

2020年07月13日

被低估的财政空间

宏观研究团队

——宏观经济点评

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

● 下半年，广义财政支出增速或将显著抬升，积极的财政政策呈现较强延续性

2020年是近年来积极财政力度最大的一年；但前5月来看，广义财政支出增速仅1%，大幅低于预算增速。2月以来，政策要求积极财政要“更加积极有为”；2020年预算安排广义财政“赤字”11.2万亿元，较2019年提高5.5万亿元，对应广义财政支出预算增速达到13.2%。但前5月实际支出增速仅为1%，大幅低于预算值。其中，一般财政支出同比下降2.9%，支出进度36.4%，较往年偏慢。上半年，政府债券融资尚未充分用于支出、形成大量资金“沉淀”，一定程度上制约了广义支出扩张。1-5月，广义财政收入同比大幅下滑11.6%，减收规模达1.34万亿元。而同期政府债券净融资3.4万亿元、广义财政“赤字”2.1万亿元，这意味着至少有1.3万亿元的政府债券融资尚未用于支出。实际上，5月财政存款单月增加1.31万亿元，增幅创2005年数据记录以来的新高，也对此形成印证。考虑到疫情对经济活动及财政收入的冲击，中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至5%-10%，甚至可能更高。1-5月，广义财政仅使用了全年预算“赤字”的18.6%，尚留有9.1万亿元“赤字”空间。中性情境下，综合考虑广义财政减收、沉淀资金盘活比例、政府债券使用进度等因素，下半年财政支出增速或抬升至5%-10%，甚至可能更高。同时“类财政”融资放量，也可配合财政发力。需要注意的是，广义财政的实际支出情况，还可能受到财政资金盘活、债券使用进度、投资项目质量等因素影响。历史来看，地方财政沉淀资金盘活的实际效果，具有不确定性。同时，需要考虑政府融资支出进度、资金和项目匹配等问题，避免出现资金闲置、“钱等项目”的情况。此外，项目质量（运营现金流）、地方政府债务等因素，可能会抬高项目资本金比例，掣肘专项债等财政资金使用效率。

● 高频数据：蔬菜和猪肉价格延续上行，人民币对美元升值，商品价格多数上涨

【通胀观察】蔬菜和猪肉批发价上涨。 28种蔬菜平均批发价环比上涨1.9%，至4.31元/公斤；猪肉平均批发价环比上涨4.3%，至48.02元/公斤、上涨幅度较大。

【汇率表现】美元指数继续回落，人民币对美元升值。 上周美元指数下跌0.59%，周五收于96.67。美元兑人民币汇率收于7.01，人民币对美元周环比升值0.87%。

【大宗商品】商品价格多数上涨，金属指数领涨。 南华商品综合指数上涨0.6%；细分品种中铁矿石指数领涨，周环比涨幅5.9%；PTA指数领跌，周环比下跌3.4%。

● 中观行业：商品房成交面积增加，钢材、玻璃价格上涨，国际原油结算价走高

【下游】商品房成交面积增加，土地市场量价齐涨。 30城商品房成交面积增加6.1%，一、二线城市上涨，三线城市回落；土地成交溢价率下降11.3个百分点。

【中游】水泥价格下跌，钢材、玻璃价格上涨。 Myspic钢价综指周环比上涨1.7%，水泥价格下跌1.3%、玻璃价格上涨1.3%；橡胶价格8400元/吨，持平于前周。

【上游】原油结算价上涨，有色金属价格走高。 布伦特原油期货结算价格上涨1.0%，LME铜、铝、铅、锌3个月期货价格分别上涨6.9%、4.8%、3.9%、7.5%。

风险提示：国内宏观经济或财税政策出现大幅调整；财政数据测算存在误差。

相关研究报告

- 《投资策略周报-回不去的 2015》-2020.7.12
- 《投资策略点评-又回到复苏的起点》-2020.7.9
- 《投资策略专题-神秘的力量：北水中的暗流》-2020.7.8

目 录

1、 国内热点	3
1.1、 被低估的财政空间	3
2、 高频数据跟踪	7
2.1、 通胀观察：蔬菜和猪肉平均批发价格延续上行趋势	7
2.2、 汇率表现：美元指数继续回落，人民币对美元升值	8
2.3、 大宗商品：商品期货价格多数上涨，金属指数领涨	8
3、 中观行业跟踪	9
3.1、 下游：商品房成交面积增加，土地市场量价齐涨	9
3.2、 中游：钢材、玻璃价格上涨，水泥价格继续下行	11
3.3、 上游：原油结算价上涨，有色金属价格大幅走高	13
4、 风险提示	14

图表目录

图 1： 2020 年一般财政预算赤字创下新高	3
图 2： 2020 年广义财政“赤字”预算大幅扩张	3
图 3： 1-5 月广义财政支出增速大幅低于预算	4
图 4： 1-5 月， 广义财政收支增速较低	4
图 5： 5-6 月国债净融资规模大幅增长、 高于往年同期	4
图 6： 地方债金融债规模持续高于往年同期	4
图 7： 5 月政府债净融资大幅增长， 但支出未相应扩张	5
图 8： 5 月当月财政存款大幅增长， 单月增幅创下新高	5
图 9： 预算安排的广义财政“赤字”使用比例较低	5
图 10： 下半年尚有 4.56 万亿元政府债额度	5
图 11： 上半年政金债净融资规模接近以往全年的规模	6
图 12： 5、 6 月份政金债净融资规模较大	6
图 13： 上半年城投债净融资额接近 2019 年全年规模	6
图 14： 上半年城投债净融资大幅高于往年同期	6
图 15： 不含专项债的资本金比例超过 40% 占比达 53.6%	7
图 16： 资本金和专项债作为配套资金比例多接近 100%	7
表 1： 中性情境下， 下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%	6
表 2： CPI 食品分项同比涨幅普遍扩大	8
表 3： 商品期货核心品种多数上涨	9
表 4： 铁矿石、 沪锌、 玻璃指数领涨	9

1、国内热点

1.1、被低估的财政空间

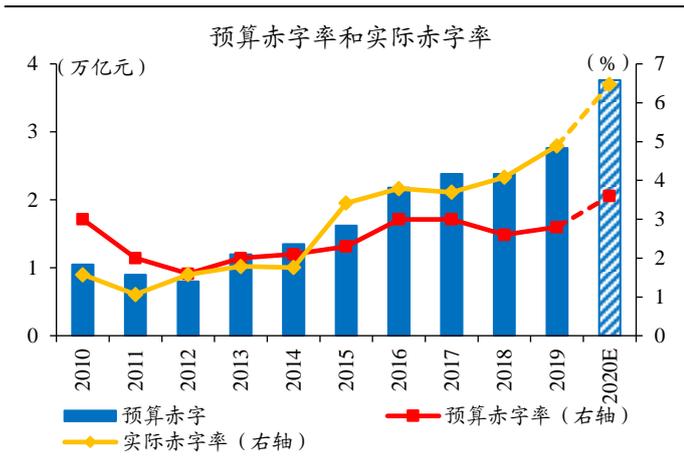
事件：韩正7月10日在财政部召开财税部门座谈会。他强调，要扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，确保完成全年经济社会发展目标任务。

（资料来源：财政部）

点评：

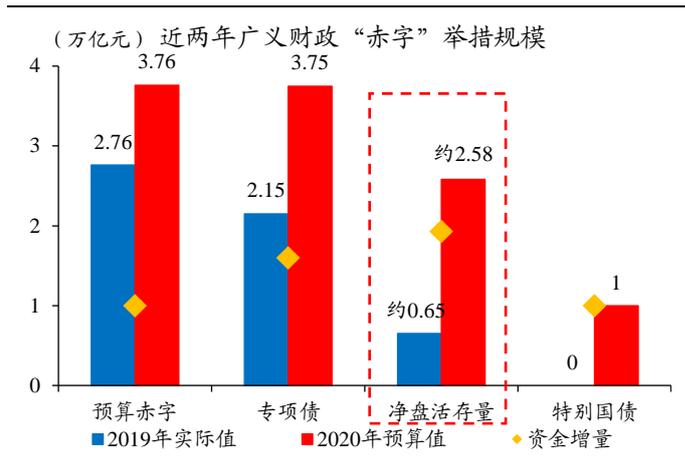
2020年是近年来积极财政力度最大的一年，财政政策积极发力，安排广义财政预算“赤字”超过11万亿元¹。2月政治局会议首次提出，积极的财政政策要“更加积极有为”，财政稳增长政策明显加码。3月和4月政治局会议，进一步明确了积极财政的举措，包括提高赤字率和专项债规模、发行特别国债等；5月《政府工作报告》还提出，“各类结余、沉淀资金要应收尽收、重新安排”。根据2020年财政预算，广义财政“赤字”合计超11万亿元，较去年大幅提高5.5万亿元。

图1：2020年一般财政预算赤字创下新高



资料来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图2：2020年广义财政“赤字”预算大幅扩张



资料来源：财政部、Wind、开源证券研究所

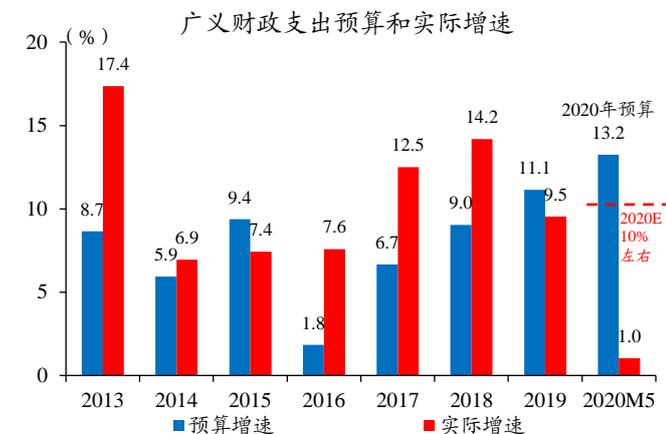
根据广义“赤字”预算，2020年广义财政支出增速将达到13.2%；但前5月实际增速仅为1%，大幅低于预算值。历史来看，广义财政实际支出增速通常高于预算增速；而前5月，广义财政支出同比仅增长1.0%，大幅低于2020年广义财政预算支出增速13.2%。其中，一般财政支出同比下降2.9%，占全年支出预算比重为36.4%，相较于过去3年同期平均39.4%的支出进度，一般财政支出进度也偏慢。

¹ 此处及后文的“广义财政”，是对一般公共预算和政府性基金做合并考察。

广义财政“赤字”，包括一般财政赤字6.76万亿元（预算赤字3.76万亿元、调入资金及使用结转结余约3万亿元）、特别国债1万亿元、地方政府专项债3.75万亿元。剔除政府性基金调入一般财政形成的3002.5亿元重复，规模合计约11.2万亿元。

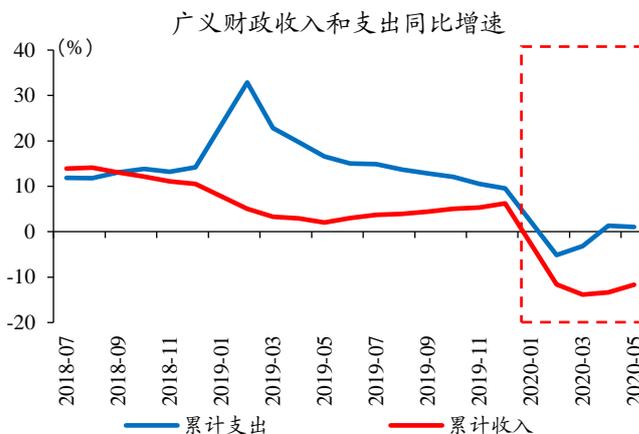
其中，调入资金及使用结转结余、特别国债、专项债等虽然不计入财政赤字，但其用途均是为了填补实际财政收支的差额，为表述方便，以带引号的“赤字”来统一指代。

图3: 1-5月广义财政支出增速大幅低于预算



资料来源: Wind、开源证券研究所

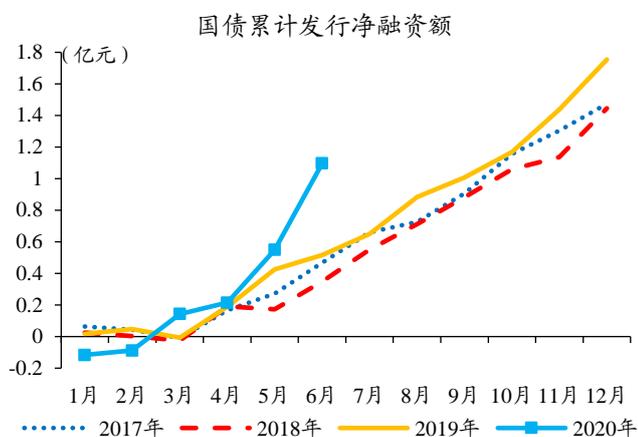
图4: 1-5月, 广义财政收支增速较低



资料来源: Wind、开源证券研究所

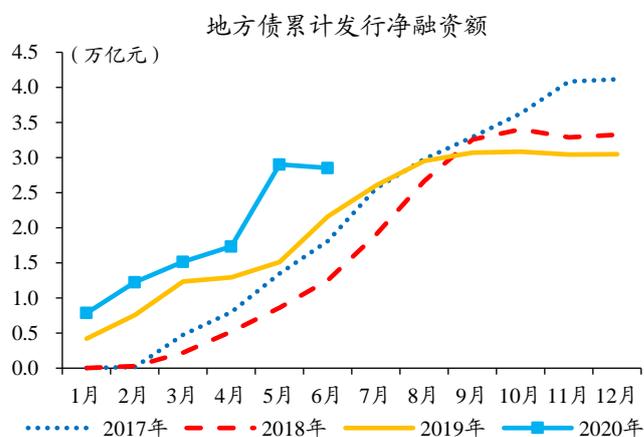
政府债券融资未充分用于支出、形成大量资金“沉淀”，一定程度上制约了上半年的支出扩张。1-5月，广义财政收入同比大幅下滑11.6%，减收规模达1.34万亿元。而同期政府债券净融资3.4万亿元、广义财政“赤字”2.1万亿元，这意味着至少有1.3万亿元的政府债券融资尚未用于支出。实际上，5月财政存款单月增加1.31万亿元，增幅创2005年数据记录以来的新高，也对此形成印证。

图5: 5-6月国债净融资规模大幅增长、高于往年同期



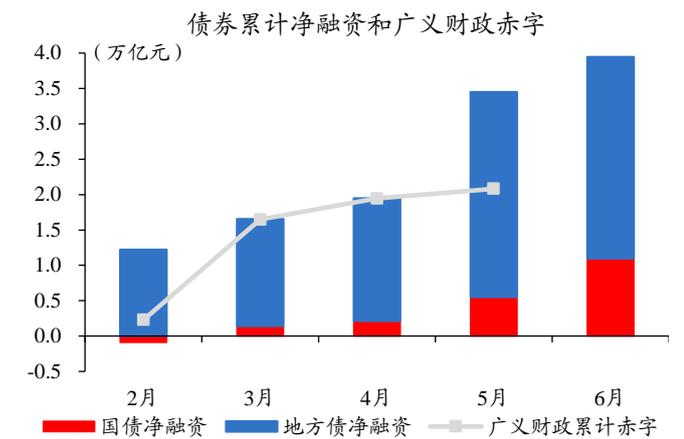
资料来源: Wind、开源证券研究所

图6: 地方债金融债规模持续高于往年同期



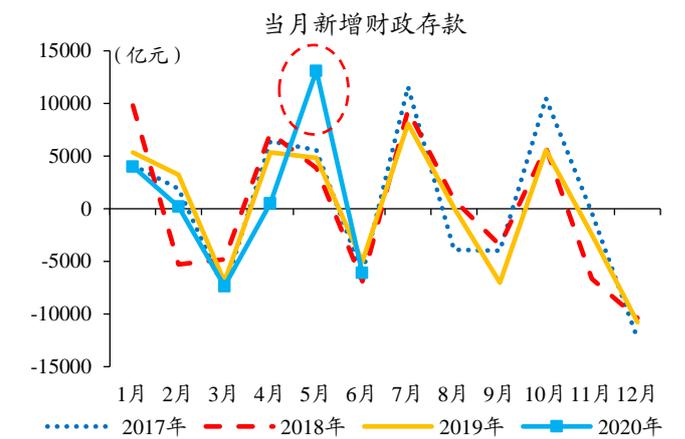
资料来源: Wind、开源证券研究所

图7: 5月政府债净融资大幅增长, 但支出未相应扩张



资料来源: Wind、开源证券研究所

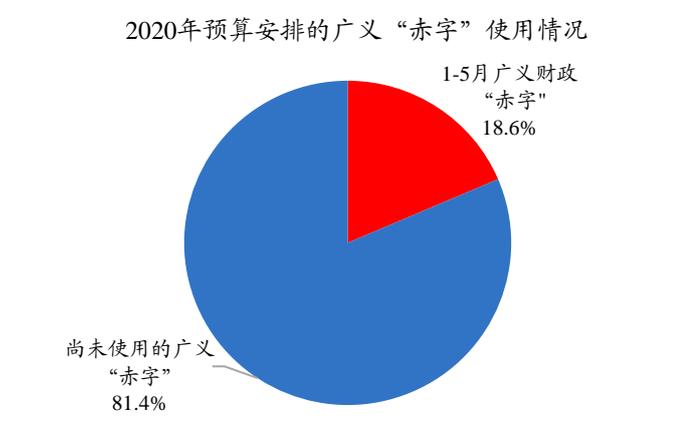
图8: 5月当月财政存款大幅增长, 单月增幅创下新高



资料来源: Wind、开源证券研究所

下半年尚有 4.56 万亿元的政府债额度，并考虑已发行而未使用的政府债融资、财政资金盘活等，剩余财政空间较大。1-5 月广义财政“赤字” 2.1 万亿元，仅使用了全年“赤字” 预算的 18.6%，还留有 9.1 万亿元的“赤字” 空间。其中，2020 年下半年剩余政府债额度约 4.56 万亿元，为 2019 年的 2 倍；已发行但尚未使用的债务融资，至少有 1.3 万亿元；财政资金盘活，也有较大的资金余量。

图9: 预算安排的广义财政“赤字”使用比例较低



资料来源: 财政部、Wind、开源证券研究所

图10: 下半年尚有 4.56 万亿元政府债额度



资料来源: 财政部、Wind、开源证券研究所

考虑到疫情对经济活动及财政收入的冲击，中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%，甚至可能更高。从历史来看，可能扰动广义财政实际支出的因素，包括地方财政沉淀资金盘活（约 2 万亿元），以及与项目投资挂钩、纳入政府性基金管理的政府债（抗疫特别国债+地方政府专项债共 4.75 万亿元）。综合考虑广义财政减收、沉淀资金盘活比例、政府债券使用进度等因素，中性情境下²，下半年财政支出增速或可抬升至 5%-10% 左右，甚至可能达到更高水平。

² 中性情境下，假设 2020 年一般财政收入同比下降约 10%、政府性基金收入同比下降约 4.5%，一般财政赤字、中央预算稳定调节基金调入、国有资本经营收入调入、政府债券发行等，均按 2020 年预算值执行。

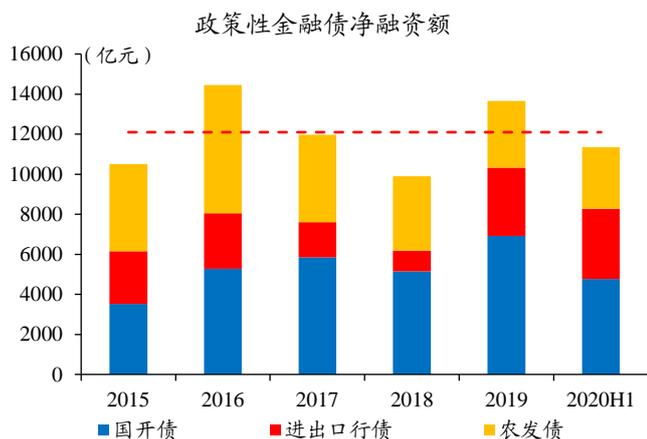
表1: 中性情境下, 下半年广义财政支出增速或可抬升至5%-10%

	地方财政实际盘活资金占比			
	50%	70%	90%	100%
政府债券使用进度	4.1	6.1	8.0	9.0
(特别国债+专项债)	6.4	8.4	10.3	11.3
	8.7	10.6	12.6	13.5
	10.9	12.9	14.8	15.8

资料来源: 财政部、Wind、开源证券研究所

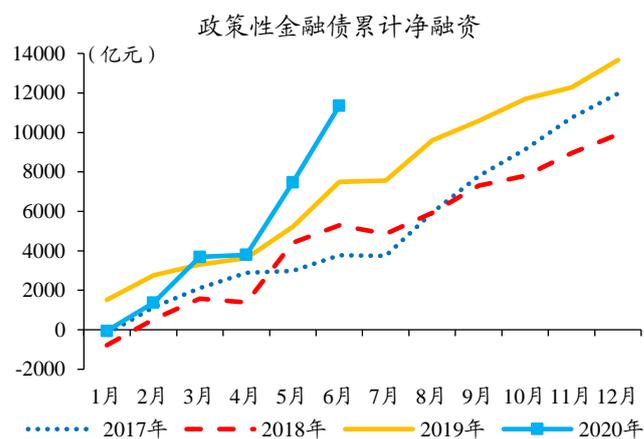
与此同时, 城投债、政金债等“类财政”融资的放量, 也能配合财政发力、加大对稳增长的支持。上半年, 政策性金融债净融资 1.14 万亿元, 接近于往年全年的融资规模 (过去 5 年平均净融资额为 1.21 万亿元); 城投债净融资 1.13 万亿元, 超过过去几年全年的净融资量 (过去 5 年平均净融资额为 0.94 万亿元)。预算外的“类财政”融资大幅扩张, 或可配合财政发力, 加大对稳增长的支持力度。

图11: 上半年政金债净融资规模接近以往全年的规模



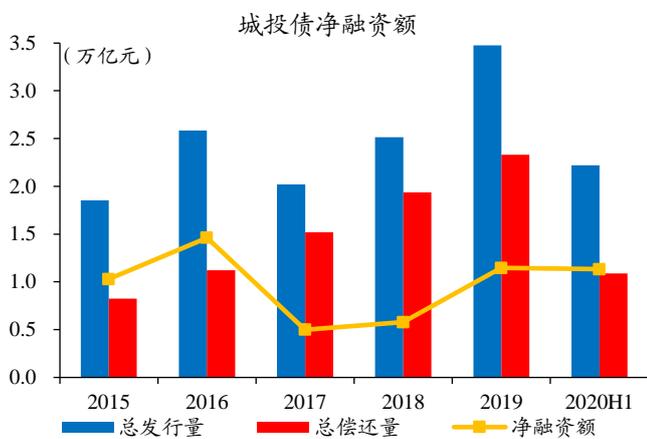
资料来源: Wind、开源证券研究所

图12: 5、6月份政金债净融资规模较大



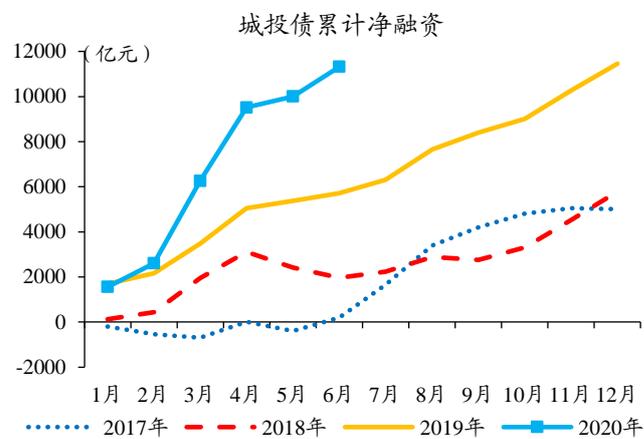
资料来源: Wind、开源证券研究所

图13: 上半年城投债净融资额接近2019年全年规模



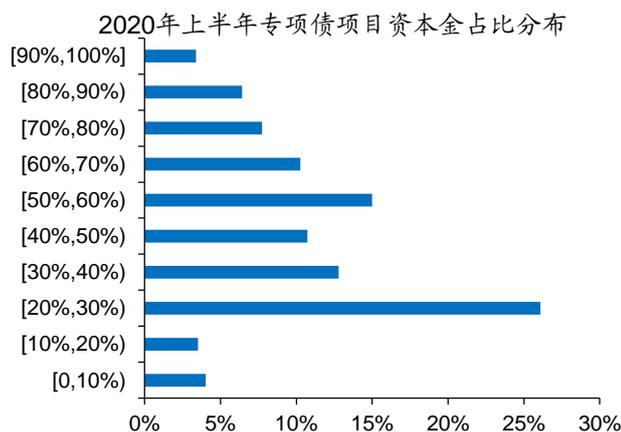
资料来源: Wind、开源证券研究所

图14: 上半年城投债净融资大幅高于往年同期

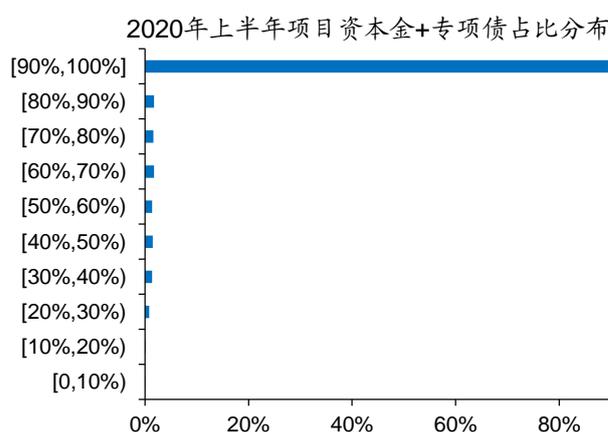


资料来源: Wind、开源证券研究所

需要注意的是，广义财政的实际支出情况，还可能受到财政资金盘活、债券使用进度、投资项目质量等因素影响。根据预算，拟盘活地方财政沉淀资金约 2 万亿元；而从历史来看，财政盘活的实际效果，具有不确定性。同时，需要考虑资金和项目的匹配问题，避免出现资金闲置、“钱等项目”的情况。此外，项目质量、地方政府债务等因素，还可能影响财政资金使用效率。偏弱的项目现金流，会抬高项目资本金比例，地方政府高杠杆也可能掣肘专项债等财政资金使用效率。

图15: 不含专项债的资本金比例超过 40% 占比达 53.6%


数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图16: 资本金和专项债作为配套资金比例多接近 100%


数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

经过以上研究，我们发现：

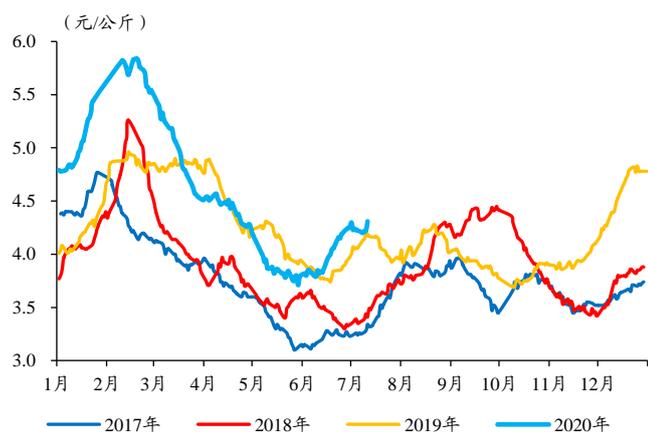
- 1、2020 年是近年来积极财政力度最大的一年，根据预算，广义财政支出增速将达到 13.2%。但前 5 月，广义财政支出实际增速仅为 1%，大幅低于预算增速。
- 2、上半年，政府债券融资未充分用于支出、形成大量资金“沉淀”，一定程度上制约了广义支出扩张。比如，5 月财政存款单月增加 1.31 万亿元，创历史新高。
- 3、考虑到疫情对经济活动及财政收入的冲击，中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%，甚至可能更高。“类财政”融资也可配合财政发力。
- 4、需要注意的是，广义财政的实际支出情况，还可能受到财政资金盘活、债券使用进度、投资项目质量等因素影响，政府杠杆率也可能掣肘财政资金使用效率。

2、高频数据跟踪

2.1、通胀观察：蔬菜和猪肉平均批发价格延续上行趋势

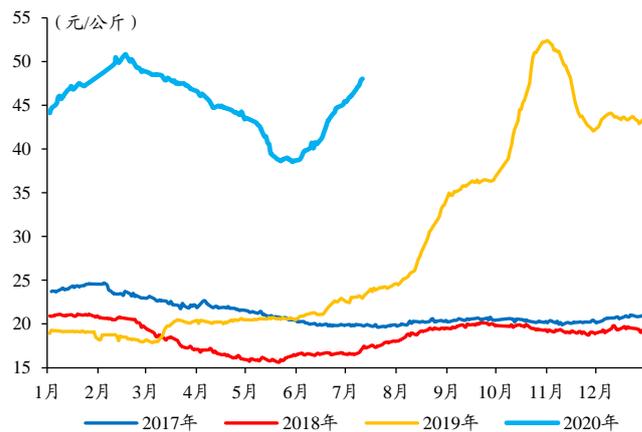
上周（7 月 6 日-7 月 10 日），蔬菜和猪肉价格均上涨。农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比上涨 1.9%，至 4.31 元/公斤。猪肉平均批发价周环比上涨 4.3%，至 48.02 元/公斤。

图17: 农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 农业部猪肉平均批发价



数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: CPI 食品分项同比涨幅普遍扩大

CPI 同比	粮食	食用油	鲜菜	猪肉	牛肉	羊肉	水产品	蛋类	鲜果
2020年5月	1.5	5.3	-8.5	81.7	19.4	10.8	3.7	-12.3	-19.3
2020年6月	1.6	5.7	4.2	81.6	18.5	10.9	4.8	-13.6	-29.0

资料来源: Wind、开源证券研究所

2.2、汇率表现: 美元指数继续回落, 人民币对美元升值

上周(7月6日-7月10日), 人民币对美元升值 0.87%, 周五美元兑人民币汇率收于 7.01; 美元指数收于 96.67, 较前周(6月29日-7月3日)下跌 0.59%。美元兑人民币即期-中间日均价差为-106 基点; 离岸、在岸人民币日均价差 57 基点。

图19: 美元指数回落

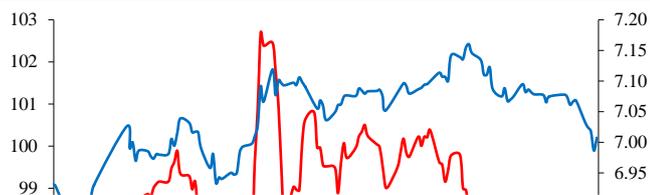
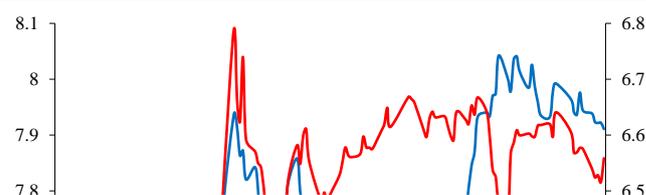


图20: 人民币对欧元升值



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_3967



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn