分析师：沈彦東
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333（198）
邮箱：panyx@wanhesec.com

财政分析框架及 2020 年展望：内外兼长

主要观点：

2020 年在新冠疫情的笼罩下已悄然渡过三分之一，全球贸易遭到严重冲击，国内中小企业复工复产仍面临严峻挑战。本文旨在构建一个广义财政分析框架，从预算内外的构成、财政资金调转方式为切入口，总结当前财政运行情况，展望财政扩张的空间和措施。

我国传统预算框架围绕一般财政展开，一般公共预算和政府性基金预算收入分别占总预算收入的 60%和 20%左右。我国传统预算框架包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算以及社会保险基金预算。一般公共预算是预算内财政的主要调控工具，政府性基金预算是重要补充。**财税资金调转从不同维度出发，可分为跨期平衡、跨账户平衡和央地统筹协调三种机制，**也由于资金平衡机制的存在，在狭义预算赤字的基础上，可以拓展出狭义实际财政赤字、广义名义财政赤字、广义实际财政赤字等概念。**以城投债、政策性金融债、铁道债、PSL 等为代表的预算外财政与传统预算内财政共同构建“广义财政”。**2015 年之后由于去杆杠、清理地方政府隐性债务等政策推进，预算外财政明显收缩，2019 年在加强逆周期调节的背景下，预算外财政再度扩张，但较 2014 年峰值仍收缩了 1 万亿元的规模。

经济下行压力下预算内收入承压。一般公共预算和政府性基金预算收入与经济周期波动密切相关，预计二季度经济增长回到合理区间难度较大，2020 年预算内收入承压。**应对疫情冲击，社保收支缺口走阔，财政托底压力加大。**2 月，国家医保局、财政部、人社部等多部门对特定条件下的职工基本医疗保险费、基本养老、失业和工伤保险费用、公积金等方面做出减征或缓缴的安排，粗略估算 2020 年上半年社保减收 7000 亿元，社保基金的收支压力最终传导至一般公共预算。

我们认为，积极财政发力空间向内主要诉诸债务收入和金融央企利润上缴。粗略计算我国 2019 年末财政存量资金规模上限或为 17800 亿元，较 2018 年末减薄约 5000 亿。在财政余力收缩，常规收支难以平衡的背景下，预算内财政诉诸债务收入和非税收入增长。与 2019 年相比：1.**赤字率预计提高至 3-3.5%，**带来国债和一般债融资规模扩大 4000-10000 亿。**2.新增专项债融资规模预计达 3.5 万亿，**较 2019 年增加 1.35 万亿。**3.特别国债融资规模预计超 1 万亿。4.金融央企利润上缴有望贡献增量。**

向外或短期拓宽广义财政收入以支撑基建投资。主要通过政策性金融债扩容、次级债、特别国债等流动性补充带动银行表内信贷扩容、城投债发行或提速、非标边际降压以及标准化融资工具如基础设施 REITS 等多种渠道。

风险提示：政策落地不及预期

目录

一、 财政预算之辨 4

（一）预算内财政 4

（二）赤字与“余粮” 7

（三）广义财政 11

二、 财政运行之状——收支压力加大，“地主”余粮有限 13

（一）经济下行压力下预算内收入承压 13

（二）疫情冲击下收支压力显性化 14

三、 政策扩张之间——内外兼长 15

（一） 扩增预算内资金 15

（二） 增收预算外资金拉动基建逆周期 17

四、风险提示 18

图表 1 预算“四本帐”收入（亿元） 4
图表 2 预算“四本帐”支出（亿元） 4
图表 3 一般公共预算收支情况（亿元，%） 5
图表 4 一般公共预算收入构成（%，亿元） 5
图表 5 一般公共预算支出各类别占比 5
图表 6 政府性基金预算收支情况（亿元） 6
图表 7 政府性基金预算收入情况（亿元） 6
图表 8 跨期平衡和跨账户平衡机制 7
图表 9 2015-2019 年三大账簿收入支出及资金调入调出情况（亿元） 8
图表 10 2015-2019 年不同口径赤字规模（亿元） 9
图表 11 三大账本历年结余资金及累计存余资金规模（亿元） 10
图表 12 广义财政规模（亿元） 11
图表 13 预算内外财政增速 11
图表 14 城投债发行偿还量（亿元） 12
图表 15 城投债净融资额（亿元） 12
图表 16 政策性金融债发行规模（亿元） 12
图表 17 政策性金融债净融资额（亿元） 12
图表 18 PSL 提供资金规模（亿元） 13
图表 19 铁道债净融资额（亿元） 13
图表 20 工业增加值、工业企业利润 14
图表 21 房地产投资完成额（亿元） 14
图表 22 2020 年以来主要社保减免政策 14
图表 23 赤字率 16
图表 24 赤字额估算 16
图表 25 企业中长期贷款规模和基建增速（亿元，%） 17

2020 年在新冠疫情的笼罩下已悄然渡过三分之一，全球贸易遭到严重冲击，国内中小企业复工复产仍面临严峻挑战。2019 年财政减税降费超 2 万亿，财政余力已经有所减薄，在经济面临下行压力的情况下，此次疫情无疑加大了财政收支的压力。本文旨在构建一个广义财政分析框架，从预算内外的构成、财政资金调转方式为切入口，总结当前财政运行情况，展望财政扩张的空间和措施。

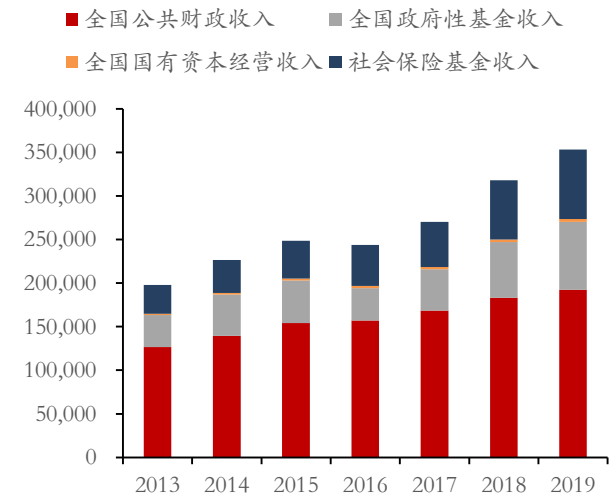
一、 财政预算之辨

（一）预算内财政

1. 四本账簿

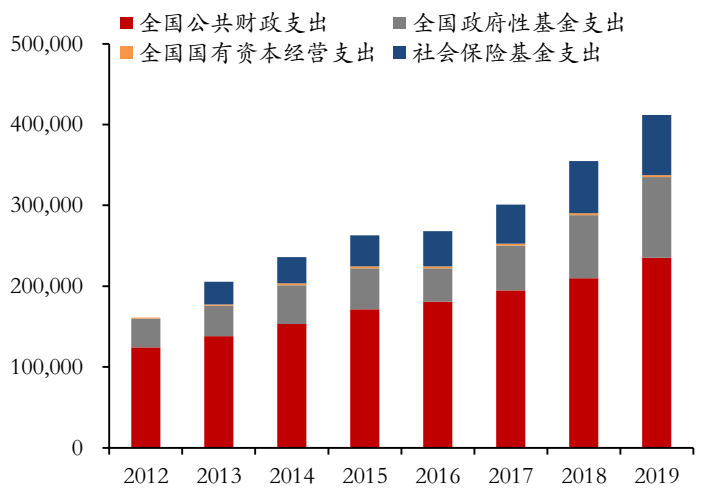
我国传统预算框架围绕一般财政展开，2014 年后我国开始形成“全口径预算”管理模式，也就是财政“四本账”，包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算以及社会保险基金预算,其中一般公共预算和政府性基金预算收入分别占总预算收入的 60%和 20%左右。

图表 1 预算“四本帐”收入（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 2 预算“四本帐”支出（亿元）



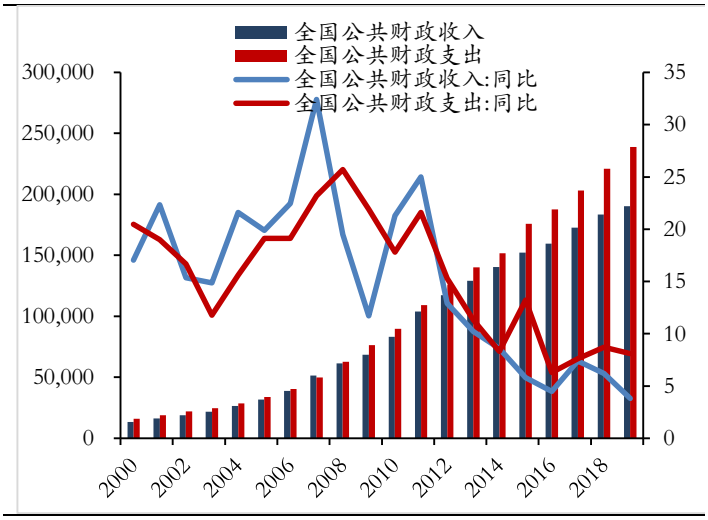
资料来源：Wind，万和证券研究所

1）一般公共预算是预算内财政的主要调控工具。一般公共预算以税收为主体，税收收入占一般预算收入的 80%，非税收收入主要包括国有资源有偿使用收入、教育费附加收入等专项收入、行政事业性收费以及国有资本经营收入（主要是金融央企利润上缴）等。

从支出来看，一般财政支出主要用于教育医疗、社会保障、国防和公共安全、国家机构运转等方面的公共开支。随着经济发展、人口结构变化和政府职能

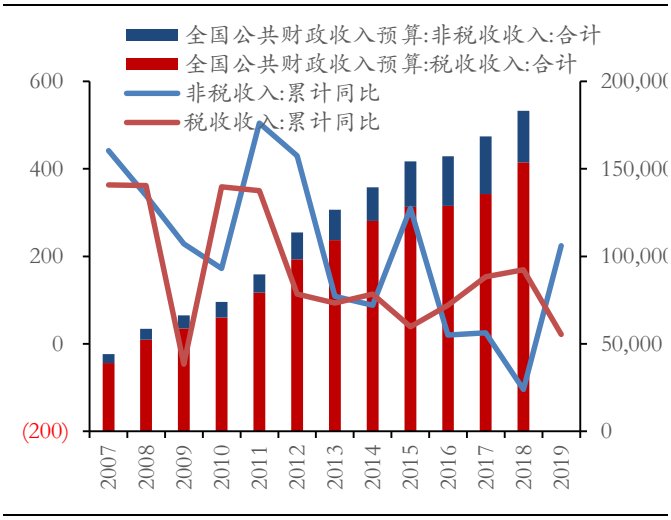
转变，2007 年以来公共服务类（包括一般公共服务、外交、国防、公共安全）财政支出占一般财政支出的比重不断下降，社保民生类（包括教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、住房保障）比重不断提升。2018 年，教育（14.98%）、社保就业（12.39%）、城乡社区事务（10.14%）等民生和基建类分项占一般财政支出比重最高，是我国当前财政支出的重点领域。

图表 3 一般公共预算收支情况（亿元，%）



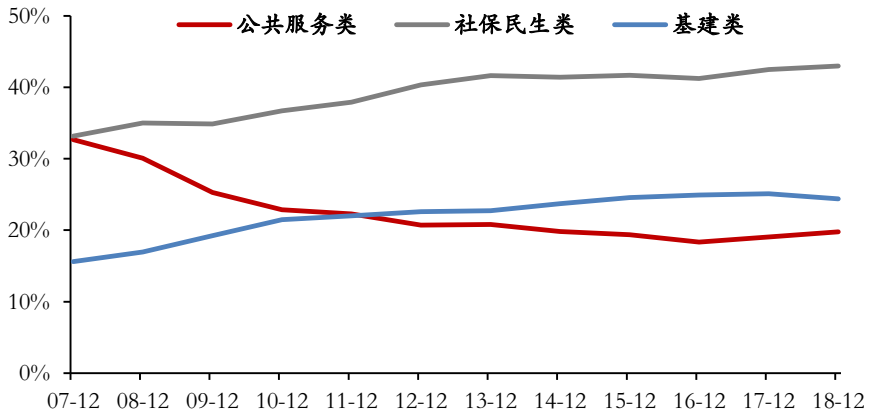
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4 一般公共预算收入构成（%，亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

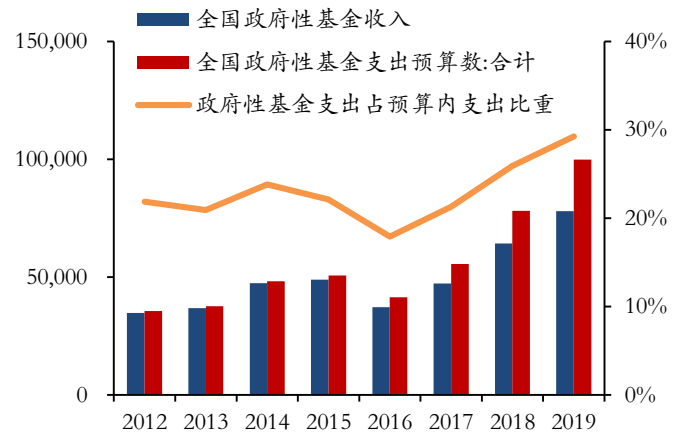
图表 5 一般公共预算支出各类别占比



资料来源：WIND、万和证券研究所

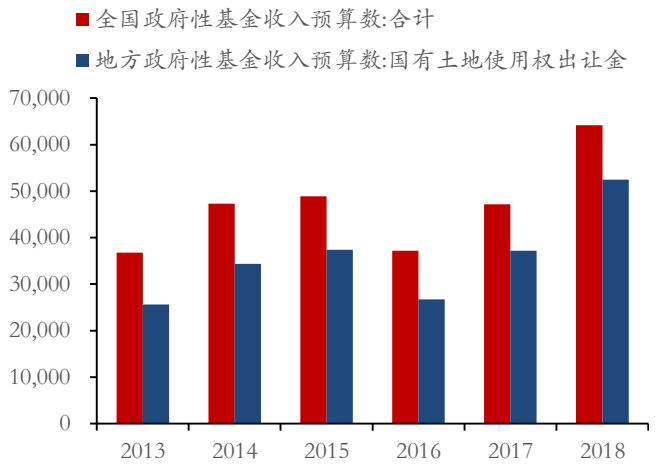
2）政府性基金预算是预算内财政的重要补充。政府性基金预算是专项用于特定公共事业发展的收支预算，收入中超过 70%来自地方政府性基金国有土地使用权出让金，是当前地方政府“土地财政”的重要体现，支出主要用于国有土地使用权出所需支出及土地“七通一平”等开支。2016-2019 年，政府性基金支出快速扩大，占预算支出的比重已接近三分之一。政府性基金遵循“以收定支”原则，但地方政府专项债可以作为收入。

图表 6 政府性基金预算收支情况（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 7 政府性基金预算收入情况（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

3）国有资本经营预算占总预算比重低。国有资本经营预算是对国有资本实行调整、分配而产生的收支预算。预算收入主要来自国有企业上缴的利润，支出主要投向资源勘探电力信息等事务、商业服务业等事务、交通运输等领域。国有资本经营预算收支规模均较小，较前两个账簿几乎可以忽略不计。

4）社会保险基金预算专项用于社保收支。社会保险基金预算记录基本医疗、养老、失业、工伤和生育险的收支情况，其中基本养老和医疗险收支占比在95%左右，其中基本养老险收支在五险中的占比超过60%，基本养老保险收支状况在较大程度上影响社保基金的收支。社保基金专项用于社会保险的收支预算，不能用于平衡一般公共预算，而一般公共预算和国有资本经营预算则会安排资金补充社保基金。

2. 三种资金平衡方式

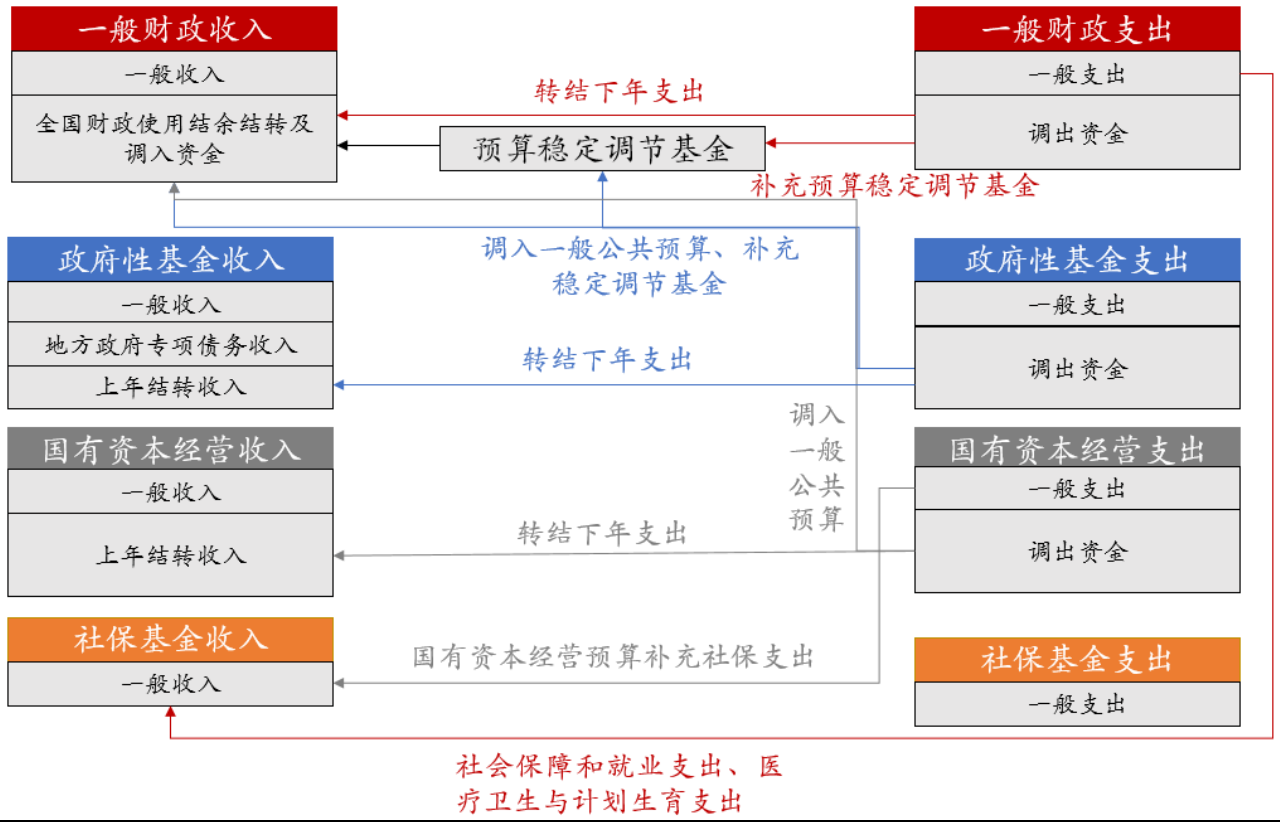
我国财税体系资金调转从不同维度出发，可分为跨期平衡、跨账户平衡和央地统筹协调三种机制。

1）跨期平衡机制。由于责权发生制下的项目极有可能跨年开展，存在当期收入未必完全用于支出，或者当期收入不足以覆盖当期支出而需要动用往年结余的情况。因此，在社保基金以外的三大账本中均设置了结转结余账户，并且在一般财政预算账户内设置了预算稳定调节基金，通过这些账户实现预算收入的跨期平衡。

2）跨账户平衡机制。2014年预算法要求四条预算线“保持完整、独立”，同时“政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算应当与一般公共预算相衔接”。四本帐存在一定的勾稽关系，从预算收支来看，一般财政、

国有资本经营均安排资金补贴或补充社保基金，政府性基金预算和国有资本经营预算在一般支出外调拨部分资金补充一般财政，政府性基金部分结转资金用于补充预算稳定调节基金。

图表 8 跨期平衡和跨账户平衡机制



资料来源：财政部、万和证券研究所

3）央地统筹机制。四个预算账本均分为中央和地方两极，包括中央对地方的转移支付和税收返还、地方上解收入、以及中央调剂基金的收支，其中中央对地方的划转规模远高于地方对中央划转。

（二）赤字与“余粮”

由于我国预算体系存在上述的跨期平衡和跨账户平衡机制，在狭义预算赤字的基础上，可以拓展出狭义实际财政赤字、广义名义财政赤字、广义实际财政赤字等概念。

1. 财政赤字

狭义预算赤字：规模等于当期计划新增的国债和地方一般债务余额。根据我国预算法，“四本帐”中只有一般公共预算支出大于收入的差额才列为赤字，其余三本账的收支缺口均不列赤字。狭义预算赤字等于当期的国债和地方一般债净融资额，用以弥补支出的不足，在决算时通过动用预算稳定调节基

金、结转结余资金等使得决算赤字与预算赤字相等。

狭义实际赤字：狭义预算赤字+全国财政使用结余结转及调入资金-补充预算稳定调节基金-结转下年支出。由于一般公共预算实际收支差额与预算赤字不相等，需要通过结转结余、预算稳定调节资金、政府性基金预算和国有资本经营预算等调整，以保持预算的稳定性和财政政策的连续性。狭义实际财政赤字衡量的是狭义口径的真实赤字规模，相较于名义值，更能体现财政的积极程度。

广义名义财政赤字=狭义预算赤字+地方政府专项债务收入。广义名义财政赤字规模是在一般公共预算的基础上，将政府性基金预算中地方政府发行的专项债纳入政府广义名义赤字。

广义实际财政赤字=狭义预算财政赤字+全国财政使用结余结转及调入资金-补充预算稳定调节基金+专项债券发行规模+上年结转（政府性基金）-政府性基金调出资金。将一般公共预算和政府性基金预算两个账户统筹来看，相比狭义实际赤字，调入资金中增加了政府性基金上年结转收入，调出资金中同样增加了政府性基金的结转下年支出和补充一般公共预算支出，即广义实际财政赤字=狭义预算财政赤字+预算稳定调节基金和结转结余中调入+从政府性基金预算中调入+从国有企业经营预算中调入-补充预算稳定调节基金-结转下年（一般财政）+专项债券发行规模+上年结转（政府性基金）-结转下年（政府性基金）-调出政府性基金预算=狭义预算财政赤字+全国财政使用结余结转及调入资金-补充预算稳定调节基金+专项债券发行规模+上年结转（政府性基金）-政府性基金调出资金。

图表 9　2015-2019 年三大账簿收入支出及资金调入调出情况（亿元）

	2019		2018		2017		2016		2015	
项目	预算数	决算	预算	决算数	预算	决算	预算	决算数	预算数	决算数

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_5357