

宏观点评 20220725

下半年财政刺激还有多大空间？

2022年07月25日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《开局 50bp，欧洲央行的鹰派立场能维持多久？》

2022-07-21

《中国资产如何定价美国衰退？》

2022-07-21

《上半年 2.5%，下半年增速为多少才合适？》

2022-07-15

■ 7月政治局会议即将召开，下半年主要的经济工作都将在这次会议上得到部署。其中的一大关注点仍然是财政政策。相比往年，2022年财政在上半年的靠前发力是空前的，尤其是为了对冲3月以来新一轮奥密克戎疫情的冲击；但刺激措施的大量前置，也令下半年财政持续发力的前景存疑。我们认为在疫情反复和土地市场降温背景下，下半年财政的发力的空间有限，主要的着力点仍在维持基建的扩张，因此专项债的提前下发和一些金融领域配套的“准财政”值得期待。

■ 从上半年的出台的财政刺激来看，其在规模上已经占GDP的3.7%（图1）。在奥密克戎疫情爆发前，今年政府工作报告中新增的财政刺激占GDP的比重为2.6%，主要来源于中央对地方转移支付的增加和新增的减税退税。然而，随着奥密克戎的爆发，国务院进一步出台了新的财政刺激措施，规模约占GDP的1.1%。主要包括：1）新增留抵退税1420亿元；2）减征乘用车购置税600亿元；3）缓缴养老等社保费3200亿元；4）提前下达中央转移支付资金预算4000亿元；5）发行3000亿元铁路建设债券。

■ 相比于2020年财政刺激占GDP的4.9%，我们认为今年出台财政刺激的力度并不算小，但在实际执行的结果上打了折扣，主要体现在如下两个方面：

■ 一是土地出让金的下滑拖累了地方的财政扩张。今年上半年剔除留抵退税因素后，全国一般公共预算收入增长3.3%，与公共财政支出5.9%的增速相比缺口并不算大；但土地出让收入的收缩导致全国政府性基金预算的收支缺口大幅恶化（图2）。由于地方政府的土地开发、教育等基建支出高度依赖土地出让收入，因此势必因土地出让金的骤降而削减。而从当前房地产市场的情势来看，这种拖累在下半年仍将存在。

■ 二是疫情防控的刚性支出可能存在一定的挤占效应。二季度与卫生健康相关的公共财政支出增速高达10.1%，我们认为这主要反映了奥密克戎疫情下防疫支出的加大，尤其是核酸检测上的支出。根据我们的计算，尽管防疫政策可能会逐步放松，核酸检测仍将成为大城市应对疫情散点式爆发的有效手段，从而作为一种刚性支出，根据6月底以来涉及疫情的人口和分布（图3），我们估算这一规模可能1600亿左右，占下半年GDP的比重约为0.25%（下半年名义GDP增速按8%来计算），而地方在财政收入普遍下滑的背景下，缩减部分其他支出可能是不得不做出的选择。

■ 由于上述两大掣肘在短期内可能打破，我们认为下半年的财政发力将集中在基建这一相对见效的领域。虽然上半年广义基建投资实现了接近10%的增速，但这背后是发行了全年93%的专项债额度。因此，下半年要维持年初以来基建扩张的势头，仍需要资金端和项目端的续力。

■ 我们认为2023年专项债额度在下半年的提前使用不是问题。国务院于2018年、2019年、2021年均提前下达过次年专项债额度，但使用上均是在次年，这看似是为了避免将次年的预算用于当年。我们认为今年专项债的提前下达将打破这一惯例，比如财政部在今年5月就提前下达了第三批转移支付资金预算4000亿，这笔资金虽然被列入2023年预算，但库款已于2022年先行单独调拨，可见在财政的跨周期调节下，下一年预算的预算资金是可以提前被当年使用的。因此，我们预计政府将很快提前下达2023年1.5万亿元的专项债额度，并在四季度提前使用。

■ 除此之外，政策性金融工具将发挥重要的托底作用。尽管额度上升，但专项债的落地依旧会受到项目收益率和时滞的约束。相较而言，6月国常会提出调增政策性信贷8000亿支持基建，发行开发性金融工具募资3000亿元补充重大项目资本金（不超过全部资本金的50%）一方面能适当降低项目收益率要求、拓宽可投项目的范围；另一方面能够承接今年明年两年专项债额度的发行落地，避免出现真空期（明年专项债额度的落地可能要到第四季度）。

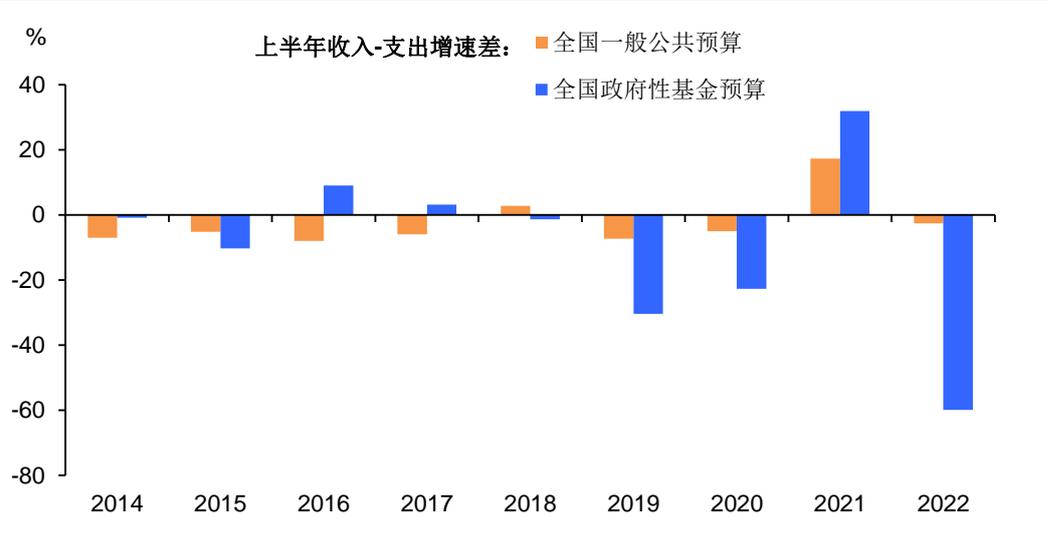
■ 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及市场预期

图1: 2022年上半年出台的主要财政刺激措施一览

| 财政刺激措施 | 规模 | 占2021年GDP比重 |
|---------------|---------------|-------------|
| 新增中央对地方转移支付 | 15000亿 | 1.3% |
| 扩大增值税期末留抵退税规模 | 15000亿 | 1.3% |
| 新增增值税留期末抵退税规模 | 1420亿 | 0.1% |
| 阶段性减征部分乘用车购置税 | 600亿 | 0.1% |
| 特困行业缓缴养老等社保费 | 3200亿 | 0.3% |
| 提前下达转移支付资金预算 | 4000亿 | 0.3% |
| 支持发行铁路建设债券 | 3000亿 | 0.3% |
| 合计 | 42220亿 | 3.7% |

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

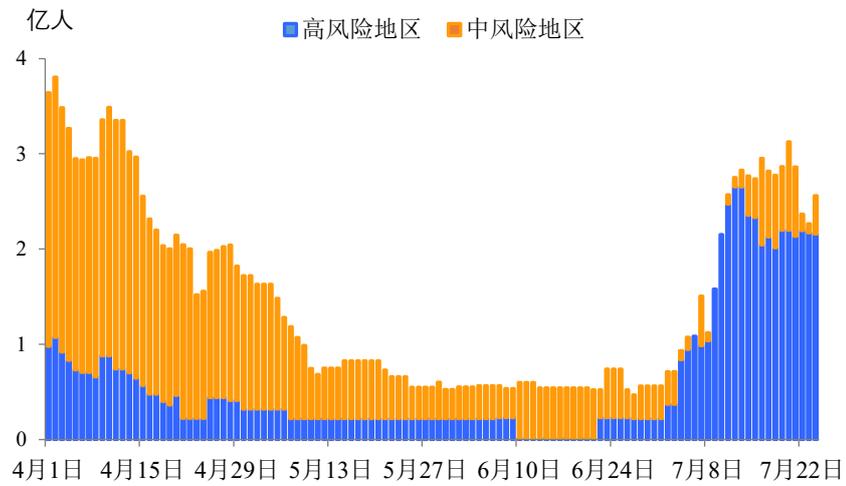
图2: 扣除留底退税因素, 2022年上半年财政的收支缺口主要在政府性基金预算



备注: 2022年上半年计算时扣除留底退税因素的影响

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 全国中高风险涉及城市常住人口数量



备注:

1. 若某个城市既有高风险区，也有中风险区，我们将其归为高风险区。
2. 2022年6月28日推出的《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》要求全国统一统一封管控区和中高风险区划定标准，因此此后高风险区的数量大增。

数据来源: Bloomberg, 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>

