招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

盤活存量：應對當前財政困局的思路

丁安華，首席經濟學家

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

積極的財政政策是當前的逆週期政策的核心。有觀點認為，在預算收支矛盾凸顯的背景之下，積極財政將難以延續。不過，我們的測算發現雖然今年財政赤字安排明顯提前，但這並不意味著下半年會變得"不積極"。依靠提高國有金融機構和央企的利潤上繳、專項債助力基建投資、以及其他盤活財政存量資金等措施，足夠彌補兩千多億元的財政收支缺口，實現今年的經濟增長目標。

- **財政收支陷入"兩難"局面。**一方面，在赤字率目標的約束下，如果下半年財政收入增速繼續下滑，財政支出端也將難以延續積極，這將一定程度上削弱財政政策對經濟增長的托底作用，更有可能影響全年經濟增長目標的實現。另一方面，如果下半年財政赤字率獲准提高，財政就可繼續通過發債延續上半年的積極態勢，但這將受到政府杠杆率、政策操作週期、為明年政策"留力"等多重因素的制約。
- **中等口徑下實際赤字率今年或達 6.8%，積極財政的進取態勢可見一斑。**今年《政府工作報告》確定的赤字率目標為 2.8%，較去年提高了 0.2 個百分點，但該指標並不能準確反映財政的積極程度。我國實際赤字率在 2015 年就超過了 3%，今年有可能達到 5.1%的歷史新高。按中等口徑財政收支計算，2018 年實際赤字率達到 4.7%，今年更有可能達到 6.8%。
- **左支右絀：財政收支矛盾加劇，今年的財政缺口或達到兩千四百多億。**財政收入累計同比增速明顯下滑，且隨著減稅降費與房地產調控政策的持續，預計中等口徑財政收入增速在下半年有進一步下探的可能。從預算執行進度來看，政府性基金收入較去年同期明顯放緩。如果房地產調控政策持續從緊，預計政府性基金收入的增收壓力將進一步加大，財政收入的總量與執行進度會受到更大的影響。財政支出前置特徵較為明顯，為後續支出的相對乏力埋下了伏筆。根據測算，2019 年財政缺口預計約 2402 億元。
- **盤活存量：應對積極困局的"三大法寶"。（1）國企分紅上繳公共財政。**我國國企分紅上繳公共財政的比例總體偏低。供給側改革以來國企盈利面明顯好轉，利潤總額大幅增長，這些都為向公共財政上繳利潤創造了良好的條件。加大國企分紅上繳各級財政的力度，至少可盤活資金數千億元。**（2）專項債"新政"撬動更多資金支撐基建投資。**1-7 月，地方政府新增專項債發行 1.69 萬億元，占到 2.15 萬億限額的 78.4%。下半年仍有 0.46 萬億元的發行空間，預計還可撬動基建投資 1380-1725 億元，可額外拉動基建投資 1 個百分點左右。"允許將專項債券作為符合條件的重大項目資本金"的新規有可能進一步撬動基建投資。雖然今年專項債所剩餘額不多，靠專項債新政拉動基建投資對沖經濟下行難度較大，但不排除全國人大會再次提高政府債務限額、給予地方政府更多的資金支持的可能。**（3）其他財政存量資金。**各級政府預算穩定調節基金預計尚有餘額 1500 億元左右可供動用，各級政府預備費約 1450 億元可供動用，但原則上須用於臨時性支出。地方政府結轉結餘資金保守估計至少 500 億元。
- **盤活存量足夠彌補財政缺口。**依靠提高國有金融機構和央企的利潤上繳、專項債助力基建投資、以及其他盤活財政存量資金的措施，足夠彌補兩千多億元的財政收支缺口，而且在操作層面更容易針對形勢的變化而較快做出反應。如果這三個方面的資金能夠得到有效利用，那麼今年的積極財政將得到有力支撐。此外，若經濟下行壓力進一步加大，全國人大也可能在下半年批准提高政府債務限額使得財政政策進一步"加力提效"。

引言：財政收支陷入“兩難”局面

2018 年以來，在全球增長乏力與貿易摩擦加劇的雙重衝擊下，我國經濟面臨較大的下行壓力。中央出臺多項政策，其中尤以積極的財政政策最為關鍵。積極財政政策從收支兩端發力，一邊是減稅降費，另一邊是增加開支。今年以來，財政收支矛盾逐漸凸顯，特別是地方財政的壓力頗大，陷入“兩難”的局面：一方面，在赤字率目標的約束下，如果下半年財政收入增速繼續下滑，那麼支出端也將難以延續積極，這將一定程度上削弱財政政策對經濟增長的托底作用，更有可能影響全年經濟增長目標的實現；另一方面，如果下半年財政赤字率獲准提高，財政就可以繼續通過發債延續上半年的積極態勢，但這將受到政府杠杆率、政策操作週期、為明年政策“留力”等多重因素的制約。

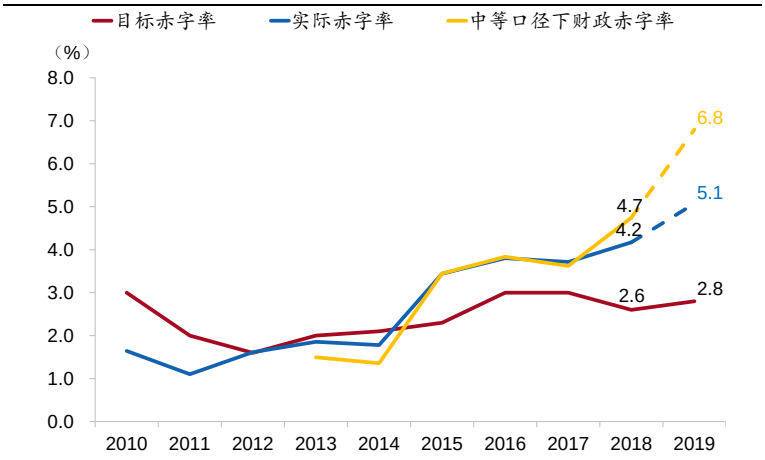
在這種“兩難”境況下，不妨考慮另闢蹊徑，盤活存量資金，國有企業分紅、專項債新政以及預算穩定調節基金等其他財政存量資金都是下半年可供倚仗的用以彌補財政收支缺口的資金來源或政策工具。如果利用得當，便可以在財政赤字率不變的情況下，在下半年延續積極財政，同時保證全年經濟增長目標的實現。同時，也不排除在財政收支矛盾過大時，提高赤字率目標，提高政府債務限額成為財政政策的下一步選擇。

一、財政的積極程度：赤字率與公共債務

財政收支之間的差額與名義國民生產總值的比例，即赤字率，乃是觀察財政積極程度的指標。今年《政府工作報告》確定的赤字率目標為 2.8%，較去年提高了 0.2 個百分點。但是，這個赤字率指標並不能準確反映財政的積極程度。原因有二：一是我國所採用的官方赤字率，與國際上通行的赤字率計算方法不同。按國際慣例，一般以公共財政的收支差額來計算實際赤字率水平；而我國的官方赤字率包含了很多調整項，例如預算穩定調節基金、政府性基金預算和國有資本經營預算調入資金、動用結轉資金、結餘資金等。二是專項債不計入官方赤字率計算之中，可見，赤字率指標無法準確反映財政的積極程度。

如果以國際通用的方法計算，我國實際赤字率在 2015 年就超過了 3%，今年有可能達到 5.1%的歷史新高。如果按照中等口徑財政收支（一般公共預算和政府性基金預算）來計算，那麼 2018 年的實際赤字率達到 4.7%，今年更有可能達到 6.8%（圖 1）。若考慮今年加大專項債的發行，積極財政的進取態勢可見一斑，政府保增長的意圖十分明顯。

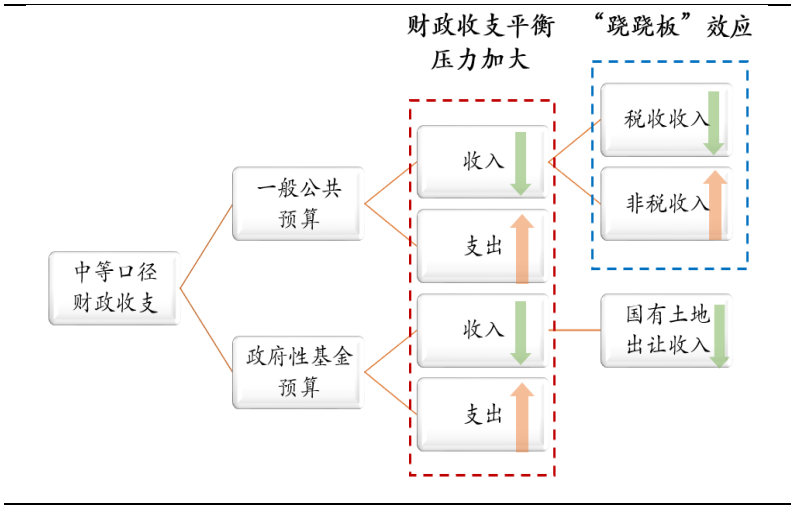
圖 1：近年來財政實際赤字率水平明顯提高



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

二、左支右絀：財政收支矛盾加劇

圖 2：財政收支平衡壓力加大

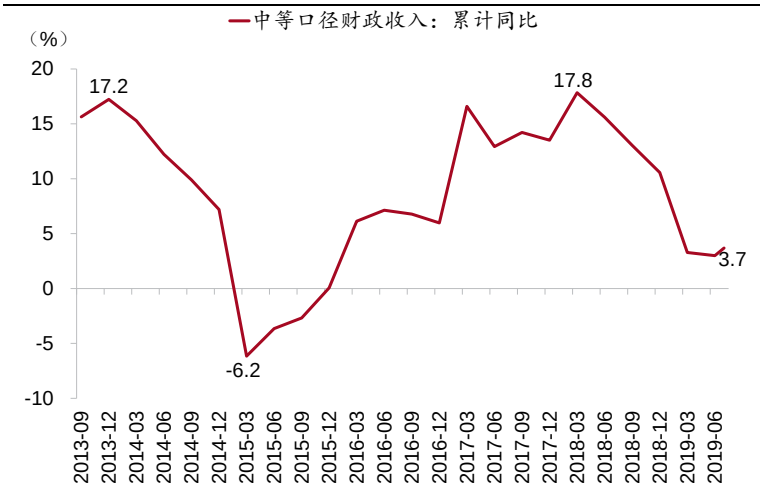


資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

（一）財政收入：增速下滑

從總量看，中等口徑財政收入累計同比增速明顯下滑。今年 1-7 月，我國一般公共預算收入累計同比增長 3.1%，增速為近十年來的最低值。受房地產調控政策影響，政府性基金預算收入累計同比增速處於 5.5%的較低水平。二者相加的中等口徑財政收入累計同比增速僅為 3.7%。隨著減稅降費與房地產調控政策的持續，預計中等口徑財政收入累計增速在下半年有進一步下探的可能。

圖 3：中等口徑財政收入增速下滑明顯



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

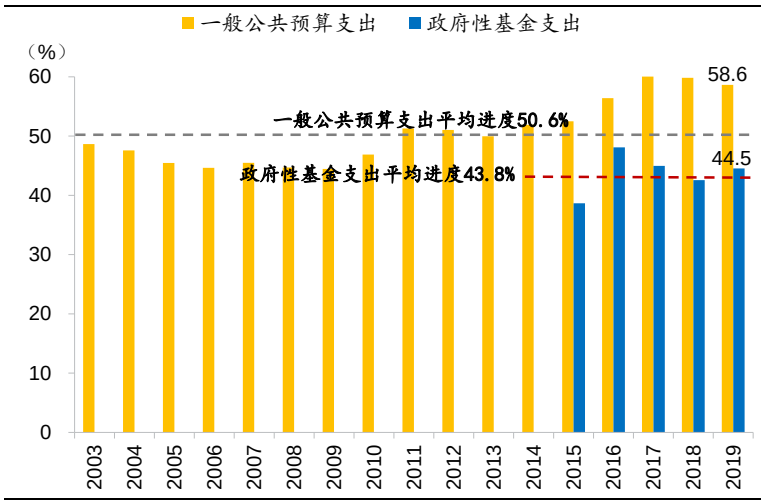
從預算執行進度來看，政府性基金收入較去年同期明顯放緩。今年 1-7 月，一般公共預算收入完成全年預算的 65.3%，低於歷史同期 66.4%的平均水平，更低於去年同期的 66.5%。政府性基金預算收入僅完成了全年預算的 49.6%，大幅低於去年同期 57.2%的水平，主要是因為占政府性基金比重超過 80%的國有土地出讓收入增速的大幅下滑。可見，房地產調控政策對於政府性基金收入的影響要大於減稅降費對於一般公共預算收入的影響。如果房地產調控政策持續從緊，預計政府性基金收入的增收壓力將進一步加大，財政收入的總量與執行進度會受到更大的影響。

（二）財政支出：力有不逮

從總量看，財政支出年初以來的高增速難以為繼。從一般公共預算支出看，1-7 月累計同比增速為 9.9%，雖然仍高於 2013 年以來的平均水平，但邊際增速已明顯放緩。從政府性基金預算支出來看，相較於一般公共預算支出，其在 1-7 月的收支矛盾更為突出，這主要是因為城鄉基礎設施建設、征地拆遷與土地開發等政府性基金支出項目明顯發力，增速一度達到 110%的歷史最高值。但由於政府性基金收入增收乏力，繼而制約了支出增速。受房地產調控從緊的影響，預計未來幾個月政府性基金收入壓力有所加大，增速上行空間有限，其對支出端的拖累也會繼續顯現。

從預算的執行進度來看，財政支出前置特徵較為明顯。1-7 月，一般公共預算支出與政府性基金支出分別完成了全年預算的 58.6%和 44.5%，均明顯高於近年來的平均進度水平。較之以往，支出進度的加快有利於財政政策的儘早起效，對穩定基建投資及經濟增速具有重要作用，但同時也為後續支出的相對乏力埋下了伏筆。

圖 4：財政支出執行進度明顯高於近年平均水平



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

（三）財政缺口：兩千四百億

今年的財政缺口或達到兩千四百多億。根據上半年一般公共預算與政府性基金預算的收支增速，推算出全年累計增速與實際金額；同時，我們將年末一般公共預算與政府性基金預算的實際收支差額，即實際赤字額，與年初政府制定的預算赤字額的差額定義為財政缺口，並以此衡量財政面臨的實際壓力。從測算結果來看，2019 年財政缺口預計為 2402 億元，情況不算太差，僅低於經濟形勢較差且財政收入下滑最為嚴重的 2015 年。

表 1：歷年財政收支缺口測算表

年份/項目	一般公共預算实际赤字目标	政府性基金預算实际赤字目标	預算实际赤字规模	一般公共預算实际赤字	政府性基金預算实际赤字	实际赤字规模	**財政缺口**
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.實際赤字規模=一般公共預算支出實際發生數 – 一般公共預算收入實際發生數，2019 年一般公共預算與政府性基金預算實際赤字為預測數，而一般公共預算與政府性基金預算實際赤字目標為年初政府確定的預估值；2.財政缺口值越大說明財政壓力越大，財政缺口值為負說明不存在財政缺口。
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

三、盤活存量：應對積極困局的“三大法寶”

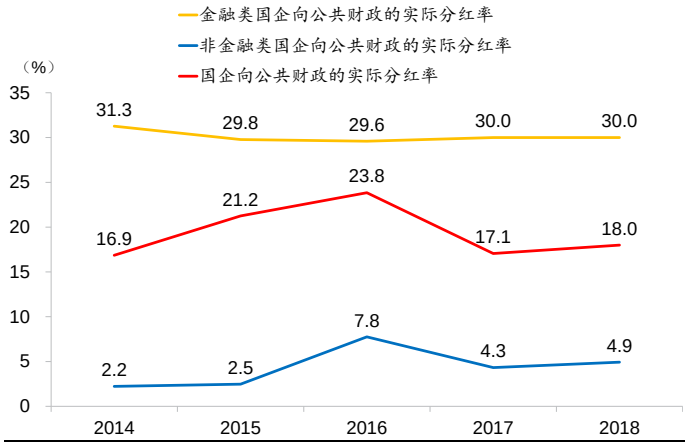
我國的財政存量資金分佈較廣，難以準確統計，根據可獲得的公開資料和數據，我認為國有企業分紅、專項債新政以及預算穩定調節基金等其他財政存量資金是今年最有可能用以彌補財政收支缺口的資金來源以及推進積極財政的政策工具。

（一）國企分紅上繳公共財政

作為廣義財政的重要組成，我國國企分紅上繳公共財政的比例總體偏低。其中，金融類國企分紅上繳公共財政的比例總體保持穩定，分紅率一直穩定在 30%左右。同時，非金融類國企分紅通過調入的方式上繳公共財政的比例過低，近五年分紅率的平均比例為 4.3%。從國際比較來看，我國國企分紅上繳財政的比例顯著低於世界其他國家和地區。經過多年的改革發展，國企經營效益已大為改善，尤其是供給側改革以來，國企盈利面明顯好轉，

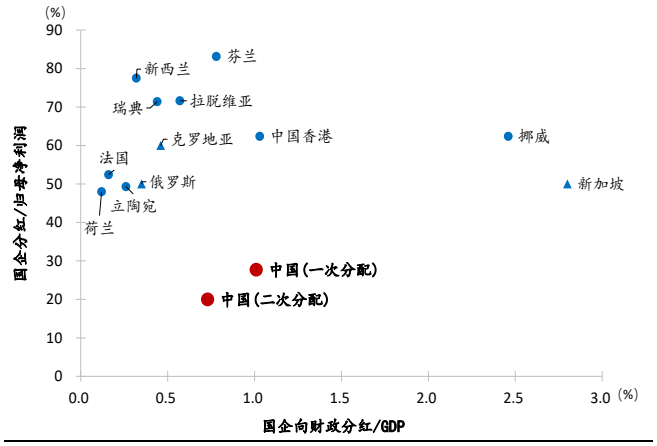
利潤總額大幅增長，這些都為向公共財政上繳利潤創造了良好的條件。因此，加大國企分紅上繳各級財政的力度，至少可盤活資金數千億元。

圖 5：國企分紅上繳公共財政的比例總體較低



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 6：我國國企向財政分紅與其他經濟體有較大差距



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

（二）專項債“新政”撬動更多資金支撐基建投資

6 月 10 日，中共中央辦公廳、國務院辦公廳印發《關於做好地方政府專項債券發行及項目配套融資工作的通知》（以下簡稱《通知》），其中“允許將專項債券作為符合條件的重大項目資本金”的新規有可能進一步撬動基建投資。1-7 月，地方政府新增專項債發行 1.69 萬億元，占到 2.15 萬億限額的 78.4%，超過序時進度，下半年仍有 0.46 萬億元的發行空間，預計還可撬動基建投資 1380-1725 億元，可以額外拉動基建投資 1 個百分點左右。

雖然今年專項債所剩餘額不多，靠專項債新政拉動基建投資對沖經濟下行難度較大，但不排除全國人大會再次提高政府債務限額、給予地方政府更多的資金支持的可能。由於地方政府專項債不納入一般公共預算管理，因此，可以在當年限額以外繼續利用上年末專項債剩餘額度進行發債融資。數據顯示，截至 2018 年末，專項債剩餘額度為 1 萬億元左右。如果能將此額度加以利用，那麼在今年剩餘的幾個月內，專項債新政仍將會對基建投資起到很好的刺激作用。

（三）其他財政存量資金

各級政府預算穩定調節基金[1]預計尚有餘額 1500 億元左右可供動用。據統計，2019 年中央財政預算穩定調節基金餘額將降至 964 億元。而按照中央赤字約為地方赤字的 2 倍來估算，地方預算穩定調節基金餘額約為 500 億元左右，全國共計約 1500 億元左右。各級政府或將編制本級預算調整方案，按法定程序動用預算穩定調節基金。

各級政府預備費[2]約 1450 億元可供動用，但原則上須用於臨時性支出。目前，中央預備費總額在 500 億元左右，地方預備費總額預計在 950 億元左右。由於其多用於臨時性、被動性的支出，因此，盤活此部分資金難度較大，但也不排除動用的可能。

地方政府結轉結餘資金[3]保守估計至少 500 億元。多年來，中央一直強調要盤活地方財政存量資金，提高財政資金使用效益，因此，對於各級政府每年都不同程度存在的結轉結餘資金，財政部會要求加強相關資金的管理。但因為該兩項資金涉及政府層級和項目較多、清理規範難度較大，因此統計數據也難以獲取，保守估計相關資金規模超過 500 億元。

四、小結

實現今年的經濟增長目標，是完成全面建成小康社會目標的必要條件。積極的財政政策是當前的逆週期政策的核心。有觀點認為，在預算收支矛盾凸顯的背景之下，積極財政將難以延續。不過，我們的測算發現，雖然今年財政赤字安排明顯提前，但這並不意味著下半年會變得“不積極”。如果政府能夠積極應對，盤活存量財政資源，彌補兩千四百億元左右的財政收支缺口，那麼下半年的實際赤字率或將達到 6.4%左右的近五年來的較高水平。

從歷史經驗看，隨著經濟增速逼近目標下限，宏觀政策往往也會逐步向穩增長的目標調整。我們預計依靠提高國有金融機構和央企的利潤上繳、專項債助力基建投資，以及其他盤活財政存量資金的措施，足夠彌補兩千多億元的財政收支缺口，而且在操作層面更容易針對形勢的變化而較快做出反應。如果這三個方面的資金能夠得到有效利用，那麼今年的積極財政將得到有力支撐。此外，若經濟下行壓力進一步加大，全國人大也可能在下半年批准提高政府債務限額使得財政政策進一步“加力提效”。

[1] 我國的預算穩定調節基金是在政府財政連續超收背景下建立起來的，用來管理部分超收收入以及應對部分年份預算超支情況的預算穩定機制。除一般公共預算可設置儲備性資金外，各級政府性基金預算、國有資本經營預算和社會保險基金預算均不得設置預算穩定調節基金。

[2] 按照我國《預算法》的規定，各級一般公共預算應按照本級一般公共預算支出額的 1%-3%設置預備費，用於當年預算執行中因賑災、扶貧、重大項目研發等突發事件，而增加的支出及其他難以預見地開支。

[3] 財政結轉資金是指當年支出預算已執行但尚未完成，或因故未執行，下年需按原用途繼續使用的財政撥款資金。而財政結餘資金是指支出預算工作目標已完成，或由於受政策變化、計劃調整等因素影響工作終止，當年剩餘的財政撥款資金。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入 ：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 ：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市 ：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 "主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。