

宏观专题

疫情下积极财政的空间和发力点

疫情冲击下，当前我国政策主基调明确为既要防疫也要稳增长，翻番仍是硬要求，2.21 政治局会议和 2.23 “17 万人”大会均提出“积极的财政政策要更加积极有为”。本文旨在从财政收支框架出发，剖析今年财政安排的可能方式和规模。

一、财政收支基本框架

财政收支：按是否纳入预算体制，我国财政可以分为狭义财政和广义财政。狭义财政主要包括一般公共预算收入、政府性基金收入、国有资本经营预算收入和社保基金收入。广义财政则再加入地方融资平台、政策性金融债、PSL 等准财政。

三大赤字：预算赤字率，年初政府工作报告公布的目标财政赤字率；决算赤字率，次年年中公布的经财政调节项调整后的赤字率，与预算赤字率很接近；实际赤字率，本年赤字（实际一般公共预算支出减收入）除以名义 GDP，15 年以来显著高于前两者。

二、积极财政还有多大空间？将以何种方式进行？

1) **扩支减收情况下，预算赤字率可能破 3%。**一般公共预算收入增速可能降至 3% 左右，主因疫情拖累企业营收和倒逼税费优惠。支出端预计有保有压，“保”在社会保障、医疗卫生、环保、住房、交通等支出；“压”在一般公共服务，预计全年增速在 6%-8%。综合收支，实际赤字率可能由 4.9% 升至 5.5% 左右，如果按照 2019 年实际赤字率超预算赤字率 2.1 个百分点的差值，今年预算赤字率破 3% 的概率较大。

2) **盘活存量资金是财政收入首选项。**测算表明，2020 年可用的前年结转余额可能在 1 万亿以上（中央层面可调入资金 1000 亿以上+地方财政结余近 9000 亿）；若 2020 年专项债扩容至 3.5 万亿，地方财政可调入一般预算的总资金可能超过 2 万亿。

3) **社保基金收入预计减少，但影响可能不大。**社保基金全年预计给企业减负超过 1 万亿元，在财政补助和国资划转的支撑下，预计社保收支压力可控。

4) **政府性基金方面，预计新增专项债扩容至 3.5 万亿左右甚至更高，土地出让金前低后高。**按照近两年新增专项债 60% 左右增幅，2020 年有望从 2.15 万亿扩容至 3.5 万亿甚至更高，投入基建领域占比从 2019 年的 25% 提至 68%。受疫情影响，2 月以来商品房成交量大降，拖累 Q1 土地出让金收入，Q2 之后有望回升，全年改善空间取决于房地产调控的实际松动幅度。我们继续维持各地房地产差异化松动的判断。

5) **准财政将发挥更大作用，重点是政策性金融债、PSL 等。**2 月以来，银保监会、央行相继发声发挥政策性金融作用，预计 2020 年政策性金融债净融资额同比有望增加 4000-6000 亿元，PSL 新增量有望回升至 2014-2019 年均值，即 6000 亿元上方。

6) **特别国债也有发行可能。**历史上长期建设国债在稳增长方面发挥了重要作用，预计今年亦有发行特别国债的可能，结合历史上长期建设国债发行规模占同期财政收入的 3.8%，今年可发行规模可能有 6000-8000 亿元。

综合看，今年要翻番 GDP 增速最低 5.6% 左右（也即名义增速约 7.6%），对应财政组合为：预算/决算赤字率 3.2%，新增专项债规模 3.5 万亿，动用结转结余和调入资金 2 万亿以上，实际赤字率 5.5% 以上。需注意的是，专项债和预算赤字是“此消彼长”的，即：若今年专项债规模显著高于 3.5 万亿，预算赤字率就可能不会“破 3”。

三、稳增长、保翻番，财政将投入哪些领域？

方向一：新老基建和高新制造。透过 2019 年底中央经济工作会议、2020 年各省两会和 0304 政治局常委会会议，以“铁公机”为主的传统基建，以 5G 网络、数据中心等为主的新型基建，以及战略性新兴产业、人工智能等高新制造将是国家重点支持的方向。经测算，老基建仍占主导，新基建为调结构方向，预计“新基建”投资占基建比重近 17%，以“新制造”“新基建”为主的“新经济”投资贡献率为 5% 左右。

方向二：精准扶贫。决战脱贫攻坚的最后一年，政策预计在四方面加大力度：稳定一般财政农林水事务支出；深化土地改革；保障农业生产；稳定农民工就业。

方向三：疫情相关地区和行业。有四大方向：疫情防控直接补助、疫情防控重点企业贴息、阶段性减税降费、重点领域（就业、环保等）财政补助。

风险提示：疫情超预期演化、经济超预期下行、财政宽松大幅超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《稳增长的方向和手段已定—17 万人大会解读》
2020-02-24
- 2、《9 天后再开政治局会议，有哪些增量信号？》
2020-02-22
- 3、《春天的号角—2.12 政治局会议解读》2020-02-13
- 4、《全面评估疫情对经济、政策、资本市场的影响》
2020-02-02



内容目录

财政收支基本框架.....	3
积极财政还有多大空间？将以何种方式进行？.....	5
扩支减收情况下，预算赤字率可能破 3%	5
盘活存量资金是财政收入首选项，可用前年结转余额可能在 1 万亿以上	7
社保基金收入预计减少，但总体影响不大.....	9
政府性基金方面，预计新增专项债扩容至 3.5 万亿左右甚至更高，土地出让金改善幅度取决于地产调控政策	9
准财政将发挥更大作用，重点是政策性金融债、PSL 等	11
特别国债也有发行可能，规模在 6000-8000 亿元	13
维稳经济，积极财政将投入哪些领域？	14
方向一：新基建和高新制造是今年重点支持领域，对经济拉动能有多大？	14
方向二：脱贫攻坚决战之年，财政会如何支持精准扶贫？	18
方向三：防控疫情是短期重点，相关支持有多大力度？	19
风险提示	22

图表目录

图表 1: 疫情下 2020 年积极财政的空间和发力点预测.....	3
图表 2: 我国财政收入分类概述	4
图表 3: 赤字率概念和公式	5
图表 4: 2015 年以来，实际赤字率显著高于预算和决算赤字率	5
图表 5: 公共财政收入与名义 GDP 增速相关	6
图表 6: 近些年第三产业税收占比提升至 50% 以上	6
图表 7: 2020 年财政支出预计有保有压.....	6
图表 8: 历年预算财政一览.....	7
图表 9: 历年地方财政结转结余和 2020 年可调入一般公共预算的地方财政资金测算.....	8
图表 10: 历年决算财政一览及 2020 年一般公共预算收支预测	8
图表 11: 截至 2019 年的社保基金滚存结余预计在 9 万亿以上	9
图表 12: 近些年财政对社会保险基金的补助在 7000-8000 亿元	9
图表 13: 历年新增专项债限额和 2020 年预测	10
图表 14: 2020 年 1-2 月投入传统基建领域占比提至 68%.....	10
图表 15: 2019 年投入基建领域的专项债占比大约为 25%.....	10
图表 16: 土地出让金与房地产土地市场密切相关	11
图表 17: 短期商品房成交增速下滑拖累土地成交	11
图表 18: 历年政策性金融债净融资额.....	12
图表 19: 2014-2019 年，PSL 平均新增量为 6077.67 亿元	12
图表 20: 各类政府债券特征对比	13
图表 21: 2020 年各省重大项目统计.....	15
图表 22: 疫情爆发以来国家重要会议关于稳增长的部署	16
图表 23: 新基建占比测算	17
图表 24: 新经济对 GDP 贡献率测算.....	17
图表 25: 2 月中旬以来国家关于脱贫攻坚的部署.....	18
图表 26: 一般公共预算安排的农林水事务支出有望稳定增长	19
图表 27: 农民工以外地务工为主，受疫情影响较大.....	19
图表 28: 疫情以来颁布的财政政策	20

面对新冠疫情对经济造成的严重冲击,当前我国政策主基调明确为既要防疫也要稳增长,翻番仍是硬要求,2月21日政治局会议和2月23日“17万人”大会均指出“积极的财政政策要更加积极有为”。那么,在减税降费和扩大支出的双重制约下,积极财政还有多大空间?将以何种方式进行?发力点在哪些领域?

研究思路: 从财政收支框架出发,剖析财政安排的可能方式和规模。总体看,通过分析我国狭义财政和准财政的空间,2020年我国一般公共预算收入增速大概率维持低位、社保基金减少、城投债和PPP维持平稳。为此,扩大财政弹性空间的可行手段包括:适度调高预算赤字率,盘活存量资金(即财政收入调节项),专项债扩容,发挥政策性金融和PSL作用,发行特别国债等等。

核心判断: 目前来看,今年翻番的小康目标要求下,预计2020年实际GDP增速最低需要5.6%左右,对应名义GDP增速7.6%左右。对应的,财政发力的一个可能组合:预算赤字率(决算赤字率)3.2%,新增专项债规模3.5万亿,动用结转结余和调入资金2万亿以上,实际赤字率达到5.5%以上,政策性金融债(净融资额同比增加4000-6000亿元)和PSL(新增量在6000亿元以上)发力。动态调整的空间在于专项债规模可继续扩容,对应预算赤字率提升幅度可缩小。此外,也有发行特别国债的可能,根据历史上长期建设国债发行规模占同期财政收入3.8%的比例,今年特别国债发行规模可能有6000-8000亿元,并可作为中央政府调节赤字率的措施之一。

图表1: 疫情下2020年积极财政的空间和发力点预测

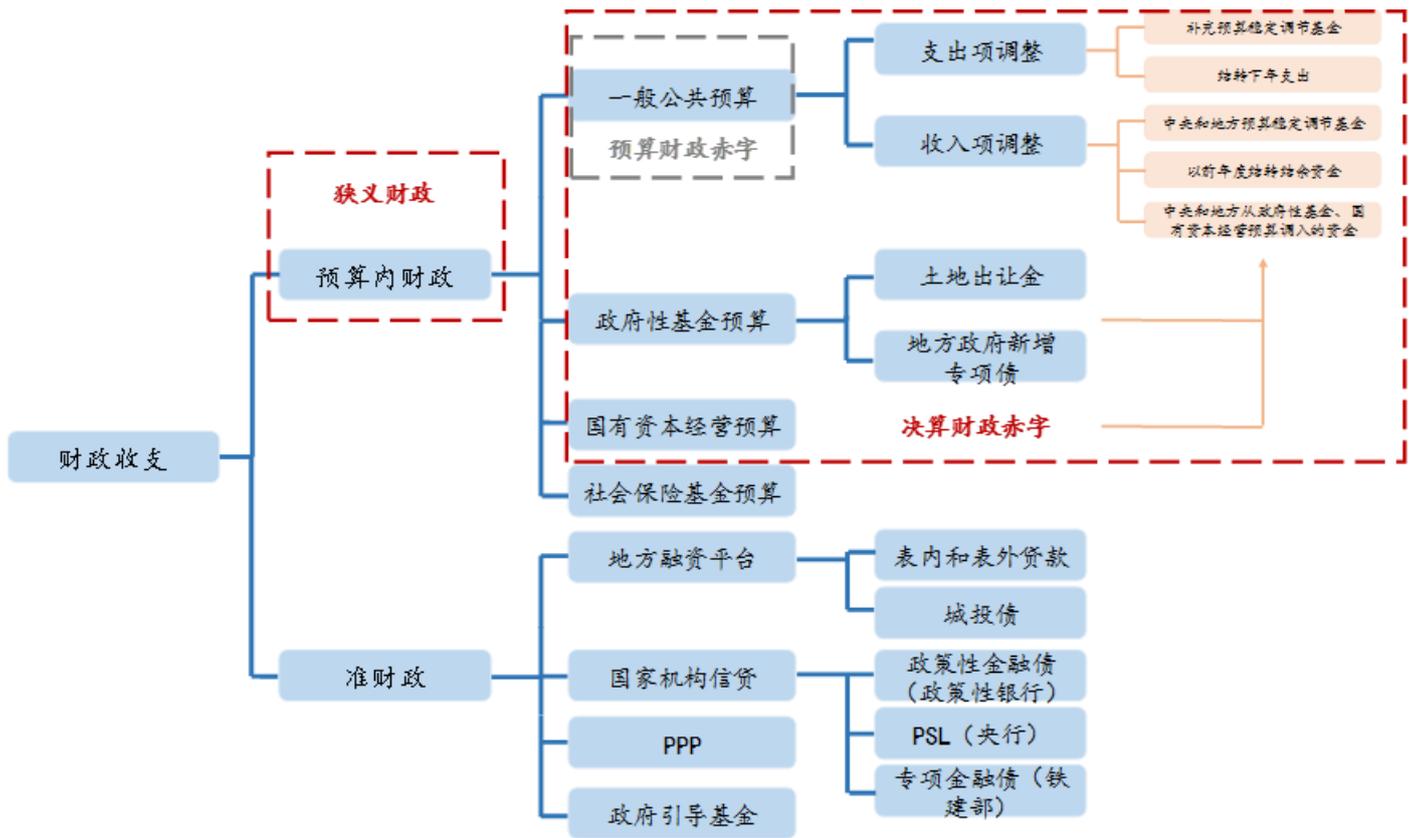
	预算/决算 财政赤字率 (%)	实际赤字率 (%)	一般公共 预算收入 增速 (%)	一般公共 预算支出 增速 (%)	地方政府 新增专项 债 (亿元)	政策性金 融债净融 资额 (亿元)	新增抵押 补充贷款 (PSL) (亿元)	特别国债 (亿元)
2014	2.1	1.8	8.6	8.3		10500	3831	
2015	2.4	3.4	8.5	15.9		10678	6981	
2016	2.9	3.8	4.8	6.8	4000	14599	9714	1998-2008 发行
2017	2.9	3.7	8.1	8.2	8000	12023	6350	11300 亿元
2018	2.6	4.1	6.2	8.8	13500	9903	6920	
2019	2.8	4.9	3.8	8.1	21500	13853	2670	
2020E	3.2	5.5	2.8	6.3	35000	18853	6000	6000-8000 亿元

资料来源: 财政部, wind, 国盛证券研究所预测 注: 2020年红字为预测值。

财政收支基本框架

我国财政收支分类概述。按是否纳入预算体制,我国财政可以分为狭义财政和广义财政。狭义财政主要包括一般公共预算收入、政府性基金收入、国有资本经营预算收入和社保基金收入。广义财政在狭义财政基础上,加入准财政收入,即不纳入财政预算体系,但与政府信用相关的地方融资平台(包括银行抵押贷款、城投债)、政策性金融债、专项金融债、PSL、PPP、政府引导基金等。

图表 2: 我国财政收入分类概述



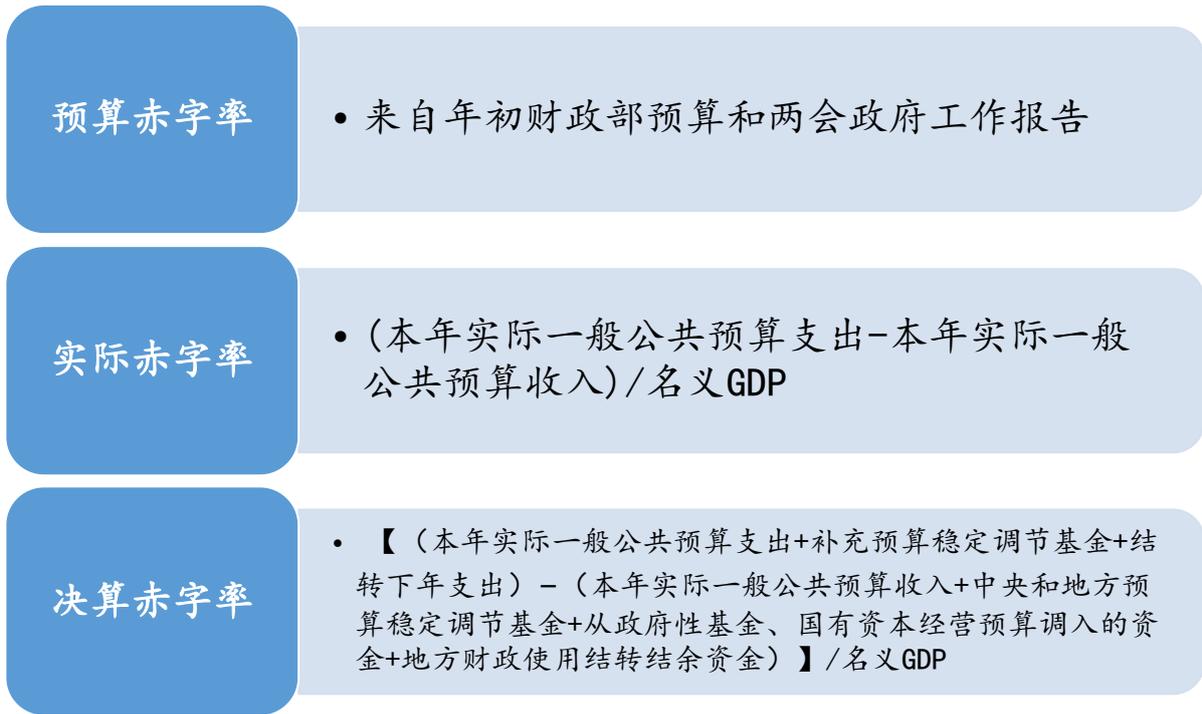
资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

考虑财政空间之前, 还需明确预算赤字率、决算赤字率、实际赤字率的区别。

- 1) 预算赤字率: 每年年初政府工作报告公布的目标财政赤字率, 具体的财政收入、支出和赤字规模可查询财政部 3 月公布的本年中央和地方预算草案报告。
- 2) 实际赤字率: 本年赤字(实际发生的一般公共预算支出减去收入)除以本年名义 GDP。
- 3) 决算赤字率: 调整后的赤字率, 于次年 7 月财政部决算报告发布。一般是在实际赤字的基础上, 用财政调节项调整收入和支出, 得到一般公共预算支出和收入的最终总量。其中, 调整财政支出的调节项一般包含补充预算稳定调节基金、结转下年支出等、地方政府债券还本支出; 调整财政收入的调节项一般包含中央和地方预算稳定调节基金, 从政府性基金、国有资本经营预算调入的资金, 以及地方财政使用的以前年度结转结余资金。

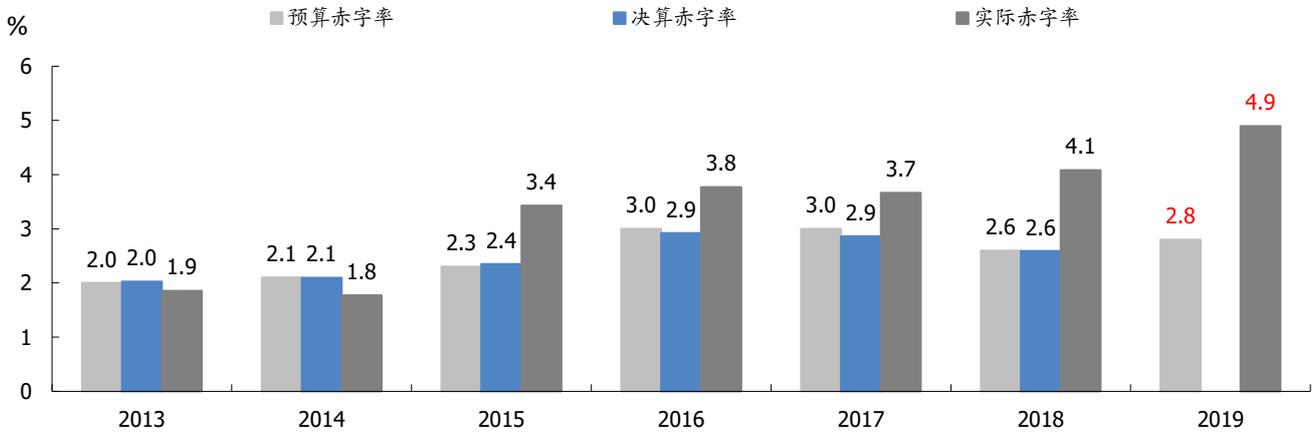
通常, 调整后的决算赤字率与预算赤字率非常接近, 2015 年之后, 实际赤字率则显著高于预算和决算赤字率, 2019 年达到了 4.9%。因此, 预算内的实际赤字率的空间还在于财政结转结余资金和年底可以调入一般预算收入的资金。

图表3: 赤字率概念和公式



资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

图表4: 2015年以来, 实际赤字率显著高于预算和决算赤字率



资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

从政策层面来看, 2020年一般公共预算收入增速大概率维持低位、社保基金减少、城投债和PPP维持平稳, 那么财政的弹性空间来源于适度调高预算赤字、盘活存量资金(即财政收入调节项)、专项债扩容、政策性金融债、PSL、发行特别国债等。

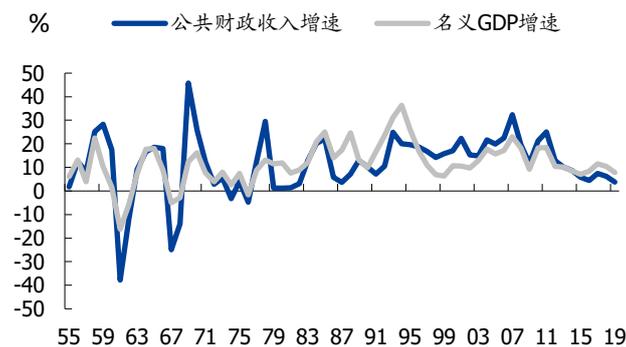
积极财政还有多大空间? 将以何种方式进行?

扩支减收情况下, 预算赤字率可能破3%

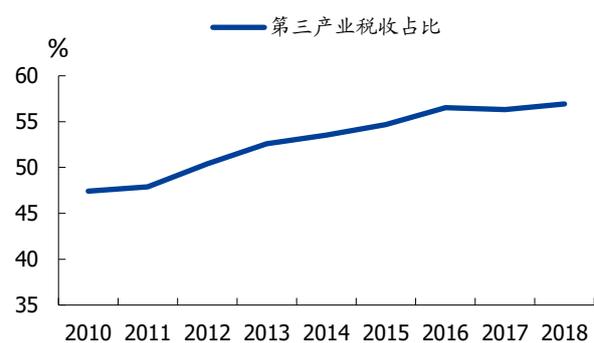
对于收入端, 疫情将减少一般公共预算收入, 且主要从税收收入减少体现。一般情况下,

公共财政收入增速与名义GDP增速相匹配,2015-2019年前者占后者比重平均为62%,假设疫情影响下2020年名义GDP增速在7.6%左右,则2020年公共财政收入增速理论值在4.7%左右。此外,还要考虑两点:1)疫情可能加重了税收收入的被动减少,特别是疫情对三产营收拖累较多,而三产税收占比也偏高。截至2018年,第三产业税收占比为56.93%,测算表明疫情可能额外拖累税收收入600多亿元。2)疫情冲击下国家主动减税。截至2月29日,国家已经先后推出三批税费优惠政策,包括疫情防控、减轻企业社保费负担、小微企业减税等。根据《证券日报》援引中国财政预算绩效专委会专家预测,这些措施将为企业减税降费7000亿元左右。考虑到社保费不包含在财政公共预算收入内,针对疫情的减税金额可能在2000-3000亿元。综合以上,2020年公共财政收入增速可能降至3%左右。

图表5: 公共财政收入与名义GDP增速相关



图表6: 近些年第三产业税收占比提升至50%以上



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于支出端,2020年公共财政支出预计体现“有保有压”的特点。“保”的部分:疫情冲击小微企业背景下,可能加大社会保障和就业支出;疫情本身会加大卫生健康、医疗卫生与计划生育、节能环保等领域支出;根据各地已经召开的两会和近期各省市投资计划,预计财政将适当加大在住房保障、城乡社区、交通运输等方面的支出,当然基建类领域预计会主要通过准财政投入加以支持。“压”的部分:大概率压降一般公共服务支出以腾挪空间。我们测算2020年财政支出增速大概率在6%-8%之间,财政收入制约下,预算内财政发挥空间相对有限。

综合以上,2020年不考虑财政调节项的实际赤字率可能由2019年的4.9%升至5.5%左右,如果按照2019年实际赤字率高于预算赤字率2.1个百分点的差值,2020年预算赤字率破3%的压力较大。而预算赤字提高的实际空间在于调节项能够补充多少。

图表7: 2020年财政支出预计有保有压

单位: %	公共财政支出	一般公共服务	住房保障	教育	科学技术	文化旅游体育与传媒	文化体育与传媒	社会保障和就业	卫生健康	医疗卫生与计划生育	节能环保	城乡社区事务	农林水事务	交通运输	粮油物资储备等管理事务	资源勘探电力信息等事务	金融监管	债务付息
2019增速	8.10	—	—	8.50	14.40	2.30	—	9.30	10.00	—	18.20	16.10	6.30	1.20	—	—	—	12.60
2020增速预期	6.26	5.00	16.30	5.00	10.00	7.60	14.66	2.30	5.58	20.00	18.00	16.00	23.00	18.00	8.90	5.00	2.10	0.37
2020调整方向	降低	降低	加大	平稳	平稳	平稳	平稳	加大	加大	加大	加大	加大	加大	加大	平稳	平稳	平稳	平稳
过去5年均值(缺失数据忽略)	9.34	9.23	10.42	9.23	9.10	7.64	14.66	2.30	5.58	13.04	10.00	11.23	18.42	14.10	8.98	1.10	2.13	0.37
历史最高值	25.40	19.00	27.90	19.00	60.80	32.70	33.00	2.30	31.60	33.70	10.00	40.60	42.90	29.80	44.92	72.41	41.30	21.40

资料来源: 财政部, 国盛证券研究所预测

盘活存量资金是财政收入首选项，可用前年结转余额可能在1万亿以上

根据上述分析，预算赤字和实际赤字之差，在于财政调节项对于实际财政收入和支出的调整。统计发现，2013-2018年，调节财政支出的补充预算稳定调节基金和结转下年支出在800亿元-3000亿元之间，体量较小，因此本文不展开分析。本文主要分析收入端的结转余额和调入资金可缓解多大的财政压力。

图表8：历年预算财政一览

单位：亿元	年初预算： 一般公共预算支出	年初预算： 地方政府 债券还本 支出	年初预算： 一般公共预算 支出 总量	年初预算： 一般公共预算 收入	年初预算： 结转结余 和调入资 金	年初预算： 一般公共 预算收入 总量	预算财政 赤字	政府工作 报告公布 的预算财 政赤字率 (%)
2013	138246	1384	139630	126630	1000	127630	12000	2.0
2014	153037	993	154030	139530	1000	140530	13500	2.1
2015	171500		171500	154300	1000	155300	16200	2.3
2016	180715		180715	157200	1715	158915	21800	3.0
2017	194863		194863	168630	2433	171063	23800	3.0
2018	209830		209830	183177	2853	186030	23800	2.6
2019	235244		235244	192500	15144	207644	27600	2.8

资料来源：财政部，国盛证券研究所 注：假设今年是t年，每年3月中下旬，财政部公布《关于t-1年中央和地方预算执行报告情况与t年中央和地方预算草案报告》，7月发布t-1年决算报告（包括t-1年预算值和决算值）。这里2017年之前数据来源于决算报告，2018年之后数据来源于年初预算草案报告。全国财政使用结转结余及调入资金，是中央和地方财政按照建立跨年度预算平衡机制、推进财政资金统筹使用以及盘活财政存量资金等要求，从预算稳定调节基金、政府性基金预算、国有资本经营预算调入的资金，以及地方财政使用的以前年度结转结余资金（按照现行规定，地方财政结转结余资金当年不列预算支出，在以后年度实际使用时再列预算支出）。

中央可调入资金预计在1000亿元以上。根据财政部《关于2018年中央和地方预算执行报告情况与2019年中央和地方预算草案报告》，2019年底中央预算稳定调节基金余额可能为963.99亿元¹。2017-2019年²从中央政府性基金调入全国一般公共预算收入的资金平均为10.68亿元，从中央国有资本经营预算调入的资金平均为322.77亿元。以上三者相加为1297.44亿元，因此保守估计2020年从中央预算稳定调节基金、中央政府性基金、中央国有资本经营预算调入的资金在1000亿元以上。

地方财政结余资金近9000亿元。地方可调入资金分为地方预算稳定基金、地方政府性基金（包括新增专项债）、地方国有资本经营预算和结转结余资金。根据2017年全国决算报告，2016年末地方财政结转结余资金为9246亿元，2017-2019年³地方使用结转结余及调入资金分别为8407.15亿元、12319.8亿元、11950亿元；同期地方政府性基金分别实现盈余8355.49亿元、8331.33亿元、13724亿元；地方国有资本经营预算分别实现盈余356.66亿元、527.11亿元、1024亿元。当年盈余除调入当年一般财政收入预算外，其余可结转至下年。如果不考虑地方预算稳定调节基金规模，至2019年底的地方财政结转余额近9000亿元。

¹ 由于2019年全国财政决算尚未出台，这一余额为2019年初财政部预测的至2019年底中央预算稳定调节基金余额，与实际余额可能有出入。

² 2017-2018年数据来自于当年预算执行报告，2019年数据来自当年预算草案报告。

³ 2017年数据来自于2017年全国财政决算报告，2018年数据来自于《关于2018年中央和地方预算执行报告情况与2019年中央和地方预算草案报告》，2019年数据来自于《关于2018年中央和地方预算执行报告情况与2019年中央和地方预算草案报告》。

图表 9: 历年地方财政结转结余和 2020 年可调入一般公共预算的地方财政资金测算

地方可 调入资 金测算 (亿 元)	地方预算 稳定调节 基金	地方政府性基金				国有资本经营预算					结转结余	
		收入(不 包括专项 债)	地方政府 新增专项 债	支出	盈余	收入	支出	盈余			支出	余额
								盈余合 计	调出 资金	结转 下年		
2015	暂不考虑											9391.0
2016		43575.3	4000.0	43996.1	3579.3	1692.3	1218.4	473.9	305.4	168.5	5911.3	9246.0
2017		58640.5	8000.0	58285.0	8355.5	1605.6	1249.0	356.7	356.7	134.9	8407.2	9551.0
2018		72304.1	13500.0	77472.8	8331.3	1661.5	1134.4	527.1	432.5	229.5	12319.8	6089.7
2019		80476.0	21500.0	88252.0	13724.0	2324.0	1300.0	1024.0	580.9	672.7	11950.0	8887.7
2020E		86592.2	35000.0	101489.8	20102.4	1600.0	1200.0	400.0	580.9	491.8	24000.0	5390.0

资料来源: 财政部, 国盛证券研究所 注: 1) 2017 年之前数据来源于决算报告, 2018 年数据来源于《关于 2018 年中央和地方预算执行报告情况与 2019 年中央和地方预算草案报告》, 2019 年数据来源于 2020 年 2 月发布的 2019 年财政收支数据和《关于 2018 年中央和地方预算执行报告情况与 2019 年中央和地方预算草案报告》, 2020 年为国盛宏观预测值。2) 标黄单元格为根据已知数据的推算数据, 红字为纯假设和预测值。3) 根据现行规定, 地方财政结转结余当年不列预算支出, 在以后年度实际使用时再列预算支出。

截至 2019 年末, 可调入一般财政预算收入的中央财政资金和地方财政结余共计可能在 1 万亿以上。事实上, 随着 2017 年以来专项债的扩容, 每年地方政府性基金盈余显著增加, 可调入一般财政预算收入的金额也越来越多。中央和地方合计来看, 每年动用的结转结余和调入资金从 2013 年的 1600 亿元大幅升至 2019 年的 1.5 万亿以上⁴, 增长了近 10 倍。假设 2020 年专项债扩容至 3.5 万亿, 那么地方财政调入一般预算收入的资金可能超过 2 万亿元, 这也为实际赤字的提高, 预算赤字(或决算赤字)的稳定创造了条件。

图表 10: 历年决算财政一览及 2020 年一般公共预算收支预测

单位: 亿元	一般公 共预算 支出	结转下 年支出		一般公 共预算 收入	动用结 转结余 +调入 资金	一般公 共预算 收入总 量	决算财 政赤字	包含调节项 的决算财政 赤字率(%)	不包含 调节项 的实际 赤字率 (%)	决算收 入增速 (%)	决算支 出增速 (%)	名义 GDP
		+补充 预算稳 定调节 基金	一般公 共预算 支出总 量									
2013	140212	2591	142803	129210	1593	130803	12000	2.0	1.9			592963
2014	151786	3084	154870	140370	1000	141370	13500	2.1	1.8	8.6	8.3	643563
2015	175878	828	176705	152269	8236	160505	16200	2.4	3.4	8.5	15.9	688858
2016	187755	876	188631	159605	7226	166831	21800	2.9	3.8	4.8	6.8	746395

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_6715

