道阻且长，行则将至
——下半年积极财政的困局与出路

■ **财政政策积极程度创新高。**近几年，受全球贸易增长趋弱及美元进入加息周期等因素影响，我国货币政策与财政政策的相对操作空间也发生了明显变化，积极财政逐渐成为相对优先的政策选择。赤字率及其背后的减税降费、新增专项债与政府杠杆率的变化均表明，今年的财政政策较以往更为积极。

■ **下半年财政收支矛盾或将加剧。**从总量方面看，受减税降费和经济基本面趋弱影响，中等口径财政收入累计同比增速明显下滑，受此拖累，财政支出年初以来的高增速也边际放缓。从预算执行进度来看，财政支出前置特征较为明显。从结构方面看，税收收入增速下滑，非税收入大幅上涨，呈现出显著的“跷跷板效应”，而中央财政支出的引领作用更为突出，基建领域的支出增速明显较高。

■ **下半年的财政困境在于赤字规模与经济增速目标间的平衡。**收入增速下滑与支出前置的财政运行特征，造成今年财政赤字的较早显现。这就意味着未来财政收入端增收乏力会对支出端形成进一步的制约。而且，如果要在年内延续积极财政，就需要弥补两千多亿元的财政缺口。对此，政府要么拓展财源，进一步筹集资金支持财政支出，以保证经济增长目标的实现；要么缩减财政支出，严格将赤字规模限定在年初设定的预算赤字目标内，但代价可能是经济增速的进一步下滑。在政府杠杆率增长过快、政策操作周期较长、为明年政策“留力”等多重因素的影响下，财政政策有可能陷入“两难”的境地。

■ **下半年积极财政的出路在于盘活财政存量资金。**我们预计依靠提高国有金融机构和央企的利润上缴、专项债助力基建投资，以及其他盘活财政存量资金的措施可以弥补两千多亿元的财政收支缺口，而且在操作层面更容易针对形势的变化而较快做出反应。当然，若后续经济下行压力进一步加大，全国人大也可能在下半年批准提高政府债务限额使得财政政策进一步“加力提效”。

丁安华
首席经济学家

谭卓
经济研究所主管
☎：0755-83167787
✉：zhuotan@cmbchina.com

王炳
宏观研究员
☎：0755-83195106
✉：wbing@cmbchina.com

目录

一、谋势而动：财政政策积极程度创新高 1
（一）赤字率 1
（二）减税降费 2
（三）新增地方政府专项债发行额度 2
（四）政府部门杠杆率 3
二、左支右绌：下半年财政收支矛盾或将加剧 4
（一）财政收入：增速下滑趋势难改 4
（二）财政支出：下半年或陷相对乏力境况 7
三、财政困局：赤字规模与经济增速目标间的平衡 9
四、盘活存量：延续积极财政的“三大法宝” 12
（一）国企分红上缴公共财政 12
（二）专项债“新政”撬动更多资金支撑基建投资 13
（三）其他财政存量资金 14
五、小结 15

图目录

图 1：近年来财政实际赤字率水平明显提高 2
图 2：减税降费规模创历史新高 3
图 3：新增地方政府专项债额度大幅提升 3
图 4：一季度政府部门杠杆率明显提高 3
图 5：财政收支平衡压力加大 4
图 6：一般公共预算与政府性基金预算增速维持低位 5
图 7：中等口径财政收入增速下滑明显 5
图 8：政府性基金收入执行进度不及近年平均水平 5
图 9：税收收入与非税收入“跷跷板效应”明显 6
图 10：个税改革对个税收入影响最为明显 6
图 11：土地出让收入占地方财政的比重下滑明显 7
图 12：国有土地出让收入增速大幅下滑 7
图 13：一般公共预算支出或将后劲不足 7
图 14：政府性基金支出增速或将进一步下滑 7
图 15：财政支出执行进度明显高于近年平均水平 8
图 16：中央财政支出增速处于近三年高位 9
图 17：交通运输支出领跑各项财政支出增速 9
图 18：2019 年财政赤字安排提前 9
图 19：2019 年下半年实际赤字规模占全年实际赤字规模的比重相对较低 10
图 20：2019 年下半年财政积极程度预计仍然较高 11
图 20：国企分红上缴公共财政的比例总体较低 13
图 21：我国国企向财政分红与其他经济体差距较大 13
图 22：近几年国企利润总额大幅增长 13
图 23：国企经营盈利面明显提升 13
图 24：地方政府专项债发行进度已过半 14
图 25：上半年基建类政府收益专项债发行约占三成 14
图 26：中央预算稳定调节基金余额约一千亿元 15
图 27：中央与地方预备费金额约 1450 亿元左右 15

2018 年来，为应对全球经济增长乏力与中美贸易摩擦加剧的双重冲击，以及国内经济转型升级的深层次结构性矛盾，中央果断出台多项政策，其中尤以积极的财政政策最为关键。今年上半年，个人所得税抵扣、增值税改革、下调社保费率等政策先后落地，财政支出增速加快，地方政府专项债发行加速推进，但在“减税、降费、增支”积极财政的推进过程中，财政收支矛盾也逐渐凸显。一方面，在赤字率目标的约束下，如果下半年财政收入增速继续下滑，那么支出端也将难以延续积极，这将一定程度上削弱财政政策对经济增长的托底作用，更有可能影响全年经济增长目标的实现；另一方面，如果下半年财政赤字率获准提高，那么财政就可以继续通过发债延续上半年的积极态势，但这将受到政府杠杆率、政策操作周期、为明年政策“留力”等多重因素的制约。因此，依靠提高赤字来延续积极财政或将陷入“两难”的局面。然而，如果从广义财政的角度来看，我国国有企业分红、专项债新政以及预算稳定调节基金等其他财政存量资金都是下半年可供倚仗的用以弥补财政收支缺口的资金来源或政策工具，如果利用得当，便可以在财政赤字率不变的情况下，在下半年延续积极财政，同时保证全年经济增长目标的实现。当然不排除财政收支矛盾过大时，提高赤字率目标，提高政府债务限额成为财政政策的下一步选择。

一、谋势而动：财政政策积极程度创新高

（一）赤字率

近几年，受全球贸易增长趋弱及美元进入加息周期等因素影响，我国货币政策与财政政策的相对操作空间也发生了明显变化，积极财政逐渐成为相对优先的政策选择。

而财政作为政府的“账本”，其“收”与“支”间的差额，即赤字，是最为直接的表现财政积极程度的指标。虽然 2019 年 2.8%的财政赤字率较上年提高了 0.2 个百分点，但这并不能准确说明财政的积极程度。原因就在于，我国所用的财政赤字率概念是一种官方赤字率，也称目标赤字率[1]，制定这一目标，除考虑一般公共预算收支外，还需要考虑预算稳定调节基金、从政府性基金预算和国有资本经营预算调入资金、动用结转资金、结余资金等因素。

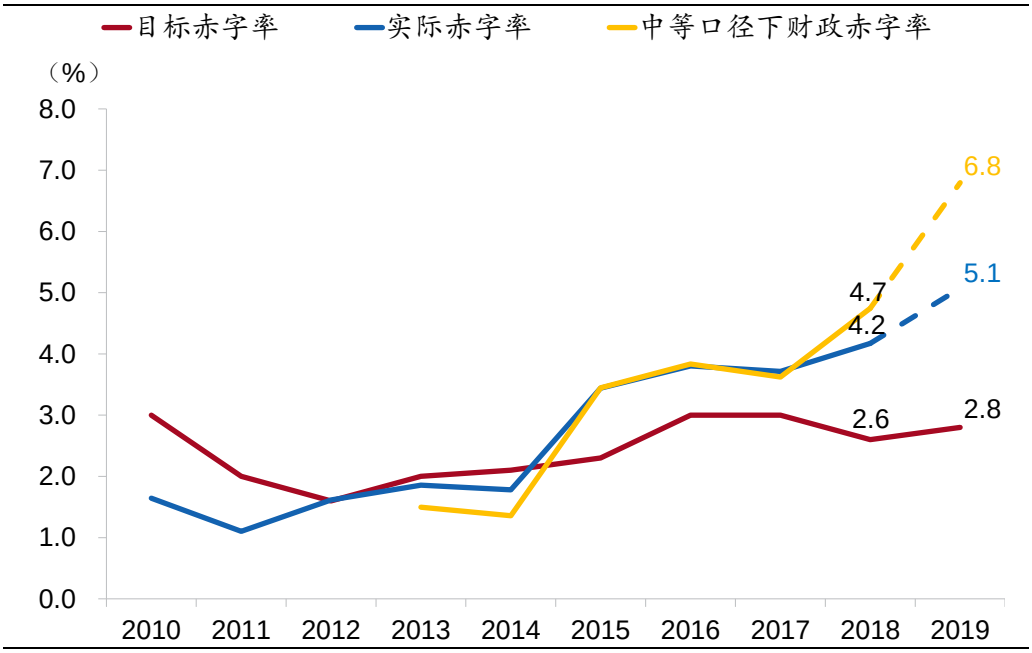
而按照国际惯例，一般会以公共财政的收支差额来计算实际赤字率水平。照此计算，我国实际赤字率[2]在 2015 年就超过了 3%，今年更有可能达到 5.1%的历史新高。如果再按照中等口径财政收支[3]来计算，那么 2018 年的实际赤字率就达到 4.7%，今年更有可能达到 6.8%的水平，财政积极程度由此可见一斑。

[1] 目标赤字率＝[支出总量（全国一般公共预算支出＋补充中央预算稳定调节基金）－收入总量（全国一般公共预算收入＋全国财政使用结转结余及调入资金）]/名义 GDP，其是由国务院在年初“两会”的政府工作报告中提出的重要任务目标，多年来一直恪守 3%的国际公认的赤字率“红线”。

[2] 实际赤字率=（全国一般公共预算支出 — 全国一般公共预算收入）/名义 GDP

[3] 中等口径财政收支 = 一般公共预算收入 + 政府性基金预算收入

图 1：近年来财政实际赤字率水平明显提高



资料来源：WIND、招商银行研究院

在财政赤字率走高的背后是一系列其他指标的相应变化，包括减税降费规模、新增地方政府专项债额度以及政府杠杆率，这些也是观察财政政策变化的较好指标。

（二）减税降费

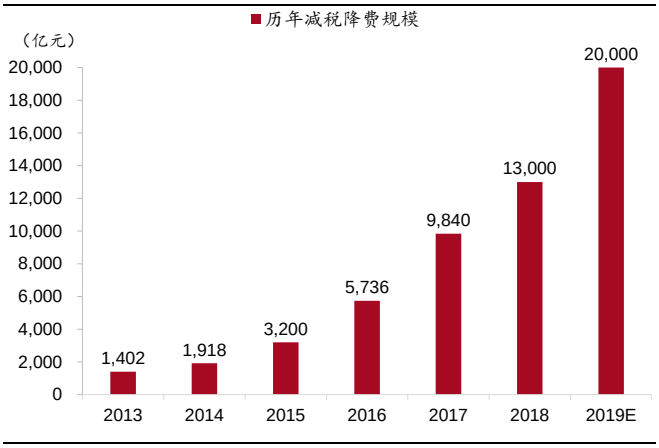
“减税降费”的概念并非近两年的新生事物，只是因为减税降费的力度在之前宏观经济政策中的相对重要性不及当前，所以容易被忽略。实际上，为激发市场活力，自 2013 年开始，减税降费的规模就不断扩大，今年更可能达到 2 万亿之巨，七年间规模增加十四倍充分体现了积极财政的影响及政府减税降费的决心。

（三）新增地方政府专项债发行额度

为加强地方政府债务管理，2014 年新修订的《预算法》明确规定地方政府需在国务院限额内发行专项债。这一“开正门”的政策，与规范地方政府融资平台等“堵偏门”的政策一道，为规范地方政府融资行为，有效有序化解地方政府隐性债务风险提供了明确路径。因此，新增地方政府专项债额度就成为观察每年地方政府财政积极程度的又一重要指标。

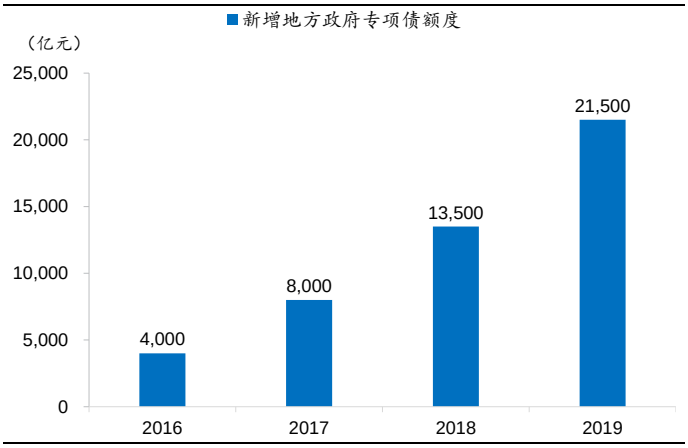
2019 年，全国人大核定的新增地方政府专项债额度达到 2.15 万亿元，同比增长 59.3%。此外，受 2018 年底全国人大授权国务院提前下达来年地方政府新增债务限额影响，今年地方专项债发行进度明显加快，仅上半年就累计发行 1.39 万亿元，占全年限额的 64.5%，发行前置特征明显。在地方政府融资平台债务置换几近完成之际，如此大规模的新增专项债额度不仅为地方财政真正落实减税降费政策提供了转圜空间，而且成为政府基础设施投资的重要资金来源。

图 2：减税降费规模创历史新高



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：新增地方政府专项债额度大幅提升



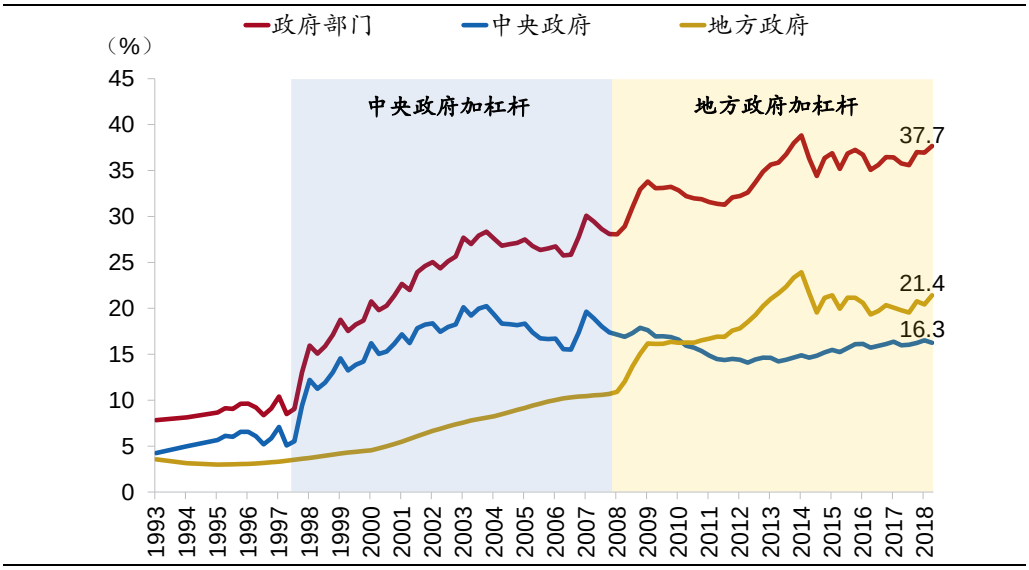
资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）政府部门杠杆率

与世界主要国家相比，我国宏观杠杆率已处于较高水平，但从杠杆的结构来看，我国政府部门的杠杆率并不算高。2018 年 37%的水平较金融危机爆发时仅提高了 7 个百分点，而到了 2019 年，囿于经济下行压力加大，政府部门杠杆率在一季度猛增 0.7 个百分点，这虽然在近两年“去杠杆”的大环境下并不多见，但却是积极财政的正常体现。

此外，从加杠杆的主体来看，地方政府是当前加杠杆的“主力”。1997 年亚洲金融危机爆发后，政府部门的加杠杆行为主要体现在中央政府，这主要是因为当时地方政府发债融资行为被《预算法》严格限制，因此，中央财政具有更大的“积极”的能力。而到了 2009 年，为应对次贷危机，破解地方政府融资难题，中央决定安排发行地方政府债券 2,000 亿元，自此，对地方政府举债的限制逐步放开，积极财政也更明显地体现在地方政府的杠杆率变化上。

图 4：一季度政府部门杠杆率明显提高

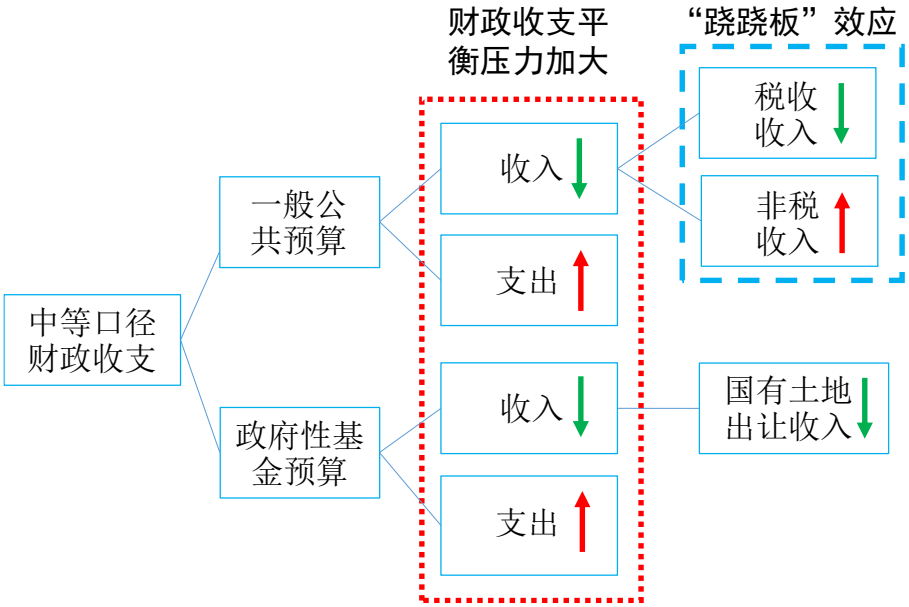


资料来源：WIND、招商银行研究院

总之，赤字率及其背后的减税降费、新增专项债与政府杠杆率的变化均表明，今年的财政政策较以往更为积极，政府寄望积极财政拉动经济的意图也十分明显。但在房地产调控趋紧、剩余专项债额度不多、居民消费意愿减弱的背景下，下半年我国经济增长仍面临较大下行压力，因此，财政政策能否延续积极就需要格外关注。

二、道阻且长：下半年财政收支矛盾或将加剧

图 5：财政收支平衡压力加大

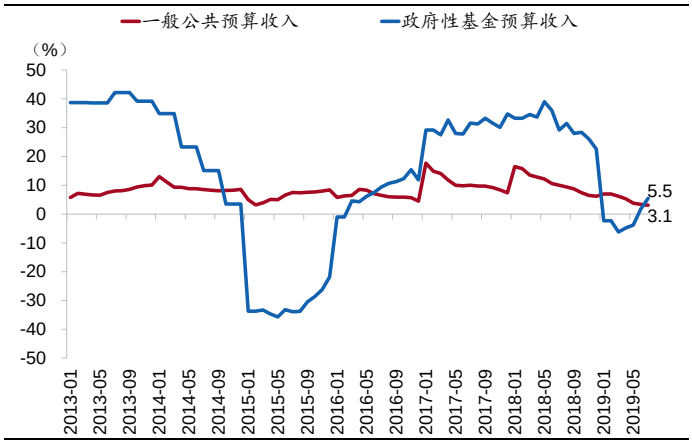


资料来源：WIND、招商银行研究院

（一）财政收入：增速下滑趋势难改

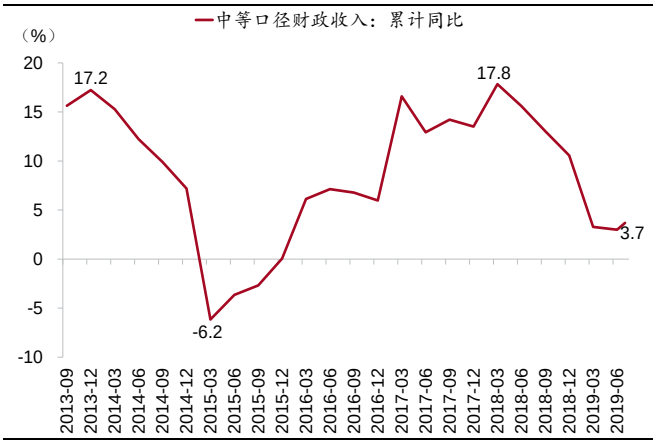
从总量方面看，中等口径财政收入累计同比增速明显下滑。受减税降费和经济基本面趋弱共同作用影响，1-7 月，我国一般公共预算收入累计同比增长 3.1%，增速为近十年来的最低值。同时，受房地产调控政策从紧影响，政府性基金预算收入累计同比增速近期有所反弹，但仅维持在 5.5%的较低水平。综合二者后的中等口径财政收入累计同比增速也仅为 3.7%，也处于自 2016 年以来的较低水平。随着减税降费与房地产调控政策的持续，预计中等口径财政收入累计增速在下半年有进一步下探的可能。

图 6：一般公共预算与政府性基金预算增速维持低位



资料来源：WIND、招商银行研究院

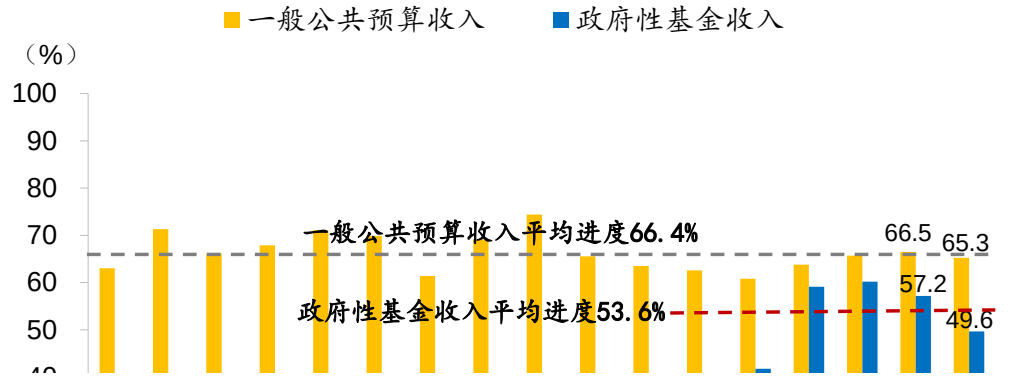
图 7：中等口径财政收入增速下滑明显



资料来源：WIND、招商银行研究院

从预算执行进度来看，政府性基金收入较去年同期明显放缓。1-7 月，一般公共预算收入已完成全年预算的 65.3%，低于历史同期 66.4%的平均水平，更低于去年同期的 66.5%。政府性基金预算收入仅完成了全年预算的 49.6%，大幅低于去年同期 57.2%的水平，这主要是因为占政府性基金比重超过 80%的国有土地出让收入增速的大幅下滑。由此可见，房地产调控政策对于政府性基金收入的影响远远大于减税降费及经济基本面趋弱对于一般公共预算收入的影响。因此，如果房地产调控政策持续从紧，那么预计政府性基金收入的增收压力将进一步加大，财政收入的总量与执行进度也会受到更大的影响。

图 8：政府性基金收入执行进度不及近年平均水平



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_10330