2021 年 01 月 28 日

宏观研究团队

2020 年财政：支出扩张，“退潮”不改

——宏观经济点评

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **2020 年广义财政积极发力，支出增速达 10.1%，已超过 2016 和 2019 年增速**

2020 年，财政政策多措并举、积极发力，广义财政支出增速超过 10%。2020 年广义财政支出 36.4 万亿元，同比增长 10.1%，增速较 2019 年提高 0.6 个百分点。其中，一般财政支出增速 2.8%、下滑 5.3 个百分点；政府性基金支出增长 29.2%、增速大幅提高 15.8 个百分点。地方专项债、特别国债等，对财政扩张支撑明显。

政府债务收入的大幅扩张，叠加疫情影响下的支出后移，2020 年财政结余规模有所增加。2020 年广义财政各项收入合计 37.2 万亿元左右，超过广义财政支出约 8000 亿元。主要受前期疫情影响下财政支出偏慢、部分资金“沉淀”等影响。从总量来看，资金结余对全年广义支出增速扰动约 2 个百分点，影响相对有限。

● **积极财政下的债务扩张，抬升了政府杠杆率，2021 年地方债或难以大幅增加**

2020 年，财政通过债务来扩张广义赤字，杠杆率快速上行；地方政府债务率已突破 90%。受大规模政府债务的支撑，2020 年广义赤字 8.7 万亿元、广义赤字率达 8.6%。其中地方政府债务率约 93.3%，较 2019 年抬升 10.4 个百分点，距离 100%的国际通行警戒线较近。债务率等约束下，2021 年地方债或难以大幅扩张。

2021 年政策“退潮”背景下，广义财政支出空间，将明显回落。2021 年积极的财政政策要“提质增效、更可持续”。其中，“提质增效”侧重优化结构、加强管理，淡化总量扩张；“更可持续”则从支出规模和政策力度着眼，“保持政府总体杠杆率基本稳定”。近期政策表态显示，“退潮”方向已定，广义财政空间将显著收窄。

● **伴随政策“退潮”和调控收紧，土地收入支撑下的政府性基金高增或难以为继**

一般财政来看，受益于稳增长政策外溢效应的税收增幅最大，防疫、民生等领域支出得到重点保障。2020 年一般财政收入下降 3.9%，而印花税、契税、个税等均实现了 2 位数增长，除了个税受 2019 年个税改革带来基数支撑外，另外两项分别对应股市房地产市场的高景气。2020 年一般财政支出同比增长 2.8%，其中卫生健康、社保就业支出增幅分别达到 15.2%和 10.9%，大幅高于总体支出增速。

政府性基金收入大超预算，伴随地产政策收紧，基金收入高增或难维继。2020 年，政府性基金收入增长 10.6%，比预算增速高 14.2 个百分点，其中地方政府性基金收入增速超过 2019 年，卖地收入形成明显支撑。当前，中央已将住房问题提到很高的政策高度，地方相继出台举措加强地产调控，2021 年土地收入或将回落。

重申开源宏观观点：从“加”杠杆到“稳”杠杆的过程中，政府行为对信用环境的拉动，趋于减弱。2020 年提高赤字率、特别国债与专项债的大幅扩容等，更多是特殊时期的应急手段、并非常态；地方债的债务率，亦已接近 100%预警线。伴随着政策回归“常态”，2021 年相较 2020 年，广义财政支出空间或显著收窄。

● **风险提示：**宏观经济或财政政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-城市住房问题，值得提到更高位置》-2021.1.26

《宏观经济专题-比特币 vs 黄金，避险属性探究》-2021.1.23

《宏观经济点评-三大分化，透露的中期线索》-2021.1.18

目　录

1、 2020 年广义财政积极发力，增速超 10%.....3
2、 地方政府债务率快速抬升、制约举债空间.....3
3、 房地产政策收紧，基金收入高增或难维继.....4
4、 风险提示.....6

图表目录

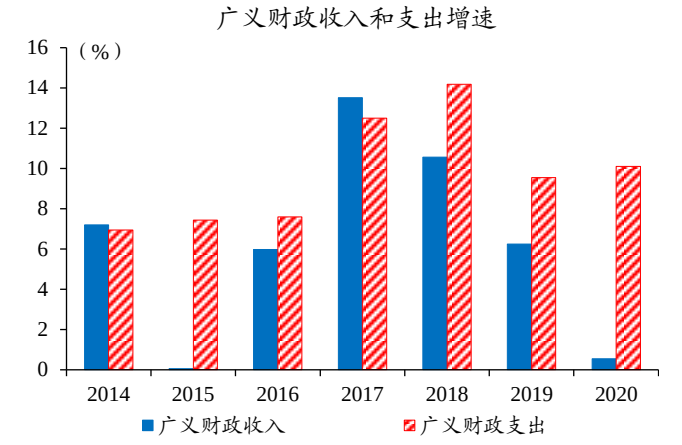
图 1: 2020 年，广义财政支出增速超过 10%.....3
图 2: 2020 年，财政支出增速回落、基金支出增速上升.....3
图 3: 2020 年各类政府债规模较 2019 年增加 73%.....3
图 4: 疫情期间，财政支出进度受到影响.....3
图 5: 2020 年，广义财政赤字大幅扩张.....4
图 6: 地方政府债务率超过 90%.....4
图 7: 2020 年，印花税和契税收入增速较高.....5
图 8: 2020 年，卫生健康、社保就业支出增速较高.....5
图 9: 2020 年，土地出让收入大幅增长.....5
图 10: 2020 年下半年，土地成交已经开始回落.....5

表 1: 财政政策提质增效、更可持续.....4
表 2: 地方政府加强房地产市场调控.....5

1、 2020 年广义财政积极发力，增速超 10%

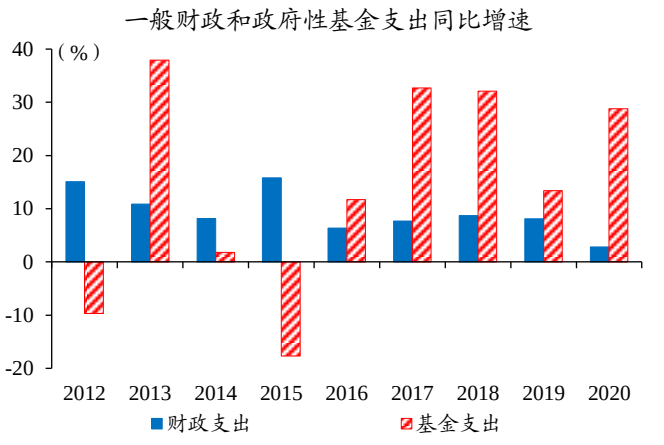
2020 年，财政政策多措并举、积极发力，广义财政支出增速超过 10%。2020 年广义财政支出 36.4 万亿元，同比增长 10.1%，增速较 2019 年提高 0.6 个百分点。其中，一般财政支出增速 2.8%、下滑 5.3 个百分点；政府性基金支出增长 29.2%、增速大幅提高 15.8 个百分点。地方专项债、特别国债等，对财政扩张支撑明显。

图1：2020 年，广义财政支出增速超过 10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

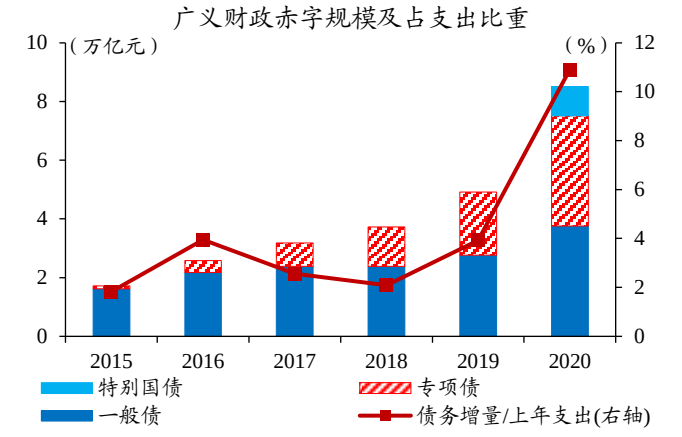
图2：2020 年，财政支出增速回落、基金支出增速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

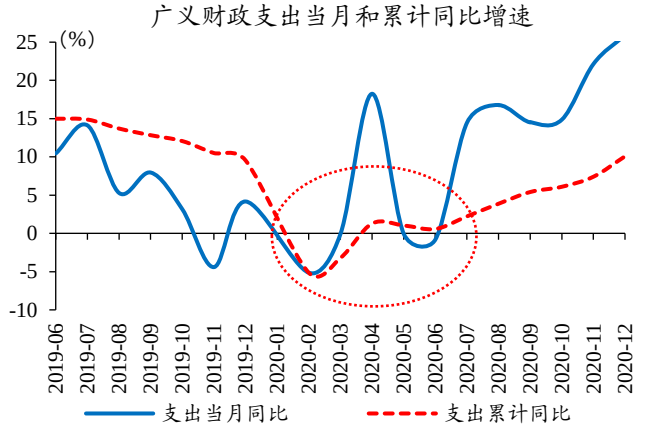
政府债务收入的大幅扩张，叠加疫情影响下的支出后移，2020 年财政结余规模有所增加。2020 年广义财政各项收入合计 37.2 万亿元左右，超过广义财政支出约 8000 亿元。主要受前期疫情影响下财政支出偏慢、部分资金“沉淀”等影响。从总量来看，资金结余对全年广义支出增速扰动约 2 个百分点，影响相对有限。

图3：2020 年各类政府债规模较 2019 年增加 73%



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图4：疫情期间，财政支出进度受到影响



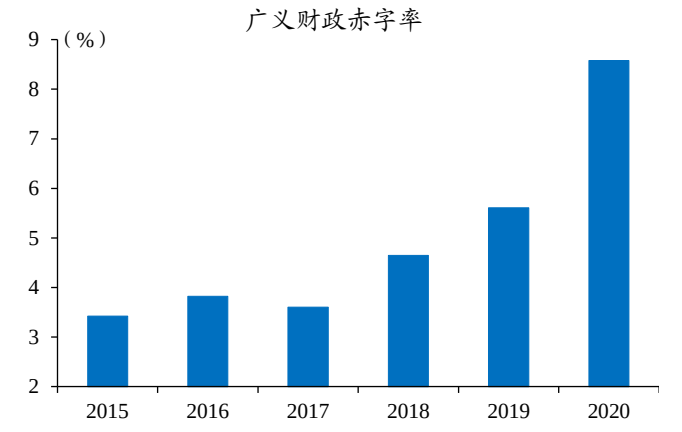
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 地方政府债务率快速抬升、制约举债空间

2020 年，财政通过债务来扩张广义赤字，杠杆率快速上行；地方政府债务率已突破 90%。受大规模政府债务的支撑，2020 年广义赤字 8.7 万亿元、广义赤字率达

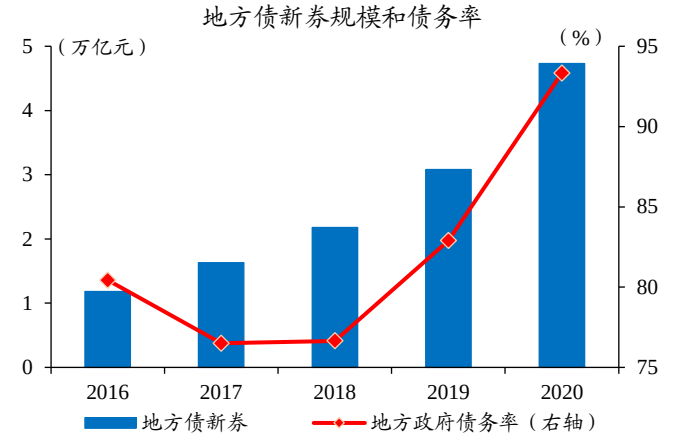
8.6%。其中地方政府债务率约 93.3%，较 2019 年抬升 10.4 个百分点，距离 100%的国际通行警戒线较近。债务率等约束下，2021 年地方债或难以大幅扩张。

图5：2020 年，广义财政赤字大幅扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：地方政府债务率超过 90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2021 年政策“退潮”背景下，广义财政支出空间，将明显回落。2021 年积极的财政政策要“提质增效、更可持续”。其中，“提质增效”侧重优化结构、加强管理，淡化总量扩张；“更可持续”则从支出规模和政策力度着眼，“保持政府总体杠杆率基本稳定”。近期政策表态显示，“退潮”方向已定，广义财政空间将显著收窄。

表1：财政政策提质增效、更可持续

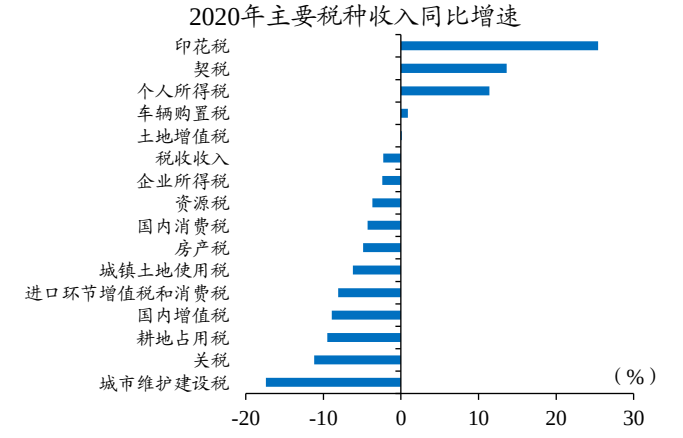
日期	会议/文件	重点内容
2020 年 12 月 31 日	全国财政工作视频会议	**积极的财政政策要提质增效、更可持续**；加强财政资源统筹，保持适度支出强度，加大优化支出结构力度，增强国家重大战略任务财力保障。
2021 年 1 月 5 日	财政部部长答记者问	当前，我国地方政府债务风险总体可控，但有的地区仍在新增隐性债务，个别地区偿债风险有所上升。“给地方政府债务戴上‘紧箍咒’… 财政部门将积极采取“开前门”和“堵后门”并行、保障和规范并举等措施，进一步完善管理、强化监管，推进地方政府债务“阳光化”，**切实把债务风险关进笼子里。**
2021 年 1 月 20 日	刘昆同志在全国财政工作会议上的讲话	2021 年积极的财政政策“更可持续”主要从支出规模和政策力度着眼，兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。 2021 年积极的财政政策“提质增效”主要从优化结构和加强管理着眼，进一步完善政策实施机制，着力在及时、精准、有效上下功夫，切实提升政策效能和资金效益。

资料来源：财政部、开源证券研究所

3、 房地产政策收紧，基金收入高增或难维继

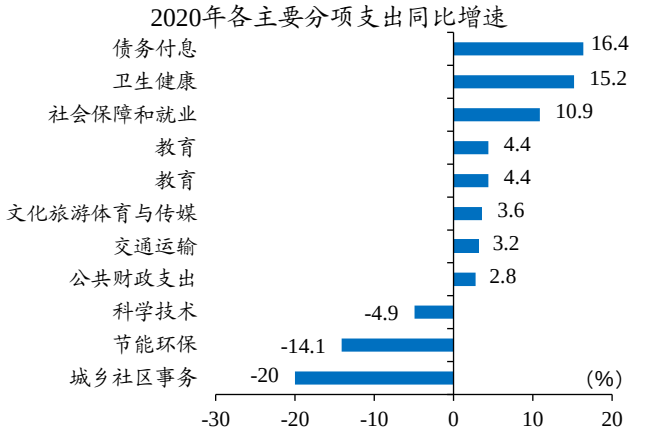
一般财政来看，受益于稳增长政策外溢效应的税收增幅最大，防疫、民生等领域支出得到重点保障。2020 年一般财政收入下降 3.9%，而印花税、契税、个税等均实现了 2 位数增长，除了个税受 2019 年个税改革带来基数支撑外，另外两项分别对应股市房地产市场的高景气。2020 年一般财政支出同比增长 2.8%，其中卫生健康、社保就业支出增幅分别达到 15.2%和 10.9%，大幅高于总体支出增速。

图7：2020 年，印花税和契税收入增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

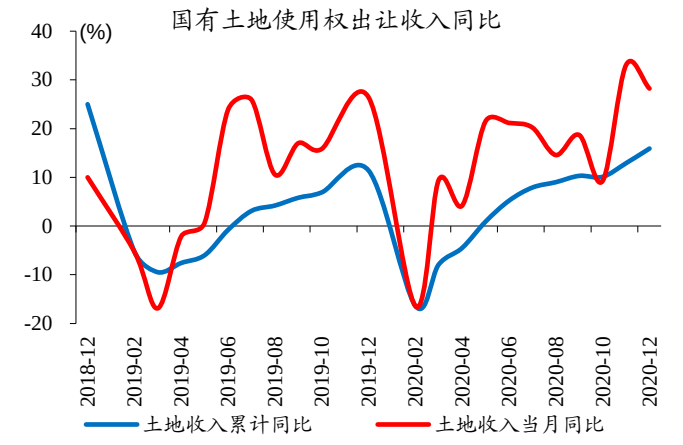
图8：2020 年，卫生健康、社保就业支出增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

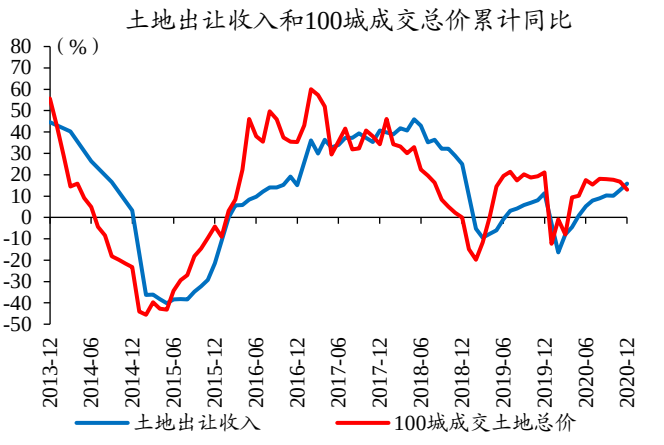
政府性基金收入大超预算，伴随地产政策收紧，基金收入高增或难维继。2020 年，政府性基金收入增长 10.6%，比预算增速高 14.2 个百分点，其中地方政府性基金收入增速超过 2019 年，卖地收入形成明显支撑。当前，中央已将住房问题提到很高的政策高度，地方相继出台举措加强地产调控，2021 年土地收入或将回落。

图9：2020 年，土地出让收入大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020 年下半年，土地成交已经开始回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：地方政府加强房地产市场调控

	城市	时间	内容要点
加强监管	江苏省南京市	1 月 15 日	伙同他人弄虚作假骗取《人才购房证明》的，取消该企业所有人才购房申请资格。
	上海市	1 月 21 日	严肃查处捂盘惜售、价格违法行为、虚假广告等违法违规行为。
	安徽省合肥市	1 月 22 日	严厉打击哄抬房价等违规行为，切实规范合肥市房地产市场秩序。
	广东省深圳市	1 月 23 日	进一步加强我市商品住房购房资格审查和管理。
	北京市	1 月 23 日	完善长租房政策，规范租赁市场秩序，解决好住房突出问题。
控制需求	江苏省南京市	1 月 15 日	硕士学历需在南京缴纳社保满 6 个月，本科学历需在南京缴纳社保 12 个月。
	上海市	1 月 21 日	将个人对外销售住房增值税征免年限从 2 年提高至 5 年。夫妻离异的，任何一方自夫妻离异之日起 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。

	城市	时间	内容要点
		1 月 25 日	法拍房纳入限购。
扩大供给	北京市	1 月 12 日	合理布局北京集体土地租赁住房项目供地，**同时集租房商业配套比例最高可提至地上总建筑规模的 15%**。
		1 月 23 日	**完成不少于 300 公顷商品房供地，建设筹集各类政策性住房 5 万套**。
	上海市	1 月 21 日	**增加商品住房用地供应**，特别是在郊区轨道交通站点周边、五大新城（南汇、松江、嘉定、青浦、奉贤新城）加大供应力度。
		1 月 24 日	完成 70 万平方米中心城区成片二级旧里以下房屋改造，实施 1000 万平方米旧住房更新改造，加快推进城中村改造，**加快租赁房建设，形成供应 5.3 万套**。
	广东省	1 月 24 日	着力解决大城市住房突出问题，加强保障性租赁住房建设，规范发展长租房市场，加大土地供应力度，单列租赁住房用地计划，大力发展共有产权住房。

资料来源：各地方政府网站、开源证券研究所

重申开源宏观观点：从“加”杠杆到“稳”杠杆的过程中，政府行为对信用环境的拉动，趋于减弱。2020 年提高赤字率、特别国债与专项债的大幅扩容等，更多是特殊时期的应急手段、并非常态；地方债的债务率，亦已接近 100%预警线。伴随着政策回归“常态”，2021 年相较 2020 年，广义财政支出空间或显著收窄。

4、 风险提示

宏观经济或财政政策出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn