

盘活存量：应对当前财政困局的思路

积极的财政政策是当前的逆周期政策的核心。有观点认为，在预算收支矛盾凸显的背景之下，积极财政将难以延续。不过，我们的测算发现虽然今年财政赤字安排明显提前，但这并不意味着下半年会变得“不积极”。依靠提高国有金融机构和央企的利润上缴、专项债助力基建投资、以及其他盘活财政存量资金等措施，足够弥补两千多亿元的财政收支缺口，实现今年的经济增长目标。

- **财政收支陷入“两难”局面。**一方面，在赤字率目标的约束下，如果下半年财政收入增速继续下滑，财政支出端也将难以延续积极，这将一定程度上削弱财政政策对经济增长的托底作用，更有可能影响全年经济增长目标的实现。另一方面，如果下半年财政赤字率获准提高，财政就可继续通过发债延续上半年的积极态势，但这将受到政府杠杆率、政策操作周期、为明年政策“留力”等多重因素的制约。
- **中等口径下实际赤字率今年或达 6.8%，积极财政的进取态势可见一斑。**今年《政府工作报告》确定的赤字率目标为 2.8%，较去年提高了 0.2 个百分点，但该指标并不能准确反映财政的积极程度。我国实际赤字率在 2015 年就超过了 3%，今年有可能达到 5.1% 的历史新高。按中等口径财政收支计算，2018 年实际赤字率达到 4.7%，今年更有可能达到 6.8%。
- **左支右绌：财政收支矛盾加剧，今年的财政缺口或达到两千四百多亿。**财政收入累计同比增速明显下滑，且随着减税降费与房地产调控政策的持续，预计中等口径财政收入增速在下半年有进一步下探的可能。从预算执行进度来看，政府性基金收入较去年同期明显放缓。如果房地产调控政策持续从紧，预计政府性基金收入的增收压力将进一步加大，财政收入的总量与执行进度会受到更大的影响。财政支出前置特征较为明显，为后续支出的相对乏力埋下了伏笔。根据测算，2019 年财政缺口预计约 2402 亿元。
- **盘活存量：应对积极困局的“三大法宝”。（1）国企分红上缴公共财政。**我国国企分红上缴公共财政的比例总体偏低。供给侧改革以来国企盈利面明显好转，利润总额大幅增长，这些都为向公共财政上缴利润创造了良好的条件。加大国企分红上缴各级财政的力度，至少可盘活资金数千亿元。（2）**专项债“新政”撬动更多资金支撑基建投资。**1-7 月，地方政府新增专项债发行 1.69 万亿元，占到 2.15 万亿限额的 78.4%。下半年仍有 0.46 万亿元的发行空间，预计还可撬动基建投资 1380-1725 亿元，可额外拉动基建投资 1 个百分点左右。“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”的新规有可能进一步撬动基建投资。虽然今年专项债所剩余额不多，靠专项债新政拉动基建投资对冲经济下行难度较大，但不排除全国人大再次提高政府债务限额、给予地方政府更多的资金支持的可能。（3）**其他财政存量资金。**各级政府预算稳定调节基金预计尚有余额 1500 亿元左右可供动用，各级政府预备费约 1450 亿元可供动用，但原则上须用于临时性支出。地方政府结转结余资金保守估计至少 500 亿元。
- **盘活存量足够弥补财政缺口。**依靠提高国有金融机构和央企的利润上缴、专项债助力基建投资、以及其他盘活财政存量资金的措施，足够弥补两千多亿元的财政收支缺口，而且在操作层面更容易针对形势的变化而较快做出反应。如果这三个方面的资金能够得到有效利用，那么今年的积极财政将得到有力支撑。此外，若经济下行压力进一步加大，全国人大也可能在下半年批准提高政府债务限额使得财政政策进一步“加力提效”。

丁安华，首席经济学家

(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

引言：财政收支陷入“两难”局面

2018 年以来，在全球增长乏力与贸易摩擦加剧的双重冲击下，我国经济面临较大的下行压力。中央出台多项政策，其中尤以积极的财政政策最为关键。积极财政政策从收支两端发力，一边是减税降费，另一边是增加开支。今年以来，财政收支矛盾逐渐凸显，特别是地方财政的压力颇大，陷入“两难”的局面：一方面，在赤字率目标的约束下，如果下半年财政收入增速继续下滑，那么支出端也将难以延续积极，这将一定程度上削弱财政政策对经济增长的托底作用，更有可能影响全年经济增长目标的实现；另一方面，如果下半年财政赤字率获准提高，财政就可以继续通过发债延续上半年的积极态势，但这将受到政府杠杆率、政策操作周期、为明年政策“留力”等多重因素的制约。

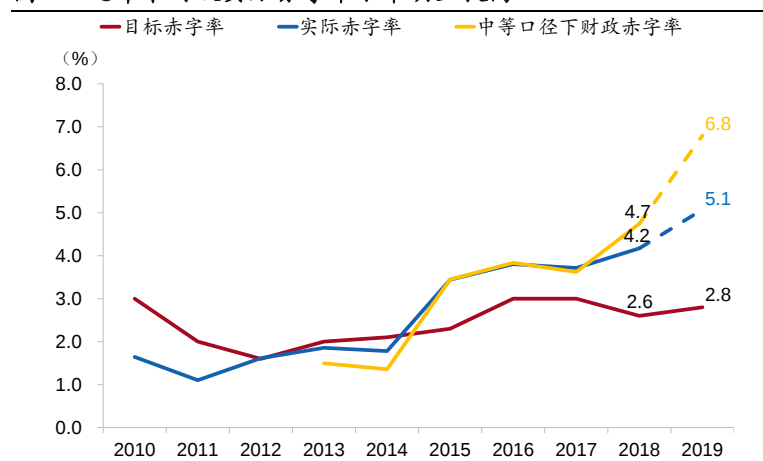
在这种“两难”境况下，不妨考虑另辟蹊径，盘活存量资金，国有企业分红、专项债新政以及预算稳定调节基金等其他财政存量资金都是下半年可供倚仗的用以弥补财政收支缺口的资金来源或政策工具。如果利用得当，便可以在财政赤字率不变的情况下，在下半年延续积极财政，同时保证全年经济增长目标的实现。同时，也不排除在财政收支矛盾过大时，提高赤字率目标，提高政府债务限额成为财政政策的下一步选择。

一、财政的积极程度：赤字率与公共债务

财政收支之间的差额与名义国民生产总值的比例，即赤字率，乃是观察财政积极程度的指标。今年《政府工作报告》确定的赤字率目标为 2.8%，较去年提高了 0.2 个百分点。但是，这个赤字率指标并不能准确反映财政的积极程度。原因有二：一是我国所采用的官方赤字率，与国际上通行的赤字率计算方法不同。按国际惯例，一般以公共财政的收支差额来计算实际赤字率水平；而我国的官方赤字率包含了很多调整项，例如预算稳定调节基金、政府性基金预算和国有资本经营预算调入资金、动用结转资金、结余资金等。二是专项债不计入官方赤字率计算之中，可见，赤字率指标无法准确反映财政的积极程度。

如果以国际通用的方法计算，我国实际赤字率在 2015 年就超过了 3%，今年有可能达到 5.1% 的历史新高。如果按照中等口径财政收支（一般公共预算和政府性基金预算）来计算，那么 2018 年的实际赤字率达到 4.7%，今年更有可能达到 6.8%（图 1）。若考虑今年加大专项债的发行，积极财政的进取态势可见一斑，政府保增长的意图十分明显。

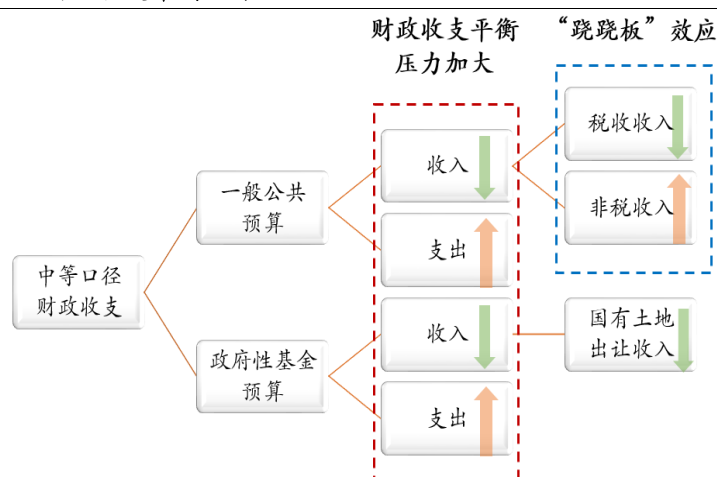
图 1：近年来财政实际赤字率水平明显提高



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

二、左支右绌：财政收支矛盾加剧

图 2：财政收支平衡压力加大

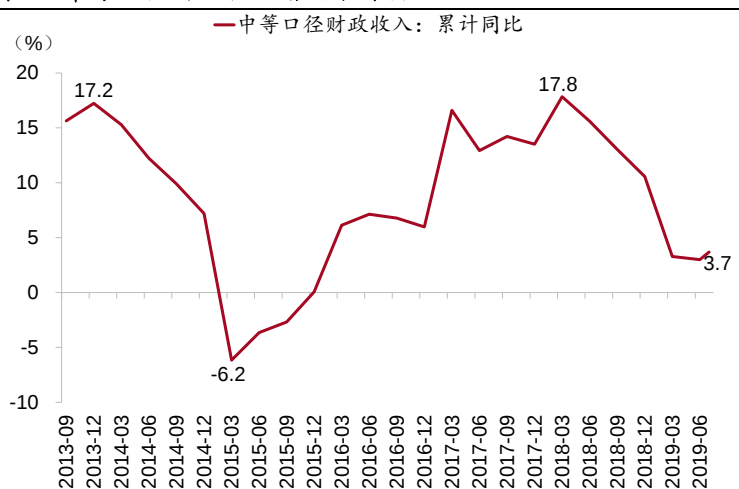


资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

(一) 财政收入：增速下滑

从总量看，中等口径财政收入累计同比增速明显下滑。今年1-7月，我国一般公共预算收入累计同比增长3.1%，增速为近十年来的最低值。受房地产调控政策影响，政府性基金预算收入累计同比增速处于5.5%的较低水平。二者相加的中等口径财政收入累计同比增速仅为3.7%。随着减税降费与房地产调控政策的持续，预计中等口径财政收入累计增速在下半年有进一步下探的可能。

图3：中等口径财政收入增速下滑明显



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

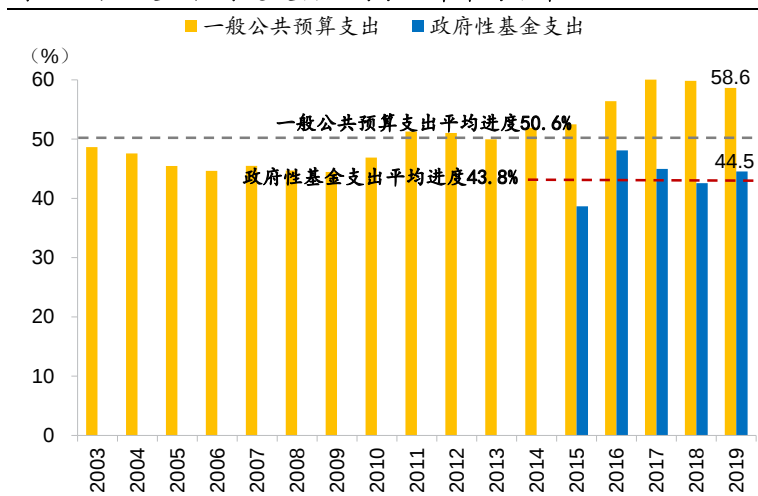
从预算执行进度来看，政府性基金收入较去年同期明显放缓。今年1-7月，一般公共预算收入完成全年预算的65.3%，低于历史同期66.4%的平均水平，更低于去年同期的66.5%。政府性基金预算收入仅完成了全年预算的49.6%，大幅低于去年同期57.2%的水平，主要是因为占政府性基金比重超过80%的国有土地出让收入增速的大幅下滑。可见，房地产调控政策对于政府性基金收入的影响要大于减税降费对于一般公共预算收入的影响。如果房地产调控政策持续从紧，预计政府性基金收入的增收压力将进一步加大，财政收入的总量与执行进度会受到更大的影响。

(二) 财政支出：力有不逮

从总量看，财政支出年初以来的高增速难以为继。从一般公共预算支出看，1-7月累计同比增速为9.9%，虽然仍高于2013年以来的平均水平，但边际增速已明显放缓。从政府性基金预算支出来看，相较于一般公共预算支出，其在1-7月的收支矛盾更为突出，这主要是因为城乡基础设施建设、征地拆迁与土地开发等政府性基金支出项目明显发力，增速一度达到110%的历史最高值。但由于政府性基金收入增收乏力，继而制约了支出增速。受房地产调控从紧的影响，预计未来几个月政府性基金收入压力有所加大，增速上行空间有限，其对支出端的拖累也会继续显现。

从预算的执行进度来看，财政支出前置特征较为明显。1-7月，一般公共预算支出与政府性基金支出分别完成了全年预算的58.6%和44.5%，均明显高于近年来的平均进度水平。较之以往，支出进度的加快有利于财政政策的尽早起效，对稳定基建投资及经济增速具有重要作用，但同时也为后续支出的相对乏力埋下了伏笔。

图4：财政支出执行进度明显高于近年平均水平



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

(三) 财政缺口：两千四百亿

今年的财政缺口或达到两千四百多亿。根据上半年一般公共预算与政府性基金预算的收支增速，推算出全年累计增速与实际金额；同时，我们将年末一般公共预算与政府性基金预算的实际收支差额，即实际赤字额，与年初政府制定的预算赤字额的差额定义为财政缺口，并以此衡量财政面临的实际压力。从测算结果来看，2019 年财政缺口预计为 2402 亿元，情况不算太差，仅低于经济形势较差且财政收入下滑最为严重的 2015 年。

表 1：历年财政收支缺口测算表

年份/ 项目	一般公共预算 实际赤字目标	政府性基金 预算实际赤字目标	预算实际 赤字规模	一般公共预算 实际赤字	政府性基金 预算实际赤字	实际赤字 规模	财政缺口
2012	10,700	817	11,517	8,503	-1,448	7,055	-4,463
2013	11,616	781	12,397	10,601	-2,123	8,478	-3,919
2014	13,507	807	14,314	11,312	-2,705	8,607	-5,707
2015	17,200	1,721	18,921	23,551	34	23,585	4,664
2016	23,515	4,248	27,763	28,289	233	28,522	759
2017	26,233	8,299	34,532	30,763	-762	30,001	-4,531
2018	26,653	13,884	40,537	37,554	5,157	42,711	2,174
2019	42,744	21,854	64,598	50,000	17,000	67,000	2,402

注：1. 实际赤字规模=一般公共预算支出实际发生数 - 一般公共预算收入实际发生数，2019 年一般公共预算与政府性基金预算实际赤字为预测数，而一般公共预算与政府性基金预算实际赤字目标为年初政府确定的预估值；2. 财政缺口值越大说明财政压力越大，财政缺口值为负说明不存在财政缺口。

资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

三、盘活存量：应对积极困局的“三大法宝”

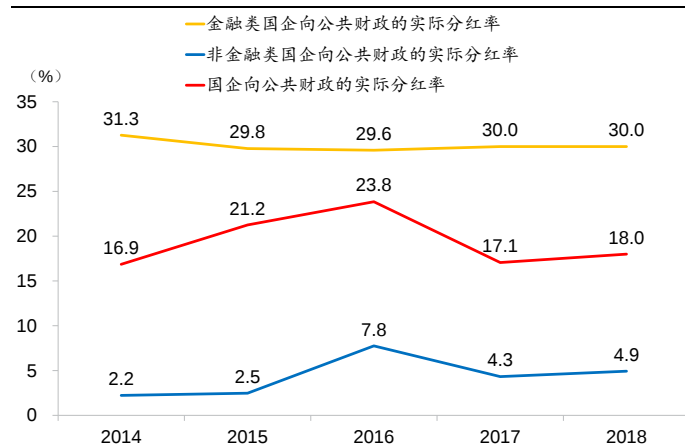
我国的财政存量资金分布较广，难以准确统计，根据可获得的公开资料和数据，我认为国有企业分红、专项债新政以及预算稳定调节基金等其他财政存量资金是今年最有可能用以弥补财政收支缺口的资金来源以及推进积极财政的政策工具。

(一) 国企分红上缴公共财政

作为广义财政的重要组成，我国国企分红上缴公共财政的比例总体偏低。其中，金融类国企分红上缴公共财政的比例总体保持稳定，分红率一直稳定在 30% 左右。同时，非金融类国企分红通过调入的方式上缴公共财政的比例过低，近五年分红率的平均比例为 4.3%。从国际比较来看，我国国企分红上缴财政的比例显著低于世界其他国家和地区。经过多年的改革发展，国企经营效益已大为改善，尤其是供给侧改革以来，国企盈利面明显好转，

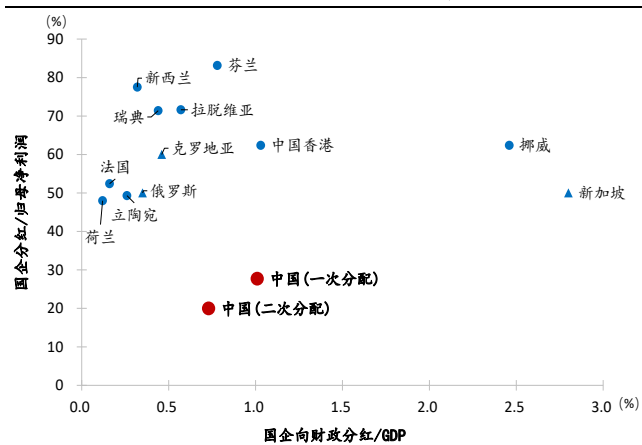
利润总额大幅增长，这些都为向公共财政上缴利润创造了良好的条件。因此，加大国企分红上缴各级财政的力度，至少可盘活资金数千亿元。

图 5：国企分红上缴公共财政的比例总体较低



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 6：我国国企向财政分红与其他经济体有较大差距



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

(二) 专项债“新政”撬动更多资金支撑基建投资

6 月 10 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称《通知》），其中“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”的新规有可能进一步撬动基建投资。1-7 月，地方政府新增专项债发行 1.69 万亿元，占到 2.15 万亿限额的 78.4%，超过序时进度，下半年仍有 0.46 万亿元的发行空间，预计还可撬动基建投资 1380-1725 亿元，可以额外拉动基建投资 1 个百分点左右。

虽然今年专项债所剩余额不多，靠专项债新政拉动基建投资对冲经济下行难度较大，但不排除全国人大再次提高政府债务限额、给予地方政府更多的资金支持的可能。由于地方政府专项债不纳入一般公共预算管理，因此，可以在当年限额以外继续利用上年末专项债剩余额度进行发债融资。数据显示，截至 2018 年末，专项债剩余额度为 1 万亿元左右。如果能将此额度加以利用，那么在今年剩余的几个月内，专项债新政仍将会对基建投资起到很好的刺激作用。

（三）其他财政存量资金

各级政府预算稳定调节基金¹预计尚有余额 1500 亿元左右可供动用。据统计，2019 年中央财政预算稳定调节基金余额将降至 964 亿元。而按照中央赤字约为地方赤字的 2 倍来估算，地方预算稳定调节基金余额约为 500 亿元左右，全国共计约 1500 亿元左右。各级政府或将编制本级预算调整方案，按法定程序动用预算稳定调节基金。

各级政府预备费²约 1450 亿元可供动用，但原则上须用于临时性支出。目前，中央预备费总额在 500 亿元左右，地方预备费总额预计在 950 亿元左右。由于其多用于临时性、被动性的支出，因此，盘活此部分资金难度较大，但也不排除动用的可能。

地方政府结转结余资金³保守估计至少 500 亿元。多年来，中央一直强调要盘活地方财政存量资金，提高财政资金使用效益，因此，对于各级政府每年都不同程度存在的结转结余资金，财政部会要求加强相关资金的管理。但因为该两项资金涉及政府层级和项目较多、清理规范难度较大，因此统计数据也难以获取，保守估计相关资金规模超过 500 亿元。

四、小结

实现今年的经济增长目标，是完成全面建成小康社会目标的必要条件。积极的财政政策是当前的逆周期政策的核心。有观点认为，在预算收支矛盾凸显的背景之下，积极财政将难以延续。不过，我们的测算发现，虽然今年财政赤字安排明显提前，但这并不意味着下半年会变得“不积极”。如果政府能够积极应对，盘活存量财政资源，弥补两千四百亿元左右的财政收支缺口，那么下半年的实际赤字率或将达到 6.4% 左右的近五年来的较高水平。

从历史经验看，随着经济增速逼近目标下限，宏观政策往往也会逐步向稳增长的目标调整。我们预计依靠提高国有金融机构和央企的利润上缴、专项债助力基建投资，以及其他盘活财政存量资金的措施，足够弥补两千多亿元的财政收支缺口，而且在操作层面更容易针对形势的变化而较快做出反应。如果这三个方面的资金能够得到有效利用，那么今年的积极财政将得到有力支撑。此外，若经济下行压力进一步加大，全国人大也可能在下半年批准提高政府债务限额使得财政政策进一步“加力提效”。

¹ 我国的预算稳定调节基金是在政府财政连续超收背景下建立起来的，用来管理部分超收收入以及应对部分年份预算超支情况的预算稳定机制。除一般公共预算可设置储备性资金外，各级政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算均不得设置预算稳定调节基金。

² 按照我国《预算法》的规定，各级一般公共预算应按照本级一般公共预算支出额的 1%-3% 设置预备费，用于当年预算执行中因救灾、扶贫、重大项目研发等突发事件，而增加的支出及其他难以预见地开支。

³ 财政结转资金是指当年支出预算已执行但尚未完成，或因故未执行，下年需按原用途继续使用的财政拨款资金。而财政结余资金是指支出预算工作目标已完成，或由于受政策变化、计划调整等因素影响工作终止，当年剩余的财政拨款资金。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。