债券，原则上在今年 9 月底前拨付使用。对于第二批专项债券额度尽可能在今年加快使用”，这一做法将进一步缩短专项债落地的时间。

是否还有必要发行特别国债？

在此背景下，今年是否还有必要发行特别国债？我们认为存在一定可能性，但不容忽视的是今年财政资金本身就已经较为充裕这一事实。基于专项债券资金使用进度时间要求（提前批 5 月发行完毕，第二批额度 9 月底前发行完毕），前三季度政府性基金支出都有充分的资金保障：（1）假设 6 月和 9 月政府性基金收入累计同比依然维持在 -25%（1-3 月为 -25.6%），并且支出增速持续维持在 40% 这一高位，在考虑去年四季度 1.2 万亿专项债、1.65 万亿特定国有金融机构和专营机构上缴利润中留在政府性基金中的部分（上缴速度参考一月至四月中旬）以及 2022 年发行的新增专项债（后称“三项合计”）的情况下，截至 6 月依然有约 1.1 万亿的支出空间，截至 9 月政府性基金的支出也仅 275 亿的资金缺口（与测算的 1-9 月累计支出的比值不足 0.3%）。（2）假设截至 6 月收支进度分别为 30% 和 41.5%（前者为历史收入最低，后者为历史最高），同样考虑“三项合计”的情况下，仍有 1.2 万亿的支出空间；假如截至 9 月收支进度分别为 53% 和 71%（依然分别对应历史最低和历史最高水平），同时假设全年收入仅达到预算 75%，支出达到 100%，自 6 月以来进度接近匀速增长，则仍有 0.75 万亿的支出空间。考虑到相对充裕的空间，我们认为，即使发行特别国债，可能也会以更多比例调入一般公共财政，用于稳岗促就业等民生保障用途。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：政府性基金收支、专项债发行进度假设

	政府性基金收入	支出	专项债
2022-03-31	14%	17.80%	32.60%
2022-06-30	30%	41.50%	65%
2022-09-30	53%	71%	95%
2022-12-31	75%	100%	100%

数据来源：东方证券研究所 备注：专项债发行进度参考财政部原话“对 2021 年 12 月提前下达的额度，力争在今年 5 月底前发行完毕。对 2022 年 3 月底分配下达的额度，尽快启动发行并在今年 9 月底前全部发行完毕。”

表 2：政府性基金收支压力测试（亿元）

增速口径	累计收入	累计支出	收支差额	累计专项债（含 2021 年 4 季度 1.2 亿）	金融机构累计上缴	总累计调入	总调入-收支差额
6 月	29,309	58,379	29,070	35,869	4,675	40,544	11,474
9 月	45,764	99,922	54,159	46,819	7,065	53,884	-275
进度口径	累计收入	累计支出	收支差额	累计专项债（含 2021 年 4 季度 1.2 亿）	金融机构累计上缴	总累计调入	总调入-收支差额
6 月	29,591	57,681	28,090	35,869	4,675	40,544	12,454
9 月	52,277	98,684	46,406	46,819	7,065	53,884	7,477

数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：增速口径下收入累计同比-25%，支出 40%；进度口径详见表 1；累计收入（增速口径）=去年同期累计收入*累计同比，支出同理；累计收入（进度口径）=预算草案全年收入*进度，支出同理；收支差额=累计支出-累计收入；总累计调入=累计专项债+金融机构累计上缴

大城市疫情防控相关支出较大，一般公共财政承压

从年频数据来看，疫情后一般公共财政中卫生健康相关支出占比明显提升，2020 年较 2019 年上升了 0.8 个百分点，2021 年与 2020 年基本持平。我们不妨以上海此次疫情作为样本，从全员核酸和方舱建设两个角度来考察一线城市防疫成本：

核酸方面，核酸检测分为单人单采、十人混采和五人混采三种方式，混检的成本低于单检，目前大部分采用十人混采的方式，对于检测不合格的样本进行单人复采。核酸检测的成本从构成上来看主要包括检测人力成本、试剂盒、检测剂材料、检测和上传报告等附加服务，从单次的总成本上来看，上海医保在《关于进一步降低本市新型冠状病毒核酸检测项目价格的通知》中对上海市

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_42058

