总量研究中心

财政政策专题

宏观经济报告

赤字率来自被动上升还是主动上调？

引言：3.27 政治局会议已明确提出今年赤字率将会上调，但具体能到多少仍然不够清晰。我们认为财政赤字应分两个部分来看：一部分是由于经济下行导致的赤字率被动上升，是财政政策的自动稳定器属性；另一部分是财政扩张刺激经济增长带来的主动赤字。在海外疫情冲击外需的背景下，我国政策将由第一阶段疫情相关的救助政策转向第二阶段内需反补外需的经济刺激政策，而这更多体现在财政政策关于赤字率和广义财政的定调上。

一、财政的自动稳定器属性：经济下行将导致赤字率被动上升

财政政策对经济增长具有自动稳定器的作用。体现两个方面：第一，税收与经济周期同向变化，且弹性更大，对经济周期起着抑制过热或缓解衰退的作用；第二，转移支付（失业救济金等）与经济周期反向变化，能够影响居民可支配收入，进而稳定消费和需求。

从我国历史数据看，财政收入对经济增长的敏感度较高，而支出保持相对刚性，因此经济下行往往出现赤字率增大，印证了财政政策的逆周期性和稳定器属性。数据表明，经济下行期中，财政收入下滑相对经济增长更大，支出相对经济增长保持一定刚性。这其中除了自动稳定器的解释外，还有部分原因在于政策的主动扩张和逆周期调节：经济下行压力加大，政府往往在支出端出台政策刺激需求，对冲部分经济下行压力，同时收入端减税降费，激发企业和市场活力。

粗略估算，2020 年经济增长下行可能导致财政收入减少 0.76 万亿，财政收入同比至少下行 4 个百分点；而财政支出相对刚性，同比可能保持不变甚至小幅上升。财政政策发挥自动稳定器的功能，带来赤字率被动上升至少 0.73 个百分点。

二、重大疫情冲击下，财政应主动作为：内需补外需

历史的角度看，无论是 2008 年金融危机还是 1998 年亚洲金融危机，我国财政政策均主动出手拉动需求增长。1998-2000 年，狭义赤字率由 1.1%升至 2.5%；2008-2009 年，赤字率由 0.4%升至 2.2%。

海外疫情影响下，我国需要积极的财政政策主动扩大内需，以对冲外需下行的影响。海外疫情爆发且管控相对迟缓，可能影响我国 2,3 季度经济增长，需要实施积极的财政政策主动扩大内需，以对冲外需下行的影响。政策应从第一阶段疫情相关的救助政策转向第二阶段内需反补外需的经济刺激政策，例如基建等刺激需求的政策应主动作为。

三、预计一般财政预算赤字率可能定在 4%-5%之间

被动赤字：由于经济增长下行导致赤字率被动上升，这部分属于被动赤字。粗略估算，被动赤字将达到 0.76 万亿，赤字率升高 0.73 个百分点，所以仅被动赤字将使得 2020 年赤字率由 2.8%升至 3.6%。

主动赤字：从收入端来看，预计全年一般财政中减税降费规模 3000 亿以上，带来主动赤字率上升 0.3 个百分点。**从支出端来看，**除了疫情相关的财政支出外，还有对于消费、服务业、基础设施建设、就业和民生等领域的主动财政支出，这一部分更多可能由广义财政支出来承担。

我们预计 2020 年一般财政预算赤字率可能在 4%-5%之间，即在原来 2.8%的基础上，被动赤字率至少上调 0.73 个百分点，主动赤字率至少上调 0.3 个百分点，最终落在 4%-5%之间。当然，最终赤字率定在多少具体需要考虑主动赤字和广义财政（专项债、PSL、特别国债、国开债等）之间的平衡关系。如果后者量大，则赤字率可以低一些。

四、为保证下半年 6%的经济增速目标，广义财政应发挥更加重要的作用

如果说下半年经济增长希望保持在 6%左右的潜在增速水平，那么仍需要财政货币政策发力。考虑到调整一般赤字率的空间受到被动赤字的挤压，影响相对有限，更重要的是广义财政扩张的力度。预计几个重要的广义财政工具，如地方政府专项债、特别国债、PSL，将分别发行 3.5 万亿、1 万亿以上以及 6000 亿以上。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

内容目录

引言 3
一、财政的自动稳定器属性：经济下行将导致赤字率被动上升 3
二、重大疫情冲击下，财政应主动作为：内需补外需 5
三、预计一般财政预算赤字率可能定在 4%-5%之间 7
四、为保证下半年 6%的经济增速目标，广义财政应发挥更加重要的作用 8

图表目录

图表 1：财政收入和支出占 GDP 总值的比例 3
图表 2：财政支出和收入与 GDP 增速的关系 4
图表 3：2019 年主要税种结构 4
图表 4：财政支出占比较大的是教育、社保和就业、城乡社区事务等 5
图表 5：针对疫情的救助政策 7
图表 6：政府预期目标赤字率可能在 4.0%-5.0%之间 8

引言

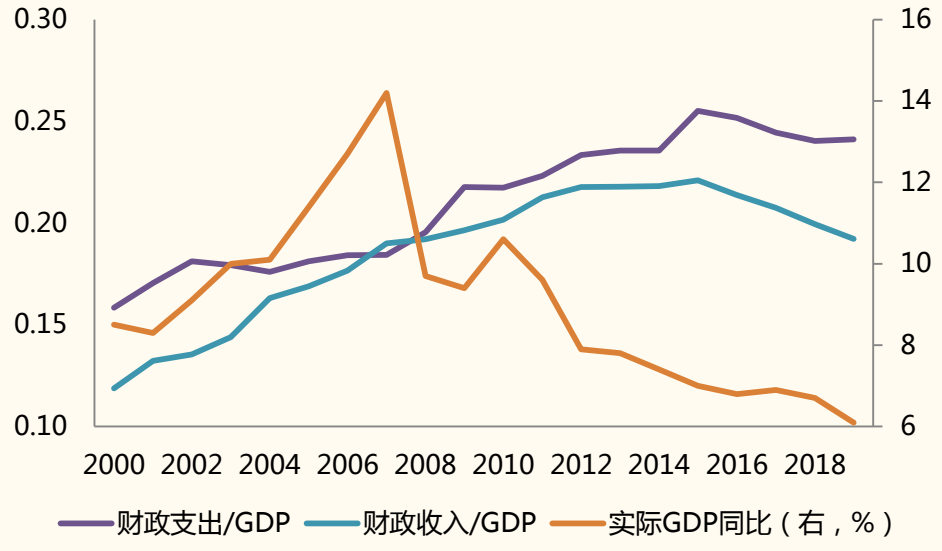
3.27 政治局会议已明确提出今年赤字率将会上调，但具体能到多少仍然不够清晰。我们认为财政赤字应分成两个部分来看：一部分是由于经济下行导致的赤字率的被动上升，是财政政策的自动稳定器属性；另一部分是财政扩张刺激经济增长带来的主动赤字。在海外疫情冲击外需的背景下，我国政策将由第一阶段疫情相关的救助政策转向第二阶段内需反补外需的经济刺激政策，而这更多体现财政政策关于赤字率和广义财政的定调上。

一、财政的自动稳定器属性：经济下行将导致赤字率被动上升

理论上，财政政策对经济增长具有自动稳定器的作用。首先从税收的角度讲，在经济扩张和繁荣阶段，生产扩大，就业增加，经济增长和居民收入增加，政府税收会相应增加，税收的增长率超过经济增长率。税收增加意味着居民可支配收入减少，因而具有遏制总需求扩张和经济过热的作用。当经济处于衰退和萧条阶段时，经济增长和居民收入减少，税收相应减少。因此，在税率固定不变的条件下，税收随经济周期同方向变化，起着抑制经济过热或缓解经济紧缩的作用。**其次从转移支付的角度讲，**经济增长上行期，失业率下降，失业救济金和其他福利支出也会下降，从而降低最终居民的收入，稳定需求和消费；而经济增长下行压力加大时，失业率上升，失业救济金和其他福利支出会上升，部分对冲可支配收入的下降，从而达到自动稳定器的作用。

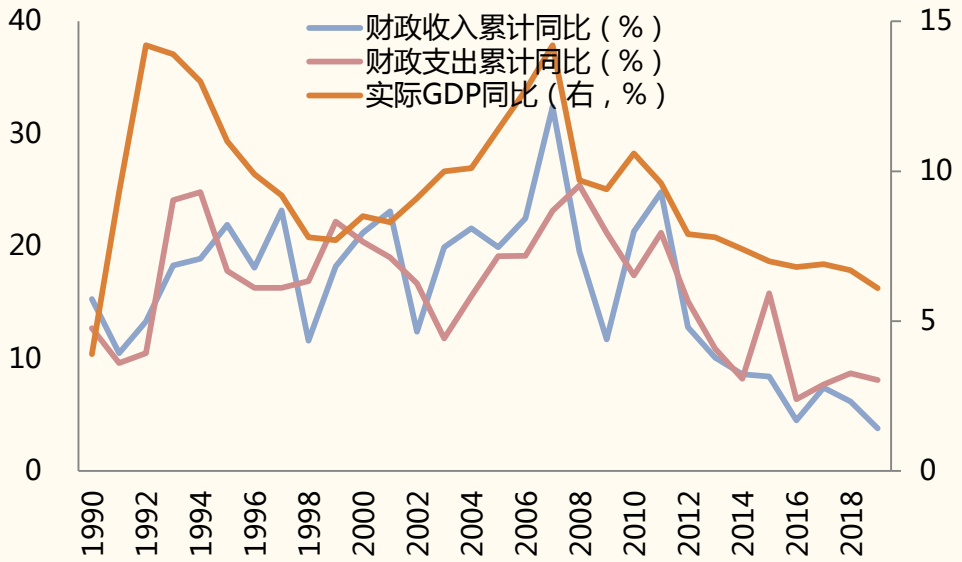
从我国历史数据看，财政收入对经济增长的敏感度较高，而支出保持相对刚性，印证了财政政策的逆周期性和稳定器属性。2000-2007 年，我国经济增长处于上行期，财政收入占 GDP 比重上升，意味着财政收入相对 GDP 有更快的增长，而支出相对较慢；当经济处于下行时，2008-2019 年，财政收入占 GDP 比重下降，而支出保持一定的韧性。特别是 2015 年之后，支出占比保持高位，收入占比下滑。这其中除了自动稳定器的作用之外，另一个主要原因在于经济下行压力加大时，政府往往会主动加大财政支出，刺激需求（如加大基建投资力度，保证就业、社会民生稳定等），对冲经济下行压力。同时收入端减税降费，激发企业和市场活力，最终导致赤字率的被动上抬。

图表 1：财政收入和支出占 GDP 总值的比例



来源：Wind，国金证券研究所

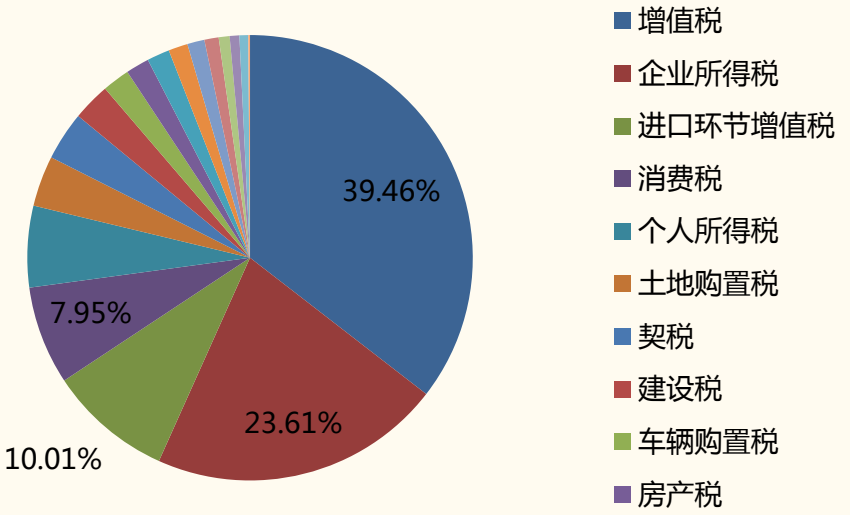
图表 2：财政支出和收入与 GDP 增速的关系



来源：Wind，国金证券研究所

经济下行压力加大，居民可支配收入减少，导致税收收入下降。财政收入中最重要的就是税收，税收收入中增值税、企业个人所得税、消费税等是最主要税种。从目前企业生产和个人消费情况来看，基本上都是“断崖式下跌”，因此今年税收收入也将大幅减少，从而对财政收入造成较大影响。从历史经验来看，1998 年亚洲金融危机时期，经济增速下降了 1.4 个百分点，财政收入下降了 11.6 个百分点。2008 年金融危机，经济增速下降了 4.5 个百分点，财政收入下降了 12.9 个百分点。**可见，危机期间财政收入下滑比较明显，若 2020 年经济增长由 6%降至 3%，由于税收变化的弹性大于经济增速，那么因经济总量下降而导致的税收收入同比可能下降 4 个百分点左右，税收收入约减少 7615 亿元。**

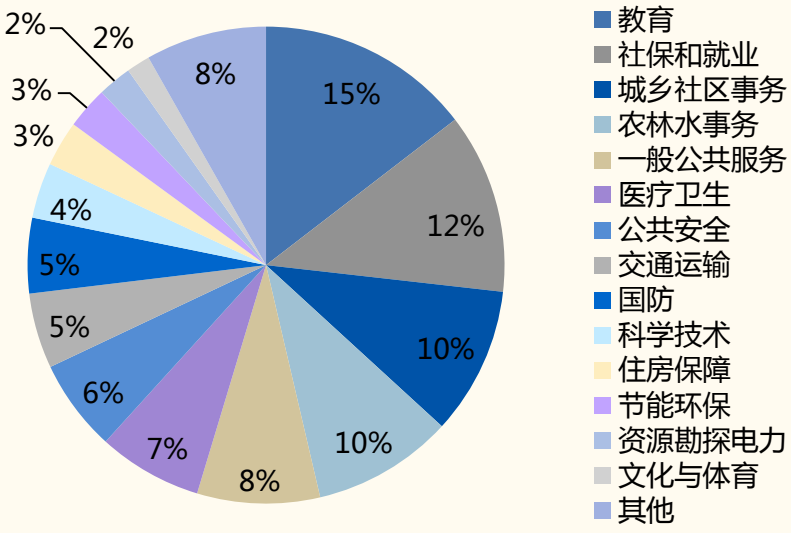
图表 3：2019 年主要税种结构



来源：Wind，国金证券研究所

疫情影响下，由于国家政策将更加积极，财政支出表现相对具有刚性。历史上，财政支出在遭遇重大风险时确实能够表现出较高的刚性。1998 年亚洲金融危机时期，经济增速下降了 1.4 个百分点，财政支出反而上升了 0.6 个百分点。而 2008 年金融危机，经济增速下降了 4.5 个百分点，财政支出上升了 2.3 个百分点。我们认为今年财政支出将表现积极，体现在两个层面：第一是用于疫情相关的救助政策，例如对于中小企业的帮扶、防疫物资、医疗卫生等领域的支出；第二是用于经济相关刺激政策，例如对于消费、服务业、基础设施建设、就业和民生等领域的支持。**我们认为，财政支出不会因为疫情的影响而减少反而可能增加，2020 年财政支出同比保持 2019 年 8.1%的水平不变甚至小幅上升（取决于主动财政扩张的意愿）。在经济增长下行周期中，财政政策将发挥自动稳定器的功能，赤字率被动上调。粗略估算被动赤字在 7615 亿元左右，赤字率被动上调 0.73 个百分点。**

图表 4：财政支出占比较大的是教育、社保和就业、城乡社区事务等



来源：Wind，国金证券研究所

二、重大疫情冲击下，财政应主动作为：内需补外需

历史的角度看，危机之下，我国财政政策均主动出手拉动需求增长。1998 年亚洲金融危机，我国出台了一系列财政刺激政策，长期国债共计发行 6600 亿元，并且长期国债带动银行贷款和其他社会资金形成 3.28 万亿元。2008 年金融危机，我国面临较大外需冲击同样推出了一篮子经济刺激计划扩大内需。说明危机之下，财政政策宽松具有必要性。

海外疫情影响下，我国需要积极的财政政策主动扩大内需，以对冲外需下行的影响。现阶段全球疫情爆发，且管控相对迟缓，海外经济很有可能在 2,3 季度陷入衰退。那么对中国而言，经济下行压力加大，影响的不仅是一个季度的经济增长，而是全年的经济增长。因此，有效出台经济刺激政策，以内需对冲外需下滑是十分必要的。同时，若中国经济率先走出困境，也将使中国企业克服全球客户粘性，提高其在全球产业链中的市场占有率。由此，我们应发挥财政

的乘数效应，着重对受疫情影响较大的行业给予支持，例如消费、服务业等；另一方面，主动推进重大项目发展，撬动社会资本投资以及配套项目投资建设，例如新基建、5G和医疗等，以内需反补外需衰退。

针对疫情，我国政策可以分成两个阶段。第一，针对疫情正在实施的救助政策，例如帮扶中小微企业纾困、短期内减税降费、贷款优惠、财政贴息等等；**第二，稳定经济增长的刺激政策，**具有中长期性，疫情结束后可能仍发挥一定刺激效应，例如财政和货币政策对基建项目的推动和刺激。**市场部分观点认为，现阶段政策应主要集中于针对疫情的救助政策，一旦疫情消除，政策立即退出。而基建等刺激政策要做但无需更大程度的刺激，因为其短时期内难以逆转，且容易造成长期的扭曲。**

但我们认为基建等相关刺激内需的政策应在此时发挥更重要的作用，需要加大力度以应对经济下行压力（如果没有疫情的影响2020年基建增速是6-7%的话，我们认为疫情影响下基建应以财政政策为主要推动力，增速升至9-10%以上）。**原因在于：第一，疫情对海外的冲击无论从程度、广度还是时间上带来的影响都是巨大的（海外以服务业为主，疫情带来的影响比中国大），政治局会议也强调“做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备”。中国经济增长将面临内外需求下滑的严峻考验，因此出台经济刺激政策，以内需对冲外需下滑是十分必要的；第二，疫情影响将彻底改变人们诸多行为、生活和工作习惯，对整体需求的影响是负面的，经济断崖式的下跌带来社会民生不稳定、失业率高增等严重问题。因此需要政府这只“看得见的手”发挥重要作用，财政货币政策双积极，刺激需求拉动中短期经济增长；第三，发挥社会主义制度集中力量办大事的优势。在面临重大风险冲击事件时，我国制度优势性明显（前期在疫情防控方面已经得到印证）。现阶段是克服内外需失速下滑、逐渐恢复经济的重要阶段，政策应在“身陷泥潭”时主动作为。第四，美国已出台相当程度的经济刺激政策，相比较而言我国财政空间和效用显然高于美国。**

图表 5：针对疫情的救助政策

	目的	主要内容
小微企业减税	政策主要聚焦小微企业和个体工商户，目的是增强其抗风险能力，助其渡过难关。	3月1日至5月底，免征湖北省境内小规模纳税人增值税，其他地区征收率由3%降至1%；
		个体工商户按单位参保企业职工养老、失业、工伤保险的，参照中小微企业享受减免政策；
		鼓励各地通过减免城镇土地使用税等方式，支持出租方为个体工商户减免物业租金
降费	政策主要聚焦减轻企业社保费负担，目的是降低企业用工成本、增强其复工复产信心。	减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费，对中小微企业实施不超过5个月的免征，对大型企业等其他参保单位实施不超过3个月的减半征收，对湖北省各类参保单位实施不超过5个月的免征。
		减征基本医疗保险费，由各省指导统筹地区对职工基本医疗保险单位缴费部分减半征收，期限不超过5个月。
贷款	降低企业融资成本	增加贴息资金的规模，加大对重点保障企业专项贷款财政贴息的支持力度，按企业实际获得贷款利率的50%给予贴息，这样能够保证这些企业的实际融资成本不高于1.6%。据向人民银行了解，目前已经贷款企业的实际融资成本还要更低一些。
个人所得税	政策主要聚焦疫情防控工作，目的是第一时间将政策送到抗“疫”前线。	对于取得政府规定标准的疫情防治临时性工作补助和奖金免征个人所得税。
		个人取得单位发放的预防新冠肺炎的医药防护用品等免征个人所得税。
疫情防控相关企业		对疫情防控重点保障物资生产企业全额退还增值税增量留抵税额
		纳税人提供疫情防控重点保障物资运输收入免征增值税。
		纳税人提供公共交通运输服务、生活服务及居民必需物资快递收派服务免征增值税。
		对疫情防控重点物资生产企业扩大产能购置设备允许企业所得税税前一次性扣除。
		对卫生健康主管部门组织进口的直接用于防控疫情物资，免征关税。
公益捐赠		通过公益性社会组织和县级以上人民政府及其部门等国家机关捐赠应对疫情的现金和物品允许企业所得税和个人所得税税前全额扣除。
		直接向承担疫情防治任务的医院捐赠应对疫情物品，允许企业所得税和个人所得税税前全额扣除。
		无偿捐赠应对疫情的货物，免征增值税、消费税、城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加。
		扩大了捐赠免税进口范围。

来源：国金证券研究所

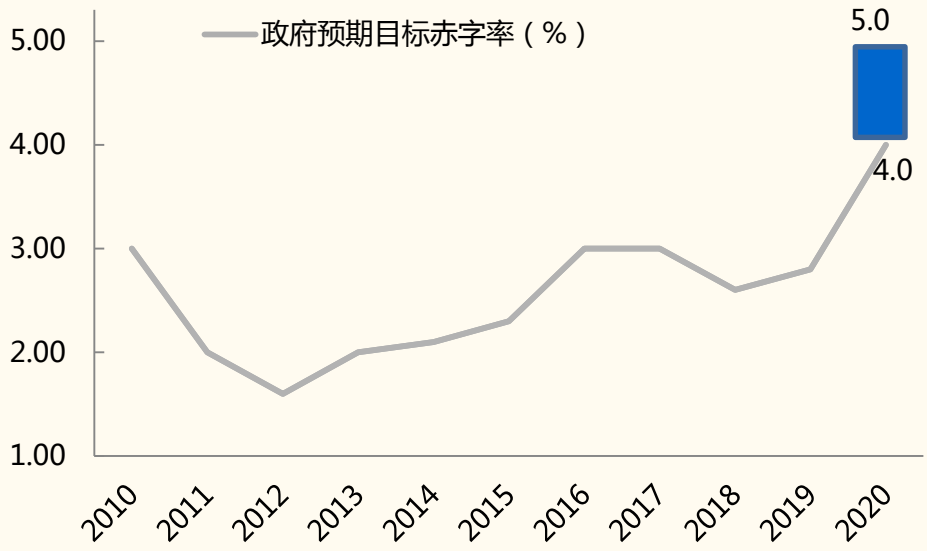
三、预计一般财政预算赤字率可能定在 4%-5%之间

政治局会议已明确提出今年赤字率将会上调，但具体能到多少仍然不够清晰。通过上述分析，我们把问题分为两个部分：一部分是由于经济下行导致赤字率被动上调，这部分属于财政发挥自动稳定器作用带来的被动赤字，另一部分是积极财政刺激，内需反补外需带来的主动赤字。

被动赤字方面，由于经济下行，财政政策发挥自动稳定器的作用，财政收入下行而支出保持刚性，从而带来赤字率的被动上调。根据前文的计算，疫情影响经济总量从而导致财政收入减少 7615 亿元，支出保持不变或小幅上升，所带来的被动赤字将至少达到 0.76 万亿，带来的被动赤字率为 0.73%，将导致赤字率由 2.8%升至 3.6%的水平。

关于主动赤字，从收入端来看，2020 年全年一般财政中减税规模可能在 3000 亿水平，带来主动赤字率上升 0.3 个百分点，**从支出端来看，**除了防疫物资、医疗卫生等疫情相关支出外，还有对于消费、服务业、基础设施建设、就业和民生等领域的主动财政支出，这一部分更多可能由广义财政支出来承担，因此其需要结合广义财政支出和政府经济增速目标共同决定。**我们预计 2020 年一般财政预算赤字率可能在 4%-5%之间，即在原来 2.8%的基础上，被动赤字率至少上调 0.73 个百分点，主动赤字率至少上调 0.3 个百分点，最终落在 4%-5%之间。当然，最终赤字率定在多少具体需要考虑主动赤字和广义财政（专项债、PSL、特别国债、国开债等）之间的平衡关系。如果后者量大，则赤字率可以低一些。**

图表 6：政府预期目标赤字率可能在 4.0%-5.0%之间



来源：Wind，国金证券研究所

四、为保证下半年 6%的经济增速目标，广义财政应发挥更加重要的作用

2020 年一季度经济负增长概率较大，二季度受外需影响下行压力仍然较大，如果说下半年经济增长希望保持在 6%左右的潜在增速水平（详细观点参考报告《实现翻番目标所需的政策刺激力度（补充版）》），那么仍需要财政和货币政策同时发力，提供需求和流动性。考虑到一般赤字率上调空间受到被动赤字的挤压，所以广义财政需要发挥更重要的作用。

预计今年地方政府专项债发行在 3.50 万亿左右，相较于去年至少增长 1 万亿以上。地方政府专项债发行可能明显增加的原因有四点：第一，专项债不计入财政赤字，是广义财政的重要手段；第二，基建是稳增长的重要手段，而专项债是基建投资最重要的资金来源，基建投资自 2018 年“硬着陆”以来一直较为低迷，为应对经济下行基建投资首当其冲，因此专项债的发行额度也可能会增加；第三，疫情对短期经济造成负向影响，未来国家将出台相关政策大力度支持企业恢复生产经营，其中主要政策手段之一就是专项债。2018，2019 年地方政府专项债预算分别为 1.35 和 2.15 万亿，我们认为 2020 年地方政府专项债有望升至 3.5 万亿左右。第四，海外疫情进一步恶化或失控，必将导致我国外需下滑，拖累经济增长，那么作为基建稳增长重要的资金来源专项债也将更加积极，体现“内需补外需”的思想。

预计今年特别国债发行可能超过 1 万亿，相当于中央政府专项债（与地方政府专项债类似）重点投向基建和防疫等项目。我们在特别国债的用途猜想一文中详细分析了当前发行特别国债的三个方向，其中类似于地方政府专项债，本次特别国债相当于中央政府专项债，重点投向基础设施建设和疫情防控相关项目的可能性较大。发行特别国债主要考虑到地方政府债务问题以及中央政府杠杆率偏低，重大风险时间冲击下，中央政府加杠杆意愿和空间被打开。

预计今年 PSL 发行 6000 亿以上。在一般公共财政空间相对有限的前提下，一

个可能的政策方向在于货币与财政的结合点，也就是以 PSL 为代表的准财政行为。PSL 是抵押补充贷款，为央行货币政策工具之一，于 2014 年 4 月创立，其目的是为国家开发银行支持“棚户区改造”等重点项目提供长期稳定、成本适当的资金来源。2015 年 10 月，人民银行将抵押补充贷款的对象扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行。2019 年 PSL 净增 2670 亿元，其中 4 月至 8 月连续五个月 PSL 停发，为 PSL 净增量为 2014 年该工具创设以来的最低值。我们认为，当前经济环境和疫情的冲击下，PSL 为代表的准财政行为将是 2020 年重要的看点之一，预计今年 PSL 的新增规模可能在 6000 亿元以上。**此外，我们预计今年国开债等政策性金融债也将加大发行力度。**

此外，2020 年上半年受国内外疫情影响比较严重，因此全年若想进一步抬升全年经济增长，则需要更大的政策力度，例如赤字率再度上调，专项债进一步加大力度，特别国债、PSL 以及国开金融债等都需要再新增量。而货币政策也需要与财政相互配合提供更加充裕的货币环境，最终社融可能全年新增 30 万亿以上，M2 新增在 19 万亿以上。无论是怎样的情形，货币和财政一定是相互配合，缺一不可。详细情形假设以及政策力度测算请参看我们的报告《实现翻番目标所需的政策刺激力度》。

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH