

## 不应过高估计财政缺口

相对市场表现

### ——2022年疫后稳增长系列之二

#### 核心观点：

疫情冲击导致一般公共预算收入下滑和抗疫支出增加，确实使得一般公共预算面临一定压力。但是政府已经通过提前下达2023年约4000亿的预算资金对这个缺口进行了弥补。此外，政府年初可能就已经对政府基金预算的欠收做了相当准备。在对土地出让收入中性的预测条件下，我们认为即便不发行特别国债，财政缺口对政府支出的影响也比较有限。

#### 内容摘要：

##### ➤ 一般公共预算收入缺口或已被2023年预算资金弥补

4月一般公共预算收入增速大幅下滑。下滑不仅仅反映出疫情的冲击，年初预算安排的留抵退税、延迟纳税两个因素也产生了不小的影响。由于后两个因素在全年预算安排中已经有考虑，单考虑疫情的冲击，我们的测算表明全年一般公共预算或减收2876亿元。叠加5月23日国常会额外退税1400亿元，全年一般公共预算或欠收4000多亿元。但是，近期财政部提前下达了来自2023年预算的4000亿转移支付资金，我们认为一般公共预算的缺口基本上能被覆盖。

##### ➤ 政府对土地出让不及预期可能也早有准备

4月的政府性基金收入同比下滑34.4%，与全年目标增速0.6%差距极大。其中一个重要的拖累项是今年以来土地出让金出现持续大幅负增长。即便是中性假设下，我们预计今年土地出让金的下滑可能也会导致政府基金预算收入出现约1.5万亿的资金缺口。不过由于土地出让金中仅有30%属于政府可支配收入；而2022年政府性基金预算中本来就有4000亿资金没有安排支出，我们认为政府可能已经为土地出让收入低于预算做了充分准备。在中性假设条件下，政府基金预算的缺口可能也比较有限。

##### ➤ 抗疫支出：财政负担的常态化核酸检测费用总体可控

疫情支出方面，我们主要对目前已发生的大规模核酸筛查费和要建立常态化的核酸检测需要的花销进行测算，两者产生的财政缺口合计为2500亿元左右。如果考虑到一些地方的核酸检查支出由居民负担，实际的财政超支可能更少。

##### ➤ 不发行特别国债，财政缺口也可以得到弥补

我们的估算显示，在中性假设下，财政收支缺口不过3000多亿元。通过财政腾挪即可解决。发行特别国债并不是一个必须的选项。投资者也无需对于财政支出过度担忧。

**风险提示：疫情反复超预期，经济下行超预期**

分析师 樊磊  
执业证书编号：S0590521120002  
电话：  
邮箱：fanl@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《加息 50 基点，6 月缩表，鹰中带鸽》— 2022.05.05
- 2、《经济见底》— 2022.04.30
- 3、《多管齐下保增长》— 2022.04.30

## 正文目录

1	一般公共预算收入缺口估算.....	3
1.1	疫情对一般公共预算收入冲击几何? .....	3
1.2	提前下达 4000 亿预算资金可作弥补 .....	5
2	土地出让金收入缺口估算.....	6
2.1	土地出让金实际缺口测算 .....	6
2.2	政府性基金预算或早已作出安排 .....	7
3	抗疫支出：财政负担的核酸检测费用估算 .....	8
3.1	已发生的大规模核酸筛查费为 140-160 亿元 .....	8
3.2	常态化的核酸检测需 2495 亿元 .....	8
4	不应过高估计财政缺口 .....	9
5	风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1：	一般公共预算收入.....	3
图表 2：	一般公共预算收入影响因素 .....	4
图表 3：	一般公共预算收入差额测算 .....	5
图表 4：	全国政府性基金收入累计同比.....	6
图表 5：	土地出让金占比.....	7
图表 6：	2015 年全国土地出让支出 .....	7
图表 7：	土地出让金实际缺口测算 .....	7
图表 8：	常态化核酸检测支出 .....	9
图表 9：	常态化核酸采样点支出.....	9

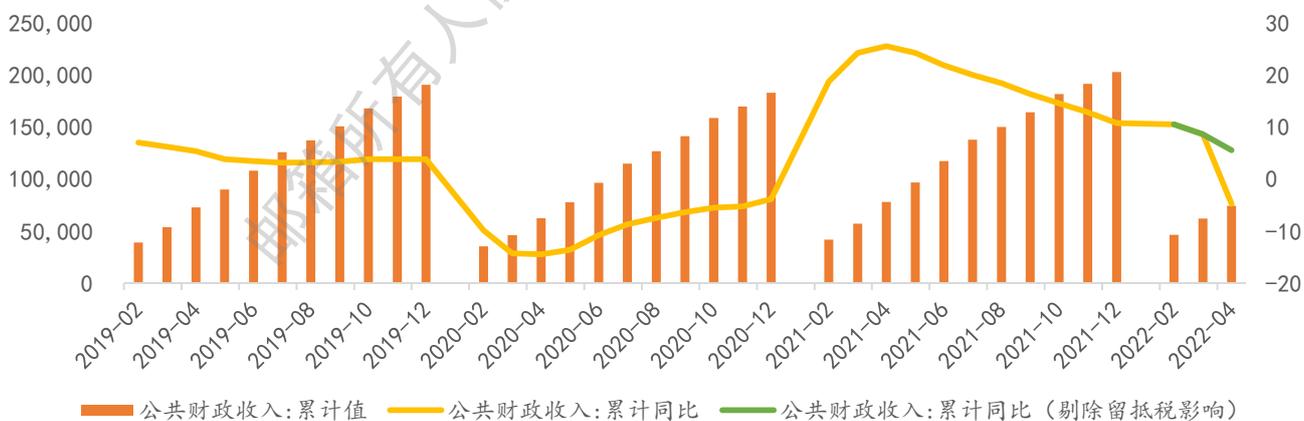
近日公布的4月份财政收支数据显示，部分的与疫情冲击有关，全国一般公共预算收入大幅下滑。同时，政府性基金收入也受到土地市场拖累，延续年初以来的弱势，与预算安排存在较大差距。此外，近几个月疫情还带来了抗疫支出的额外增加。部分研究者测算全年财政收支总缺口高达1-2万亿。由于普遍期待的特别国债迟迟没有发行；市场担心较大的财政缺口会导致包括基建在内的各项财政支出低于预期并拖累经济增长。

然而，我们的测算显示一般公共预算虽然存在一定压力，但政府已经采取措施对一般公共预算的缺口进行了弥补。此外，年初的预算安排可能也为政府基金收入的欠收做了相当程度准备。在中性假设的情况下，我们认为财政总缺口也就是在3000亿元左右，通过财政腾挪足以弥补，发行特别国债并不是一个必须的选项。

## 1 一般公共预算收入缺口估算

在中性偏保守的假设情况下，我们预计一般公共预算可能较预算目标水平减收4276亿元。但是，这部分资金缺口或许已经被财政部通过提前下达的4000亿转移支付资金覆盖。

图表 1：一般公共预算收入

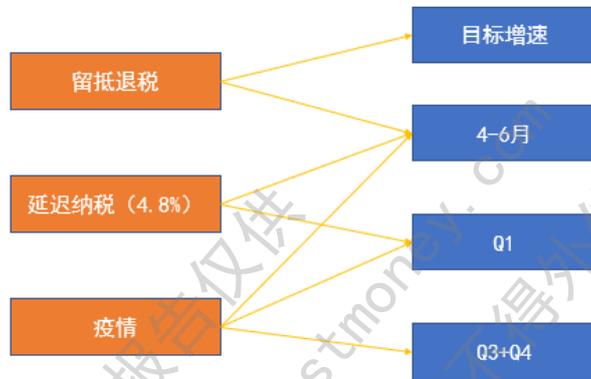


来源：Wind，国联证券研究所

### 1.1 疫情对一般公共预算收入冲击几何？

4月财政收入增速大幅下滑。然而，下滑不仅仅反映出疫情的冲击，年初预算安排的留抵退税、延迟纳税两个因素也产生了不小的影响。由于这些因素在全年预算安排中已经有考虑，实际财政收入与预算之间的缺口只需要考虑疫情对财政收支的净影响。我们通过剔除留抵退税、延迟纳税带来的数据扭曲的影响来进行计算。

图表 2：一般公共预算收入影响因素



来源：Wind，国联证券研究所

- 目标增速方面，按照 2022 年 3 月份财政部向人大的报告，今年全年一般公共预算收入预计增长 3.8%，如果加上约 1.5 万亿的留抵退税，则增长 11.2%。这意味着扣除留抵退税影响之后全年一般公共预算的目标增速为 11.2%。
- 由于 4 月单月的一般公共预算收入数据受到了三个因素的同时影响，剔除留抵退税和延迟纳税的扭曲，我们估算出 4 月财政收入同比增速与目标水平相差约 10.2%。如果假定疫情冲击下 5-6 月的财政收入与目标水平的差距和 4 月一致，则 4-6 月单因疫情因素导致的财政缺口在 6120.1 亿元。

我们首先在 4 月数据中扣除留抵退税的影响。4 月份公布的一般公共预算财政收入大幅负增长-41.3%，根据财政部的说法，主要是增值税留抵退税政策执行首月效应释放影响较大，如果扣除这一因素，4 月单月财政收入下降 3.8%<sup>1</sup>。

其次，我们扣除延迟纳税的扭曲。国家税务总局披露今年以来继续实施的制造业中小微企业缓缴税费达 3778 亿元<sup>2</sup>，这部分税收会在今年下半年补缴。按照我们的估算，这部分的影响导致 1-4 月财政收入同比增速额外下降了 4.8%，也就是说 4 月单月财政收入增速需要再加上 4.8%。

因此，如果仅有疫情冲击，4 月单月财政收入同比是 1.0%，与目标增速 11.2% 相差 10.2%。

如果假定 5-6 月的财政收入也因为疫情冲击与目标增速相差约 10.2%，则二季度财政收入与目标收入水平相差 6120.1 亿元。

<sup>1</sup> 据财政部副部长许宏才在“中国这十年”系列主题新闻发布会上的说法，4 月全国增值税留抵退税约 8000 亿元。如果加上这 8000 亿元，4 月单月的同比增速为-3.8%。

<sup>2</sup> 中共中央宣传部举行财税改革与发展有关情况发布会图文实录

<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/47673/48284/wz48286/Document/1724482/1724482.htm>

- 除此之外，我们还要考虑一季度以及三四季度的超收情况。一季度一般公共预算收入增长 8.6%，这其中包含了缓缴税收 4.8% 的影响；因此，剔除缓缴税收，实际财政收入增长在 13.4%，高于全年目标增速 11.2% 约 2.2%。如果三四季度财政收入增速也能够达到一季度的水平，超收的收入大约有 3244.1 亿。

综合考虑二季度的欠收和一季度以及下半年的超收，全年来看疫情导致财政收入偏离目标水平 2876 亿元。需要注意的是，5 月 23 日国常会提出了进一步加大增值税留抵退税政策力度，目前已确认的新增额度为 1400 亿元<sup>3</sup>。若加上这部分新增缺口，财政收入偏离目标水平 4276 亿元。

**图表 3：一般公共预算收入差额测算**

	去年同期收入	同比增速（剔除退税影响）	同比增速（剔除退税及延迟纳税的影响）	与目标增速的缺口	预计收入	差额
2022/04	20893.0	-3.8%	1.0%	-10.2%	18761.9	(2131.1)
2022/05	18446.0	-3.8%	1.0%	-10.2%	16564.5	(1881.5)
2022/06	20662.0	-3.8%	1.0%	-10.2%	18554.5	(2107.5)
合计	60001.0				53880.9	(6120.1)
2022Q1	62037.0	8.6%	13.4%	2.2%	63401.8	1364.8
2022Q3	46904.0	8.6%	13.4%	2.2%	47935.9	1031.9
2022Q4	38519.0	8.6%	13.4%	2.2%	39366.4	847.4
合计	207461.0				204585.0	(2876.0)
新增退税额度			1400.0			
合计						(4276.0)

来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2 提前下达 4000 亿预算资金可作弥补

但目前看来，这部分资金缺口可能已经通过提前下达的来自 2023 年预算的 4000 亿转移支付资金进行了弥补。

5 月 25 日，财政部公告中央财政“提前下达”第三批支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付资金 4000 亿元<sup>4</sup>；财政部表示“资金列入 2023 年预算，库款于 2022 年先行单独调拨<sup>5</sup>。”这是在 2022 年预算安排中支持基层落实减税降费和重点民生等专项转移支付 8000 亿元<sup>6</sup>之外新增的 4000 亿资金，是对 2023 年财政资金的提前支取<sup>7</sup>。

这样看来，一般公共预算的缺口基本上能被覆盖。

<sup>3</sup> 5 月 23 日国常会提出“在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税 1400 多亿元”

[http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/24/content\\_5692036.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/24/content_5692036.htm)

<sup>4</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1733968836060687339&wfr=spider&for=pc>

<sup>5</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2022-05/27/content\\_5692735.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2022-05/27/content_5692735.htm)

<sup>6</sup> 《两会受权发布》关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告 (baidu.com)

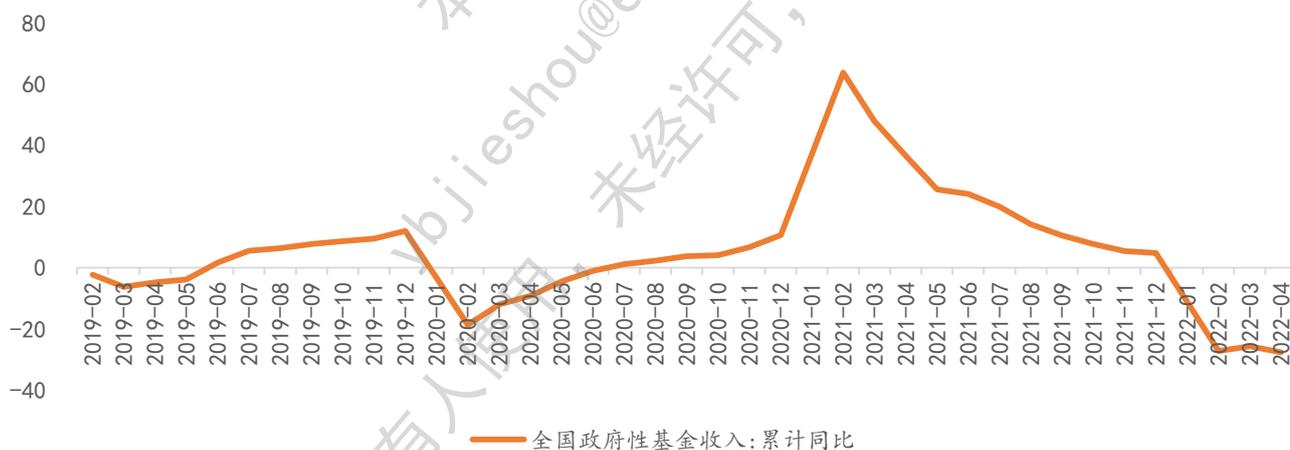
<sup>7</sup> 虽然存在一些争议，《预算法》允许“各级政府建立跨年度预算平衡机制”。历史上看，也存在财政资金提前下达的情况。例如，2019 年 11 月底财政部提前下达 2020 年新增专项债券 1 万亿元。

## 2 土地出让金收入缺口估算

4 月的政府性基金收入同比下滑 34.4%，与预算中的目标增速 0.6% 差距极大。其中一个主要的拖累项是土地出让收入。今年 1-4 月土地使用权出让收入同比增速为 -29.8%。目前看来，即使未来土地市场有一定好转，土地出让金恐怕全年仍会出现明显负增长，或造成 1-2 万亿的财政收入缺口。

然而土地出让金仅有 30% 属于政府的可支配收入，同时考虑到 2022 年政府性基金预算中有 4000 亿收入未被安排支出，在中性假设条件下，我们认为政府基金预算中实际的资金缺口不过数百亿元，也比较有限。

图表 4：全国政府性基金收入累计同比



来源：Wind，国联证券研究所

### 2.1 土地出让金实际缺口测算

在中性假设条件下，我们认为土地出让不及预期对政府可支配收入的负面冲击仅有 4000-5000 亿元。

根据《土地管理法》对的规定，土地出让收入主要用于征地和拆迁补偿支出、土地开发支出、支农支出和城市建设支出等，其中征地和拆迁补偿支出、土地开发支出是土地卖出的刚性成本。也就是说，土地出让金收入可以拆分为土地出让对应的刚性支出和地方政府可以自由使用的其他收入。

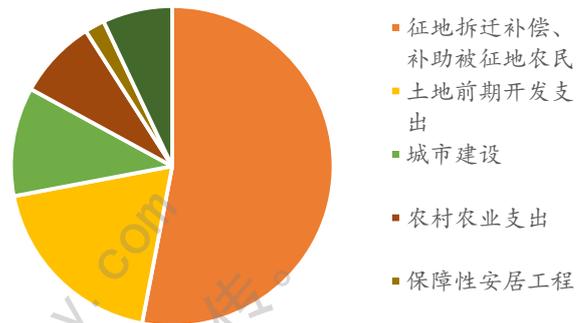
由于近年来政府没有公开披露土地出让金的收支明细，我们根据 2015 年的数据测算：我们发现刚性支出的比例为 72%——包括 53% 的拆迁补偿款和 19% 的土地开发一级支出；只有 28% 的土地出让金是政府可以自由动用的资金。我们因此保守假定 2022 年政府自由支配的收入占土地出让金比重 30%。

图表 5: 土地出让金占比



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 2015 年全国土地出让支出



来源: Wind, 国联证券研究所

基于三种情形我们对全年土地出让金收入作出预测,同时我们假定土地出让金收入的目标增速和政府性基金预算目标增速保持一致为 0.6%。结果显示在基准情况下,土地出让金与目标收入的缺口 15321 亿,对应的政府可支配收入的缺口仅有 4596.3 亿元。

图表 7: 土地出让金实际缺口测算

	同比增速	预计收入	与目标增速的差距	与目标收入的缺口	政府可支配比例	实际缺口
乐观	-12%	76604.9	13%	10968.4	30%	3290.5
基准	-17%	72252.3	18%	15321.0	30%	4596.3
悲观	-25%	65288.3	26%	22285.1	30%	6685.5

来源: Wind, 国联证券研究所

当然,我们的基准假设是认为随着监管的松绑下半年土地市场会有所回暖,土地收入增速会有所反弹。实际上,由于土地出让收入主要集中在四季度,只要到四季度地产和土地市场有所回升,就可以避免悲观的情景假设。

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\\_42842](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42842)

