

宏观点评 20220525

稳经济大盘会议后，财政缺口如何弥补？

2022年05月25日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaoy@dwwzq.com.cn

相关研究

《美国削减关税：口舌之争还是箭在弦上？》

2022-05-22

《LPR 点评：15bp 稳地产够不够？》

2022-05-20

《经济如何走出 4 月的“二次底”？》

2022-05-16

- **增支、降负、减收，这是今天（2022年5月25日）全国稳定经济大盘会议对当前财政处境最鲜明的定调，当前财政压力有多大？我们预计这一收支缺口大致为 1.33 万亿，相当于 1.1% 的赤字率。不过我们预计通过财政内部的腾挪这一规模可能缩小一半、至不到 6000 亿的水平。如果没有特别国债的额外支持，地方政府除了坚持“过苦日子”、压缩一般支出外，还需要加大结转结余财政资金的回收力度以及盘活存量资产，通过 REITs, PPP 等社会加杠杆模式来置换政府杠杆。**
- **当前财政收支最大的压力来自疫情和地产。**一方面，疫情冲击带来的经济增速放缓会拖累公共财政收入，防疫措施尤其是不断推广的常态化核酸检测会带来额外的财政支出压力；另一方面，地产持续走弱也会使得政府的土地相关收入萎缩。
- **疫情带来的经济增速放缓将使得税收收入减少约 2500 亿元。**我们之前测算疫情对于 2022 年 GDP 增速的拖累在 0.9 个百分点，而税收收入（2021 年占一般公共财政收入的 85%）的增速和经济增速密切相关，如图所示，经济增速每放缓 1 个百分点，税收增速将放缓 1.6 个百分点。则对应的税收增速放缓 1.45 个百分点，2021 年全国税收规模为 1.73 万亿元，则 **2022 年税收收入减少幅度约为 2500 亿元。**
- **5 月 23 日国常会提出增加 2000 多亿减、退税，我们预计会使通过提前动用计划结转 2023 年的政府性基金预算来覆盖，而这一项的财政余粮规模有 4000 亿元，所以暂不计入新增财政缺口的测算。**
- **常态化核酸检测带来的财政负担约为 2560 亿元，主要来源于两个方面：一是核酸检测费用，二是核酸点和方舱医院的建设费用。**
- **常态化核酸检测的推广的费用约为 2640 亿元。**在之前的研究中我们测算了推广常态化核酸检测的费用，不过需要根据近期的一些变化调整测算：一方面是核酸检测的价格继续压降，国家医保局要求 6 月 10 日前各地单人单检和多人混检的价格不高于 16 元/人份和 3.5 元/人份（图 3）；另一方面常态化核酸检测推广的范围出现“加码”的情况，例如江西、河南等地均是面向全省推广。如图 4 所示，我们把核酸检测的价格调至最低，并且将范围扩展至全国，月度检测费用约为 339 亿元（测算逻辑详见附文），常态化核酸检测从 4 月底开始逐步推广，则年内费用约为 2640 亿元，值得注意的是这是一个偏保守的估计。
- **考虑到合理的医保分担后，年内常态化核酸检测费用带来的额外财政支出大致为 2560 亿元。**我们认为常态化核酸检测作为一项公共服务，仍将主要依靠地方财政。深圳依托医保来覆盖核酸检测费用的模式并不适用于推广：一方面深圳的财政能力不具备代表性，2021 年深圳市的财政自给率 93.2%，位列全国城市第四；第二，深圳的费用模式主要是针对 3 月疫情爆发期间的全面、“应检尽检”的核酸筛查。与之对应，大范围铺开的常态化核酸检测应定位为政府提供的常规性公共服务，主要依靠一般公共财政支出予以支持。山东模式可能更合适——发热门诊（哨点）患者、住院患者核酸检测费用由医保基金按原规定支付，其余费用由财政负担。我们测算财政将大致覆盖 97% 的费用（具体测算详见附文），因此对应的财政额外支出约 2560 亿元。
- **除此之外，财政还需负担常态化核酸检测相关的两项支出——核酸检测点和方舱医院的建设，这部分资金约为 385 亿元。**假设在一、二线城市进行 15 分钟步行采样圈全覆盖，总建设成本约为 40.2 亿元（不用额外计算采样人工成本）。国家卫健委主任马晓伟在“求是”杂志指出“各省以地级市为单位，常规建设或改造一定数量的方舱医院”，基于单个床位覆盖人数和单个床位平均建造成本，我们测算这一成本约为 345 亿元（具体测算详见附文）。
- **综合以上三项费用，年内常态化核酸检测推广将额外增加财政支出约**

2946 亿元。

- **监管“后遗症”下地产的持续疲软预计将使得政府土地使用权出让收入减少约 1.57 万亿元，不过带来的缺口可能仅为 7850 亿元。** 国有土地使用权出让收入是政府性基金收入最主要的组成部分，2021 年占比达 90%，其与土地成交的情况密切相关。财政部公布的 2022 年财政预算暗含今年地方国有土地使用权出让收入增速约为 0.4%（地方政府性基金预算本级收入增长 0.4%）。虽然 1 至 4 月地方国有土地使用权出让收入累计同比下跌 29.8%，我们预计今年地方国有土地使用权出让收入同比增速可能在-15%至-20%之间，疫情的扩散会导致土地拍卖的推迟而非取消。从均值水平看，拖累今年地方土地收入约 18 个百分点（-17.5%-0.4%），约合 1.57 万亿元。
- **以收定支，土地出让收入的减少也意味着对应的支出会相应减少，规模大致为收入减少的一半。** 土地出让收入和土地成交减少，相应的征地和拆迁补偿、土地开发等支出也会随之下降，这一部分支出约占土地出让收入的 50%，如果保持其他支出计划不变，则土地出让收入减少带来的政府性基金预算缺口仅为 1.57 万元的一半，即约 7850 亿元。
- **综合而言，疫情和地产的冲击将导致财政缺口增加 1.33 万亿，相当于新增赤字 1.1%。** 从历史上看，政府在年中上调赤字率并不多见，如何去弥补这个缺口？先挪后补，以时间换空间；如果没有特别国债，则要考虑用杠杆的置换。
- **盘活存量、结转结余资金补缺：>5000 亿元。** 包含未使用的中央预算稳定调节基金余额，中央政府性基金收入预算盈余和地方政府结转结余资金（具体测算详见附件）。
- **可以使用专项债额度部分补缺方舱医院建设以及土地出让金减少带来的缺口：2000 亿元。** 土地出让收入支出中基建相关支出和保障性住房支出占比在 12%左右，加上方舱医院的建设支出约 2000 亿元。2022 年专项债额度较充裕，除了预算的 3.65 万亿外，下半年可能会提前下达 2023 年额度，腾挪补缺的空间较大。
- **剩余的不到 6000 亿的缺口怎么补缺？** 如果没有特别国债的额外支持，地方政府除了坚持“过苦日子”、压缩一般性支出外，还需要加大结转结余财政资金的回收力度以及盘活存量资产，通过 REITS, PPP 等社会加杠杆模式来置换政府杠杆。

■ 附-主要分项测算逻辑和过程：

■ 2022 年内常态化核酸检测费用约 2640 亿元：

- 我们假设常态化核酸全民推广，但是对于不同的地区，不同的疫情严重程度采取不同的频率和检测方式。城镇地区按疫情严重程度划分为高、中、低风险三个区域，分别采取 24 小时，48 小时和 7 天一次核酸检测，农村地区发生聚集性疫情的概率低，采取一个月 1 次检测。除高风险地区外主要采取混检的方式。价格参考最低报价，单人单检和多人混检测的价格分别为 16 元/人份和 3 元/人份。合计一个月的费用为 339 亿。
- 时间上假设从 6 月开始全面铺开，5 月常态化核酸检测推广涉及人口超过 4 亿人，进行相应的调整。则 5 至 12 月的核酸检测费用约为 2640 亿元。
- **财政承担核酸费用的比例大致为 97%。** 我们主要参考山东和上海疫情前的模式（见图 4）：医保仅覆盖发热门诊和住院患者。

- 根据我们卫生健康事业发展统计公报，2020 年全国医疗卫生机构入院人数 23013 万人，平均住院天数为 8.5 天，假设一天一次核酸；发热门诊数据较少，我们以 2020 年 2 月 3 日全国发热门诊日接诊 22 万人来匡算上限，按人次进行核酸。二者加总检测量约占我们在上述常态化核酸检测假设总量的 2.9%。

- 因此，财政承担核酸费用的比例大致为 97%。

■ 常态化核酸检测圈费用 40.2 亿元：

- 按照正常人 80 米/分钟左右步行速度，步行 15 分钟核酸“采样圈”覆盖的区域约为 4.5 平方公里，考虑到一二线城市总面积约 60.3 万平方公里，需核酸点 13.4 万个，核酸点平均建设成本约 3 万元/个，**总建设成本约为 40.2 亿元。**

- 因为核酸检测的价格中已包括核酸采样的人工成本，所以不需额外计算采样人员的工资（表 1）。

■ 全国方舱医院建设成本约 345 亿元。截止 4 月 25 日，全国已建成和正在建设的方舱医院近 400 家，床位总数约 56 万余张。按单个床位平均建设费 6.5 万元（改建和新建各占一半）的标准，从近期北京、广州、温州、长沙等地的方舱建设来看，平均每 4000 至 8000 人一张床位，则全国需要床位约 53 万张（含上海的约 30 万张；除上海外，全国人口每 6000 人一张床），则方舱医院建设约花费 345 亿元。

■ 结转结余资金规模有多大？除了每年末按权责发生制列示的国库集中支付集中结余外，主要包含三块：一是中央预算稳定调节基金，二是中央政府性基金预算结转资金，三是地方政府结转结余资金。

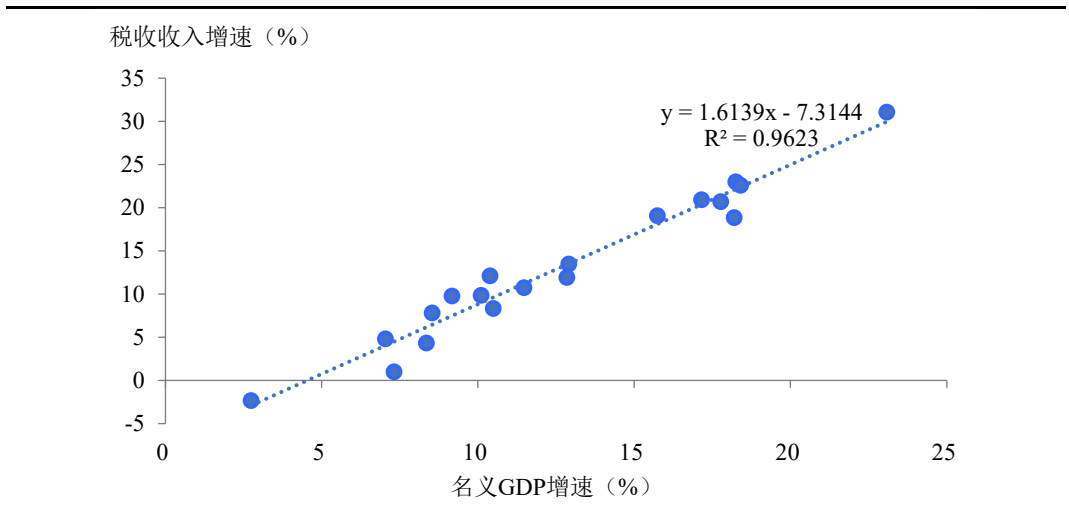
- **中央预算稳定调节基金尚有约 1089 亿元余额。**2021 年末中央预算稳定调节基金余额约 3854 亿元，在 2022 年预算中已计划支出 2765 亿元，还剩 1089 亿元，此外中央预备费 500 亿也是潜在选项。

- **中央政府性基金预算还有 2000 亿元盈余。**2022 年中央政府性基金预算中预留了 4000 亿盈余，预计其中 2000 亿会用于落实 5 月 23 日国常会新增留抵退税和减税，剩余 2000 亿规模。

- **地方政府可以统筹使用的结转结余资金：大于 2000 亿元。**2015 年以来财政部门开始大力清理存量资金，我们估算 2019 年地方存量非国库集中支付的结余可能在 2290 亿元左右，2020 年和 2022 年地方政府性基金收入都出现大幅超收，虽然其中有不少是结转资金（用途不能随意改变），但累积的结余应该大于 2019 年的余额。

■ 风险提示：疫情扩散超市场预期，政策对冲经济下行力度不及市场预期；测算基于我们对政策和疫情发展情况的假设，可能会与实际情况有所偏离。

图1: 税收增速和经济增速密切相关



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 新防疫模式下经济受疫情冲击影响的测算

		三线及以上城市(占2020年GDP的74%)		
疫情冲击	GDP占比 (%)	重点区域 3.0	防范区 4.9	其他区域 14.8
	防疫方式	7天封控 +全面筛查	局部7天封控 +"常态化核酸检测"	常态化核酸检测
	典型城市	深圳(2022年3月)	杭州(2022年4月)	无锡、福州
	经济冲击(%)	-11.0	-3.0	-1.0
	GDP损失 (%)	-0.3	-0.1	-0.1
	合计损失GDP(%) /月	-0.6		
		GDP增速 (%)	拖累GDP(%)	原预测 (%)
对经济的影响	Q1	4.8	-	-
	Q2	1.6	2.59	4.2
	Q3	5.0	0.5	5.5
	Q4	5.3	0.5	5.8
	全年	4.21	0.9	5.1

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图3: 国家和部分地区核酸检测指导价格

	单人单管 (元/人份)	混合检测 (元/人份)		单人单管 (元/人份)	混合检测 (元/人份)
全国	16	5/3.5	海南	25	5.9
北京	19.7	3.4	河南	24	4
上海	25	5	山东	24	4
广东	18	5/3	安徽	28	6
河北	19.7	3.4	黑龙江	24	4
内蒙古	28	6	新疆	25.1	3.5

注：“5/3.5”代表“多人混检单价/政府组织大规模筛查和常态化检测下的混检单价”，下同。

数据来源：各地方卫健委，东吴证券研究所

图4: 常态化核酸检测费用和财政负担测算

	常态化核酸检测			
	城镇地区			农村地区
	高	中	低	
核酸频次	24小时/次	48小时/次	7天/次	1个月/次
检测方式	单人单管	单人单管+混检	混检	混检
每月核酸次数	30	15	4	1
涉及人口数 (亿人)	0.25	0.76	8.01	5.10
平均检测单价 (元/人)	16	9.5	3	3
常态化核酸检测 成本(亿元/ 月)	120.00	107.94	96.15	15.29
合计(亿元/月)	339.39			
年内(亿元)	2639.56			
占GDP比重	0.23%			
财政承担比例	97.00%			
财政承担金额 (亿元/月)	116.40	104.71	93.26	14.83
合计(亿元/月)	329.20			
年内(亿元)	2560.37			
占GDP比重	0.22%			

注：GDP使用的是2021年名义GDP。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：部分地区关于医保和财政承担核酸费用的政策

地区	日期	表述
上海	2021-12	如果被检测人员是去发热门诊就诊或者是新住院的患者及陪同人员，此类特殊人群是在医院的要求下去做核酸检测，按规定可以纳入医保诊疗项目目录，用医保支付。 如果不是因为疾病等因素或者医院要求，而是“自愿”检测，需要自费承担检测费用。
山东	2022-05	核酸检测对所有人员免费，所需费用由财政资金和医保基金共同负担，其中，发热门诊(哨点)患者、住院患者核酸检测费用由医保基金按原规定支付，其余费用由财政负担。
大同	2022-05	常态化核酸检测采取 政府购买服务 的方式，免费向民众提供采样检测服务
晋中	2022-05	采取 政府购买服务 的方式免费为群众提供就近检测服务

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：2022年4月四川医保局核酸报价内容：已包含采样人工成本

项目	项目内容	单位	价格
单人单管	样本类型：各种标本。样本采集、签收、处理（据标本类型不同进行相应的前处理），提取模板 RNA，与阴、阳性对照及质控品同时扩增，分析扩增产物，判断并审核结果，录入实验室信息系统或人工登记，发送报告；	人次	28
混合检测	按规定处理废弃物；接受临床相关咨询。	人次	8

数据来源：四川省医疗保障局，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

