

广义赤字直达地方

——深度解读 2020 年财政预算报告

核心观点

2020 年财政预算报告公布，一般公共预算收入与支出目标为-5.3%和 3.8%，疫情及政策因素下，整体收入压力仍不容小觑。中央调入及结转结余资金大幅提升，凸显中央抗疫积极性，但也存在压力；地方财政收入目标则稍显乐观。2020 年转移支付有亮点，凸显“加强对地方财力的保障是今年预算安排的重点”的政策安排，一方面，中央对地方转移支付规模再创新高，12.8%增速也是近年高点；另一方面广义赤字视角下，中央对地方的资金转移占名义 GDP 比重达 8.8%，显著高于前期水平。此外，3.6%以上赤字率和 37600 亿元的赤字规模，隐含了 5.4%以下的名义 GDP 增速，预算报告对经济不悲观。政府性基金预算收入与支出目标为-3.6%和 38%，差额较大，特别国债及专项债共计 4.75 万亿元，扣除结转资金，对政府性基金支出的补充资金近 4.5 万亿元，可助力政府性基金支出实现 38%的预算目标。

□ 转移支付有亮点，怎么看“特殊”？

——两本预算协同发力，广义赤字直达地方。

□ 收入压力仍不容小觑

——整体不容小觑，中央仍有压力，地方稍显乐观。

□ 赤字率 3.6%以上隐含了什么信息？

——预算报告不悲观，名义 GDP 可达 5.4%。

□ 政府性基金预算支出 38%远超收入，如何实现？

——特别国债和专项债是主力。

风险提示：一般公共预算收入不及预期，政策落地不及预期，经济超预期下行，海外疫情加剧冲击全球经济。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《2020 年守住六保是关键——政府工作报告的六大看点》2020.05.22
- 2 《赤字货币化之后会怎样？》2020.05.19
- 3 《金融数据：“略高”的政策含义逐渐验证》2020.05.11
- 4 《货政报告首提 M2 社融“略高”的深意》2020.05.10
- 5 《今年重大项目有望拉动多少 GDP？》2020.05.06
- 6 《两会前瞻：经济增长目标还会有吗？》2020.04.29

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

正文目录

1. 2020 年财政预算收支表	3
2. 转移支付有亮点，怎么看“特殊”？——两本预算协同发力，广义赤字直达地方	4
3. 收入压力仍不容小觑——整体不容小觑，中央仍有压力，地方稍显乐观	5
4. 赤字率 3.6% 以上隐含了什么信息？——预算报告不悲观，名义 GDP 可达 5.4%	6
5. 政府性基金预算支出 38% 远超收入，如何实现？——特别国债和专项债是主力	7
6. 风险提示	8

图表目录

图 1：2020 年一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算的预算收支情况一览	3
图 2：广义赤字视角，中央对地方转移支付再创新高，占 GDP 比重接近 9%	4
图 3：1-4 月地方财政收入增速一览（部分省份未披露）	6
图 4：1-4 月地方财政收支一览（部分省份未披露）	6
图 5：预算报告不悲观，赤字率及赤字规模的目标值隐含 2020 年名义 GDP 可达 5.4%	7
图 6：2018 年前卖地收入支撑政府性基金高支出	7
图 7：专项债规模逐年增加，成为支出的重要资金来源	7

1. 2020 年财政预算收支表

图 1：2020 年一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算的预算收支情况一览

科目	2020 年预算 (亿元)	同比 (%)	说明
一般公共预算收支情况			
收入			
中央一般公共预算收入	82770	-7.3	
中央财政调入资金	8880		从预算稳定调节基金调入+从政府性基金预算调入+从国有资本经营预算调入
从预算稳定调节基金调入	5300		
从政府性基金预算调入	3580		
从国有资本经营预算调入			
中央收入总量	91650		中央一般公共预算收入+中央财政调入资金
地方一般公共预算本级收入	97500	-3.5	
中央对地方转移支付收入	83915		
地方财政调入资金及使用结转结余	21100		
地方收入总量	202515		地方一般公共预算本级收入+中央对地方转移支付收入+地方财政调入资金及使用结转结余
全国一般公共预算收入	180270	-5.3	
中央及地方调入资金及使用结转结余资金	29980		
全国收入总量	210250		全国一般公共预算收入+中央及地方调入资金及使用结转结余资金
支出			
中央一般公共预算支出	119450	9.1	中央一般公共预算本级支出+中央对地方转移支付+中央预备费
中央一般公共预算本级支出	35035	-0.2	
中央对地方转移支付	83915	12.8	
中央预备费	500		
中央财政赤字	-27800		中央收入总量-中央支出总量
中央预算稳定调节基金余额	5272.49		2019 年末, 中央预算稳定调节基金余额 5272.49 亿元
地方一般公共预算支出	212315	4.2	
地方财政赤字	-9800		地方收入总量-地方一般公共预算支出
全国一般公共预算支出	247850	3.8	中央一般公共预算支出+中央预备费+地方一般公共预算支出
全国预算赤字	-37600		
全国政府性基金预算收支情况			
收入			
中央政府性基金收入	3611.41	-10.6	
上年结转收入	180.04		
特别国债收入	10000		
中央收入总量	13791.45		中央政府性基金收入+上年结转收入+特别国债收入
地方政府性基金本级收入	77834.64	-3.3	
国有土地使用权出让收入	70406.89	-3	
中央政府性基金对地方转移支付	8007.63		
地方政府专项债务收入	37500		
地方收入总量	123342.27		地方本级收入+专项债收入+中央对地方政府性基金转移支付
全国政府性基金收入	81446.05	-3.6	中央政府性基金收入+地方政府性基金本级收入
全国政府性基金相关收入(含结转、地方债收入、特别国债)	129126.09		全国政府性基金收入+上年结转资金+专项债收入+特别国债收入
支出			
中央政府性基金预算支出	10788.95		
中央本级支出	2781.32	-10.7	
对地方转移支付	8007.63		
调入一般公共预算	3002.5		中央政府性基金收入-中央政府性基金支出
地方政府性基金相关支出	123342.27	39.8	
国有土地使用权出让收入支出(不含专项债)			
全国政府性基金相关支出	126123.59	38	中央本级支出+地方政府性基金相关支出
全国国有资本经营预算收支情况			
中央国有资本经营预算收入	1691.65	3.4	
中央上年结转收入	144.06		
中央收入总量	1835.71		中央国有资本经营预算收入+中央上年结转收入
地方国有资本经营预算本级收入	1946.61	-16.3	
中央国有资本经营预算对地方转移支付	60.61		
地方上年结转收入	202.67		
地方收入总量	2209.89		地方国有资本经营预算本级收入+中央国有资本经营预算对地方转移支付+上年结转收入
全国国有资本经营预算收入	3638.26	-8.1	中央国有资本经营预算收入+地方国有资本经营预算本级收入
收入总量	3984.99		全国国有资本经营预算收入+中央上年结转收入+地方上年结转收入
中央国有资本经营预算支出	1258.21	13.5	
地方国有资本经营预算支出	1417.32	9	
全国国有资本经营预算支出	2614.92	14.3	中央国有资本经营预算本级支出+地方国有资本经营预算支出
调入一般公共预算			
全国社会保险基金预算收支情况			
全国社会保险基金收入	77287.38	-4.4	
保险费收入	52417.89		
财政补贴收入	21628.96		
全国社会保险基金支出	82284.11	9.7	
本年收支缺口	4996.73		全国社会保险基金收入-全国社会保险基金支出
年末滚存结余	89030.24		

资料来源：财政部，浙商证券研究所

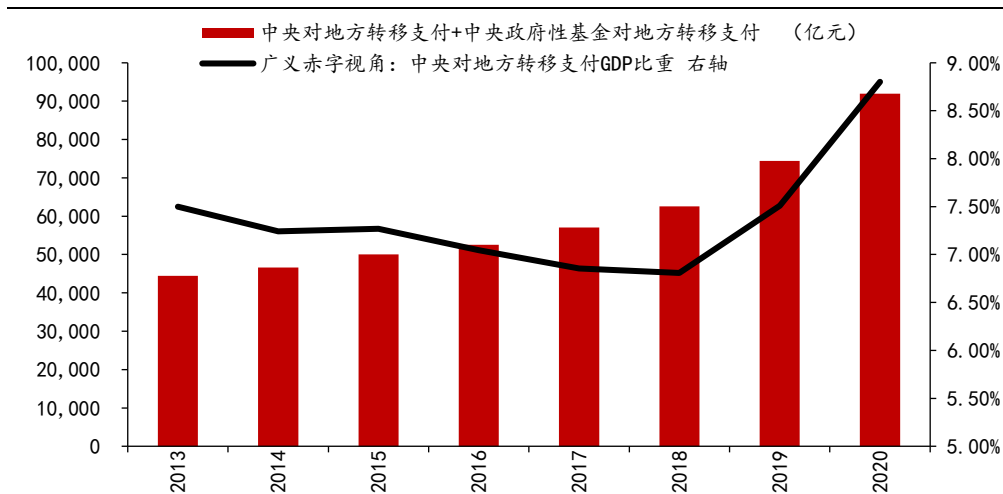
2. 转移支付有亮点，怎么看“特殊”？——两本预算协同发力，广义赤字直达地方

一般公共预算：中央一般公共预算收入 82770 亿元，其中从中央政府性基金预算、中央国有资本经营预算调入 3580 亿元；地方一般公共预算本级收入 97500 亿元，下降 3.5%。加上中央对地方转移支付收入 83915 亿元、地方财政调入资金及使用结转结余 21100 亿元，收入总量为 202515 亿元。**政府性基金预算：**中央政府性基金预算收入 3611.41 亿元，下降 10.6%。加上上年结转收入 180.04 亿元和抗疫特别国债收入 10000 亿元，收入总量为 13791.45 亿元。中央政府性基金预算支出 10788.95 亿元，其中，本级支出 2781.32 亿元，下降 10.7%；**对地方转移支付 8007.63 亿元**，主要是抗疫特别国债安排的支出增加。调入一般公共预算 3002.5 亿元。

财政预算报告中，中央对地方转移支付有亮点凸显，其一是中央财政对地方的转移支付增加了 12.8%，规模为近年来最高；其二，财政预算报告揭开特殊转移支付机制面纱，两本预算协同发力，广义赤字直达地方。

中央对地方转移支付再创新高。2019 年中央对地方转移支付决算值为 74415.1 亿元，2020 年中央对地方转移支付预算值为 83915 亿元，同比新增 12.8%，2020 年转移支付规模再创新高，同比也处于 2013 年以来较高水平。

图 2：广义赤字视角，中央对地方转移支付再创新高，占 GDP 比重接近 9%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

特殊转移支付机制：两本预算协同发力，广义赤字直达地方。5 月 22 日政府工作报告表示“今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。这是特殊时期的特殊举措。上述 2 万亿元全部转给地方，建立特殊转移支付机制。”根据财政预算报告可以看到，一方面，2020 年较 2019 年新增的 1 万亿赤字规模空间，带动预算内中央对地方转移支付达到 83915 亿，环比较 2019 年新增近 1 万亿，带动预算内转移支付规模再创新高。另一方面，特别国债资金分配至两本预算，共同发力。特别国债收入计入中央政府性基金预算收入总量，2020 年中央政府性收入总量为 13791.45 亿元，其中包含 10000 亿特别国债资金；与中央政府性基金预算收入对应的支出中，仅有 8007.63 亿元用于对地方转移支付，同时中央政府性基金调入一般公共预算 3002.5 亿元。这意味着 10000 亿特别国债资金通过两种渠道向地方政府进行了转移支

付,一方面是通过中央政府性基金预算对地方政府进行转移支付,另有一部分资金被调入一般公共预算,以中央对地方转移支付的方式被投放至地方政府。我们认为,本次疫情导致地方政府面临较大减收增支压力,根据财政部预计减收增支的规模在 8000 到 9000 亿元,政府工作报告明确了“加强对地方财力的保障是今年预算安排的重点”,不仅提升了中央对地方转移支付总量,还安排了特殊转移支付机制。政府工作报告要求“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,包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等,强化公共财政属性,决不允许截留挪用。”我们认为,中央财政专门设立的特殊转移支付机制,有助于支持地方基层运转,保障基本民生,落实“六保”任务。

此外,我们提示从广义赤字角度更能理解政策深意,中央对地方转移支付达到 83915 亿元,中央政府性基金对地方转移支付 8007.63 亿元,两者合计达 91922.63 亿元,以 5.4% 的名义 GDP 增速推算,则广义赤字视角下,2020 年中央对地方转移支付占 GDP 比重达到 8.8%,再创新高,显著高于前期各年。因此,广义赤字视角下更能凸显“加强对地方财力的保障是今年预算安排的重点”的政策基调。

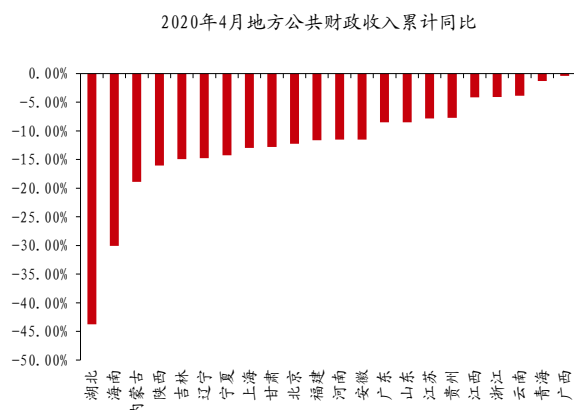
3. 收入压力仍不容小觑——整体不容小觑,中央仍有压力,地方稍显乐观

中央: 中央一般公共预算收入 82770 亿元,比 2019 年执行数下降 7.3%。加上从中央预算稳定调节基金调入 5300 亿元(包括决算整理期内预计新增补充的部分资金),从中央政府性基金预算、中央国有资本经营预算调入 3580 亿元,收入总量为 91650 亿元。**地方:** 地方一般公共预算本级收入 97500 亿元,下降 3.5%。加上中央对地方转移支付收入 83915 亿元、地方财政调入资金及使用结转结余 21100 亿元,收入总量为 202515 亿元。

全国: 全国一般公共预算收入 180270 亿元,下降 5.3%。加上调入资金及使用结转结余 29980 亿元,收入总量为 210250 亿元。

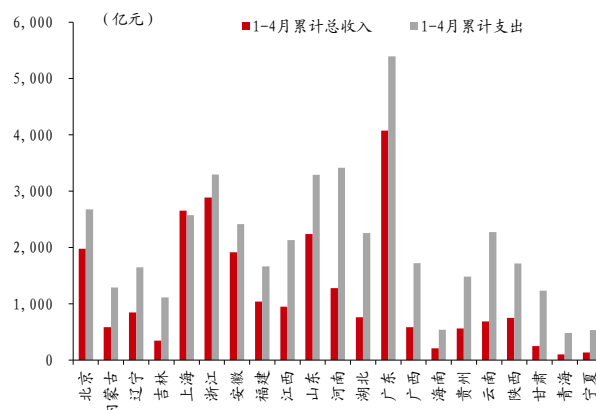
一般公共预算收入压力仍不容小觑。截至 4 月财政数据显示,2020 年 1-4 月全国一般公共预算收入增速-14.5%,其中,4 月一般公共预算收入 16149 亿元,同比增速-15.0%,前值-26.1%。2020 年 1-4 月累计全国税收收入 53081 亿元,同比-16.7%;非税收入 9052 亿元,同比增长 1%。我们看到,相比全年-5.3%的一般公共预算收入目标,当前一般公共预算收入仍处于较低水平,未来 8 个月需要回升近 10 个百分点,财政收入压力不容小觑。我们此前提示,当前有两大因素影响一般公共预算收入增速,其一是疫情冲击经济导致被动减收,随着复工复产有序推进、经济活动复苏,预计被动减收的负向拖累将逐步下降,未来经济快速回升也将带动税收增加。其二是阶段性减税降费政策,根据 4 月 30 日税务总局表态,2020 年一季度全国累计实现减税降费 7428 亿元,主要由以下两部分组成:一是 2020 年新出台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 3182 亿元;二是 2019 年更大规模减税降费政策在 2020 年继续实施形成的减税降费 4246 亿元。5 月 22 日政府工作报告再次加大减税降费力度,今年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度,新增减税降费约 5000 亿元,前期减免中小微企业养老失业工伤保险单位缴费、小规模纳税人增值税等阶段性减税降费政策的执行期限全部延长至今年年底,小微企业、个体工商户所得税一律延缓到 2021 年。我们认为,受减税降费政策进一步扩围加码的影响,政策刺激导致的主动减收对财政收入的影响不能轻视,-5.3%的预算增速目标存在一定挑战。

图 3：1-4 月地方财政收入增速一览（部分省份未披露）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：1-4 月地方财政收支一览（部分省份未披露）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

预算视角：中央仍有压力，地方稍显乐观。1-4 月，中央一般公共预算收入同比下降 17.7%；地方一般公共预算本级收入同比下降 11.5%，分别低于预算目标 10.4 和 8 个百分点。我们认为，中央财政收入存在压力；其一，当前中央公共预算收入增速距离目标仍有一定差距。其二，2020 年中央调入结转结余资金 8880 亿，较 2019 年大幅增加超 5600 亿，一方面凸显了财政积极性，但另一方面也体现了中央财政收入压力较大。其三，2019 年末中央预算稳定调节基金余额 5272.49 亿元，而预算中显示出“2020 年将从中央预算稳定调节基金调入 5300 亿元”，中央预算稳定调节基金已“非常积极”，如果疫情、政策等因素导致中央财政收入不达目标，则中央预算稳定调节基金进一步发力空间有限。

此外，我们认为地方财政收入增速目标或也稍显乐观。当前地方一般公共预算本级收入增速较目标值也有一定距离，疫情和政策的潜在影响仍有扰动，地方政府的税收大幅回升可能性较低，逐步修复概率较高，同时非税收入的支撑作用相对有限，地方本级财政收入增速回升至-3.5%存在一定挑战。减收增支压力下，当地方本级收入不及目标时，只能依靠两种途径，其一是加大中央对地方转移支付收入，考虑中央财政收入尚有压力的情况，只能依靠加大一般公共预算中调入结转结余资金的规模；其二是考虑赤字约束，地方政府需要进一步压减支出，正如刘昆部长在部长通道所言，政府要带头过“紧日子”了，进一步压减一般性支出、保障刚性支出，这也需要地方政府审时度势综合考虑。综合来看，我们认为预算视角显示，中央财力积极投放，但仍有压力，实现目标存在挑战，地方财政收入目标稍显乐观，仍存压力。

4. 赤字率 3.6%以上隐含了什么信息？——预算报告不悲观，

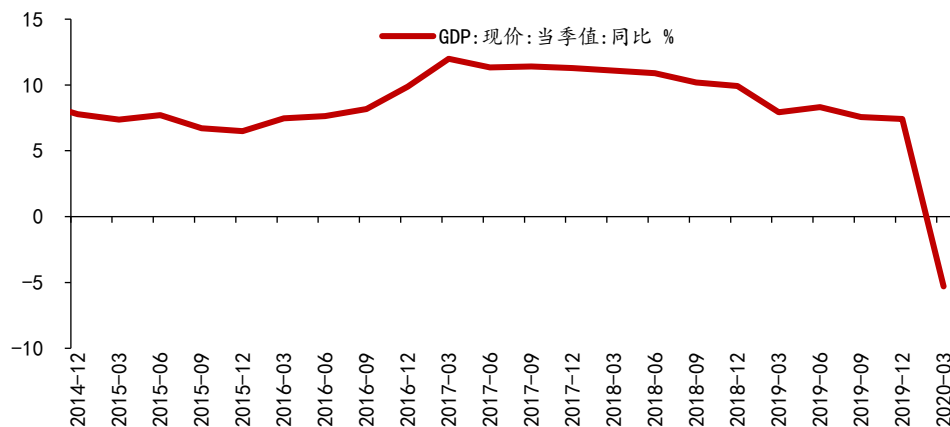
名义 GDP 可达 5.4%

全国一般公共预算收入 180270 亿元，下降 5.3%。加上调入资金及使用结转结余 29980 亿元，收入总量为 210250 亿元。全国一般公共预算支出 247850 亿元，增长 3.8%。赤字 37600 亿元，比 2019 年增加 10000 亿元。同时，2020 年赤字率安排为 3.6%以上。

3.6%赤字率和 37600 亿预算赤字隐含了什么信息？政府工作报告表示 2020 年赤字率安排为 3.6%以上，财政预算明确 2020 年预算赤字规模为 37600 亿元，对应的全国一般公共预算收入及支出增速为-5.3%和 3.8%，由于赤字率等于赤字规模与名义 GDP 之比，根据预算赤字率目标和预算赤字规模，可以计算出财政预算的隐含名义 GDP 增速。根据我们测算，在 37600 亿赤字规模下，3.6%以上的赤字率对应着 5.4%以下的名义 GDP 增

速，预计 2020 年全年平减指数大概率在 1.5%-2% 之间，则全年实际 GDP 增速可能为 3.5%-4%，财政预算报告凸现对未来经济增长不悲观。我们认为，一季度，我国名义 GDP 增速-5.3%，实际 GDP 增速-6.8%，预计全年经济增长达到 3.5%-4% 仍存压力，需要逆周期政策进一步发力。

图 5：预算报告不悲观，赤字率及赤字规模的目标值隐含 2020 年名义 GDP 可达 5.4%



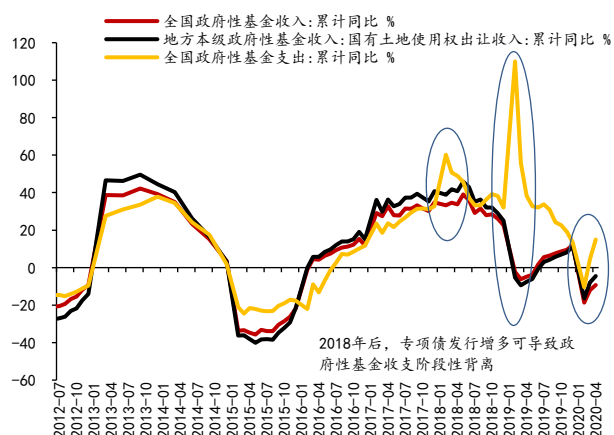
资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 政府性基金预算支出 38% 远超收入，如何实现？——特别国债和专项债是主力

全国政府性基金预算收入 81446.05 亿元，下降 3.6%。加上上年结转收入 180.04 亿元、抗疫特别国债收入 10000 亿元和地方政府专项债务收入 37500 亿元，全国政府性基金收入总量为 129126.09 亿元。全国政府性基金预算支出 126123.59 亿元，增长 38%。调入一般公共预算 3002.5 亿元。

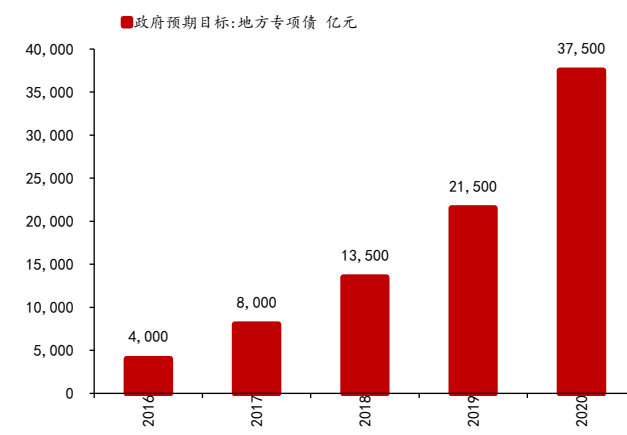
2020 年政府性基金预算收入-3.6%，支出 38%，历史上全国政府性基金支出达到 30% 以上时，通常卖地收入会带动政府性基金收入比支出增速更高。但 2018 年开始出现背离，主因是专项债发行规模增加，成为政府性基金支出资金来源之一。

图 6：2018 年前卖地收入支撑政府性基金高支出



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：专项债规模逐年增加，成为支出的重要资金来源



资料来源：Wind，浙商证券研究所

历史上，土地收入支撑政府性基金高支出，走势背离源于专项债发行增多。由于政府性基金预算不列赤字，收支平衡，因此，在 2018 年以前，政府性基金收入和支出走势基

本一致，而收入端的地方国有土地使用权收入是政府性基金收入的主要来源，因此土地收入大幅上行往往也会带动政府性基金支出显著走高，增速上，通常卖地收入会带动政府性基金收入比支出增速更高。例如 2013 年期间，政府性基金支出增速全年保持在 27.6%-37.9% 区间，而同期的地方政府卖地收入增速最低为 44.6%。而 2018 年，政府性基金支出与收入增速开始背离，主因是专项债发行增多，成为了政府性基金支出的重要补充资金，2018 年和 2019 年新增专项债规模分别为 13500 亿和 21500 亿元，年初专项债加速发行期间，带动了同期政府性基金支出的快速上行，与收入增速明显背离，其中 2019 年专项债提额并加速发行效果显著，带动全国政府性基金支出同比在 2019 年 2 月达到 110%。

2020 年政府性基金收支不匹配，源于专项债+特别国债共同发力。2020 年政府债券对政府性基金支出的资金支持进一步提升，抗疫特别国债发行 10000 亿元计入中央政府性基金收入，虽然有部分资金被调入一般公共预算，但整体还是补充了政府性基金收入，同时新增地方政府专项债收入 37500 亿元计入地方政府性基金收入，两者共计贡献了 45000 亿以上资金体量。有了特别国债和专项债资金的补充，在政府性基金预算收入增速仅为-3.6% 的情况下，也能支持政府性基金支出完成 38% 的目标增速。当前数据已有反映，截至 2020 年 4 月，卖地收入与政府性基金支出增速显著背离，1-4 月累计，全国政府性基金预算支出 25766 亿元(含用地方政府专项债券收入安排的支出)，同比增长 14.9%。其中，国有土地使用权出让收入相关支出 16869 亿元，同比-15.7%，两者增速相差超过 30 个百分点。

6. 风险提示

一般公共预算收入不及预期，政策落地不及预期，经济超预期下行，海外疫情加剧冲击全球经济。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn