宏观研究

【粤开宏观】财政资金去哪了——中国财政政策 2020 全面回顾与 2021 年展望

2021 年 01 月 26 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】我国地方财政形势：紧平衡下的负重前行》2021-01-05

《【粤开宏观】再遭弹劾：那些年被弹劾的美国总统何去何从》2021-01-13

《【粤开宏观】美国未来四年的经济方向——内阁成员思想全景》2021-01-15

《【粤开宏观】收入分配和产能利用率改善是当前经济的主要亮点——12 月经济数据解读》2021-01-18

《【粤开宏观】拜登的对华策略——内阁成员外交思想全景》2021-01-20

一、2020 年财政收支形势严峻，地方财政困难。1-11 月一般公共预算收入完成进度超过序时进度，但减收压力较大；支出完成进度偏慢，但可视为经济恢复超预期下的正常情况；19 省市财政收入负增长、27 省市财政收支差额超千亿元，仅上海实现收支盈余 36 亿元。

二、2020 财政政策的总基调从 2019 年底“加力提效”“不能敞开口子花钱”到转变为“更加积极有为”。主要是因为疫情爆发导致经济社会风险大幅攀升，财政必须扩张以降低风险，确保抗疫、维护市场主体和社会稳定。相应的目标和任务体现底线和应急思维。

2020 年初受疫情冲击，财政政策转向“更加积极有为”，目标、资金来源和使用机制均做出调整。**目标方面，**旨在发挥财政作为国家治理基础和重要支柱作用，落实六稳和六保，确保经济社会稳定，避免企业、居民在疫情冲击下陷入更大程度的危机循环，同时服务于全面建成小康社会脱贫攻坚、缓解基层财政困难。具体体现为通过减税降费来降低市场主体负担，调整支出结构，重点关注民生。**资金来源方面，**增发赤字和特别国债，扩大专项债。**使用机制方面，**建立资金直达基层机制，并要注重政府投资的引领作用。

三、2020 年财政政策的特点和效果表现在四个方面。

第一，降费为主，减税为辅；减税降费政策重在企业端而非居民端，政策具有阶段性，聚焦受疫情影响的中小微企业和特定行业。前三季度，全国新增减税降费累计达 2.09 万亿元，其中新增降费 1.55 亿元，约占/2/3，新增减税 7379 亿元，约占 1/3。市场主体降成本效应较为显著，盈利快速修复；规模以上工业企业的成本费用控制，累计利润同比增速转正。

第二，支出结构从“抓基建”到“重民生”。城乡社区支出大幅下降 24%，与基建投资低增速吻合，抗疫和扶贫支出的增速和占比均提高，有保有压有调整。1-11 月基建（不含水电燃气）累计增速 1%，不及预期，主要原因：支出进度偏慢、专项债优质项目缺乏、一般公共预算支出结构倾向于民生。1-11 月基建相关（节能环保、城乡社区、农林水和交通运输支出）一般公共预算支出累计 5.15 万亿元，较 2019 年同期少支出 4975 亿元，累计降幅 8.8%；基建相关支出占总支出的比例为 24.8%，较去年同期下降 2.6 个百分点，较去年全年水平低 3.2 个百分点。**其中，城乡社区支出大幅下降 24%，基建投资中公共设施管理对总基建投资向下拖累 0.7 个百分点。**

同时，民生相关（社保就业、卫生健康和教育）支出累计 7.63 万亿元，较 2019 同期多支出 4506 亿元，累计增速为 6.3%；1-11 月，民生相关支出占总支出比重为 36.7%，较去年同期提高 1.9 个百分点，较 2019 年全年高 2.9 个百分点。其中，社保就业、卫生健康和教育支出增速分别为 9.8%、9.4%和 1.6%，占总支出比重分别较 2019 年同期高 1.2、0.6 和 0.1 个百分点。

综上，2020 年财政支出结构调整体现了底线思维导向和减收约束的形势。民生相关支出比例的提高体现财政的兜底作用和支持社会保障、就业的目的。在保证顺利落实“六保”任务的前提下，由于减收压力的客观存在，教育、

科技支出增速阶段性地有所放缓。

第三，新增赤字和特别国债主要用于弥补减收压力，而非支出。2020 年财政减收压力较大，地方财政形势更加严峻。在减税降费、非税收入增长乏力背景下，2020 年赤字扩大 1 万亿元、赤字率提高至 3.6%，发行 1 万亿元特别国债。**主要目的为了弥补减收压力，保证政府尤其是地方政府的一般性支出要求。在一定程度上是在严峻财政收支形势下的被动举措，而非出于总需求管理目的的主动逆周期调节措施。**

第四，专项债扩容，但优质项目缺乏、债务发行后部分对应项目执行因申报债务额度时评估不到位而受阻，导致引领投资效应不足。2020 年地方政府专项债务新增限额 3.75 万亿元，较 2019 年多增 74.4%，为历史最高水平。1-11 月，全国累计发行地方政府专项债券 4.03 万亿元，其中新增债券 3.55 万亿元（完成新增限额的 94.6%，高于序时进度 2.9 个百分点），再融资债券 4831 亿元。专项债扩容集中体现了政府引领投资、提振经济的政策诉求。但由于优质项目缺乏等，专项债对投资的引领效应并未完全发挥。

四、根据中央经济会议要求和财政工作会议部署，2021 年财政政策有四大要点和十项具体要求

第一，财政政策基调从“积极有为”重回 2019 年底中央经济工作会议的“提质增效”，且在 2020 年的中央经济工作会议中增加了“更可持续”。预计赤字率降至 3%左右；专项债规模缩减，以一般债替换部分专项债，更加实事求是地反映债务风险，特别国债可能不再发行。

第二，党政机关仍过紧日子，背后是理念的变化和支出结构的优化。“适度保持支出强度”“增强国家重大战略任务财力保障”“党政机关要坚持过紧日子”，主要是因为当前经济恢复的基础不牢固，落实六稳、六保仍以及推动改革仍需要大量刚性支出。

第三，2021 年财政政策的着力点将从减税降费转移到财税体制改革以及发挥财政作为国家治理的基础和重要支柱作用，即“推动科技创新、加快经济经济结构调整和调节收入分配上主动作为”，同时从 2019 年的“落实减税降费政策”改为“完善减税降费政策”。

第四，防范化解风险中的财政风险，“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”。

风险提示：外围环境超预期恶化

目 录

一、2020 年财政收支形势严峻，地方财政困难 4
（一）一般公共预算收入预算完成进度高于序时进度，但减收压力极大 4
（二）一般公共预算支出完成进度偏慢，可视为经济恢复超预期下的正常情况 5
（三）地方财政困难程度不减，19 省市财政收入负增长、27 省市财政收支差额超千亿元 6
二、2020 财政政策目标体现底线和应急思维 8
三、2020 财政政策的执行特点和效果 9
（一）减税降费：降费为主、减税为辅，保企业为主、居民为辅 9
（二）支出结构从“抓基建”到“重民生”，城乡社区支出降幅 24%与基建投资低增速和不及预期吻合 11
（三）新增赤字和特别国债主要用于弥补减收压力，而非支出 14
（四）专项债扩容，但优质项目缺乏和体制因素导致引领投资效应不足 15
四、2021 财政政策展望 16

图表目录

图表 1： 2020 年 1-11 月一般公共预算收入完成进度与年预算目标持平 4
图表 2： 2020 年财政减收压力较 2008 年国际金融危机冲击后更甚 4
图表 3： 2020 年 1-11 月一般公共预算支出累计增速 0.7%，低于年预算目标 3.1 个百分点 5
图表 4： 2020 年 1-11 月一般公共预算收支差额达 3.84 万亿元 6
图表 5： 2020 年 1-11 月 19 省市一般公共预算收入负增长 6
图表 6： 2020 年 1-11 月全国仅上海实现财政收支盈余 36 亿元，27 省市财政收支差额超千亿元 7
图表 7： 2020 年前三季度新增减税降费 2.09 万亿元，其中降费占 65% 10
图表 8： 规模以上工业企业营业成本率显著下降、营收利润率上升 10
图表 9： 规模以上工业企业利润总额 1-11 月累计同比增 2.7% 10
图表 10： 2020 年 1-11 月基建相关一般公共预算支出占比较去年下降 11
图表 11： 2020 年 1-11 月城乡社区支出大幅下降 24%，债务付息支出增长 16.1% 12
图表 12： 20201-11 月主要支出科目对一般公共预算合计支出累计增速（0.7%）的拉动 12
图表 13： 2020 年 1-11 月基建各细分行业投资对总基建投资累计同比增速的拉动 13
图表 14： 国民经济行业分类中公共设施管理业所含行业与城乡社区支出科目内容有所对应 14
图表 15： 2020 年 1-11 月非税收入累计同比下降 13.7% 14
图表 16： 2020 年地方政府专项债务新增限额 3.75 万亿元，较 2019 年多增 74.4% 15
图表 17： 2020 年专项债发行方向结构 16

一、2020 年财政收支形势严峻，地方财政困难

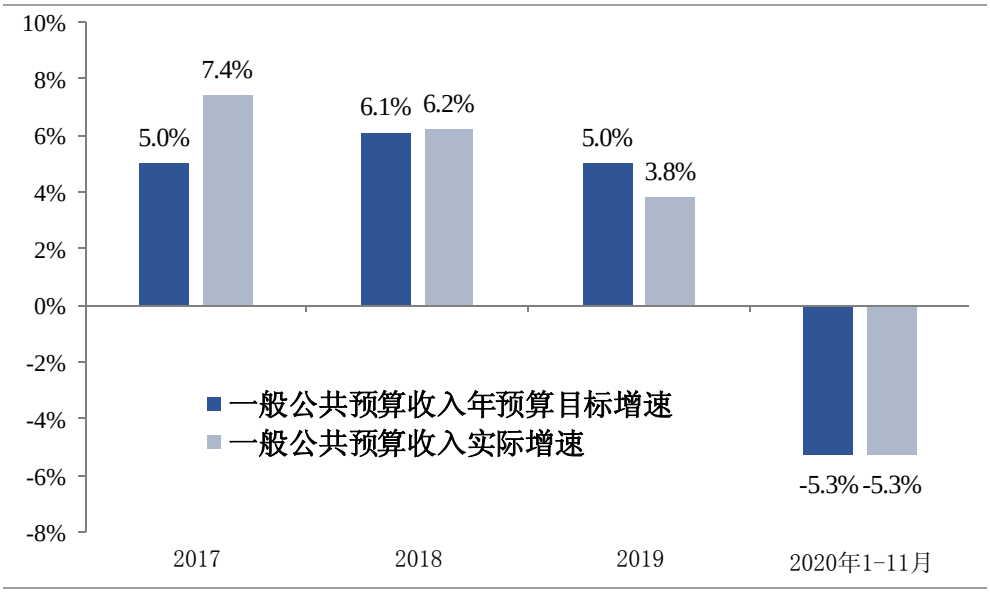
（一）一般公共预算收入预算完成进度高于序时进度，但减收压力极大

2020 年 1-11 月，全国一般公共预算收入累计 16.95 万亿元，累计同比增速-5.3%。预算完成进度为 94.0%，较 91.7% 的序时进度高 2.3 个百分点；1-11 月累计增速与年预算增速目标持平。

但需要考虑到 2020 年的预算目标于 5 月份确定，当时充分考虑了疫情冲击的减收影响，收入的预算完成进度尚可并不能说明当前的减收压力缓解。实际上，在 2020 年之前，因经济下行压力和大规模的减税降费措施，财政收入增长已较为乏力。2019 年全国一般公共预算收入增速为 3.8%，是自 1987 年以来的最低增速；税收增速仅为 1%，已接近零增长。**进入 2020 年以来，疫情冲击下叠加减税降费需求，财政减收压力更加凸显。**1-11 月，税收和非税收入累计同比增速分别为-3.7%和-13.7%。从绝对值上看，1-11 月一般公共预算收入较去年同期减收 9478 亿元，其中税收和非税收入分别减收 5472 亿元和 4006 亿元。

观察历史数据，**因 2008 年国际金融危机冲击，2009 年财政收入也曾面临减收压力。但 2020 年较之当时，财政减收程度更深，恢复进度也更慢。**2009 年第一季度，全国一般公共预算收入累计同比降幅为 8.3%，较 2020 年第一季度降幅低 2.8 个百分点；2009 年到了 8 月份，一般公共预算收入累计增速即转正为 2.6%，而后在 2009 年全面实现了 11.2%的增速，这与 2020 年的情况大相径庭。可以说，2020 年的财政减收压力是近 20 余年以来前有未有的。

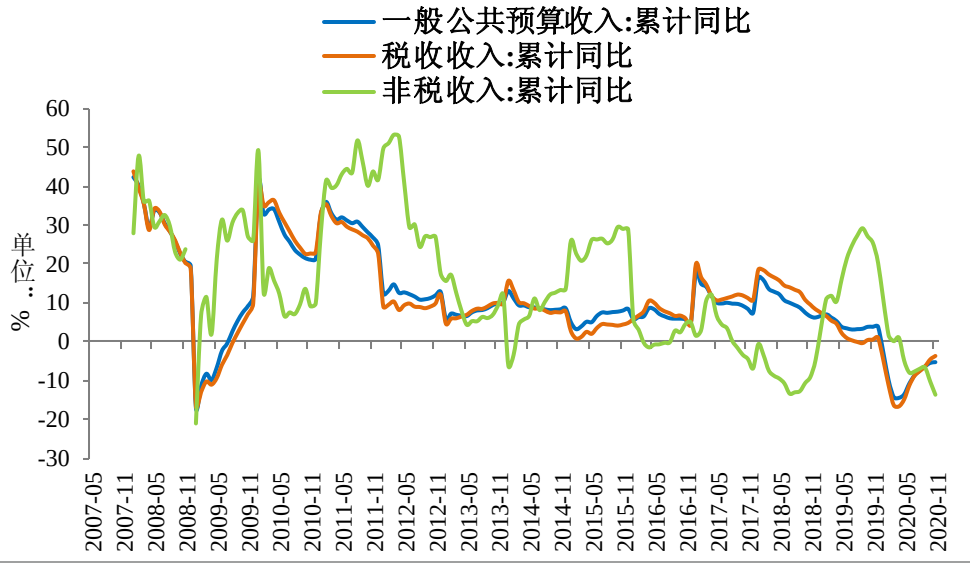
图表1：2020 年 1-11 月一般公共预算收入完成进度与年预算目标持平



资料来源:财政部、粤开证券研究院

注：图表中数据均为预算执行数据，而非决算数据。

图表2：2020 年财政减收压力较 2008 年国际金融危机冲击后更甚

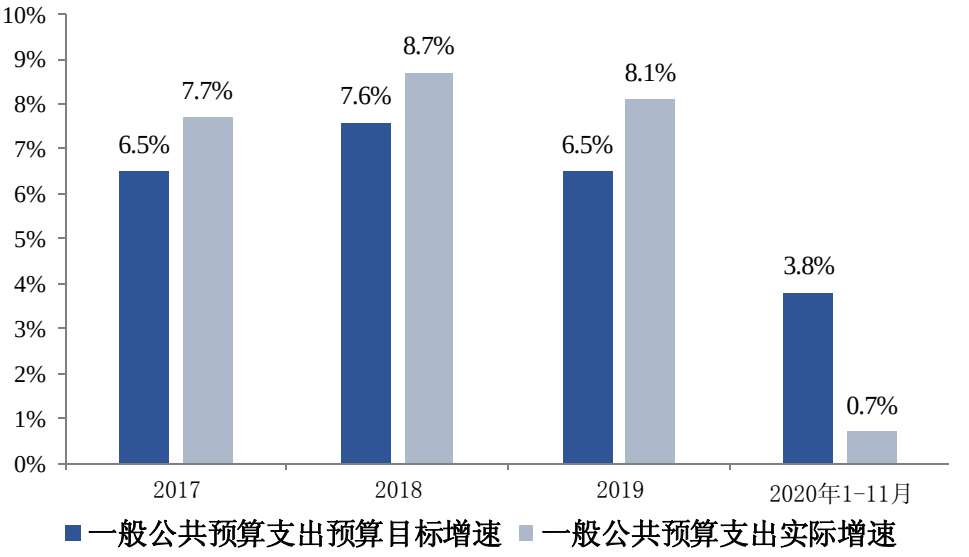


资料来源:wind、粤开证券研究院

（二）一般公共预算支出完成进度偏慢，可视为经济恢复超预期下的正常情况

2020 年 1-11 月全国一般公共预算支出累计 20.78 亿元，累计增速 0.7%，较 3.8%的年预算目标增速低 3.1%个百分点；支出完成预算进度为 83.9%，较 91.7%的序时进度低 7.8 个百分点，进度偏慢。

图表3：2020 年 1-11 月一般公共预算支出累计增速 0.7%，低于年预算目标 3.1 个百分点



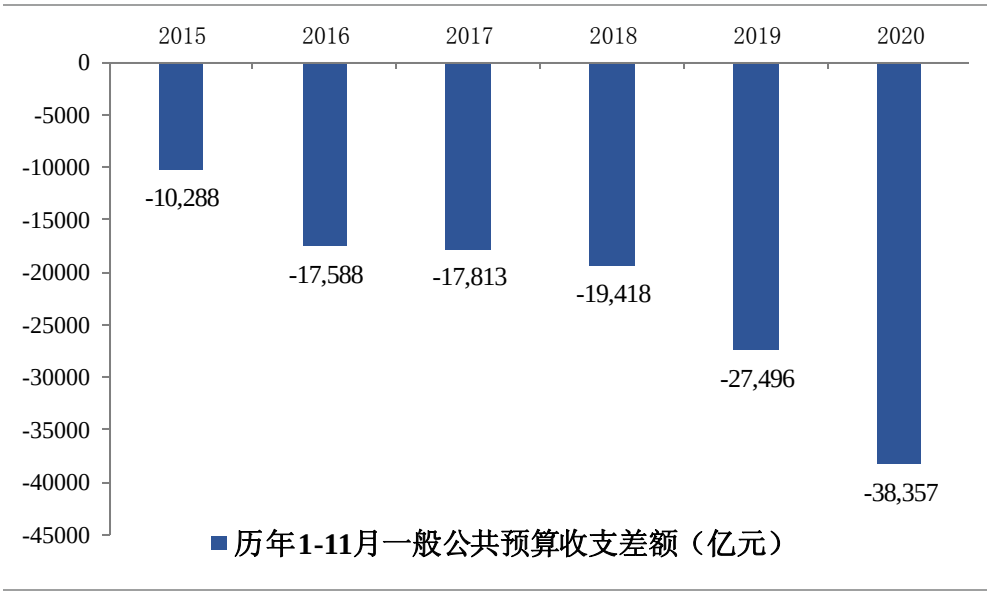
资料来源:wind、粤开证券研究院

但支出完成进度较低的主要原因之一在于预算草案审议在 5 月份通过时，对经济受疫情影响的程度做了较严峻的估计。5 月至今，得益于有力的常态化防控举措，生产、生活恢复进度逐渐加快，我国经济恢复程度超预期，支出强度出现动态调整在所难免。

另外，还要注意到，虽然支出增速不及预算目标，但 2020 年 1-11 月一般公共预算

收支差额已达 3.84 万亿元，为史上最高。当前实际支出进度相对预算的“节支“水平，在一定程度上是在为下一步的财政政策执行保存部分子弹。

图表4：2020 年 1-11 月一般公共预算收支差额达 3.84 万亿元

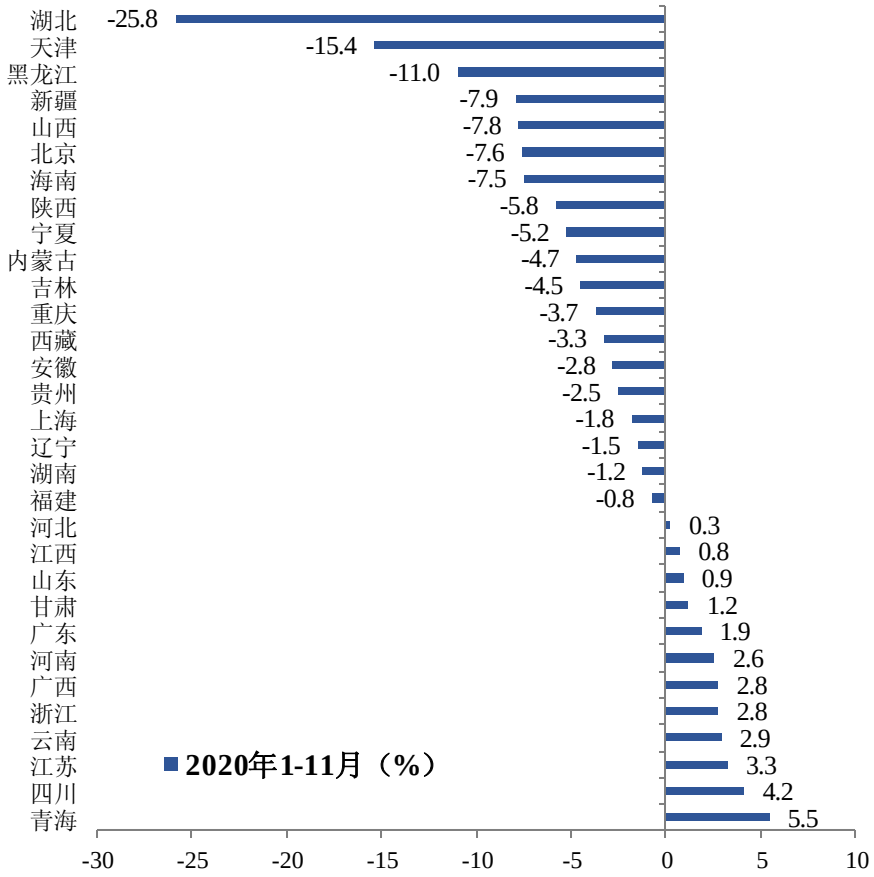


资料来源:wind、粤开证券研究院

（三）地方财政困难程度不减，19 省市财政收入负增长、27 省市财政收支差额超千亿元

2020 年 1-11 月，全国 31 省市中，19 个省市一般公共预算收入负增长。湖北省受疫情影响降幅最大，达到 25.8%；天津（-15.4%）、黑龙江（-11.0%）降幅超过 10%；新疆（-7.9%）、山西（-7.8%）、北京（-7.6%）、海南（-7.5%）、陕西（-5.8%）和宁夏（-5.2%）降幅在 5%-10%之间。以上 9 省市收入降幅大于 5.3%的全国降幅。实现收入正增长的省市只有 12 个，青海（5.5%）、四川（4.2%）和江苏（3.3%）位列增速前三。

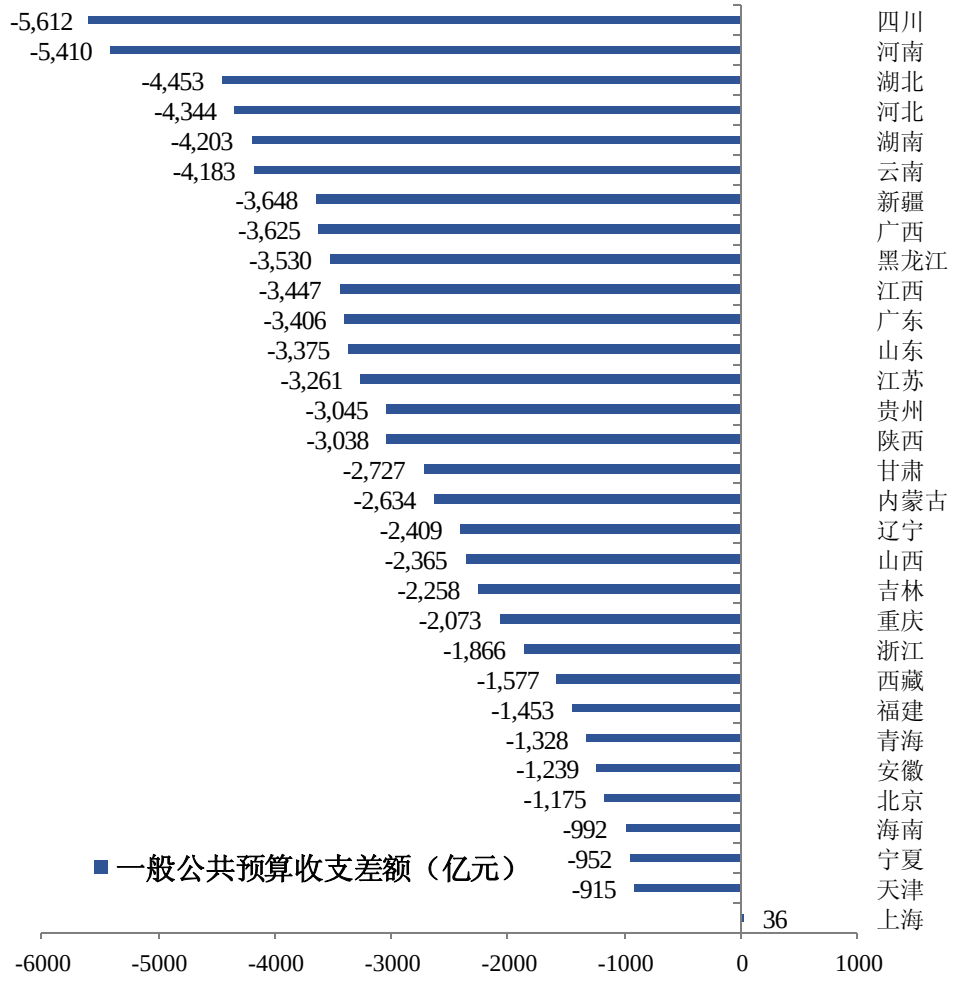
图表5：2020 年 1-11 月 19 省市一般公共预算收入负增长



资料来源:wind、粤开证券研究院

地方财政收支差额则更凸显地方财政困难，1-11 月全国仅上海实现收支盈余（36 亿元），27 省市财政收支差额超千亿元。四川（-5612 亿元）、河南（-5410 亿元）差额超 5000 亿元；湖北（-4453 亿元）、河北（-4344 亿元）、湖南（-4203 亿元）和云南（-4183 亿元）收支差额在 4000-5000 亿元之间。

图表6：2020 年 1-11 月全国仅上海实现财政收支盈余 36 亿元，27 省市财政收支差额超千亿元



资料来源:wind、粤开证券研究院

二、2020 财政政策目标体现底线和应急思维

财政部在 2020 年预算草案报告提出“**2020 年积极的财政政策要更加积极有为，围绕做好“六稳”工作、落实“六保”任务，以更大的政策力度对冲疫情影响，真正发挥稳定经济的关键作用。**”

2020 财政政策的总基调从 2019 年底“加力提效”“不能敞开口子花钱”到“更加积极有为”的变化，主要是受疫情冲击影响，相应的目标和任务体现底线和应急思维。2020 年突发疫情冲击，初期经济社会运转不得不经受较大面积的阶段性停滞，各市场主体的经营和居民的就业生活受到较大的负面冲击；在强有力的防控措施落地生效后，复工复产有序推进，但受制于疫情防控常态化背景下的消费低速恢复现实，经济增长恢复的稳健性构建仍需时日。

在此背景下，财政政策转向“更加积极有为”，**目标旨在发挥财政作为国家治理基础和重要支柱作用，落实“六稳“和”六保“，确保经济社会稳定，避免企业、居民在疫情冲击下陷入更大程度的危机循环，同时服务于全面建成小康社会脱贫攻坚、缓解基层财政困难。**

在具体任务上要求减税降费降低市场主体负担，并调整支出结构，重点关注民生。资金来源方面，增发赤字和特别国债，扩大专项债。使用机制方面，建立资金直达基层机制，并要注重政府投资的引领作用。

以上具体要求在财政部 2020 年预算草案报告中列举五大重点工作得到了集中体现：

一是加大减税降费力度。强化阶段性政策，与制度性安排相结合，重点减轻中小微企业、个体工商户和困难行业企业税费负担。支持市场主体纾困发展，努力稳企业保就业。预计全年为市场主体新增减负将超过 2.5 万亿元。

二是多渠道筹集资金。包括多增一万亿元赤字，将赤字率从 2.8%提高至 3.6%以上，积极对冲疫情造成的减收增支影响；同时发行抗疫特别国债 1 万亿元。

三是调整优化支出结构。基本民生支出要只增不减，重点领域支出要切实保障，一般性支出要坚决压减。指向财政资金使用的优先次序和提质增效要求。

四是缓解地方财政困难。要求新增加的赤字和抗疫特别国债全部安排给地方，用于落实“六保”任务和减税降费。要求资金直达市县基层，直接用于保就业、保基本民生、保市场主体。

五是扩大政府投资规模。特别提及两大新增资金——部分用于公共卫生基建的抗疫特别国债和新增的 1.6 万亿元专项债额度。

三、2020 财政政策的执行特点和效果

（一）减税降费：降费为主、减税为辅，保企业为主、居民为辅

2020 年减税降费继续推进，但重点偏向降费。前三季度，全国新增减税降费累计达 2.09 万亿元，其中新增降费 1.55 亿元（占比 65%），新增减税 7379 亿元（占比 35%）。主要由两部分组成：一是今年出台的支持疫情防控和经济社会发展的税费优惠政策，新增减税降费 1.37 亿元；二是去年年中出台的政策在今年翘尾新增减税降费 7265 亿元。

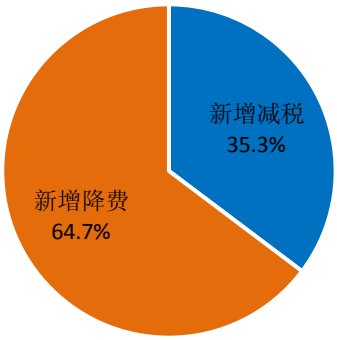
2020 年减税降费政策重在企业端而非居民端，政策具有一定阶段性，且更加聚焦中小微企业和受疫情影响的特定行业。主要政策分为三个方面。

一是阶段性税费减免，保证中小微企业度过疫情困难期。在**减税方面**，自 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，对湖北省增值税小规模纳税人，适用 3%征收率的应税销售收入，免征增值税；适用 3%预征率的预缴增值税项目，暂停预缴增值税。除湖北省外，其他省、自治区、直辖市的增值税小规模纳税人，适用 3%征收率的应税销售收入，减按 1%征收率征收增值税；适用 3%预征率的预缴增值税项目，减按 1%预征率预缴增值税。**降费方面**，阶段性减免企业养老保险、失业保险、工伤保险（以下简称三项社保）单位缴费。自 2020 年 2 月起，各省份免征中小微企业三项社保单位缴费至 2020 年 12 月底；各省份（除湖北省外）对大型企业等其他参保单位（不含机关事业单位，下同）减半征收三项社保单位缴费至 2020 年 6 月底；湖北省对大型企业等其他参保单位免征三项社保单位缴费至 2020 年 6 月底。

二是对受疫情影响较大的交通运输、餐饮、住宿、旅游等行业企业，加强了税费优惠政策。受疫情影响较大的困难行业企业 2020 年度发生的亏损，最长结转年限由 5 年延长至 8 年；对纳税人提供公共交通运输服务、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税；还免征了航空公司应缴纳的民航发展基金、电影业的文化事业建设费和国家电影事业发展专项资金，政策执行期为 2020 年全年。

三是通过财政贴息、担保等举措降低企业融资成本、拓展融资渠道。

图表7：2020 年前三季度新增减税降费 2.09 万亿元，其中降费占 65%

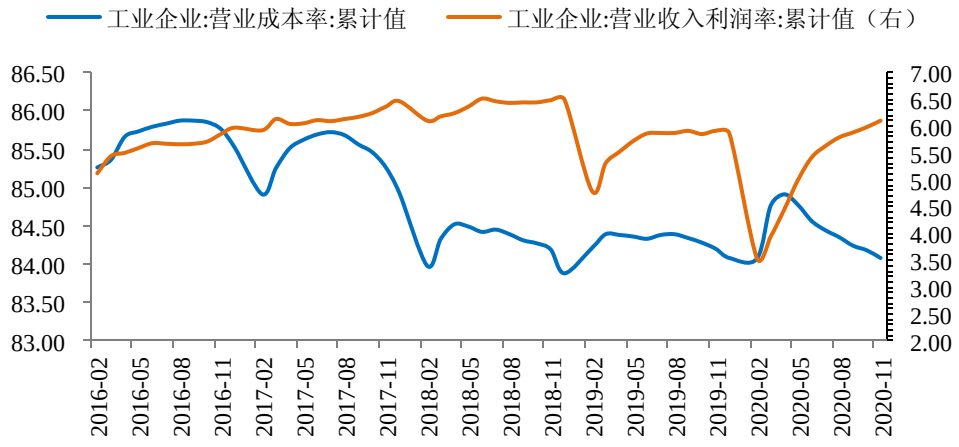


资料来源:财政部、粤开证券研究院

减税降费政策下，市场主体降成本效应较为显著，盈利修复取得较大进展。根据财政部数据 ,前三季度 ,重点税源企业每百元营业收入税费负担下降 0.63 元 ,降幅达 9.4%。利润总额同比增长了 4.9%，增幅较二季度提升了 8.1 个百分点。

规模以上工业企业的成本费用控制也盈利修复也反映了减税降费政策的成效。1-11 月累计，规模以上工业企业累计营业成本率为 84.08%，该指标在 5-11 月一直保持着下行态势，以较 4 月份（2020 年高点）的 84.91%下降了 0.83 个百分点，亦较去年同期低 0.12 个百分点；与此同时，近今年 2 月份以来，工业企业营业收入利润率也持续上升，在 8 月份达到 6.10%，分别较 2 月份（2020 年低点）和去年同期提高 2.56 和 0.19 个百分点。

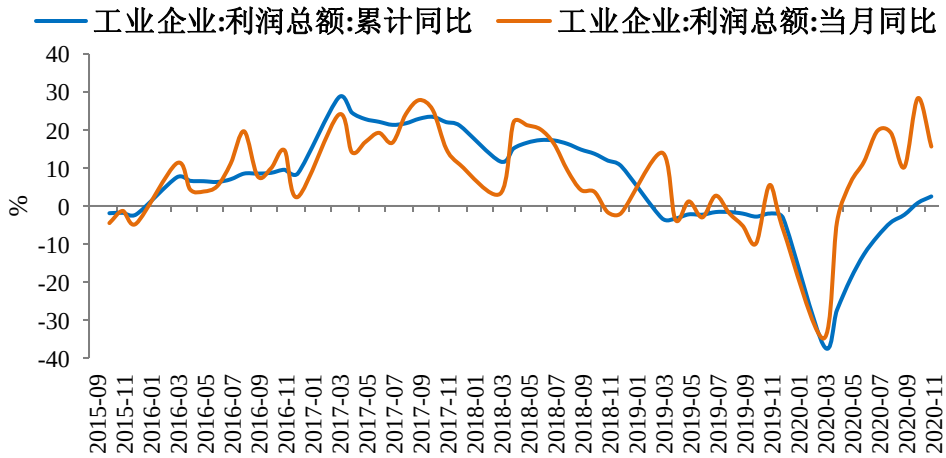
图表8：规模以上工业企业营业成本率显著下降、营收利润率上升



资料来源:wind、粤开证券研究院

在成本费用由于政策因素得到显著控制的背景下，今年 1-10 月规模以上工业企业利润总额累计同比增长 0.7%，为 2019 年 2 月以来的首次回正，1-11 月增速继续提高至 2.4%。该指标的当月同比增速曾在今年 3 月份跌至-34.9%，5 月份开始实现当月同比增长，此后至 11 月均保持 10%以上的增速，盈利修复进度可观。

图表9：规模以上工业企业利润总额 1-11 月累计同比增 2.7%



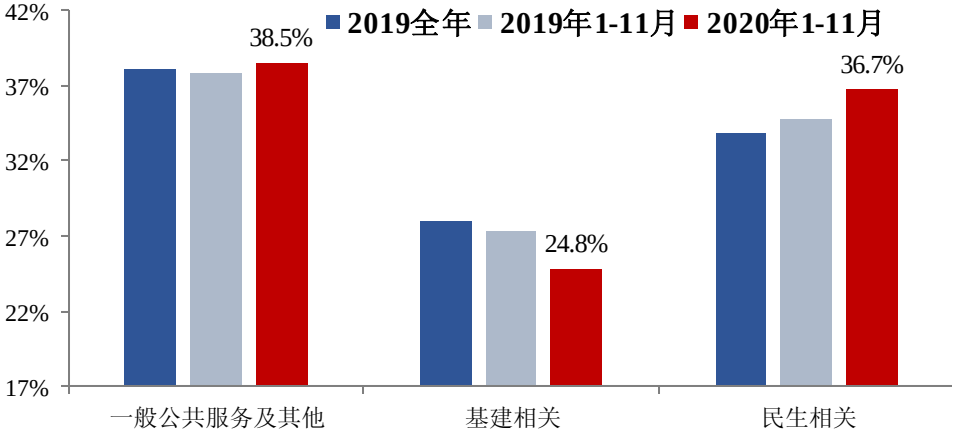
资料来源:wind、粤开证券研究院

（二）支出结构从“抓基建”到“重民生”，城乡社区支出降幅24%与基建投资低增速和不及预期吻合

2020 年财政支出从“抓基建”到“重民生”，在结构上呈现民生支出比例提高、基建支出比例下降的特点。1-11 月，基建相关（节能环保、城乡社区、农林水和交通运输支出）一般公共预算支出累计 5.15 万亿元，较去年同期少支出 4975 亿元，累计降幅 8.8%；基建相关支出占总支出比例 24.8%，较去年同期下降 2.6 个百分点，较去年全年水平低 3.2 个百分点。

同时，民生相关（社保就业、卫生健康和教育）支出累计 7.63 万亿元，较全年同期多支出 4506 亿元，累计增速为 6.3%，今年 1-11 月，民生相关支出占总支出比重为 36.7%，较去年同期提高 1.9 个百分点，亦较去年全年水平高 2.9 个百分点。

图表10：2020 年 1-11 月基建相关一般公共预算支出占比较去年下降



资料来源:财政部、粤开证券研究院

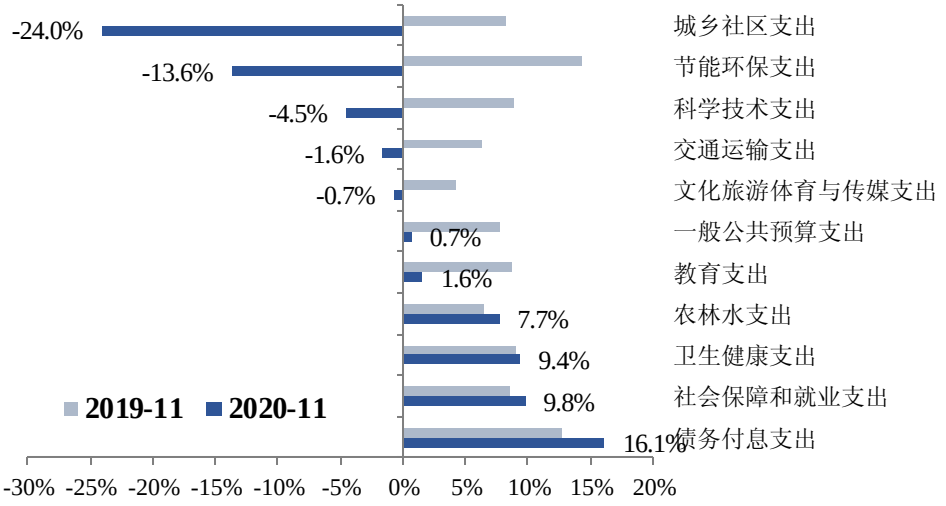
基建相支出中，1-11 月城乡社区支出累计同比大幅下降 24%，增速较去年同期低 32.2 个百分点；将一般公共预算支出增速向下拉动 2.8%，成为财政支出增速较低的最主要原因。基建相关的其他三类支出，节能环保、交通运输和农林水支出在 1-11 月的累计同比分别为-13.6%、-1.6%和 7.7%，对一般公共预算支出累计同比增速的拉动分别为

-0.4%、-0.1%和 0.7%。**基建相关支出合计对一般公共支出累计增速带来了 2.5%的负向拉动。**

民生相关支出中，社保就业和卫生健康支出强度加大，对财政支出增速的拉动较为明显；教育支出强度有所减弱。1-11 月，社保就业和卫生健康支出累计同比增速分别为 9.4%和 9.8%，较去年同期增速分别高 1.3 和 0.3 个百分点；教育支出增速 1.6%，较去年同期低 7.1 个百分点。

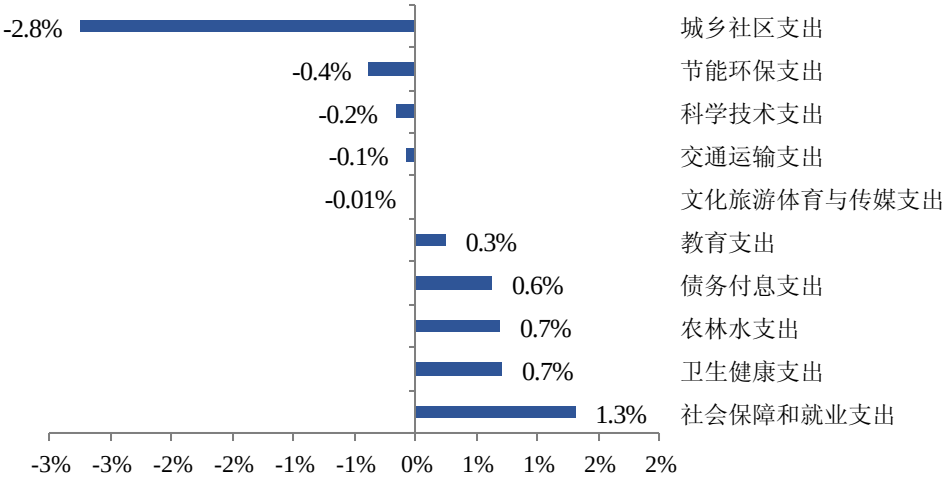
其他主要支出项目中，科技支出的强度也有所减弱，但债务付息增幅较大。1-11 月，科技支出累计同比增速分别为-4.5%，较去年同期增速分别低 13.4 个百分点。**赤字率提高和抗疫特别国债的发行使得 2020 年债务付息支出呈较大幅度增长。**1-11 月，债务付息支出累计为 9038 亿元，较去年同期多支出 1250 亿元，累计增长 16.1%，增速提高 3.4 个百分点；债务付息支出占总支出的比重也达到 4.3%，较去年同期和全年分别高 0.6 和 0.8 个百分点。

图表11：2020 年 1-11 月城乡社区支出大幅下降 24%，债务付息支出增长 16.1%



资料来源:财政部、粤开证券研究院

图表12：20201-11 月主要支出科目对一般公共预算合计支出累计增速（0.7%）的拉动



资料来源:财政部、粤开证券研究院

注：主要支出科目对一般公共预算合计支出累计增速的拉动=（主要支出科目增量/一般公共预

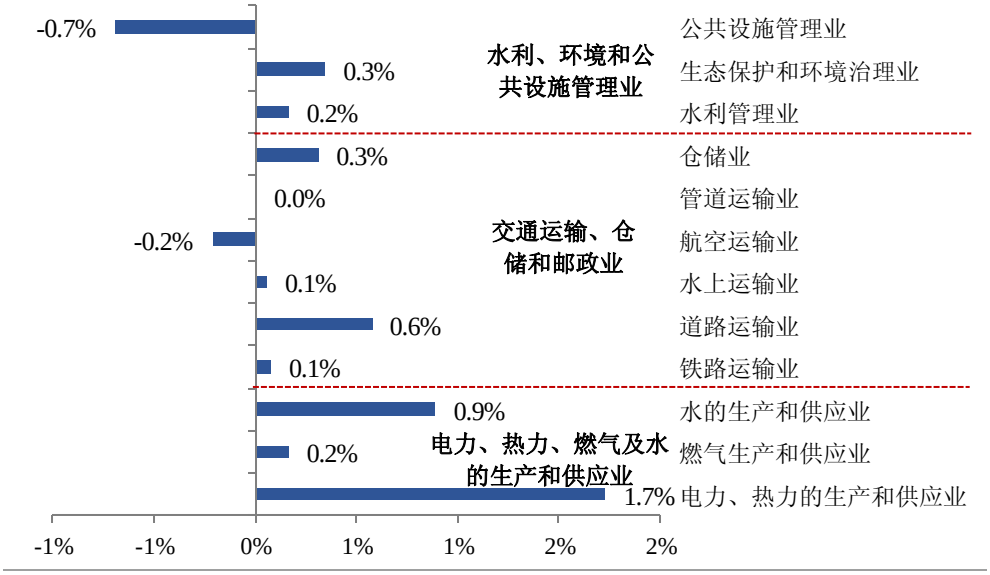
*算支出增量）*一般公共预算支出累计增速*

综合来看，2020 年的财政支出结构调整体现的是底线思维导向的目标和减收约束下的共同作用结果。

民生相关支出比例的提高体现财政的兜底作用和支持社会保障、就业的目的。疫情冲击和经济下行压力下，保就业是重中之重，保就业的抓手在于保市场主体，托底措施在于维持民生和社会保障水平。所以，可以看到收入端的减税降费旨在保证市场主体经营的延续性；支出端社保就业、卫生健康支出的强度明显提高，显示的是力求在社会保障、就业、医疗领域为社会提供兜底支持的政策意图。同时，教育支出虽然支出回落，但在减收压力下依然维持在原有的水平上，保障了教育供给的稳固。**在保证“六保”任务的顺利落实的前提下，由于减收压力的客观存在，科技支出则阶段性地没有保持原有的支出强度。**

在政策结果上，支出结构的调整直接也直接反映在了今年基建投资的较低增速上。财政支出中城乡社区支出大幅下降 24%，基建投资中公共设施管理业对总基建投资向下拉动 0.7%，二者数据表现基本吻合。我们采用 wind 数据库口径将水利环境和公共设施管理业、交通运输仓储邮政业和电力热力燃气及水的生产和供应业三大行业归为基础设施建设行业。基于国家统计每个月均公布的各细分行业投资增速和最新公布截至 2017 年 12 月各行业投资累计值，可以推算截至 2020 年 11 月每个月的各行业投资累计值，并测算各细分行业各细分行业投资对总基建投资累计同比增速的拉动（某行业拉动=（某行业同比增量/总基建同比增量）*总基建累计同比增速）。

图表13：2020 年 1-11 月基建各细分行业投资对总基建投资累计同比增速的拉动



资料来源:wind、粤开证券研究院

注：交通运输、仓储和邮政业中，装卸搬运和运输代理业以及邮政业未公布增速数据，故无法测算这两个行业对总基建的拉动。

可以发现，2020 年 1-11 月，基建投资（wind 口径含水电燃气）累计同比增速为 3.3%（统计局不含水电燃气口径为 1%）。细分行业中，公共设施管理业和航空运输业投资对基建投资的拉动分别为-0.7%和-0.2%，为基建相关所有行业唯二出现的负拉动。其中，航空运输业由于疫情影响，投资下滑在所难免；**公共设施管理业的投资下滑则与财政支出中城乡社区支出的大幅下降密切关联**，公共设施管理业包括市政设施、市容、城乡环境卫生管理等行业，与一般公共预算中城乡社区支出的内容高度重合。如前文所述，

2020 年 1-11 月城乡社区支出大幅下降 24%，财政对公共设施管理业的支持变小，使得该行业投资 1-11 月累计同比降 1.8%，而该行业投资在基建中占比较大（根据自测数据占比为 36.6%），成为基建投资增速较低、不及预期的主要原因。

图表14：国民经济行业分类中公共设施管理业所含行业与城乡社区支出科目内容有所对应

公共设施管理业所包含行业	城乡社区支出科目包含主要内容
市政设施管理 环境卫生管理 城乡市容管理 绿化管理 城市公园管理 游览景区管理 名胜风景区管理 森林公园管理 其他游览景区管理	城乡社区规划管理、公共设施、环境卫生等

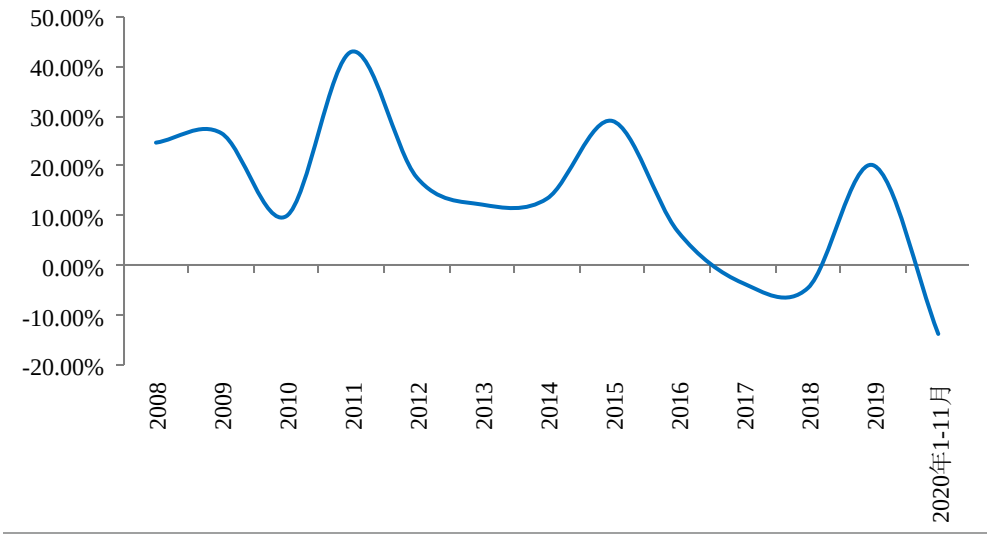
资料来源:财政部、国家统计局、粤开证券研究院

（三）新增赤字和特别国债主要用于弥补减收压力，而非支出

2020 年，扩大的赤字和特别国债主要用于弥补减收压力。2020 年财政减收压力较大，地方财政形势更加严峻。在减税降费背景下，为保证政府体系运转和在对冲经济下行压力保持一定的支出强度，财政增收的途径无非两类，一是通过盘活共有资产增加非税收入，二是通过发债弥补。

2020年1-11月非税收入增速大幅下滑13.7%，全年预计仍将保持10%以上的降幅，这将是 2008 年以来的最大降幅。原因一方面是是去年同期特定国有金融机构和央企上缴利润基数较高；另一方面，地方多渠道盘活国有资源（资产）收入的空间并非无穷无尽，经过前面年度的挖潜后，这一部分的收入没有保持高增速。

图表15：2020 年 1-11 月非税收入累计同比下降 13.7%



资料来源:wind、粤开证券研究院

在 2020 年预算草案报告中，财政明确表示新增赤字和特别国债是“多渠道筹集资金”的举措，是用于“对冲疫情造成的减收增支影响”。并要求“新增加的赤字和抗疫特别国债全部安排给地方，用于落实“六保”任务和减税降费。要求“资金直达市县基层，直接用于保就业、保基本民生、保市场主体。“

可见，2020 年赤字扩大 1 万亿元、赤字率提高至 3.6%，以及发行 1 万亿元特别国债。主要目的为了弥补减收压力，保证政府尤其是地方政府的一般性支出要求。在一定程度上是在严峻财政收支形势下的被动举措，而非出于总需求管理目的的主动逆周期调节措施。

（四）专项债扩容，但优质项目缺乏和体制因素导致引领投资效应不足

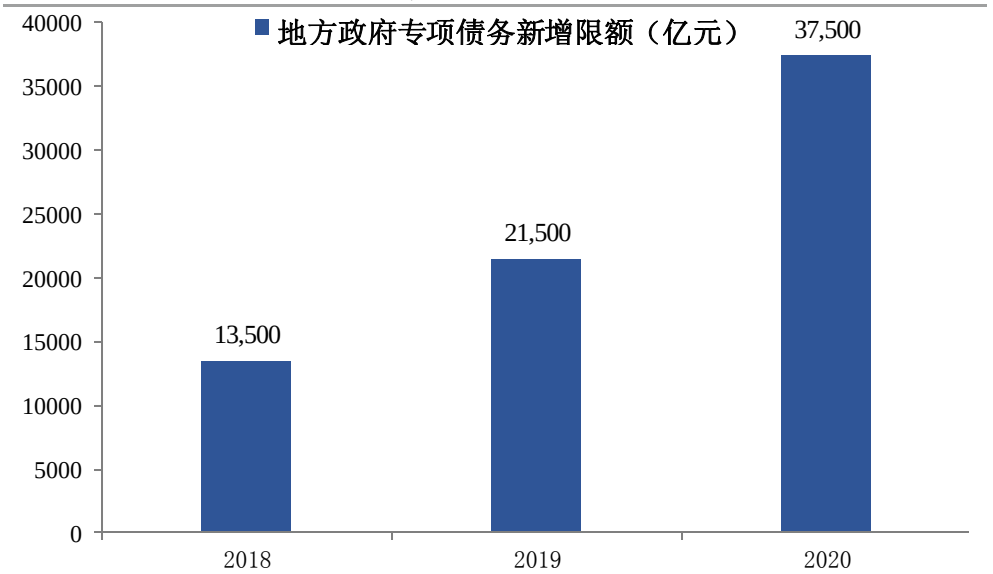
2020 年地方政府专项债务新增限额 3.75 万亿元，较 2019 年多增 74.4%，为历史最高水平。1-11 月，全国累计发行地方政府专项债券 4.03 万亿元，其中新增债券 3.55 万亿元(完成新增限额的 94.6% ,高于序时进度 2.9 个百分点) ,再融资债券 4831 亿元。

专项债扩容集中体现了政府引领投资、提振经济的政策诉求。但由于优质项目缺乏和现有体制存在的问题，专项债对投资的引领效应并未完全发挥。

专项债务须对应特定项目，它是列入政府性基金预算用于有收益的公益性事业发展的专项债券。当前地方债管理体制中，在确定各地方政府债务限额时，“省级财政提出本地区下一年度增加举借专项债务和安排公益性资本支出项目的建议”，在此环节，**各地并不对当地下一年度将进行的项目进行实质性审核，而是上报匡算概念的专项债额度。**

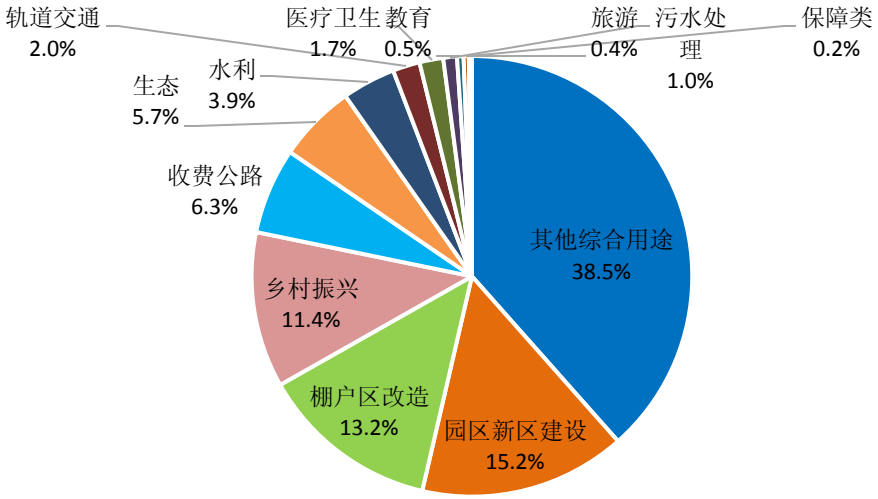
一些地方为了多争取专项债资金，申报时考虑不足，获得资金后，会遇到环保、用地、规划等方面评估问题，项目无法推进，导致项目无法开工以及停止实施等情况。项目暂停或中断也可能导致“钱等项目”等资金与项目不匹配的情形。2020 年 6 月审计署公布的《2019 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》中就曾指出，“审计 18 省份及所辖 36 个市县时发现，由于项目安排不合理或停止实施等，有 503.67 亿元新增专项债券资金未使用，其中 132.3 亿元闲置超过 1 年”，根据新闻报道，广东、四川、山东等地区的地方财政审计报告中也都曾披露过地方政府债券资金闲置的情况。

图表16：2020 年地方政府专项债务新增限额 3.75 万亿元 ,较 2019 年多增 74.4%



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表17：2020 年专项债发行方向结构



资料来源:企业预警通、粤开证券研究院

四、2021 财政政策展望

2020 年中央经济工作会议指出“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。”“完善减税降费政策”。

2020 年 12 月 31 日，全国财政工作视频会议强调“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**；坚持艰苦奋斗、勤俭节约、精打细算，**全面落实党政机关要坚持过紧日子的要求**；**加快建立现代财税体制，强化预算约束和绩效管理；加强地方政府债务管理，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。”**落实了中央经济工作会议的要求。

会议还提出了 2021 年财政工作的十大重点任务。

一是精准有效实施积极的财政政策，推动经济运行保持在合理区间。

二是强化财税政策支持和引导，坚定实施扩大内需战略。

三是推动创新发展和产业升级，提高经济质量效益和核心竞争力。

四是坚持尽力而为、量力而行，加强基本民生保障。

五是完善财政支农政策，支持全面推进乡村振兴。

六是坚持资金投入同污染防治攻坚任务相匹配，大力推动绿色发展。

七是做好重点领域风险防范化解工作，确保财政经济稳健运行、可持续。

八是坚持系统集成、协同高效，加快建立现代财税体制。

九是健全制度机制，进一步强化财政管理和监督。

十是深化对外财经务实合作，拓展国际合作新空间。

综合中央经济会议要求和财政工作会议部署，理解 2021 年财政政策应把握以下要点。

第一，财政政策基调从“积极有为”重回 2019 年底中央经济工作会议的“提质增效”，且增加“更可持续”。预计赤字率降至 3%左右；专项债规模缩减，以一般债替换部分专项债，更加实事求是反映债务风险，特别国债可能不再发行。这与当前经济持续恢复以及经济社会风险下降的形势密切相关。2019 年中央经济工作会议提出“积极的财政政策要大力提质增效”，但是突发的疫情导致经济社会风险急剧攀升，于是转为“积极的财政政策更加积极有为”。当前，中国经济持续恢复，2020 年成为全球主要经济体中唯一正增长的国家，就业形势提前超额完成年度任务，经济的供需之间、消费与投资之间、工业与服务业之间、金融与实体之间的均衡性逐步提高。此种环境下，刺激性的政策必须根据形势变化而退出；同时，近年来我国大规模减税降费叠加经济增速下行，导致财政收支形势紧张，政府债务攀升，必须平衡好减税降费与财政可持续性的问题，因此中央经济工作会议提出“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，增加“更可持续”的表达。

第二，党政机关仍过紧日子，背后是理念的变化和支出结构的优化。“适度保持支出强度”“增强国家重大战略任务财力保障”“党政机关要坚持过紧日子”，主要是因为当前经济恢复的基础不牢固，落实六稳、六保仍以及推动改革仍需要大量刚性支出。

第三，明年财政政策的着力点将从减税降费转移到财税体制改革以及发挥财政作为国家治理的基础和重要支柱作用，即“推动科技创新、加快经济经济结构调整和调节收入分配上主动作为”，同时从 2019 年的“落实减税降费政策”改为“完善减税降费政策”。

其一，减税降费有利地降低市场主体的成本，但是持续减税降费导致边际效应递减，减税降费的效果必须依靠其他结构性改革才能共同起作用。

其二，大规模减税降费导致财力紧张，推升债务，要注重可持续性。

其三，近年来经济发展和宏观调控越发注重运用改革的办法，经济发展短期靠政策，但长期靠改革。减税降费通过结构性改革的财税体制改革，空间更大，效果更好。

其四，“推动科技创新、加快经济经济结构调整和调节收入分配上主动作为”意味着要推动相应补贴和税费减免朝着科技创新和高质量发展的领域，个税制度改革以及转移支付必须向中低收入群体倾斜，调节收入分配，减少贫富分化，促进共同富裕。

第四，防范化解风险中的财政风险，“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”。财政风险主要体现为地方政府债务风险尤其是隐性债务风险，要通过强化问责、统筹财政资源、压减一般性支出等方式严肃财政纪律、让隐性债务显性化，实现风险可控。

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com