

2020年07月23日

“大国财政”系列（一）

宏观研究团队

财政分析新框架

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号：S0790120070013

● **2020年财政“分工”明晰：一般财政落实“六保”，政府性基金发力“稳投资”**
上半年，一般财政支出明显下滑，引发市场讨论；实际上，2020年财政“分工”明晰，一般财政的侧重点在于“六保”而非“投资”。1-6月，一般财政支出同比下滑5.8%，引发市场对政府投资发力空间的讨论。实际上，近年来一般财政“分工”定位逐渐明晰，重点向民生、科技等领域倾斜；2020年，还需落实“六保”任务，兜牢基本民生、基层运转等底线。而基建类财政投放，占比则逐年下降。

“政府投资”支出，更多由政府性基金来承担，比如专项债、特别国债等支出均重点支持基础设施建设。2015年起发行专项债，纳入地方政府性基金管理，重点支持交通、能源、市政等基础设施建设；2020年上半年，专项债用于各类基建的比重超过60%。2020年还发行抗疫特别国债，纳入中央政府性基金管理，重点支出方向包括公共卫生、交通运输、生态环境等领域建设，也以政府投资为主。

● **构建“广义财政”指标、对预算“两本账”合并考察，可以锚定全年支出空间**
近年来，专项债额度持续提高，还发行了特别国债，推动政府性基金支出大幅增长，对投资的支持力度明显增强。专项债额度，从2015年的1000亿元，增加到2020年3.75万亿元；加上1万亿元特别国债，2020年政府性基金口径下的政府债券融资规模达4.75万亿元。专项债重点支持基础设施建设、禁止用于土储等领域，并可作为项目资本金撬动杠杆，进一步加大了政府债券对投资的支持力度。财政“分工”格局下，“广义财政”能更准确地锚定支出空间；数据显示，二季度政府投资已开始扩张。近年来，政府性基金支出快速扩张，重点向基建投资倾斜。相较之下，一般财政无论是支出增速还是重点投向，指示意义都在下降。将一般财政和政府性基金加总、构建“广义财政”指标，能更准确地锚定支出空间。上半年，政府性基金支出持续抬升，6月同比增长40%以上，政府投资已开始扩张。

● **下半年，广义财政支出或将大幅抬升，带动经济行为和信用环境进一步修复**
2020年财政积极发力，安排广义财政“赤字率”超过10%；下半年积极政策或仍将延续，财政空间较大。4月中旬以来，“政策底”已然夯实，通过加大资金盘活力度等方式，安排广义“赤字率”较2019年提高约5个百分点。上半年，仅使用广义“赤字”的30.3%，尚留有较大财政空间。其中，政府债券剩余额度4.3万亿元，超过2019年同期的两倍。下半年，积极财政政策或将保持较强延续性。即使考虑政府债支出进度、财政盘活比例等“拖累”因素，下半年支出或仍将大幅抬升，带动信用环境持续修复。下半年，一般财政收入预计恢复正增长，政府性基金收入可能超预算。中性情境下，假设全年专项债、特别国债支出进度为80%、地方存量资金盘活比例为50%，对应全年广义支出增速或超过8%，下半年支出增速将大幅抬升。财政支出加速，或带动经济行为和信用环境进一步修复。

● **风险提示：**宏观经济或财税政策大幅调整；财政盘活和政府债券支出不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-美国疫情的3个“真相”》-2020.7.20

《宏观经济专题-流动性转向了吗？》-2020.7.20

《宏观经济点评-消失的“地产周期”》-2020.7.19

目 录

1、 财政“分工”逐渐明晰，政府性基金支持投资	3
2、 “广义财政”发力稳投资，锚定全年支出空间	5
3、 下半年，“广义财政”支出增速或将大幅抬升	7
4、 研究结论	9
5、 风险提示	10

图表目录

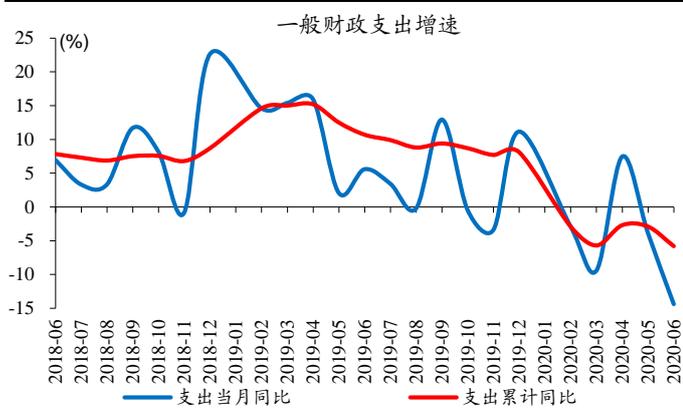
图 1: 上半年，一般财政支出增速大幅下滑	3
图 2: 城乡社区事务等基建相关支出下滑明显	3
图 3: 2015 年来，一般财政支出中基建类支出占比下降	4
图 4: 科学技术、社保就业等支出占比提升	4
图 5: 2020 年新增转移支付中，超 60%用于基层“三保”	4
图 6: 2020 年转移支付中，对基层保障支出明显增长	4
图 1: 2020 年上半年，专项债投向基建占比明显抬升	5
图 2: 抗疫特别国债支出也以基建领域为主	5
图 3: 专项债、特别国债规模大幅增长	5
图 4: 2019 年 9 月国常会，进一步明确了专项债的使用	5
图 5: 近年来，政府性基金收支增速高于一般财政	6
图 6: 政府性基金支出占广义财政支出比重持续上升	6
图 7: 一般财政支出增速明显低于广义财政	6
图 8: 一般财政赤字对广义财政“赤字”贡献下降	6
图 9: 上半年，政府性基金支出持续抬升	7
图 10: 6 月，政府性基金“赤字”扩大约 5500 亿元	7
图 11: 2020 年一般财政预算赤字创下新高	7
图 12: 2020 年广义财政“赤字”预算大幅扩张	7
图 13: 根据预算，下半年广义财政“赤字”仍有较大空间	8
图 14: 历年下半年政府债券融资规模	8
图 15: 疫情影响减弱后，一般财政收入或恢复正增长	8
图 16: 土地成交回暖，或支持政府性基金收入增长	8
图 17: 上半年政金债净融资规模接近以往全年的规模	9
图 18: 上半年城投债净融资额接近 2019 年全年规模	9
图 19: 政府债净融资扩张幅度，大于广义财政“赤字”	9
图 20: 下半年 M2 增速或继续抬升	9
表 1: 2020 年，一般财政着力落实“六保”任务	4
表 2: 即使考虑盘活比例和政府债券支出进度，全年财政支出增速仍较高	8

财政“分工”深化背景下，考察“广义财政”，可以更准确地锚定全年支出空间。预计下半年广义财政支出或将大幅抬升，带动经济行为和信用环境进一步加速修复。

1、财政“分工”逐渐明晰，政府性基金支持投资

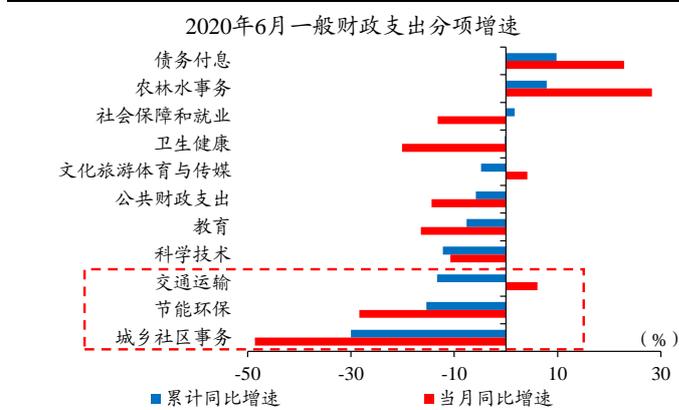
上半年，一般财政支出同比下滑，其中6月支出更是大幅下滑14.4%，引发市场对政府投资发力空间的讨论。2020年1-6月，一般财政支出累计同比下滑5.8%，降幅较1-5月扩大2.9个百分点。其中，6月当月同比下滑14.4%，创下1993年以来的单月支出增速新低¹。包括城乡社区事务等基建相关的财政支出，也出现大幅下降。在疫情已经基本收尾、政策推动投资发力的背景下，财政支出的大幅下滑，引发市场关于下半年政府投资发力空间的讨论。

图1：上半年，一般财政支出增速大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：城乡社区事务等基建相关支出下滑明显



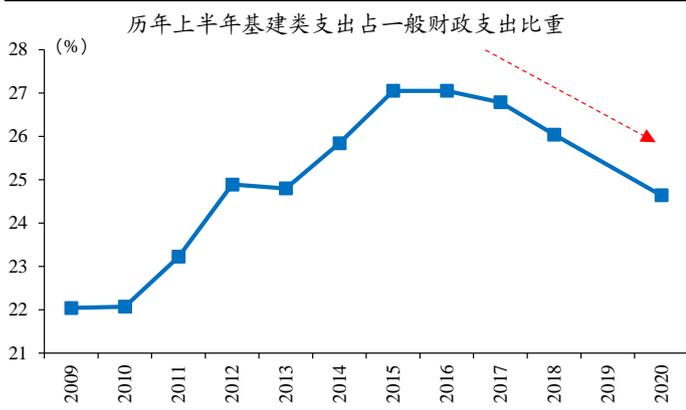
数据来源：Wind、开源证券研究所

实际上，近年来财政“分工”逐渐明晰，一般财政重点向民生、科技等领域倾斜，2020年还要着力落实“六保”任务。2015年以来，一般财政支出中，基建相关的财政支出占比持续下降。上半年基建类支出占一般财政的比重，从2015年高点的27%，持续下降到2020年的24.6%²。与此同时，支出重点向民生、科技等领域倾斜，社会保障和就业、科学技术等支出占比均持续抬升。2020年以来，在疫情冲击下，一般财政着力落实“六保”任务，尤其要兜牢基本民生、基层运转等底线，“分工”定位较为明晰。

¹ 不包括1-2月的增速异常值。

² 一般财政主要支出分项中，将农林水事务、城乡社区事务、交通运输、节能环保等4项归为“基建类”财政支出。由于财政支出存在季节性，以每年上半年支出占比来进行比较。其中，2019年由于财政支出“前倾”等因素，上半年基建类支出占比明显高于其他年份，作为异常值剔除。

图3: 2015 年来, 一般财政支出中基建类支出占比下降



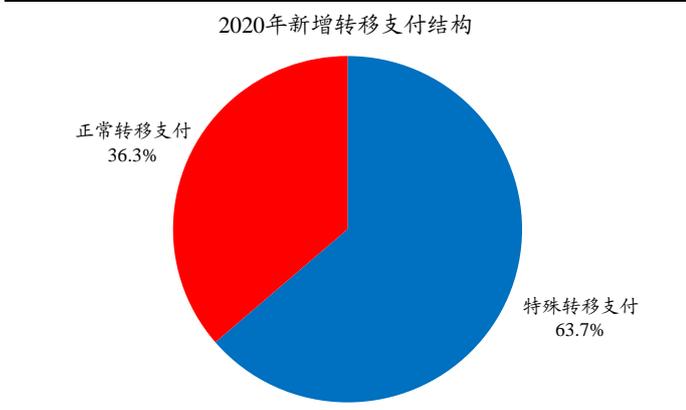
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 科学技术、社保就业等支出占比提升



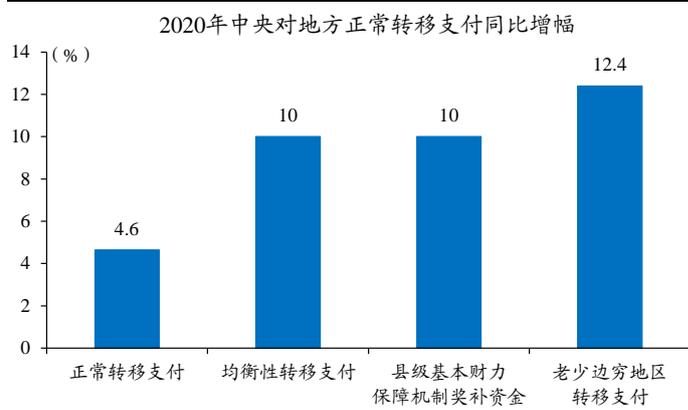
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2020 年新增转移支付中, 超 60% 用于基层“三保”



数据来源: 财政部、开源证券研究所

图6: 2020 年转移支付中, 对基层保障支出明显增长



数据来源: 财政部、开源证券研究所

表1: 2020 年, 一般财政着力落实“六保”任务

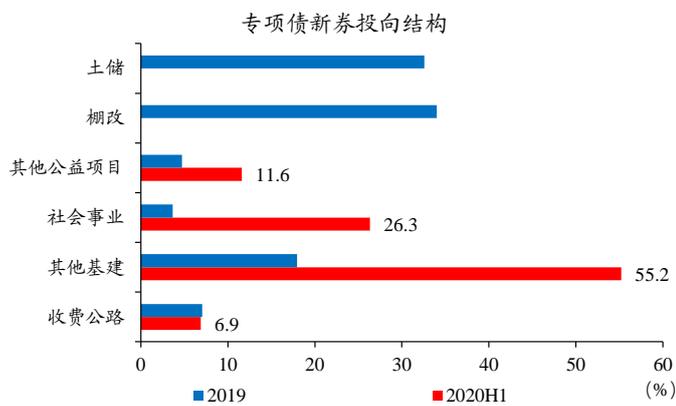
日期	会议/文件	相关表述
4月17日	中共中央政治局会议	加大“六稳”工作力度, 保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转 , 坚定实施扩大内需战略, 维护经济发展和社会稳定大局, 确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务, 全面建成小康社会。
5月14日	财政部长刘昆署名文章《积极的财政政策要更加积极有为》	积极的财政政策更加积极有为, 必须坚持以供给侧结构性改革为主线, 扎实做好“六稳”工作, 全面落实“六保”任务 。
5月22日	2020年《政府工作报告》	建立特殊转移支付机制, 资金直达市县基层、直接惠企利民, 主要用于保就业、保基本民生、保市场主体 。要大力优化财政支出结构, 基本民生支出只增不减 , 重点领域支出要切实保障, 一般性支出要坚决压减, 严禁新建楼堂馆所, 严禁铺张浪费。
7月10日	财税部门座谈会	扎实做好“六稳”工作, 全面落实“六保”任务, 确保完成全年经济社会发展目标任务。抓好资金直达市县基层、直接惠企利民, 切实兜牢基层“三保”底线 。
7月16日	《“六保”财政政策问答》	全面落实“六保”任务, 是落实“积极的财政政策要更加积极有为”要求的重要举措, 是财政部门当前及今后一个时期的重要工作。要 坚持“三保”支出在财政支出中的优先顺序 , 切实保障基本民生、工资发放和机构运转, 县级在安排预算时, 必须高度重视这项支出, 把它排到最前面 。

资料来源: 中国政府网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

而“政府投资”等支出事项，逐渐由政府性基金承担，以专项债、特别国债等政府债券为代表。2015年起，地方政府发行专项债、纳入政府性基金管理，重点支持交通、能源、市政等基础设施建设。2020年上半年，专项债用于各类基建的比重超过60%。2020年还发行了抗疫特别国债，纳入中央政府性基金管理，基础设施建设也是重点支出方向，包括公共卫生、交通运输、生态环境等领域。

图1：2020年上半年，专项债投向基建占比明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：抗疫特别国债支出也以基建领域为主

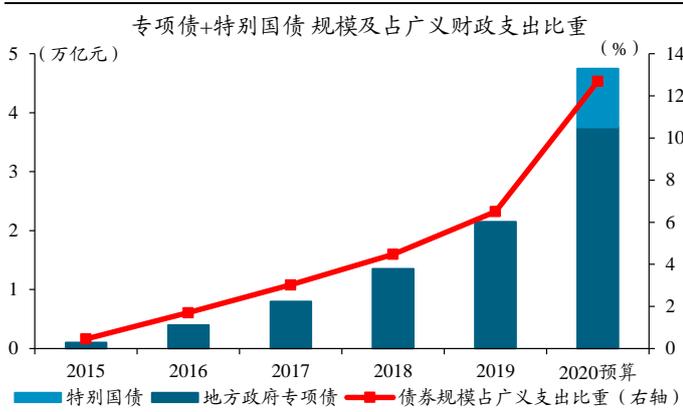


资料来源：财政部、开源证券研究所

2、“广义财政”发力稳投资，锚定全年支出空间

近年来，专项债额度持续扩张，加上2020年发行的特别国债，政府性基金对投资的支持力度明显增强。地方政府专项债额度，从2015年的1000亿元，快速增长到2020年3.75万亿元。再加上1万亿元抗疫特别国债，2020年政府性基金口径下的政府债券融资规模达4.75万亿元，占到一般财政和政府性基金总预算支出的12.7%，比2019年提高6.2个百分点。2020年专项债重点支持基础设施建设、不允许用于土储和棚改，并可作为资本金撬动杠杆³，进一步加大了对政府投资的支持力度。

图3：专项债、特别国债规模大幅增长



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图4：2019年9月国常会，进一步明确了专项债的使用

政策要点	主要内容
提前下达	根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保年初即可使用见效
重点投向	重点用于交通基础设施，能源项目，生态环保项目等， 不得用于土地储备和房地产相关领域
资本金比例	以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
项目倾斜	按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

³ 根据财政部数据，截至7月14日，各地约有2200亿元专项债券用于铁路、轨道交通、农林水利、生态环保等领域符合条件的重大项目资本金。

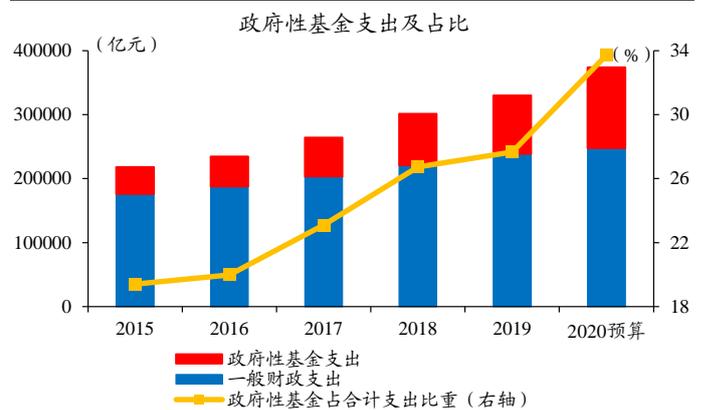
在财政“分工”格局下，一般财政指示意义弱化，“广义财政”能更准确地锚定支出空间。2015年以来，专项债、特别国债等纳入政府性基金管理，叠加土地出让收入的支撑，使政府性基金规模快速扩张。2020年预算中，政府性基金支出占广义财政支出比重已达33.7%。财政“分工”格局下，政府投资更多地由政府性基金支出来承担，一般财政无论是支出增速还是重点投向，对实际财政支出的指示意义都在下降。对“广义财政”（一般财政+政府性基金）做考察，方能更准确地锚定支出空间⁴。

图5：近年来，政府性基金收支增速高于一般财政



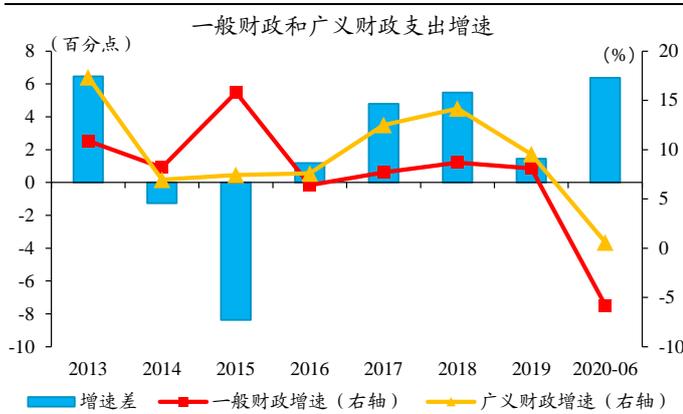
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：政府性基金支出占广义财政支出比重持续上升



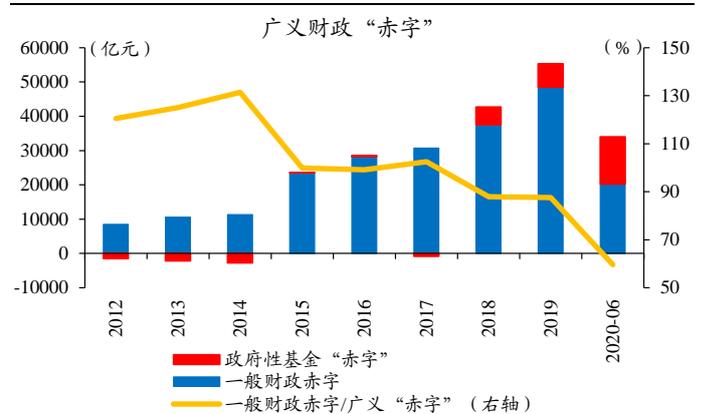
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：一般财政支出增速明显低于广义财政



数据来源：Wind、开源证券研究所

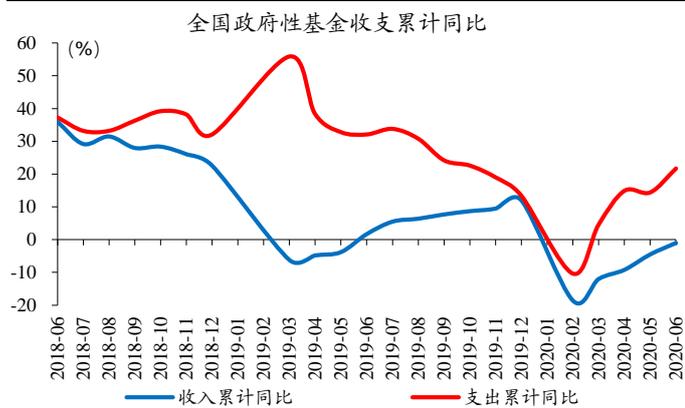
图8：一般财政赤字对广义财政“赤字”贡献下降



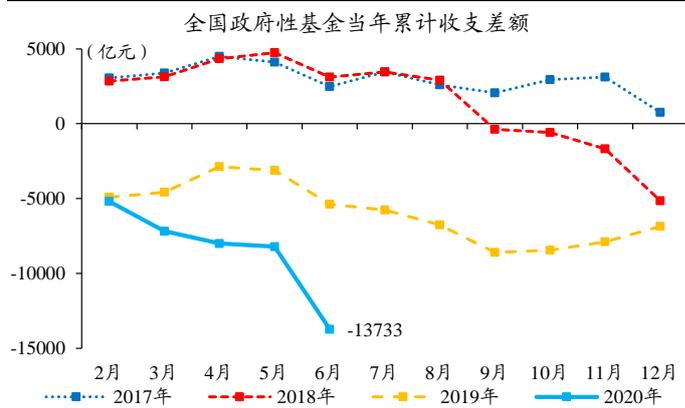
数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

从广义财政视角来看，上半年，政府性基金支出持续抬升，6月同比增长40%以上，表明政府投资已经开始扩张。1-6月累计，政府性基金收入同比下降1%，而支出同比大幅增长21.7%，累计“赤字”约1.37万亿元。其中6月单月支出同比增长43.7%，“赤字”扩张5500多亿元。在上半年收入同比下滑的情况下，政府性基金的支出增量，主要来自于专项债等债券融资，投向也以专项债重点支持领域为主（基建等投资项目），这表明政府投资已经开始快速扩张。

⁴ 此外，考察“广义财政”还可以规避政府性基金调入一般财政带来的数据扰动。

图9：上半年，政府性基金支出持续抬升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：6月，政府性基金“赤字”扩大约5500亿元


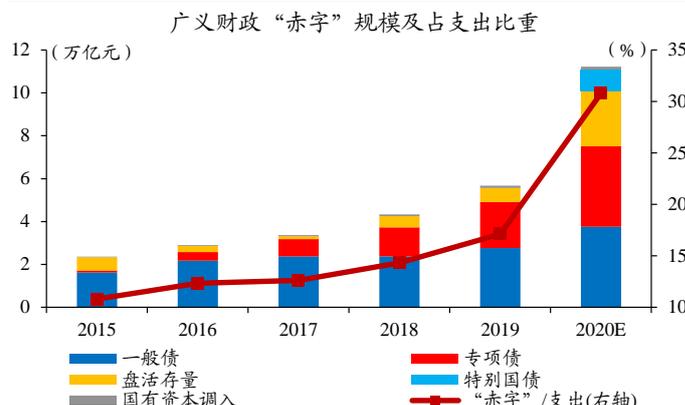
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、下半年，“广义财政”支出增速或将大幅抬升

2020年财政积极发力，安排广义财政“赤字率”超10%；下半年积极政策或仍将延续，财政空间较大。2020年提高一般财政赤字率、加大沉淀资金盘活力度、增加专项债额度等举措，使广义财政“赤字”预算超过11万亿元，对应广义“赤字率”超过10%，较2019年提高约5个百分点。上半年，仅使用了其中的30.3%，尚留有较大的财政空间。其中，政府债券剩余额度4.3万亿元，超过2019年同期的两倍。4月中旬以来，“政策底”已然夯实；下半年，积极的财政政策或将保持较强延续性。

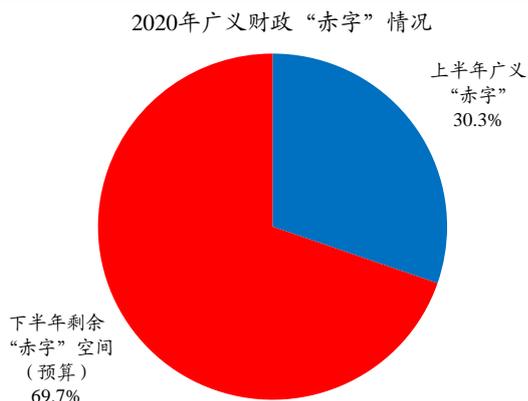
图11：2020年一般财政预算赤字创下新高


数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图12：2020年广义财政“赤字”预算大幅扩张


数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图13: 根据预算, 下半年广义财政“赤字”仍有较大空间



数据来源: 财政部、Wind、开源证券研究所

图14: 历年下半年政府债券融资规模



数据来源: 财政部、Wind、开源证券研究所

即使考虑政府债支出进度、财政盘活比例等“拖累”因素, 下半年支出仍将大幅抬升。下半年, 伴随疫情影响减弱、经济活动修复, 一般财政收入预计恢复正增长; 在土地出让收入的提振下, 政府性基金收入或超过预算。中性情境下, 假设全年发行的专项债、特别国债支出了预算规模的 80%、地方财政存量资金仅盘活了预算规模的 50%, 全年广义财政支出增速仍将超过 8%, 对应下半年支出增速将大幅抬升。此外, 城投债、政金债等“类财政”融资放量, 上半年净融资额已接近 2019 年全年规模, 也能配合财政发力、加大对稳增长的支持。

表2: 即使考虑盘活比例和政府债券支出进度, 全年财政支出增速仍较高

全年广义支出增速	地方财政实际盘活资金占比				
	10%	30%	50%	70%	100%
70%	4.6	5.8	7.1	8.3	10.1
80%	6.0	7.3	8.5	9.7	11.6
85%	6.8	8.0	9.2	10.5	12.3
90%	7.5	8.7	9.9	11.2	13.0
100%	8.9	10.2	11.4	12.6	14.5

数据来源: 财政部、Wind、开源证券研究所

图15: 疫情影响减弱后, 一般财政收入或恢复正增长

一般公共预算收入同比增长

图16: 土地成交回暖, 或支持政府性基金收入增长

土地出让收入、土地成交价款同比增长

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_3725

