

2021 年 01 月 04 日

2020 年财政结余，对信用环境的影响

宏观研究团队

——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 年财政结余或增加 8500 亿元左右，对信用环境有所扰动、影响相对有限

近期部分市场人士，关注财政是否会形成大规模结余、进而对 2021 年的信用环境形成扰动。2020 年，一般债、专项债、特别国债等广义财政预算“赤字”达 8.51 万亿元、同比大幅增长 73%；1-11 月，广义财政收入同比增速为-2.0%，已高于年初的预算增速-4.8%。部分市场观点认为，2020 年广义财政同时出现“超收”和“少支”、将形成大规模的财政结余，并对 2021 年的信用环境形成扰动。

财政结余的产生，主要由“超收”和“少支”导致；往年审计情况显示，支出端对结余的影响更为明显。2020 年 1-11 月，广义财政收入预算执行进度为 92.5%，低于多数年份，“超收”对结余变化的影响弱于往年。历史来看，结余受支出端影响更为明显，比如项目开工、财政拨付、工程进度等偏慢，均会造成资金结余。

2020 年上半年，受疫情影响，多数项目支出偏慢；下半年，伴随疫情影响消退、政策调整等，财政支出明显加快。疫情影响下，除了社保、防疫等民生相关支出外，多数财政支出项目下滑明显。上半年广义财政支出同比仅增长 0.6%、总体偏慢。2 季度起，疫情影响消退、经济活动修复，财政支出开始加快；政策也积极调整，通过加强资金和项目对接等方式，提高资金使用效益、促进财政支出。

2020 年下半年，主要财政资金迅速下拨列支，广义财政支出增速维持高位。截至 11 月底，新增赤字、特别国债等直达资金下达完毕，80%以上已经列支；已发行专项债支出 3.32 万亿元，占发行规模的 93.5%。7-11 月，广义财政支出维持高位、同比增长 16.4%，较上半年提高 15.8 个百分点。11 月当月支出增速甚至达到 22.1%，创下年内新高。总体来看，各项资金支出进度较快，无大规模滞留。

中性情境下，2020 年全年财政结余约为 5000 亿元，较 2019 年增加 8500 亿元左右。2020 年 1-11 月，包括政府债务融资收入在内，收支差额约为 2.5 万亿元。12 月，广义财政收入增速可能回落、支出保持相对高位，形成赤字近 2 万亿元。中性情境下，全年财政结余为 5000 亿元左右，较 2019 年增加大约 8500 亿元。

总体来看，财政结余的变化，对短期信用环境可能形成一定扰动，影响相对有限；财政资金“沉淀”对经济节奏的影响，仍需进一步跟踪。2020 年财政下拨列支较快，国库中的新增结余规模不大，对信用环境的扰动相对有限。但从往年审计和 2020 年收支情况来看，财政列支后“沉淀”在项目单位、未实际使用的现象是客观存在的，这部分“沉淀”资金会对经济节奏形成一定扰动，后续仍需跟踪。

● 风险提示：财政政策大幅调整；数据测算存在误差。

相关研究报告

《宏观经济专题-3 分钟看清元旦全球要闻》-2021.1.2

《宏观经济点评-制造业量缩价涨，关注信用“收缩”扰动》-2021.1.1

《宏观经济专题-“不急转弯”的政策内涵》-2020.12.27

目 录

1、 2020 年财政结余，对信用环境的影响	4
2、 高频数据跟踪	12
2.1、 通胀观察：蔬菜、猪肉的平均批发价格均上涨	12
2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元贬值	12
2.3、 大宗商品：商品期货部分下跌，金属指数领跌	13
3、 中观行业跟踪	13
3.1、 下游：商品房成交面积增加，土地市场量跌价涨	13
3.2、 中游：钢铁、水泥的价格均下跌，玻璃价格上涨	15
3.3、 上游：国际原油结算价上涨，有色金属价格普跌	17
4、 风险提示	18

图表目录

图 1： 2020 年，广义财政预算“赤字”大幅增长	4
图 2： 2020 年 11 月底，广义财政收入增速已高于预算	4
图 3： 往年广义财政收入大多超收	5
图 4： 2020 年广义财政收入执行进度慢于多数年份	5
图 5： 上半年受疫情影响，部分项目支出对总体形成拖累	6
图 6： 上半年，仅社保就业、卫生健康等部分支出较快	6
图 7： 2020 年 2 季度起，国内本土疫情已得到有效控制	6
图 8： 7 月以来，棚改、扶贫、防灾等专项债占比提高	6
图 9： 新增赤字、特别国债等直达资金支出已超过 80%	7
图 10： 已发行专项债支出比例为 93.5%，快于序时进度	7
图 11： 2020 年年中以来，广义财政支出快速抬升	8
图 12： 2020 年 7-11 月，广义财政政策增速达 16.4%	8
图 13： 12 月一般财政收入通常和 11 月基本持平	8
图 14： 2019 年 12 月，政府性基金收入基数较高	8
图 15： 2020 年下半年，一般财政支出增速在 0-20% 之间	9
图 16： 2020 年季末，政府性基金支出增幅超 4000 亿元	9
图 17： 2020 年 11 月底，财政存款同比增加约 2700 亿元	11
图 18： 部分下达资金可能在项目单位等处滞留“沉淀”	11
图 19： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨	12
图 20： 农业部猪肉平均批发价上涨	12
图 21： 人民币对美元贬值，美元指数上涨	12
图 22： 人民币对欧元、日元均贬值	12
图 23： 美元兑人民币即期-中间日均价差为 31 基点	13
图 24： 离岸、在岸人民币日均价差-223 基点	13
图 25： 30 大中城商品房成交面积环比上涨	14
图 26： 30 大中城商品房一线城市成交面积增加	14
图 27： 30 大中城商品房二线城市成交面积增加	14
图 28： 30 大中城商品房三线城市成交面积增加	14
图 29： 100 城供应土地占地面积减少	15

图 30: 100 城供应土地挂牌均价上涨	15
图 31: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降	15
图 32: 100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降	15
图 33: 线材、长材价格指数均下跌	16
图 34: 前周全国高炉开工率上涨	16
图 35: 水泥价格指数下跌	16
图 36: 玻璃价格指数上涨	16
图 37: 长江有色市场铜、铝、锌价格下跌	17
图 38: 长江有色市场铅价格上涨	17
图 39: 上期所铜库存增加	17
图 40: 上期所铝、铅、锌库存减少	17
图 41: 焦煤价格不变、动力煤价格上涨	18
图 42: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率下降	18
图 43: 国际原油期货结算价格上涨	18
图 44: LME3 个月铜铝价格均下跌	18
 表 1: 从往年情况来看, 财政资金出现结余, 主要受支出端影响更大	5
表 2: 7 月, 国务院常务会议提出, 部分专项债可调整使用用途	7
表 3: 12 月广义财支出总量或将超过收入总量 1.95 万亿元	9
表 4: 2020 年前 11 月, 收支差额约为 2.5 万亿元	10
表 5: 中性情境下, 2020 年财政结余或比 2019 年高 8500 亿元左右	10
表 6: 商品期货市场核心品种部分下跌	13
表 7: 商品期货市场细分品种中, 豆粕指数领涨	13

1、2020 年财政结余，对信用环境的影响

事件：

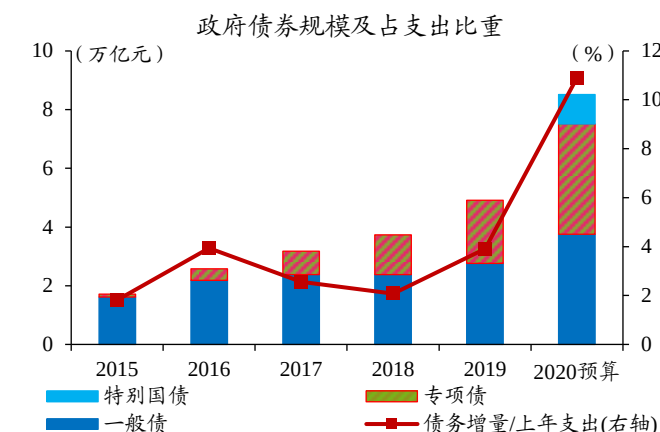
2020 年 12 月 31 日，全国财政工作视频会议提出，积极的财政政策要提质增效、更可持续，要求用好地方政府专项债券，提高债券资金使用绩效。

（资料来源：财政部）

点评：

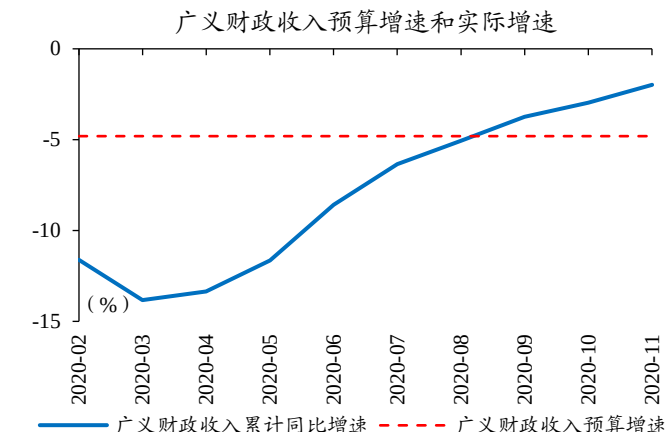
近期部分市场人士，关注财政是否会形成大规模结余、进而对 2021 年的信用环境形成扰动。2020 年财政积极发力，包括一般债、专项债、特别国债等在内，广义财政预算“赤字”规模达 8.51 万亿元、同比大幅增长 73%。相关资金的支出进度，持续受到市场关注。同时，1-11 月，广义财政收入同比增速为-2.0%，已经高于年初的预算增速-4.8%。部分市场观点认为，2020 年广义财政同时出现“超收”和“少支”¹、将形成大规模的财政结余，并对 2021 年的信用环境形成扰动。

图1：2020 年，广义财政预算“赤字”大幅增长



数据来源：财政部、开源证券研究所

图2：2020 年 11 月底，广义财政收入增速已高于预算

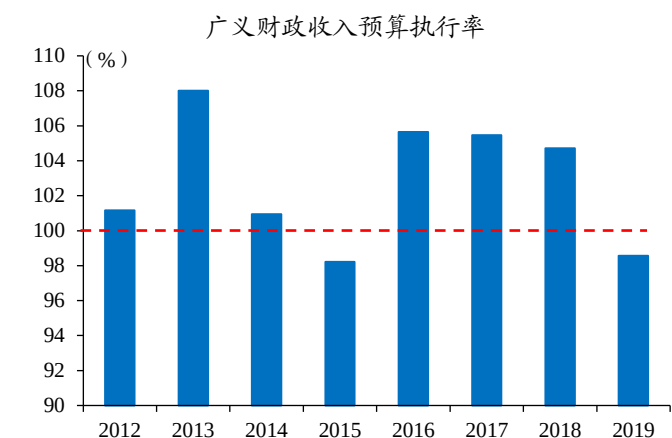


数据来源：财政部、开源证券研究所

财政结余的产生，主要由“超收”和“少支”导致；往年审计情况显示，支出端对结余的影响更为明显。2020 年 1-11 月，广义财政收入预算执行进度为 92.5%，低于往年多数年份，财政超收对结余变化的影响弱于往年。根据往年审计情况来看，结余资金受支出端影响更为明显。比如项目开工、财政拨付、工程进度等偏慢，均会造成资金结余。

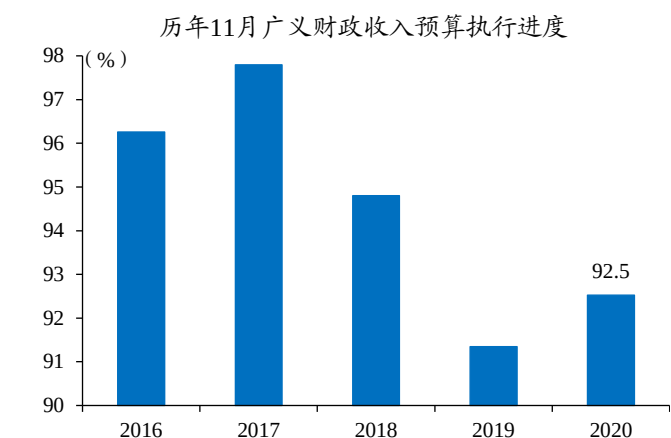
¹ “超收”指的是财政实际收入超过预算收入，“少支”指的是财政实际支出少于预算支出。

图3：往年广义财政收入大多超收



数据来源：财政部、开源证券研究所

图4：2020年广义财政收入执行进度慢于多数年份



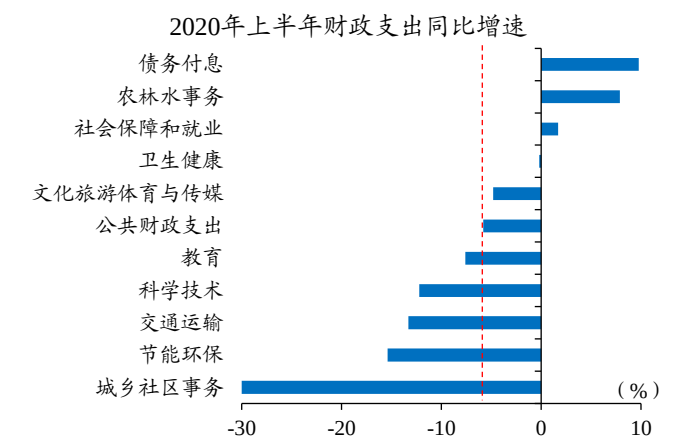
数据来源：财政部、开源证券研究所

表1：从往年情况来看，财政资金出现结余，主要受支出端影响更大

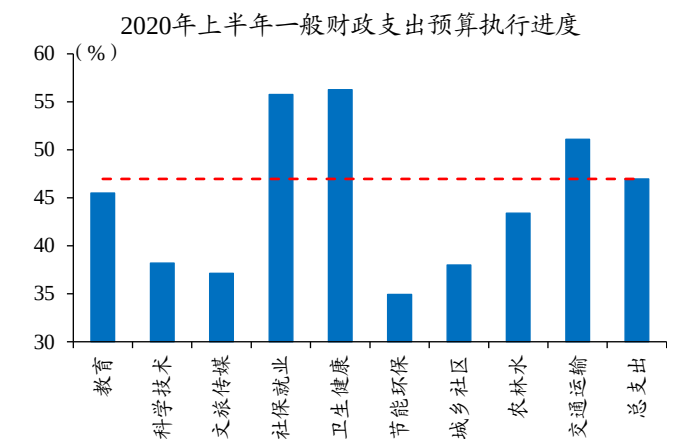
省份	2019年审计报告摘要
北京	2019年市人大批准市政府固定资产投资年初计划安排56个项目，市财政局将上述项目纳入2019年年初预算下达。但是，市发展改革委第一批政府投资计划仅下达了36个项目，有12个后续下达，有8个项目全年未下达。2019年，市发展改革委为5个不具备开工条件的项目安排市政府投资共计7亿元。由于征地拆迁未完成、设计方案调整等原因，项目进展缓慢，仅支出资金0.42亿元，6.58亿元市级资金闲置。
河北	2019年度省预算内基本建设资金25亿元，分十三批下达投资计划，6月底下达达到51.26%，10月底下达达到85.48%，资金计划下达较晚，影响资金使用效率，省预算内基建项目总体执行率较低，仅为68.30%。
黑龙江	9个县因项目推进缓慢等原因导致债券资金闲置6.08亿元。
上海	3个市级转移支付项目，预算安排共计162.2亿元，由于审批时间过长、资金拨付时间与实际需求不匹配等原因，资金未及时使用，当年结存46.56亿元。
江苏	有3个县（区）6个专项债券项目未能按期实施，导致2016至2018年发行的债券资金有10.18亿元未有效使用。
福建	部分省级专项资金由于市县相关部门未及时申请，或由于项目不具备实施条件，资金沉淀市县。
贵州	9家单位20个项目2.08亿元资金因前期准备不充分、工作推进缓慢等，当年仅执行5841.09万元。
宁夏	抽查2019年自治区财政下达25个市、县（区）的转移支付资金，因项目前期准备工作不充分等原因，至年底有35.41亿元未形成实际支出。有15个单位的46个项目4.79亿元资金因实施缓慢当年未使用。
新疆	有6个部门单位因项目进度缓慢、项目计划下达较晚、项目规模压减等原因结余8351.18万元。6个单位项目推进缓慢，专项资金闲置，涉及13459.02万元。

资料来源：国家审计署、开源证券研究所

2020年上半年，受疫情影响，多数项目支出偏慢，拖累广义财政支出进度。除了社保、防疫等民生相关支出外，多数财政支出项目下滑明显。其中，城乡社区、节能环保等支出下滑15%以上，以及科学技术、文旅传媒等相关支出，预算执行进度均低于40%。2020年上半年，广义财政支出同比仅增长0.6%、总体偏慢。

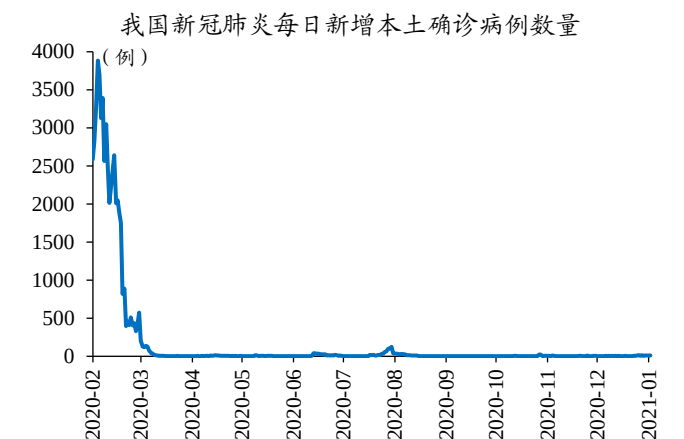
图5：上半年受疫情影响，部分项目支出对总体形成拖累


数据来源：财政部、开源证券研究所

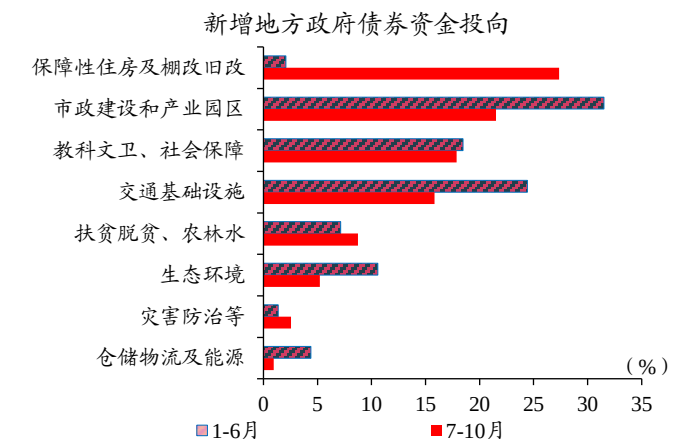
图6：上半年，仅社保就业、卫生健康等部分支出较快


数据来源：财政部、开源证券研究所

2020年2季度起，伴随疫情影响消退、经济活动修复，财政支出开始加快；年中以来，政策也积极调整，促进财政支出。3月中旬，我国本土新增病例首次归0；2季度以来，伴随疫情影响消退，经济活动和政府行为逐步修复，财政支出开始加快。政策也积极调整，通过加强资金和项目对接等方式，提高资金使用效益、促进财政支出。比如允许专项债支持中小银行补充资本金、根据需要调整专项债资金用途等。地方债投向显示，年中以来，棚改、扶贫、防灾等专项债占比的确出现了明显提高。

图7：2020年2季度起，国内本土疫情已得到有效控制


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：7月以来，棚改、扶贫、防灾等专项债占比提高


数据来源：财政部、开源证券研究所

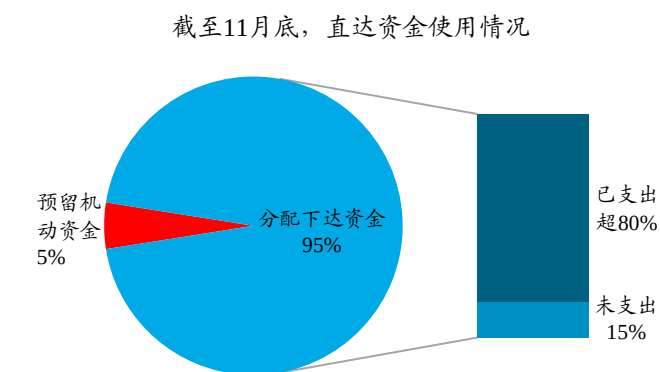
表2: 7月, 国务院常务会议提出, 部分专项债可调整使用用途

时间	会议	内容
7月1日	国务院常务会议	决定着眼增强金融服务中小微企业能力, 允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金 。在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度, 允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式, 探索合理补充中小银行资本金的新途径。
7月15日	国务院常务会议	各地要加快专项债发行和使用, 支持“两新一重”、公共卫生设施建设, 可根据需要及时用于加强防灾减灾建设, 尽快形成实物工作量 , 确保项目质量。对项目短期内难以建设实施、确需调整资金用途的, 原则上要于9月底前完成并按程序报备。

资料来源: 中国政府网、开源证券研究所

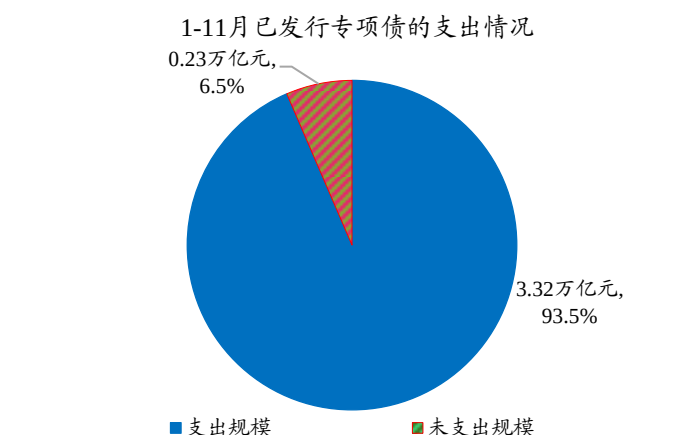
截至2020年11月底, 主要资金的下拨列支速度较快, 新增赤字、特别国债、专项债等, 并未大规模滞留。截至11月底, 新增赤字、特别国债等直达资金(共1.7万亿元)已经下达完毕, 80%以上的资金已经列支, 支出进度较快; 已发行专项债券资金支出3.32万亿元, 占发行规模的93.5%。总体来看, 2020年积极财政带来的资金增量, 均以较快的速度下拨, 并没有出现大规模的滞留。

图9: 新增赤字、特别国债等直达资金支出已超过80%



数据来源: 财政部、开源证券研究所

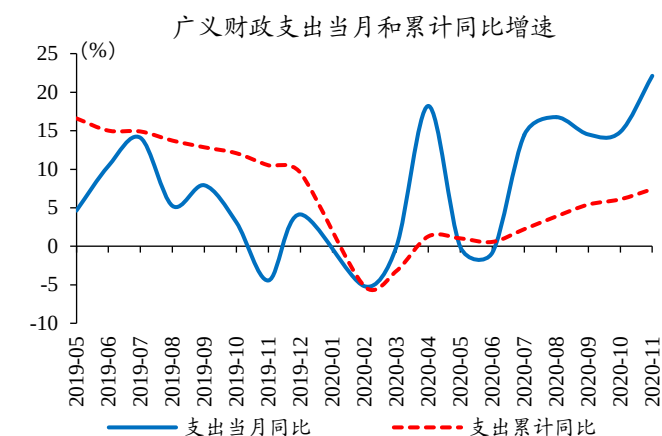
图10: 已发行专项债支出比例为93.5%, 快于序时进度



数据来源: 财政部、开源证券研究所

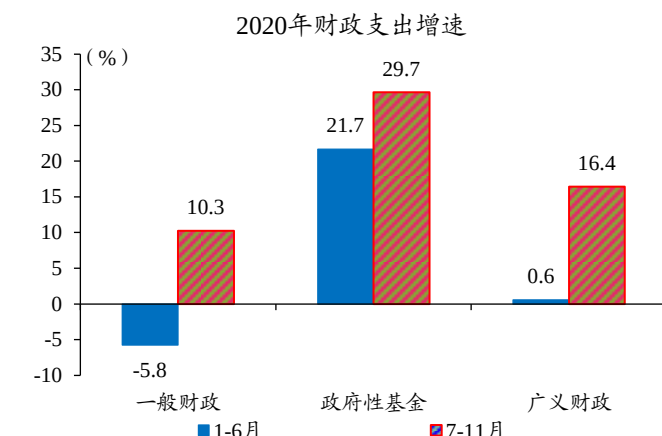
伴随积极财政的加快推进, 2020年年中以来, 广义财政支出增速维持高位, 11月累计同比增速达7.4%。2020年7-11月, 广义财政支出增速维持高位, 合计支出规模同比增长16.4%, 较上半年增速提高15.8个百分点。一般财政和政府性基金支出, 分别同比增长10%和30%左右。其中, 11月当月支出增速甚至达到22.1%, 创下年内新高。

图11: 2020 年年中以来, 广义财政支出快速抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2020 年 7-11 月, 广义财政政策增速达 16.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

12 月, 广义财政收入增速或将回落、支出保持较高增速, 当月形成大规模的赤字。收入端来看, 12 月一般财政收入通常和 11 月基本持平, 规模处于年内相对低点。受 2019 年较高基数影响, 12 月政府性基金收入增速或明显下降, 并拖累广义财政总体收入增速回落。支出端, 一般财政当月支出增速波动较大, 2020 年下半年, 一般财政支出增速大致在 0-20%之间波动。在政府债等支撑下, 2020 年季末, 政府性基金支出均会大幅扩张, 6 月和 9 月分别同比增长 4063 和 5306 亿元。中性情境下, 广义财政收入增长约 7%、支出增长超过 15%, 考虑政府债净融资, 支出总量将比收入总量超出 1.95 万亿元左右。

图13: 12 月一般财政收入通常和 11 月基本持平

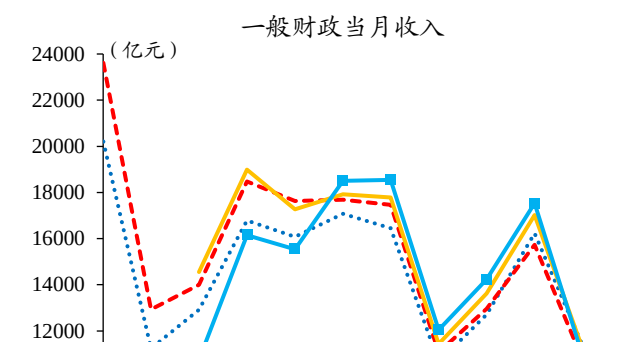
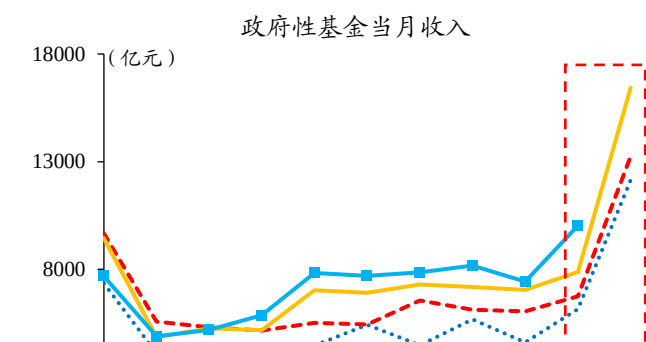


图14: 2019 年 12 月, 政府性基金收入基数较高



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_440

