2020 年 07 月 23 日

“大国财政”系列（一）

财政分析新框架

——宏观经济专题

宏观研究团队

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

相关研究报告

《宏观经济点评-美国疫情的 3 个“真相”》-2020.7.20

《宏观经济专题-流动性转向了吗？》-2020.7.20

《宏观经济点评-消失的“地产周期”》-2020.7.19

● **2020 年财政“分工”明晰：一般财政落实“六保”，政府性基金发力“稳投资”**

上半年，一般财政支出明显下滑，引发市场讨论；实际上，2020 年财政“分工”明晰，一般财政的侧重点在于“六保”而非“投资”。1-6 月，一般财政支出同比下滑 5.8%，引发市场对政府投资发力空间的讨论。实际上，近年来一般财政“分工”定位逐渐明晰，重点向民生、科技等领域倾斜；2020 年，还需落实“六保”任务，兜牢基本民生、基层运转等底线。而基建类财政投放，占比则逐年下降。

“政府投资”支出，更多由政府性基金来承担，比如专项债、特别国债等支出均重点支持基础设施建设。2015 年起发行专项债，纳入地方政府性基金管理，重点支持交通、能源、市政等基础设施建设；2020 年上半年，专项债用于各类基建的比重超过 60%。2020 年还发行抗疫特别国债，纳入中央政府性基金管理，重点支出方向包括公共卫生、交通运输、生态环境等领域建设，也以政府投资为主。

● **构建“广义财政”指标、对预算“两本账”合并考察，可以锚定全年支出空间**

近年来，专项债额度持续提高、还发行了特别国债，推动政府性基金支出大幅增长，对投资的支持力度明显增强。专项债额度，从 2015 年的 1000 亿元，增加到 2020 年 3.75 万亿元；加上 1 万亿元特别国债，2020 年政府性基金口径下的政府债券融资规模达 4.75 万亿元。专项债重点支持基础设施建设、禁止用于土储等领域，并可作为项目资本金撬动杠杆，进一步加大了政府债券对投资的支持力度。

财政“分工”格局下，“广义财政”能更准确地锚定支出空间；数据显示，二季度政府投资已开始扩张。近年来，政府性基金支出快速扩张，重点向基建投资倾斜。相较之下，一般财政无论是支出增速还是重点投向，指示意义都在下降。将一般财政和政府性基金加总、构建“广义财政”指标，能更准确地锚定支出空间。上半年，政府性基金支出持续抬升，6 月同比增长 40%以上，政府投资已开始扩张。

● **下半年，广义财政支出或将大幅抬升，带动经济行为和信用环境进一步修复**

2020 年财政积极发力，安排广义财政“赤字率”超过 10%；下半年积极政策或仍将延续，财政空间较大。4 月中旬以来，“政策底”已然夯实，通过加大资金盘活力度等方式，安排广义“赤字率”较 2019 年提高约 5 个百分点。上半年，仅使用广义“赤字”的 30.3%，尚留有较大财政空间。其中，政府债券剩余额度 4.3 万亿元，超过 2019 年同期的两倍。下半年，积极财政政策或将保持较强延续性。

即使考虑政府债支出进度、财政盘活比例等“拖累”因素，下半年支出或仍将大幅抬升，带动信用环境持续修复。下半年，一般财政收入预计恢复正增长，政府性基金收入可能超预算。中性情境下，假设全年专项债、特别国债支出进度为 80%、地方存量资金盘活比例为 50%，对应全年广义支出增速或超过 8%，下半年支出增速将大幅抬升。财政支出加速，或带动经济行为和信用环境进一步修复。

● **风险提示：**宏观经济或财税政策大幅调整；财政盘活和政府债券支出不及预期。

目　录

1、 财政“分工”逐渐明晰，政府性基金支持投资 3
2、 “广义财政”发力稳投资，锚定全年支出空间 5
3、 下半年，“广义财政”支出增速或将大幅抬升 7
4、 研究结论 9
5、 风险提示 10

图表目录

图 1: 上半年，一般财政支出增速大幅下滑 3
图 2: 城乡社区事务等基建相关支出下滑明显 3
图 3: 2015 年来，一般财政支出中基建类支出占比下降 4
图 4: 科学技术、社保就业等支出占比提升 4
图 5: 2020 年新增转移支付中，超 60%用于基层“三保” 4
图 6: 2020 年转移支付中，对基层保障支出明显增长 4
图 1: 2020 年上半年，专项债投向基建占比明显抬升 5
图 2: 抗疫特别国债支出也以基建领域为主 5
图 3: 专项债、特别国债规模大幅增长 5
图 4: 2019 年 9 月国常会，进一步明确了专项债的使用 5
图 5: 近年来，政府性基金收支增速高于一般财政 6
图 6: 政府性基金支出占广义财政支出比重持续上升 6
图 7: 一般财政支出增速明显低于广义财政 6
图 8: 一般财政赤字对广义财政“赤字”贡献下降 6
图 9: 上半年，政府性基金支出持续抬升 7
图 10: 6 月，政府性基金“赤字”扩大约 5500 亿元 7
图 11: 2020 年一般财政预算赤字创下新高 7
图 12: 2020 年广义财政“赤字”预算大幅扩张 7
图 13: 根据预算，下半年广义财政“赤字”仍有较大空间 8
图 14: 历年下半年政府债券融资规模 8
图 15: 疫情影响减弱后，一般财政收入或恢复正增长 8
图 16: 土地成交回暖，或支持政府性基金收入增长 8
图 17: 上半年政金债净融资规模接近以往全年的规模 9
图 18: 上半年城投债净融资额接近 2019 年全年规模 9
图 19: 政府债净融资扩张幅度，大于广义财政“赤字” 9
图 20: 下半年 M2 增速或继续抬升 9

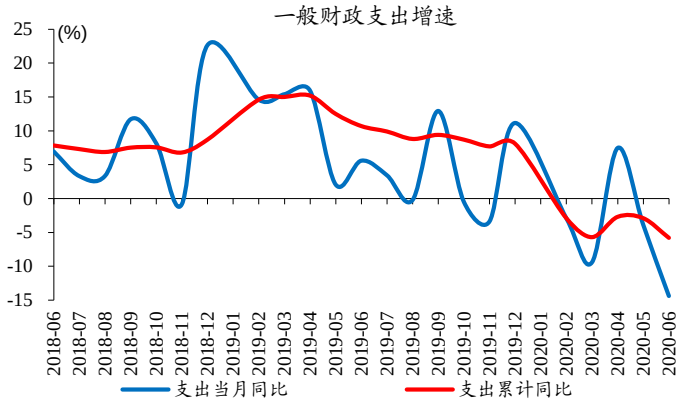
表 1: 2020 年，一般财政着力落实“六保”任务 4
表 2: 即使考虑盘活比例和政府债券支出进度，全年财政支出增速仍较高 8

财政“分工”深化背景下，考察“广义财政”，可以更准确地锚定全年支出空间。预计下半年广义财政支出或将大幅抬升，带动经济行为和信用环境进一步加速修复。

1、 财政“分工”逐渐明晰，政府性基金支持投资

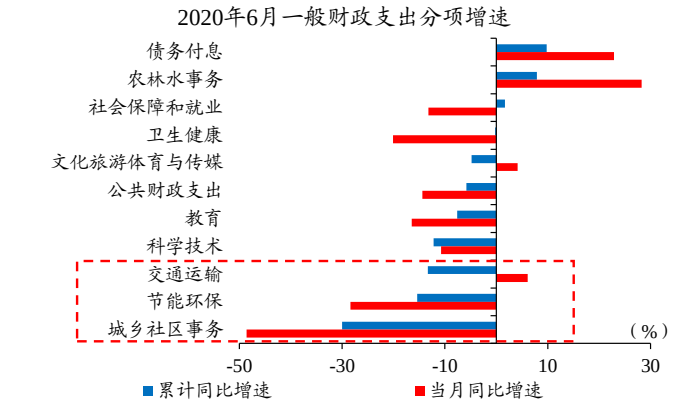
上半年，一般财政支出同比下滑，其中 6 月支出更是大幅下滑 14.4%，引发市场对政府投资发力空间的讨论。2020 年 1-6 月，一般财政支出累计同比下滑 5.8%，降幅较 1-5 月扩大 2.9 个百分点。其中，6 月当月同比下滑 14.4%，创下 1993 年以来的单月支出增速新低[1]。包括城乡社区事务等基建相关的财政支出，也出现大幅下降。在疫情已经基本收尾、政策推动投资发力的背景下，财政支出的大幅下滑，引发市场关于下半年政府投资发力空间的讨论。

图1：上半年，一般财政支出增速大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：城乡社区事务等基建相关支出下滑明显



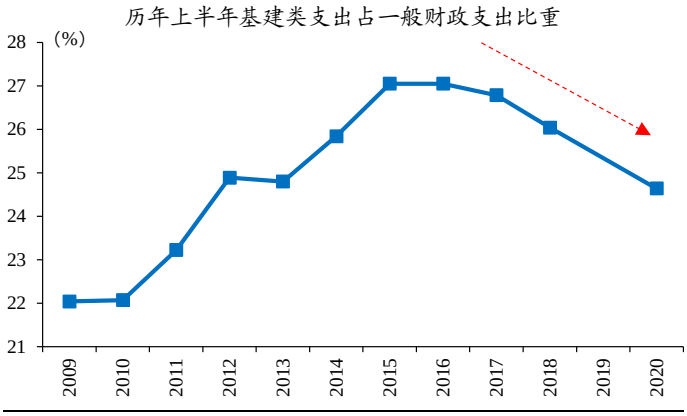
数据来源：Wind、开源证券研究所

实际上，近年来财政“分工”逐渐明晰，一般财政重点向民生、科技等领域倾斜，2020 年还要着力落实“六保”任务。2015 年以来，一般财政支出中，基建相关的财政支出占比持续下降。上半年基建类支出占一般财政的比重，从 2015 年高点的 27%，持续下降到 2020 年的 24.6%[2]。与此同时，支出重点向民生、科技等领域倾斜，社会保障和就业、科学技术等支出占比均持续抬升。2020 年以来，在疫情冲击下，一般财政着力落实“六保”任务，尤其要兜牢基本民生、基层运转等底线，“分工”定位较为明晰。

[1] 不包括 1-2 月的增速异常值。

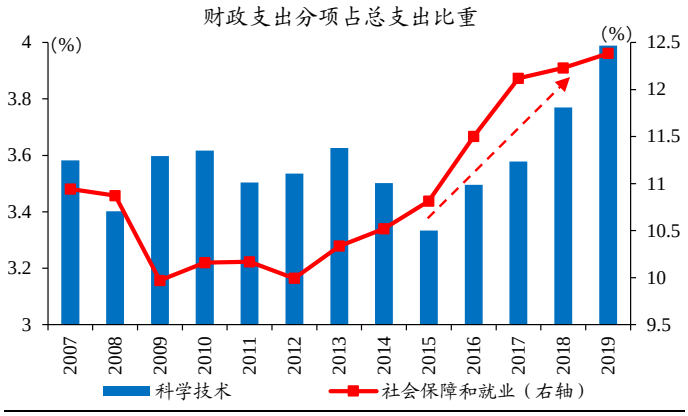
[2] 一般财政主要支出分项中，将农林水事务、城乡社区事务、交通运输、节能环保等 4 项归为“基建类”财政支出。由于财政支出存在季节性，以每年上半年支出占比来进行比较。其中，2019 年由于财政支出“前倾”等因素，上半年基建类支出占比明显高于其他年份，作为异常值剔除。

图3：2015 年来，一般财政支出中基建类支出占比下降



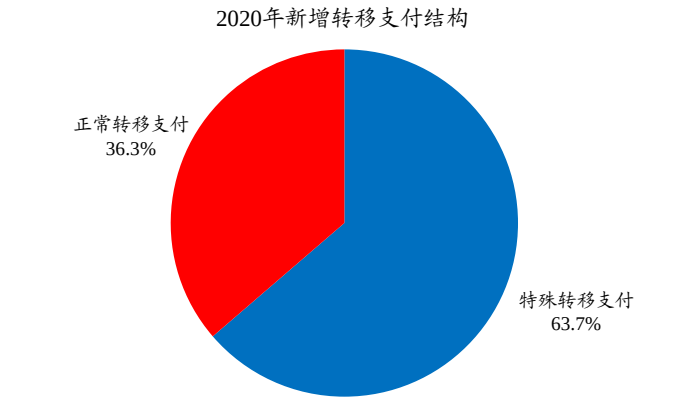
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：科学技术、社保就业等支出占比提升



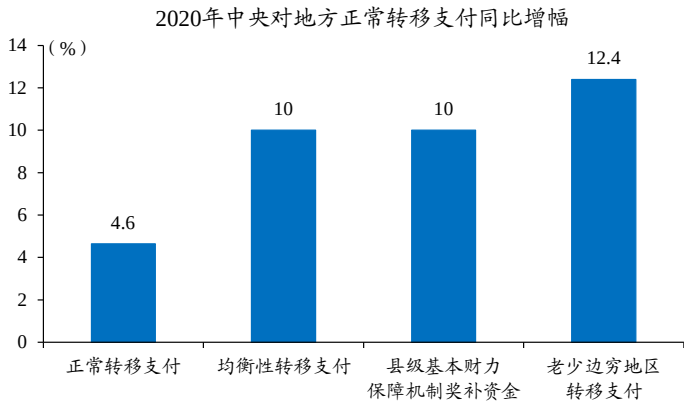
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年新增转移支付中，超 60%用于基层“三保”



数据来源：财政部、开源证券研究所

图6：2020 年转移支付中，对基层保障支出明显增长



数据来源：财政部、开源证券研究所

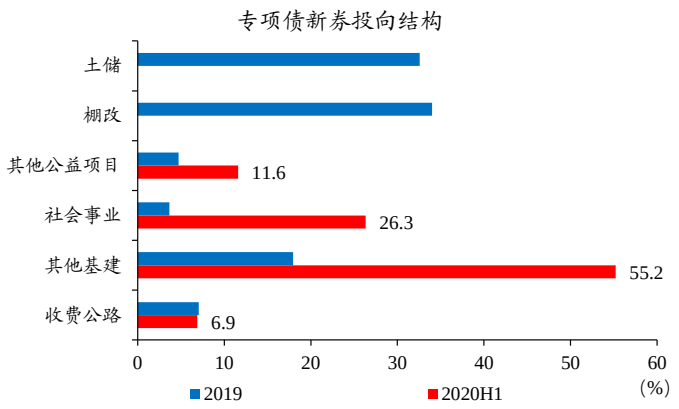
表1：2020 年，一般财政着力落实“六保”任务

日期	会议/文件	相关表述
4 月 17 日	中共中央政治局会议	加大“六稳”工作力度，**保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，**坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。
5 月 14 日	财政部长刘昆署名文章《积极的财政政策要更加积极有为》	积极的财政政策更加积极有为，必须坚持以供给侧结构性改革为主线，**扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务**。
5 月 22 日	2020 年《政府工作报告》	建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民，**主要用于保就业、保基本民生、保市场主体**。要大力优化财政支出结构，**基本民生支出只增不减**，重点领域支出要切实保障，一般性支出要坚决压减，严禁新建楼堂馆所，严禁铺张浪费。
7 月 10 日	财税部门座谈会	扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，确保完成全年经济社会发展目标任务。抓好资金直达市县基层、直接惠企利民，**切实兜牢基层“三保”底线**。
7 月 16 日	《“六保”财政政策措施问答》	全面落实“六保”任务，是落实“积极的财政政策要更加积极有为”要求的重要举措，是财政部门当前及今后一个时期的重要工作。**要坚持“三保”支出在财政支出中的优先顺序**，切实保障基本民生、工资发放和机构运转，**县级在安排预算时，必须高度重视这项支出，把它排到最前面**。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

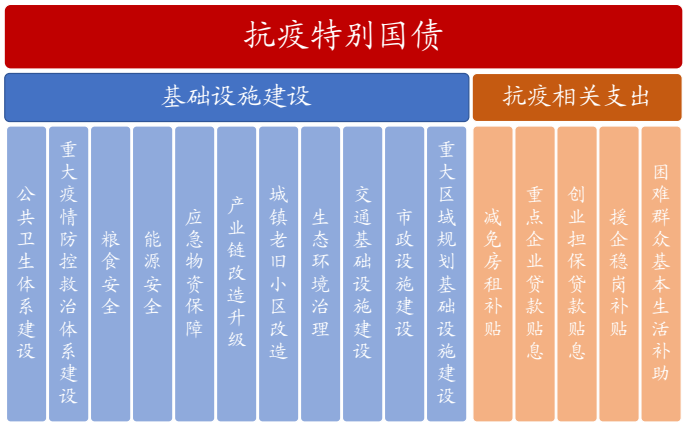
而“政府投资”等支出事项，逐渐由政府性基金承担，以专项债、特别国债等政府债券为代表。2015 年起，地方政府发行专项债、纳入政府性基金管理，重点支持交通、能源、市政等基础设施建设。2020 年上半年，专项债用于各类基建的比重超过 60%。2020 年还发行了抗疫特别国债，纳入中央政府性基金管理，基础设施建设也是重点支出方向，包括公共卫生、交通运输、生态环境等领域。

图1：2020 年上半年，专项债投向基建占比明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：抗疫特别国债支出也以基建领域为主

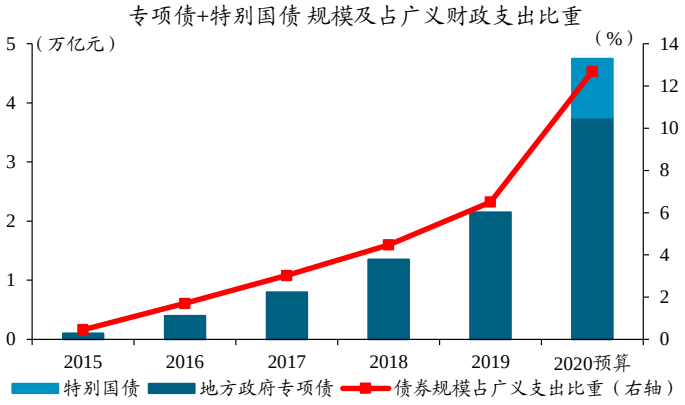


资料来源：财政部、开源证券研究所

2、“广义财政”发力稳投资，锚定全年支出空间

近年来，专项债额度持续扩张，加上 2020 年发行的特别国债，政府性基金对投资的支持力度明显增强。地方政府专项债额度，从 2015 年的 1000 亿元，快速增长到 2020 年 3.75 万亿元。再加上 1 万亿元抗疫特别国债，2020 年政府性基金口径下的政府债券融资规模达 4.75 万亿元，占到一般财政和政府性基金总预算支出的 12.7%，比 2019 年提高 6.2 个百分点。2020 年专项债重点支持基础设施建设、不允许用于土储和棚改，并可作为资本金撬动杠杆[3]，进一步加大了对政府投资的支持力度。

图3：专项债、特别国债规模大幅增长



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图4：2019 年 9 月国常会，进一步明确了专项债的使用

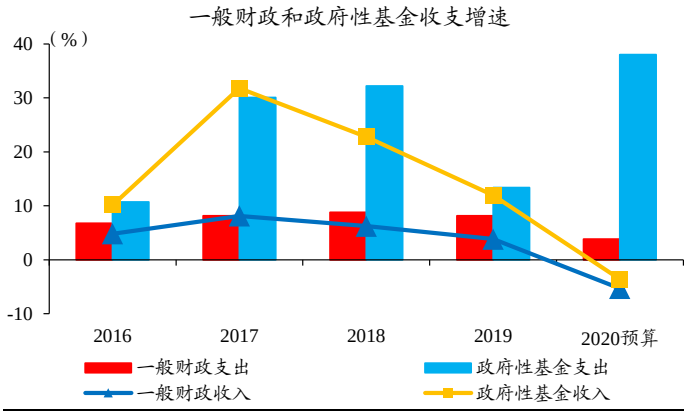
政策要点	主要内容
提前下达	根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保年初即可使用见效
重点投向	重点用于交通基础设施，能源项目，生态环保项目等，**不得用于土地储备和房地产相关领域**
资本金比例	以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
项目倾斜	按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

[3] 根据财政部数据，截至 7 月 14 日，各地约有 2200 亿元专项债券用于铁路、轨道交通、农林水利、生态环保等领域符合条件的重大项目资本金。

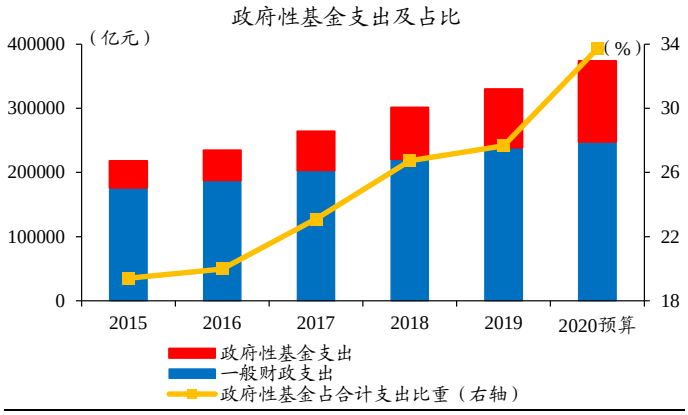
在财政“分工”格局下，一般财政指示意义弱化，“广义财政”能更准确地锚定支出空间。2015 年以来，专项债、特别国债等纳入政府性基金管理，叠加土地出让收入的支撑，使政府性基金规模快速扩张。2020 年预算中，政府性基金支出占广义财政支出比重已达 33.7%。财政“分工”格局下，政府投资更多地由政府性基金支出来承担，一般财政无论是支出增速还是重点投向，对实际财政支出的指示意义都在下降。对“广义财政”（一般财政+政府性基金）做考察，方能更准确地锚定支出空间[4]。

图5：近年来，政府性基金收支增速高于一般财政



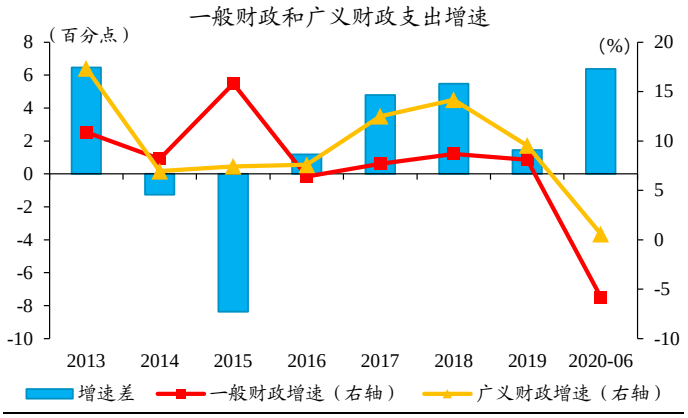
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：政府性基金支出占广义财政支出比重持续上升



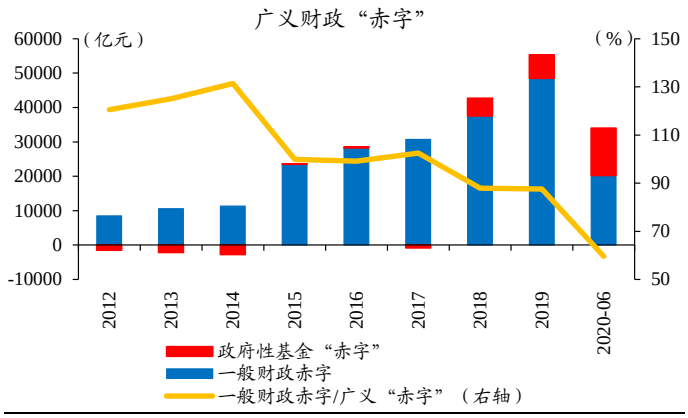
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：一般财政支出增速明显低于广义财政



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：一般财政赤字对广义财政“赤字”贡献下降

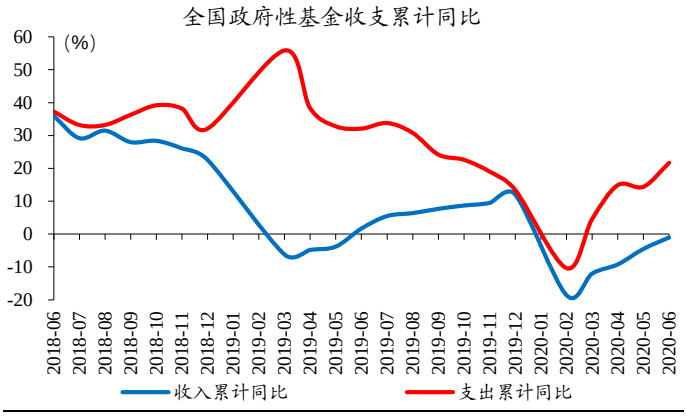


数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

从广义财政视角来看，上半年，政府性基金支出持续抬升，6 月同比增长 40%以上，表明政府投资已经开始扩张。1-6 月累计，政府性基金收入同比下降 1%，而支出同比大幅增长 21.7%，累计“赤字”约 1.37 万亿元。其中 6 月单月支出同比增长 43.7%，“赤字”扩张 5500 多亿元。在上半年收入同比下滑的情况下，政府性基金的支出增量，主要来自于专项债等债券融资，投向也以专项债重点支持领域为主（基建等投资项目），这表明政府投资已经开始快速扩张。

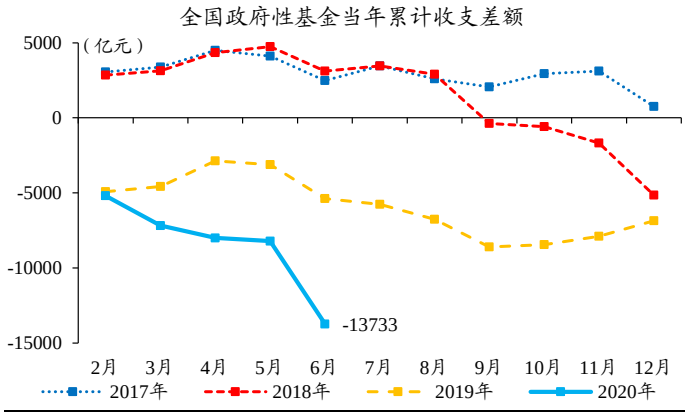
[4] 此外，考察“广义财政”还可以规避政府性基金调入一般财政带来的数据扰动。

图9：上半年，政府性基金支出持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：6月，政府性基金“赤字”扩大约5500亿元

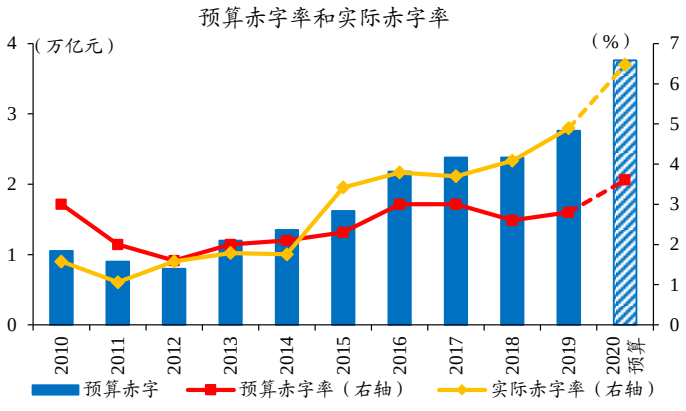


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、下半年，“广义财政”支出增速或将大幅抬升

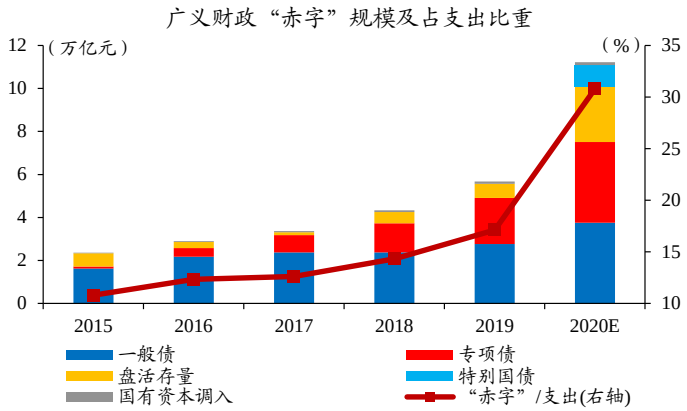
2020年财政积极发力，安排广义财政“赤字率”超10%；下半年积极政策或仍将延续，财政空间较大。2020年提高一般财政赤字率、加大沉淀资金盘活力度、增加专项债额度等举措，使广义财政“赤字”预算超过11万亿元，对应广义“赤字率”超过10%，较2019年提高约5个百分点。上半年，仅使用了其中的30.3%，尚留有较大的财政空间。其中，政府债券剩余额度4.3万亿元，超过2019年同期的两倍。4月中旬以来，“政策底”已然夯实；下半年，积极的财政政策或将保持较强延续性。

图11：2020年一般财政预算赤字创下新高



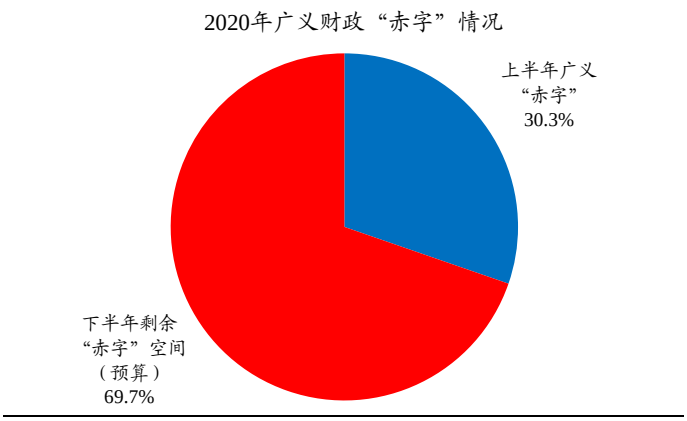
数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图12：2020年广义财政“赤字”预算大幅扩张



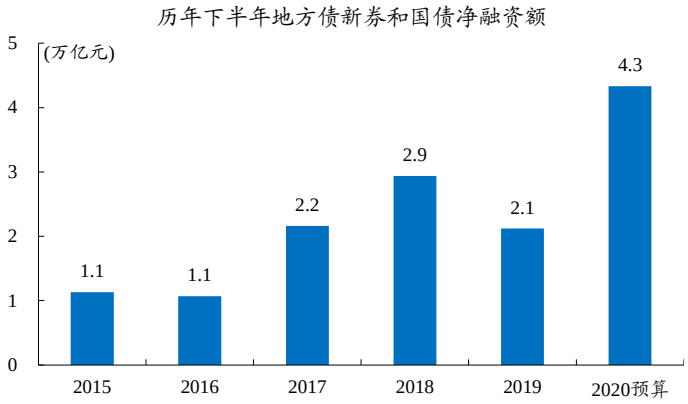
数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图13：根据预算，下半年广义财政“赤字”仍有较大空间



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图14：历年下半年政府债券融资规模



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

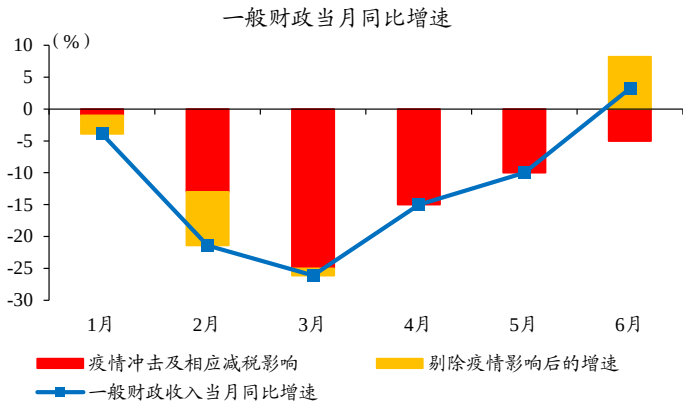
即使考虑政府债支出进度、财政盘活比例等“拖累”因素，下半年支出仍将大幅抬升。下半年，伴随疫情影响减弱、经济活动修复，一般财政收入预计恢复正增长；在土地出让收入的提振下，政府性基金收入或超过预算。中性情境下，假设全年发行的专项债、特别国债支出了预算规模的 80%、地方财政存量资金仅盘活了预算规模的 50%，全年广义财政支出增速仍将超过 8%，对应下半年支出增速将大幅抬升。此外，城投债、政金债等“类财政”融资放量，上半年净融资额已接近 2019 年全年规模，也能配合财政发力、加大对稳增长的支持。

表2：即使考虑盘活比例和政府债券支出进度，全年财政支出增速仍较高

全年广义支出增速		地方财政实际盘活资金占比				
		10%	30%	50%	70%	100%
政府债券支出进度（专项债+特别国债）	70%	4.6	5.8	7.1	8.3	10.1
	80%	6.0	7.3	8.5	9.7	11.6
	85%	6.8	8.0	9.2	10.5	12.3
	90%	7.5	8.7	9.9	11.2	13.0
	100%	8.9	10.2	11.4	12.6	14.5

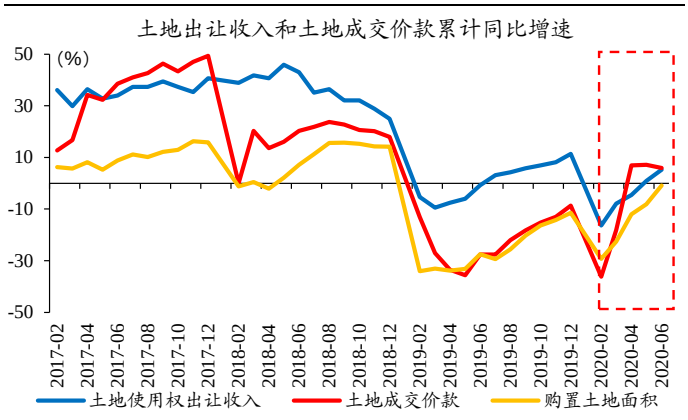
数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图15：疫情影响减弱后，一般财政收入或恢复正增长



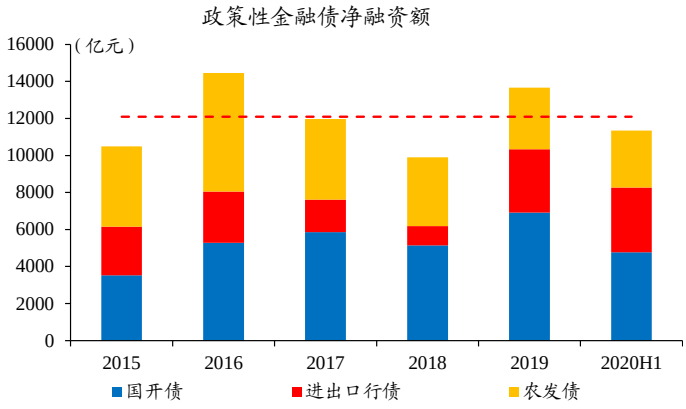
数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图16：土地成交回暖，或支持政府性基金收入增长



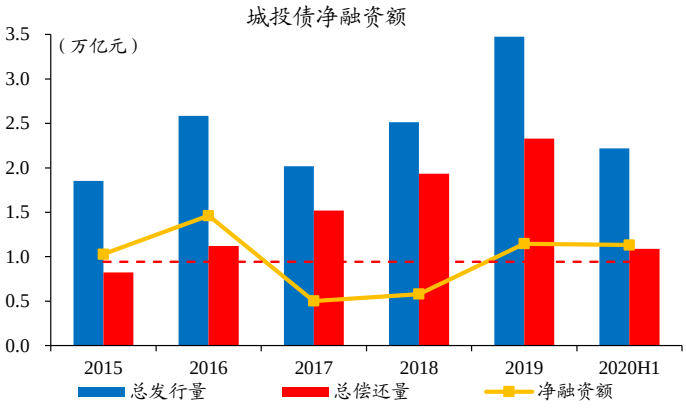
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：上半年政金债净融资规模接近以往全年的规模



数据来源：Wind、开源证券研究所

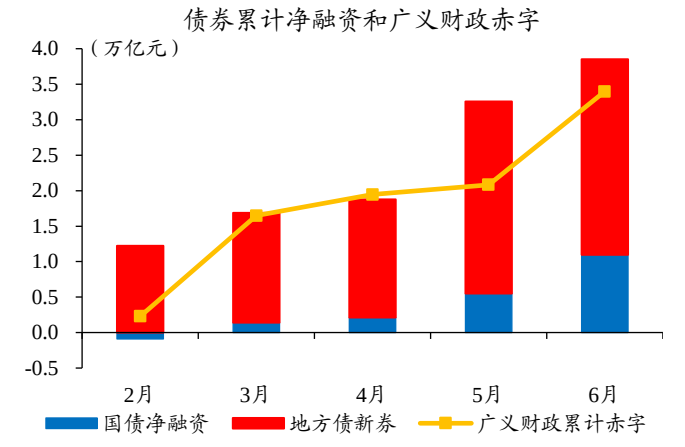
图18：上半年城投债净融资额接近 2019 年全年规模



数据来源：Wind、开源证券研究所

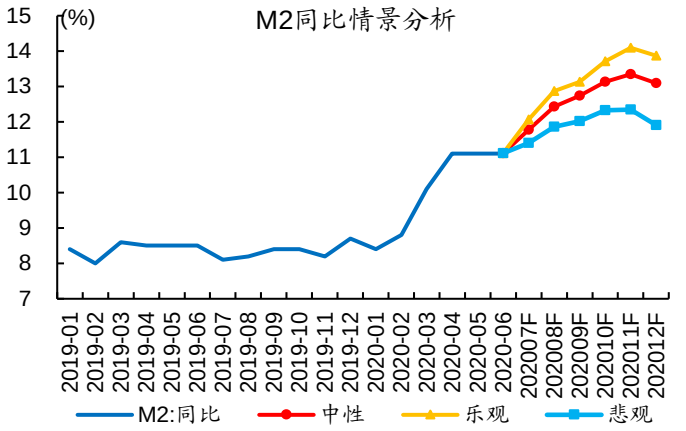
广义财政等政策落地，或带动经济行为和信用环境进一步加速修复。随着广义财政支出加快，财政存款投放、基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，下半年 M2 增速将继续抬升。相较之下，社融增速可能受政府债券发行等影响，在三季度前后见顶回落。但这并不意味着信用修复的结束：从政府债券发行到资金运用，存在一定时滞；经济行为与信用修复相互加强，也有利于信用环境进一步加速修复。

图19：政府债净融资扩张幅度，大于广义财政“赤字”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：下半年 M2 增速或继续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）近年来，财政“分工”逐渐明晰，一般财政重点向民生、科技等领域倾斜，2020 年还需落实“六保”任务；“政府投资”则更多由政府性基金来承担。

（3）专项债额度持续提高、并发行特别国债，推动政府性基金支出大幅增长，对投资的支持力度明显增强，重点支持交通、能源、市政等基础设施建设。

（4）在这种财政“分工”格局下，一般财政对政府支出的指示意义下降，“广义财政”能更准确地锚定支出总空间；数据显示，二季度政府投资已开始扩张。

（5）2020 年财政积极发力，安排广义财政“赤字率”超过 10%；上半年，仅使

用了广义“赤字”的 30.3%；下半年积极政策或仍将延续，财政空间较大。

（6）即使考虑疫情的后续影响、政府债支出进度、财政盘活比例等“拖累”因素，下半年支出增速或仍将大幅抬升，带动经济行为和信用环境加速修复。

5、 风险提示

宏观经济或财税政策大幅调整；财政盘活和政府债券支出不及预期。

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