

## 【宏观专题】

# 今年的财政是如何打算的？

## ——扩内需系列六

## ❖ 一、今年的预算缺口有多大？

今年以一般公共预算支出-收入衡量的预算缺口达 6.76 万亿。其中，3.6% 的赤字率安排对应弥补 3.76 万亿，剩余约 3 万亿缺口仍需通过调入今年二、三本账资金及使用往年结转结余资金来弥补。

## ❖ 二、6.76 万亿预算缺口怎么平？

除 3.76 万亿赤字外，今年全国财政将调入资金及使用结转结余 29980 万亿。  
**分中央和地方看：**中央将从中央预算稳定调节基金调入 5300 亿元，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。地方财政将调入资金及使用结转结余 21100 亿元。其中涉及中央的科目分类较为清楚，而地方只给了总数。

## ❖ 三、从中央预算稳定调节基金及二、三本账调入

## （一）从中央预算稳定调节基金调入

预算稳定调节基金的起的是“以丰补歉”的“蓄水池”作用。李克强总理在政府工作报告中强调“各类结余、沉淀资金要应收尽收、重新安排”，今年从中央预算稳定调节基金调入 5300 亿创下历年之最，主要就来自于收回中央财政结转资金。2019 年末中央预算稳定调节基金余额升至 5272 亿元，加上决算整理期内预计新增补充的部分资金，足以满足一本账 5300 亿调入。

## （二）从二本账调入

中央财政预算从二本账调入 3002.5 亿（去年仅调入 4.23 亿），主要增量来自抗疫特别国债发行收入。今年发行的 1 万亿特别国债要求全部直达市县基层，从特别国债注入的中央二本账出发，分为两条路径：约 7000 亿直接在二本账内对地方转移支付。剩余约 3000 亿先调入中央一本账，再通过一般性转移支付进入地方一本账，地方理论上没有使用限制，可灵活用于“六保”等领域。

## （三）从三本账调入

中央财政预算从三本账调入 577.5 亿（去年调入 389.8 亿），主要增量来自于央企（非金融）的利润上缴。虽然今年来自三本账调入的增量贡献仍有限，但是在利润增速大幅放缓背景下的逆势加大上缴。

从中央财政整体看，除了 8.28 万亿一本账预算收入和 2.78 万亿中央财政赤字之外，从中央预算稳定调节基金和二、三本账调入合计达到 8880 亿，规模均创历年新高，再通过中央本级支出的负增长安排，共同支撑了今年中央财政对地方近 9 万亿的转移支付（同比 12.8%，增速历史最高）。

## ❖ 四、地方调入资金及使用结转结余

我们估算年初地方结转结余资金余额不到 2000 亿，考虑到结转结余资金未来年份仍需使用，在不使用地方新增存量盘活资金的保守假设下，2.11 万亿将主要来自二、三本账调入资金。其中，地方三本账调入资金 792.57 亿，意味着需要从地方二本账调入 2.03 万亿资金。地方二本账中，由于专项债额度已经确定，土地出让收入成为地方财政支出的最大不确定因素。我们估算若土地出让收入增速低于-5%，地方财政支出或将面临资金缺口。面对较为刚性的土地出让收入增速目标，今年地方财政的选项包括：

1.继续加大优质地块的出让力度，维持至少-5%以上的土地出让收入增速；2.提升盈余资金调出比例，但可能意味着部分项目资金的挪用；3.压减地方基建配套支出。若二本账盈余不足以满足预算支出，地方可能将根据目标优先级进行支出压减；4.盘活地方存量资金，补充地方结转结余资金供使用。但在年初地方结转结余资金估算余额不足 2000 亿的背景下，考虑到地方财政困难局面可能并非一时，对今年盘活使用地方存量资金的期待不宜过高。

## ❖ 风险提示：

财政收入增速不及预期，土地出让收入大幅下滑。

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

#### 联系人：高拓

电话：010-66500987

邮箱：gaotuo1@hcyjs.com

### 相关研究报告

《【华创宏观】新基建一本通：建什么？建多少？谁出钱？谁受益？——扩内需系列一》

2020-03-30

《【华创宏观】特殊疫情时期，特别国债扛鼎——扩内需系列二》

2020-03-30

《【华创宏观】基建投资的四个维度的跟踪——扩内需系列三&每周经济观察第 15 期》

2020-04-12

《【华创宏观】夜空中哪些星最亮？——扩内需系列四&4 月经济数据点评》

2020-05-15

《【华创宏观】稳增长下，“旧改”的变与不变——扩内需系列五》

2020-05-18

## 投资主题

### 报告亮点

**分项拆解 6.76 万亿财政预算收支缺口，全面阐释财政特殊时期的特殊举措。**外生疫情冲击叠加内生经济下行压力加大背景下，今年财政预算收支剪刀差明显扩大，以一般公共预算支出-收入衡量的预算缺口达 6.76 万亿，除了 3.76 万亿赤字以外，其余将通过当年其他预算调入和使用历史结余资金等多渠道弥补，本报告对其构成细项进行了一一拆解。

### 投资逻辑

**从预算缺口规模入手，按中央和地方分为不同科目，对清楚的科目进行解释，对不清楚的科目进行估算。对于中央财政，**除了 8.28 亿一本账预算收入和 2.78 万亿中央财政赤字之外，从中央预算稳定调节基金和二、三本账调入合计达到 8880 亿，规模均创历年新高，再通过中央本级支出的负增长安排，共同支撑了今年中央财政对地方近 9 万亿的转移支付。**对于地方财政，**我们估算年初地方结转结余资金剩余不到 2000 亿，考虑到结转结余资金未来年份仍需使用，在不使用地方新增存量盘活资金的保守假设下，2.11 万亿将主要来自二、三本账调入资金。其中，地方三本账调入资金 792.57 亿，意味着需要从地方二本账调入 2.03 万亿资金。地方二本账中，由于专项债额度已经确定，土地出让收入成为地方财政支出的最大不确定因素。我们估算若土地出让收入增速低于 -5%，地方财政支出或将面临资金缺口。**面对较为刚性的土地出让收入增速目标，今年地方财政的选项包括加大优质地块土地出让力度、提升盈余资金调出比例、压减地方基建配套支出以及盘活地方存量资金等。**

# 目 录

一、今年的预算缺口有多大？ .....	5
二、6.76 万亿预算缺口怎么平？ .....	5
三、从中央预算稳定调节基金及二三本账调入.....	6
（一）从中央预算稳定基金调入.....	6
（二）从二本账调入.....	7
（三）从三本账调入.....	8
四、地方调入资金及使用结转结余.....	8

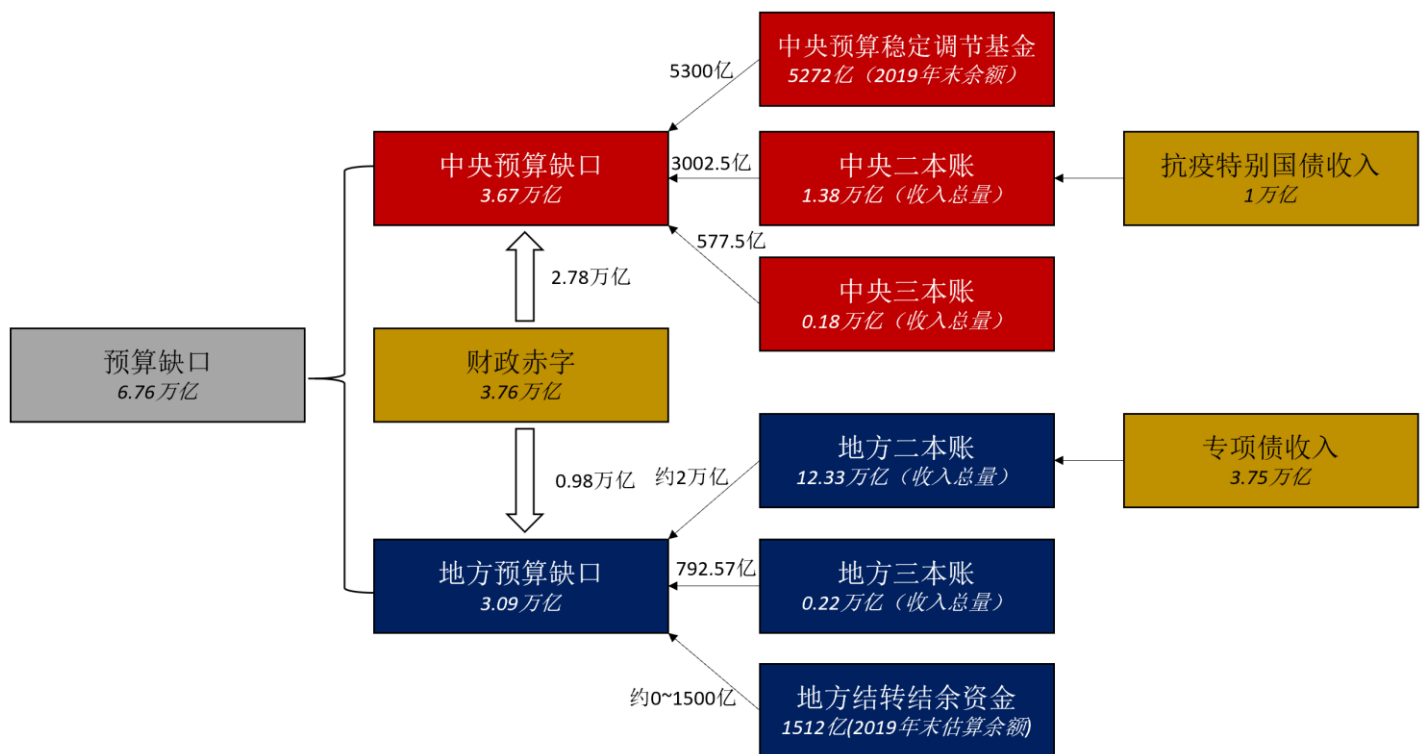
# 图表目录

图表 1	预算缺口通过多渠道筹集资金弥补.....	5
图表 2	今年预算收支增速剪刀差明显扩大.....	5
图表 3	财政预算收支缺口达 6.76 万亿.....	5
图表 4	财政“四本帐”的简要勾稽关系 .....	6
图表 5	2019 年中央预算稳定基金的资金来源 .....	7
图表 6	去年末中央预算稳定调节基金余额升至 5272 亿.....	7
图表 7	1 万亿抗疫特别国债直达基层的两条路径.....	7
图表 8	2020 年非金融央企实际上缴财政比例有望翻倍 .....	8
图表 9	2020 年中央一般公共预算平衡关系 .....	8
图表 10	年初地方结转结余资金估算余额不足 2000 亿 .....	9
图表 11	若土地出让收入增速低于-5%，地方财政支出或将面临资金缺口 .....	9

## 一、今年的预算缺口有多大？

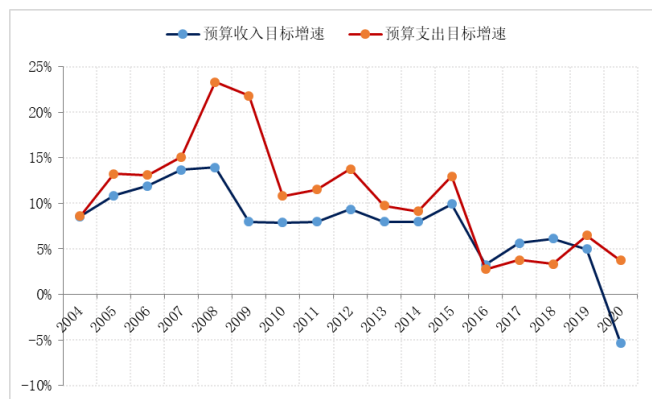
今年全国一般公共预算收入 180270 亿元，下降 5.3%。全国一般公共预算支出 247850 亿元，增长 3.8%。以一般公共预算支出-收入衡量的预算缺口（实际赤字）达 6.76 万亿。其中，3.6% 的赤字率安排对应弥补 3.76 万亿，剩余约 3 万亿缺口仍需通过调入今年二、三本账资金及使用往年结转结余资金来弥补。

图表 1 预算缺口通过多渠道筹集资金弥补



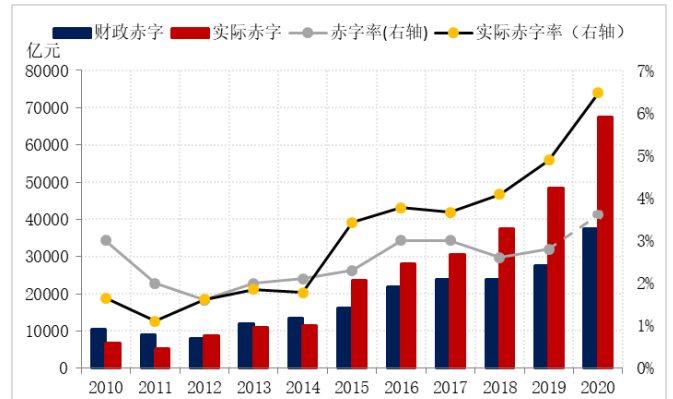
资料来源：财政部，华创证券，均为 2020 年预算值

图表 2 今年预算收支增速剪刀差明显扩大



资料来源：Wind，华创证券

图表 3 预算收支缺口达 6.76 万亿



资料来源：财政部，华创证券，2020 年为预算值

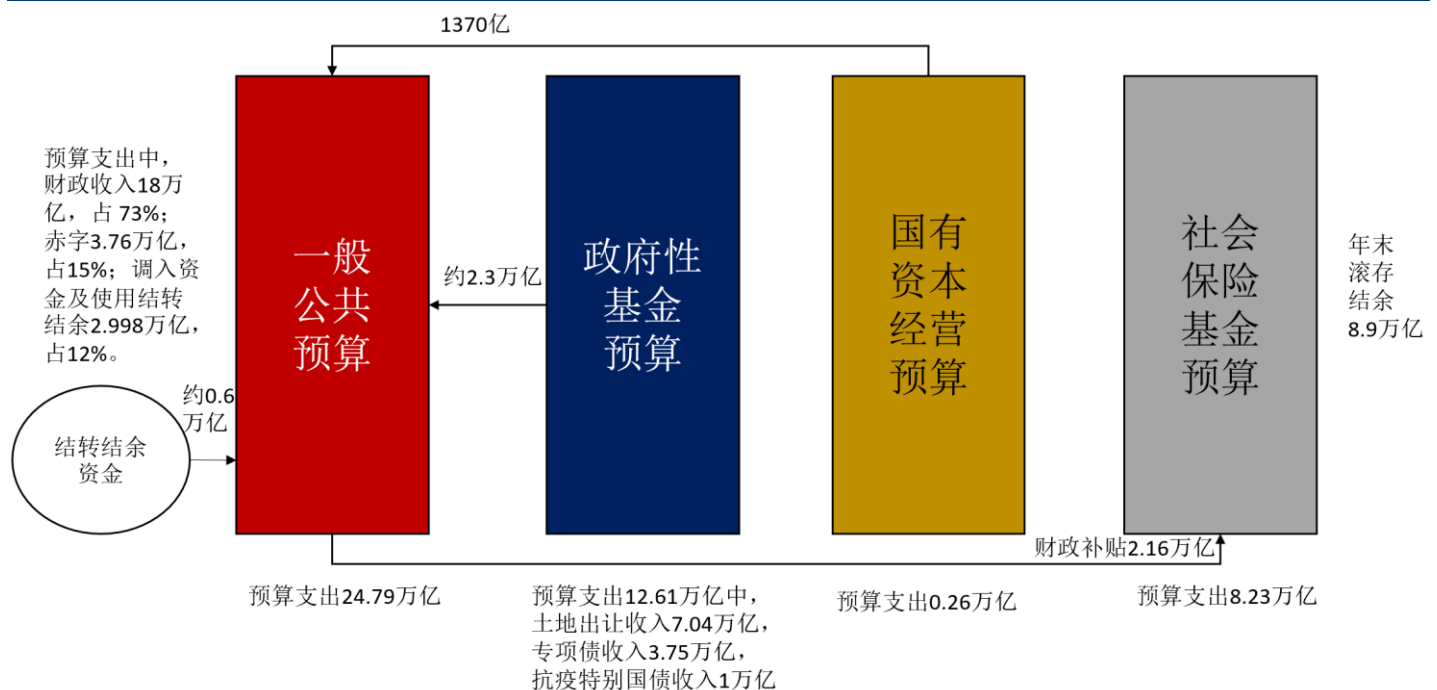
## 二、6.76 万亿预算缺口怎么平？

在我国目前的全口径预算体系下，财政分为四本预算，称为“四本账”。其中，“一本账”一般公共预算规模最大，今

年预算支出 24.79 万亿，资金主要来自财政收入（税收收入为主）。“二本账”政府性基金预算规模其次，今年预算支出 12.61 万亿，收入主要来自土地出让、专项债、抗疫特别国债。“三本账”国有资本经营预算规模较小，今年预算支出 0.26 万亿，收入主要来自国有企业（非金融）利润上缴。第四本账社会保险基金预算今年预算支出 8.23 万亿，收入主要来自保险费和财政补贴，年末滚存结余 8.9 万亿。“四本账”之间的勾稽关系可简单表述为：二、三本账当年盈余可调出补充一本账，一本账通过支出补充第四本账，前两本账历年累积的结转结余资金，每年可调出补充一本账。

预算草案要求“加大各类结转结存资金盘活使用力度，努力增加可用财力，弥补财政减收增支缺口”，除 3.76 万亿赤字外，今年全国财政将调入资金及使用结转结余 29980 亿。分中央和地方看：中央将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。地方财政将调入资金及使用结转结余 21100 亿元。其中涉及中央的科目分类较为清楚，而地方只给了总数。

图表 2 财政“四本账”的简要勾稽关系



资料来源：财政部，华创证券，均为 2020 年预算值

### 三、从中央预算稳定调节基金及二三本账调入

#### （一）从中央预算稳定调节基金调入

顾名思义，预算稳定调节基金的起的是“以丰补歉”的“蓄水池”作用。上世纪 80~90 年代，我国财政资金相对短缺，跨年度平衡无从谈起。进入 21 世纪，由于经济增长持续高于预期目标，加上政策性增收因素，财政一度从收支困难转为连年超收，2003 年至 2006 年年均超收达 2040 亿。在此背景下，为更科学合理地编制预算、保持中央预算的稳定性和财政政策的连续性，2007 年十届全国人大五次会议做出设立中央预算稳定调节基金的决定。根据现行办法<sup>1</sup>，只有一本账可以设置预算稳定调节基金，一本账的超收收入（除冲减赤字外）、结余资金以及一、二本符合特

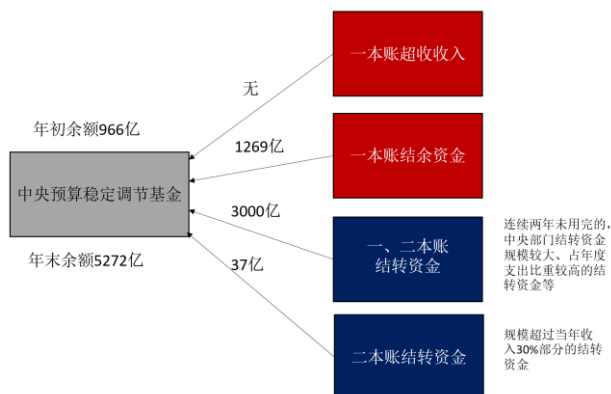
<sup>1</sup> 2015 年《国务院关于推进财政资金统筹使用方案的通知》、2016 年《中央部门结转和结余资金管理办法》、2018 年《预算稳定调节基金管理暂行办法》



定要求的结转资金应用于设置或补充预算稳定调节基金。预算稳定调节基金存在于各级财政，但仅中央公布历年使用、补充和余额情况。

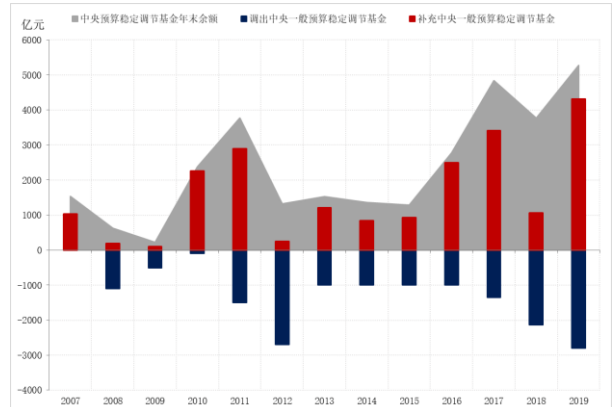
李克强总理在政府工作报告中强调“各类结余、沉淀资金要应收尽收、重新安排”，今年从中央预算稳定基金调入 5300 亿创下历年之最，主要就来自于收回中央财政结转资金。2019 年调入一本账 2800 亿后，中央预算稳定调节基金余额仅剩 966 亿，但通过收回中央财政结转资金补充 3000 亿及中央一般公共预算结余补充 1269 亿，2019 年末中央预算稳定调节基金余额升至 5272 亿，加上决算整理期内预计新增补充的部分资金，足以满足调入一本账 5300 亿的要求。

图表 3 2019 年中央预算稳定基金的资金来源



资料来源：财政部，华创证券

图表 4 去年末中央预算稳定调节基金余额升至 5272 亿

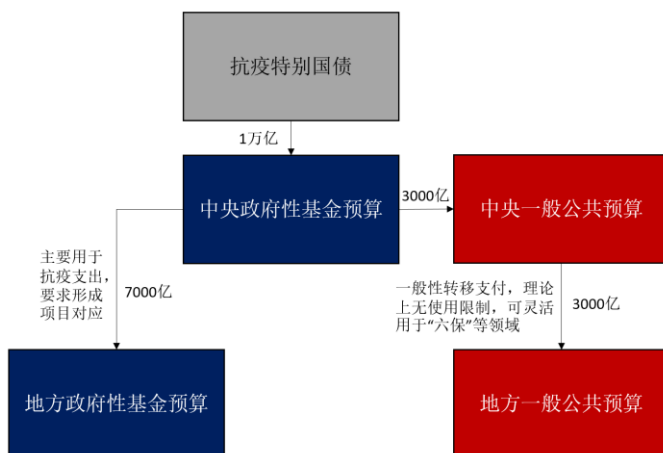


资料来源：Wind，华创证券，调出值用负值表示

## (二) 从二本账调入

中央财政预算从二本账调入 3002.5 亿(去年仅调入 4.23 亿)，主要增量来自抗疫特别国债发行收入。根据预算草案，今年发行的 1 万亿抗疫特别国债要求全部直达市县基层，主要用于地方公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出，并预留部分资金用于地方解决基层特殊困难。从特别国债注入的中央二本账出发，分为两条路径：约 7000 亿直接在二本账内对地方转移支付，这部分资金主要用于抗疫相关支出，要求形成项目对应。剩余约 3000 亿先调入中央一本账，再通过一般性转移支付进入地方一本账，地方理论上没有使用限制，可灵活用于“六保”等领域。

图表 5 1 万亿抗疫特别国债直达基层的两条路径



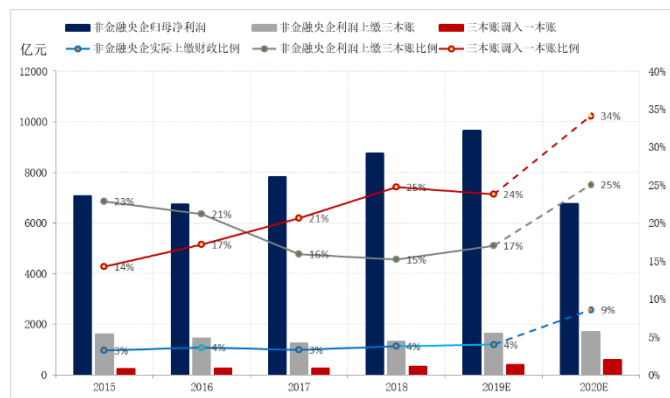
资料来源：财政部，华创证券

### (三) 从三本账调入

中央财政预算从三本账调入 577.5 亿（去年调入 389.8 亿），主要增量来自于央企（非金融）的利润上缴。现行预算体系下，非金融央企利润先缴入三本账（上缴比例约 15%~20%），再从三本账调入一本账（调入比例约 20%~25%），两重“截留”机制下，归母净利润实际缴入一本账、用于填补收支缺口的比例仅约 3%~4%。虽然今年来自三本账调入的增量贡献仍有限，但是在利润增速大幅放缓背景下的逆势加大上缴：1-4 月国有企业归母净利润同比下降 88.8%，央企税后净利润同比下降 59.5%，假设全年央企净利润恢复至去年 7 成水平，非金融央企利润上缴三本账、调入一本账的比例都将有 10 个百分点左右的提升，实际缴入一本账比例将较去年翻倍。

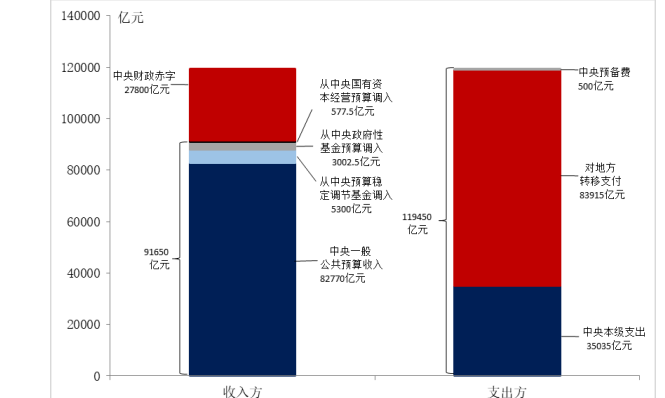
从中央财政整体看，除了 8.28 万亿一本账预算收入和 2.78 万亿中央财政赤字之外，从中央预算稳定调节基金和二、三本账调入合计达到 8880 亿，规模均创历年新高，再通过中央本级支出的负增长安排（同比-0.2%，非急需非刚性支出压减 50%以上），共同支撑了今年中央财政对地方近 9 万亿美元的转移支付（同比 12.8%，增速历史最高）。

图表 6 2020 年非金融央企实际上缴财政比例有望翻倍



资料来源：财政部，华创证券估算

图表 7 2020 年中央一般公共预算平衡关系



资料来源：财政部，华创证券

### 四、地方调入资金及使用结转结余

地方财政预算调入资金及使用结转结余 2.11 万亿，但具体构成不予公布。我们估算年初地方结转结余资金剩余不到 2000 亿，考虑到结转结余资金未来年份仍需使用，在不使用地方新增存量盘活资金的保守假设下，2.11 万亿将主要来自二、三本账调入资金。其中，地方三本账调入资金体量较小（预算调入 792.57 亿），意味着需要从地方二本账调入 2.03 万亿资金。

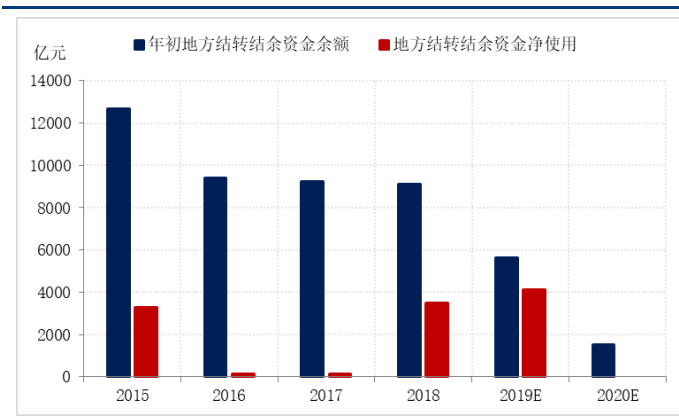
地方二本账中，由于专项债额度已经确定，占比达本级收入 90%的土地出让收入成为地方财政支出的最大不确定因素。我们估算在其他条件不变的情况下，-3%的预算土地出让收入增速对应 2.87 万亿地方二本账盈余，按往年约 75%的调出比例可供调出 2.22 万亿，足以满足地方财政支出要求，且余量较充足；若土地出让收入增速降至-5%（1-4 月同比-4.5%），调出资金将降至 2.1 万亿，仍可满足地方财政支出要求，但余量紧张；若土地出让收入增速降至-10%，地方财政支出将面临近 2000 亿的资金缺口。面对较为刚性的土地出让收入增速目标，今年地方财政的选项包括：

1. 继续加大优质地块的出让力度，维持至少-5%以上的土地出让收入增速。每提升土地出让收入增速一个百分点，可创造约 700 亿二本账盈余；
2. 提升盈余资金调出比例。二本账盈余可分为调入一本账和结转下年支出两部分，通过压降结转下年支出的比例，可供调入一本账的盈余比例将有所提升，但这可能意味着部分项目资金的挪用；
3. 压减地方基建配套支出。若二本账盈余不足以满足预算支出，地方可能将根据目标优先级进行支出压减：由于一般性支出压减和民生支出“六保”目标明确，反映地方基建配套的城乡社区和农林水事务支出增速可能不及预期。



4.盘活地方存量资金，补充地方结转结余资金供使用。以上分析均基于地方不使用新增存量盘活资金的保守假设，而我们估算 2015-2019 年地方盘活存量资金总量约 1.2 万亿，2014 年底省本级财政存量资金约为 2.3 万亿<sup>2</sup>，不考虑新增沉淀资金，粗算目前地方财政存量资金至少尚存 1.1 万亿盘活空间。但在年初地方结转结余资金估算余额不足 2000 亿的背景下，考虑到地方财政困难局面可能并非一时，对今年盘活使用地方存量资金的期待不宜过高。

图表 8 年初地方结转结余资金估算余额不足 2000 亿



资料来源：财政部，华创证券估算

图表 9 若土地出让收入增速低于-5%，地方财政支出或将面临资金缺口

单位：亿元	土地出让收入增速	土地出让收入	地方政府性基金盈余	调出资金 (75%)	地方支出资金缺口
基准情形	-3%	70407	28698	22187	-
假设一	-5%	68955	27246	21098	-
假设二	-10%	65326	23617	18376	1932
假设三	-20%	58068	16359	12932	7375

资料来源：财政部，华创证券估算

<sup>2</sup> 《2014 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》显示，“去年各级财政均有大量资金结存未用，至 2014 年底，抽查的 22 个中央部门有存量资金 1495.08 亿元，18 个省本级财政有存量资金 1.19 万亿元”。简单线性外推可得当时省本级存量资金在 2.3 万亿左右。

## 宏观组团队介绍

### 组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

### 研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

### 助理研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500