

2020 年 5 月 6 日

证券研究报告/宏观研究/宏观专题报告



财政分析框架及 2020 年展望：内外兼长

分析师：沈彦东

执业证书：S0380519100001

联系电话：0755-82830333 (195)

邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕

联系电话：0755-82830333 (198)

邮箱：panyx@wanhesec.com

主要观点：

2020 年在新冠疫情的笼罩下已悄然渡过三分之一，全球贸易遭到严重冲击，国内中小企业复工复产仍面临严峻挑战。本文旨在构建一个广义财政分析框架，从预算内外的构成、财政资金调转方式为切入口，总结当前财政运行情况，展望财政扩张的空间和措施。

我国传统预算框架围绕一般财政展开，一般公共预算和政府性基金预算收入分别占总预算收入的 60% 和 20% 左右。我国传统预算框架包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算以及社会保险基金预算。一般公共预算是预算内财政的主要调控工具，政府性基金预算是重要补充。财税资金调转从不同维度出发，可分为跨期平衡、跨账户平衡和央地统筹协调三种机制，也由于资金平衡机制的存在，在狭义预算赤字的基础上，可以拓展出狭义实际财政赤字、广义名义财政赤字、广义实际财政赤字等概念。以城投债、政策性金融债、铁道债、PSL 等为代表的预算外财政与传统预算内财政共同构建“广义财政”。2015 年之后由于去杠杆、清理地方政府隐性债务等政策推进，预算外财政明显收缩，2019 年在加强逆周期调节的背景下，预算外财政再度扩张，但较 2014 年峰值仍收缩了 1 万亿元的规模。

经济下行压力下预算内收入承压。一般公共预算和政府性基金预算收入与经济周期波动密切相关，预计二季度经济增长回到合理区间难度较大，2020 年预算内收入承压。应对疫情冲击，社保收支缺口走阔，财政托底压力加大。2 月，国家医保局、财政部、人社部等多部门对特定条件下的职工基本医疗保险费、基本养老、失业和工伤保险费用、公积金等方面做出减征或缓缴的安排，粗略估算 2020 年上半年社保减收 7000 亿元，社保基金的收支压力最终传导至一般公共预算。

我们认为，积极财政发力空间向内主要诉诸债务收入和金融央企利润上缴。粗略计算我国 2019 年末财政存量资金规模上限或为 17800 亿元，较 2018 年末减薄约 5000 亿。在财政余力收缩，常规收支难以平衡的背景下，预算内财政诉诸债务收入和非税收入增长。与 2019 年相比：1.赤字率预计提高至 3-3.5%，带来国债和一般债融资规模扩大 4000-10000 亿。2.新增专项债融资规模预计达 3.5 万亿，较 2019 年增加 1.35 万亿。3.特别国债融资规模预计超 1 万亿。4.金融央企利润上缴有望贡献增量。

向外或短期拓宽广义财政收入以支撑基建投资。主要通过政策性金融债扩容、次级债、特别国债等流动性补充带动银行表内信贷扩容、城投债发行或提速、非标边际降压以及标准化融资工具如基础设施 REITs 等多种渠道。

风险提示：政策落地不及预期

目录

一、 财政预算之辨	4
(一) 预算内财政.....	4
(二) 赤字与“余粮”	7
(三) 广义财政.....	11
二、 财政运行之状——收支压力加大，“地主”余粮有限.....	13
(一) 经济下行压力下预算内收入承压.....	13
(二) 疫情冲击下收支压力显性化.....	14
三、 政策扩张之间——内外兼长	15
(一) 扩增预算内资金.....	15
(二) 增收预算外资金拉动基建逆周期.....	17
四、 风险提示.....	18

图表 1 预算“四本帐”收入（亿元）	4
图表 2 预算“四本帐”支出（亿元）	4
图表 3 一般公共预算收支情况（亿元，%）	5
图表 4 一般公共预算收入构成（%，亿元）	5
图表 5 一般公共预算支出各类别占比	5
图表 6 政府性基金预算收支情况（亿元）	6
图表 7 政府性基金预算收入情况（亿元）	6
图表 8 跨期平衡和跨账户平衡机制	7
图表 9 2015-2019 年三大账簿收入支出及资金调入调出情况（亿元）	8
图表 10 2015-2019 年不同口径赤字规模（亿元）	9
图表 11 三大账本历年结余资金及累计存余资金规模（亿元）	10
图表 12 广义财政规模（亿元）	11
图表 13 预算内外财政增速	11
图表 14 城投债发行偿还量（亿元）	12
图表 15 城投债净融资额（亿元）	12
图表 16 政策性金融债发行规模（亿元）	12
图表 17 政策性金融债净融资额（亿元）	12
图表 18 PSL 提供资金规模（亿元）	13
图表 19 铁道债净融资额（亿元）	13
图表 20 工业增加值、工业企业利润	14
图表 21 房地产投资完成额（亿元）	14
图表 22 2020 年以来主要社保减免政策	14
图表 23 赤字率	16
图表 24 赤字额估算	16
图表 25 企业中长期贷款规模和基建增速（亿元，%）	17

2020 年在新冠疫情的笼罩下已悄然渡过三分之一，全球贸易遭到严重冲击，国内中小企业复工复产仍面临严峻挑战。2019 年财政减税降费超 2 万亿，财政余力已经有所减薄，在经济面临下行压力的情况下，此次疫情无疑加大了财政收支的压力。本文旨在构建一个广义财政分析框架，从预算内外的构成、财政资金调转方式为切入口，总结当前财政运行情况，展望财政扩张的空间和措施。

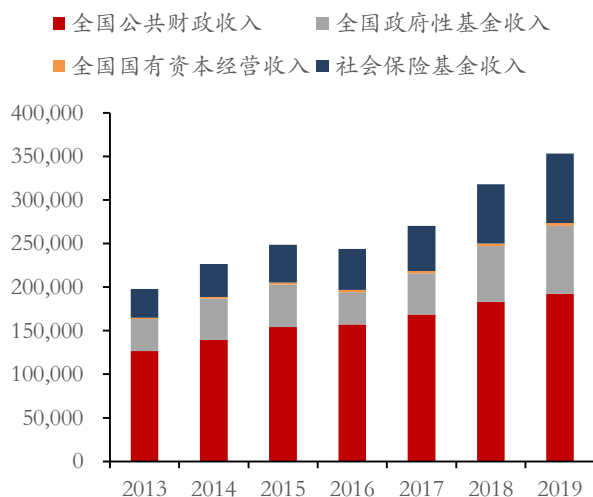
一、 财政预算之辨

（一） 预算内财政

1. 四本账簿

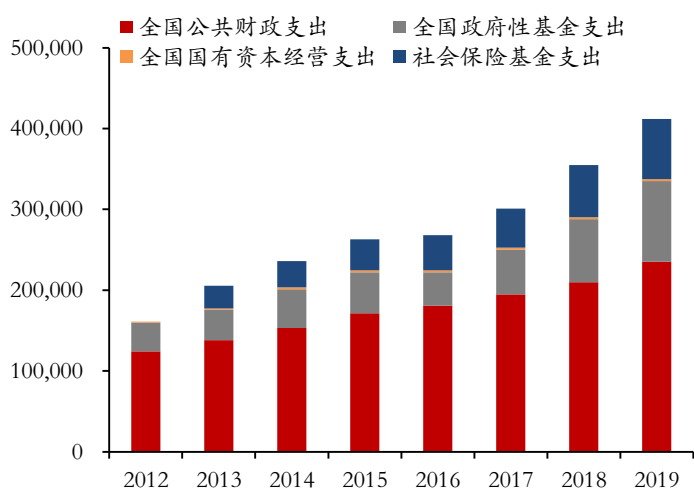
我国传统预算框架围绕一般财政展开，2014 年后我国开始形成“全口径预算”管理模式，也就是财政“四本账”，包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算以及社会保险基金预算，其中一般公共预算和政府性基金预算收入分别占总预算收入的 60%和 20%左右。

图表 1 预算“四本帐”收入（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 2 预算“四本帐”支出（亿元）



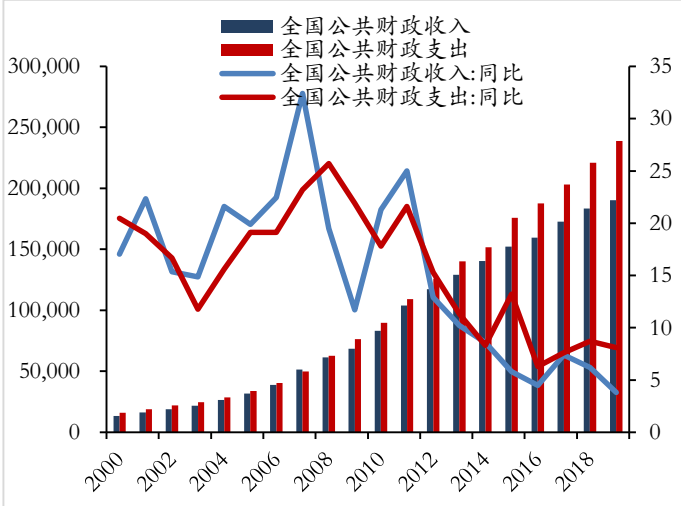
资料来源：Wind，万和证券研究所

1) **一般公共预算是预算内财政的主要调控工具。**一般公共预算以税收为主体，税收收入占一般预算收入的 80%，非税收收入主要包括国有资源有偿使用收入、教育费附加收入等专项收入、行政事业性收费以及国有资本经营收入（主要是金融央企利润上缴）等。

从支出来看，一般财政支出主要用于教育医疗、社会保障、国防和公共安全、国家机构运转等方面的公共开支。随着经济发展、人口结构变化和政府职能

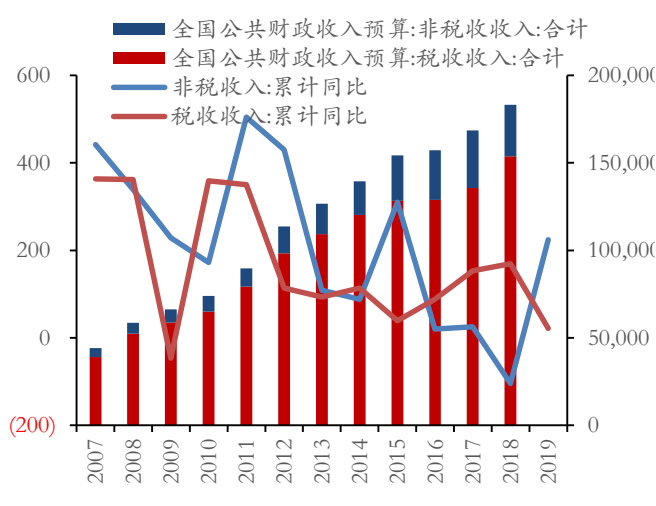
转变，2007 年以来公共服务类（包括一般公共服务、外交、国防、公共安全）财政支出占一般财政支出的比重不断下降，社保民生类（包括教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、住房保障）比重不断提升。2018 年，教育（14.98%）、社保就业（12.39%）、城乡社区事务（10.14%）等民生和基建类分项占一般财政支出比重最高，是我国当前财政支出的重点领域。

图表 3 一般公共预算收支情况（亿元，%）



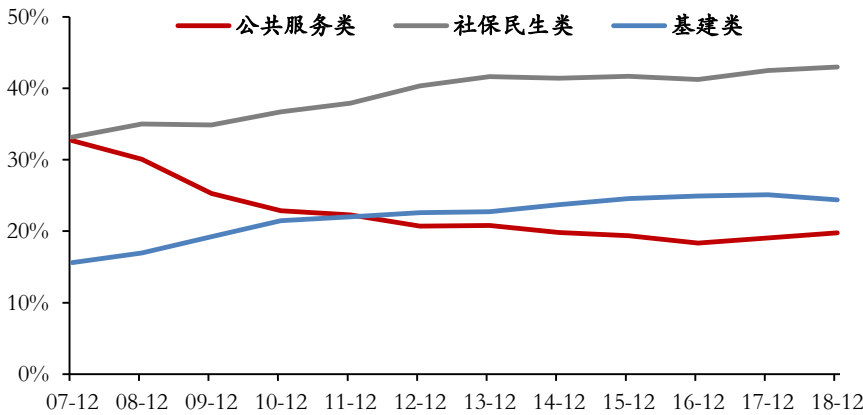
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4 一般公共预算收入构成（%，亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

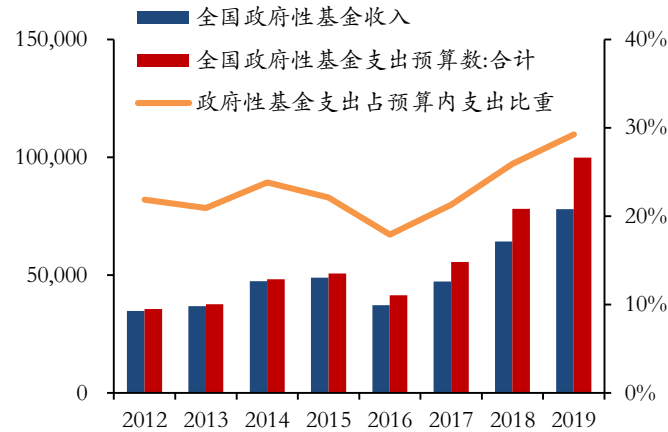
图表 5 一般公共预算支出各类别占比



资料来源：WIND、万和证券研究所

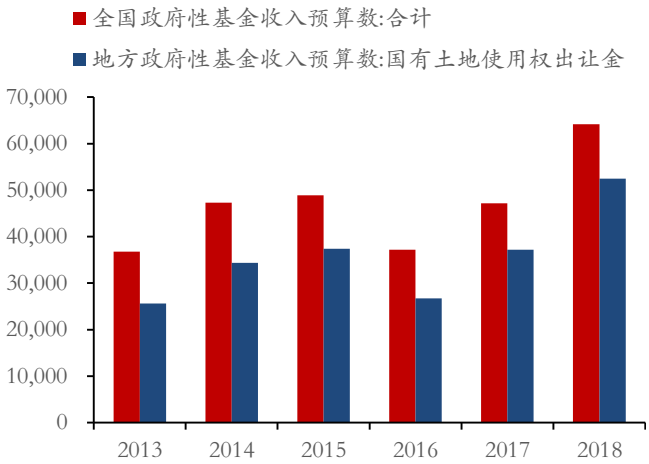
2) 政府性基金预算是预算内财政的重要补充。政府性基金预算是专项用于特定公共事业发展的收支预算，收入中超过 70%来自地方政府性基金国有土地使用权出让金，是当前地方政府“土地财政”的重要体现，支出主要用于国有土地使用权出所需支出及土地“七通一平”等开支。2016-2019 年，政府性基金支出快速扩大，占预算支出的比重已接近三分之一。政府性基金遵循“以收定支”原则，但地方政府专项债可以作为收入。

图表 6 政府性基金预算收支情况 (亿元)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 7 政府性基金预算收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

3) **国有资本经营预算占总预算比重低。**国有资本经营预算是对国有资本进行调整、分配而产生的收支预算。预算收入主要来自国有企业上缴的利润,支出主要投向资源勘探电力信息等事务、商业服务业等事务、交通运输等领域。国有资本经营预算收支规模均较小,较前两个账簿几乎可以忽略不计。

4) **社会保险基金预算专项用于社保收支。**社会保险基金预算记录基本医疗、养老、失业、工伤和生育险的收支情况,其中基本养老和医疗险收支占比在95%左右,其中基本养老险收支在五险中的占比超过60%,基本养老保险收支状况在较大程度上影响社保基金的收支。社保基金专项用于社会保险的收支预算,不能用于平衡一般公共预算,而一般公共预算和国有资本经营预算则会安排资金补充社保基金。

2. 三种资金平衡方式

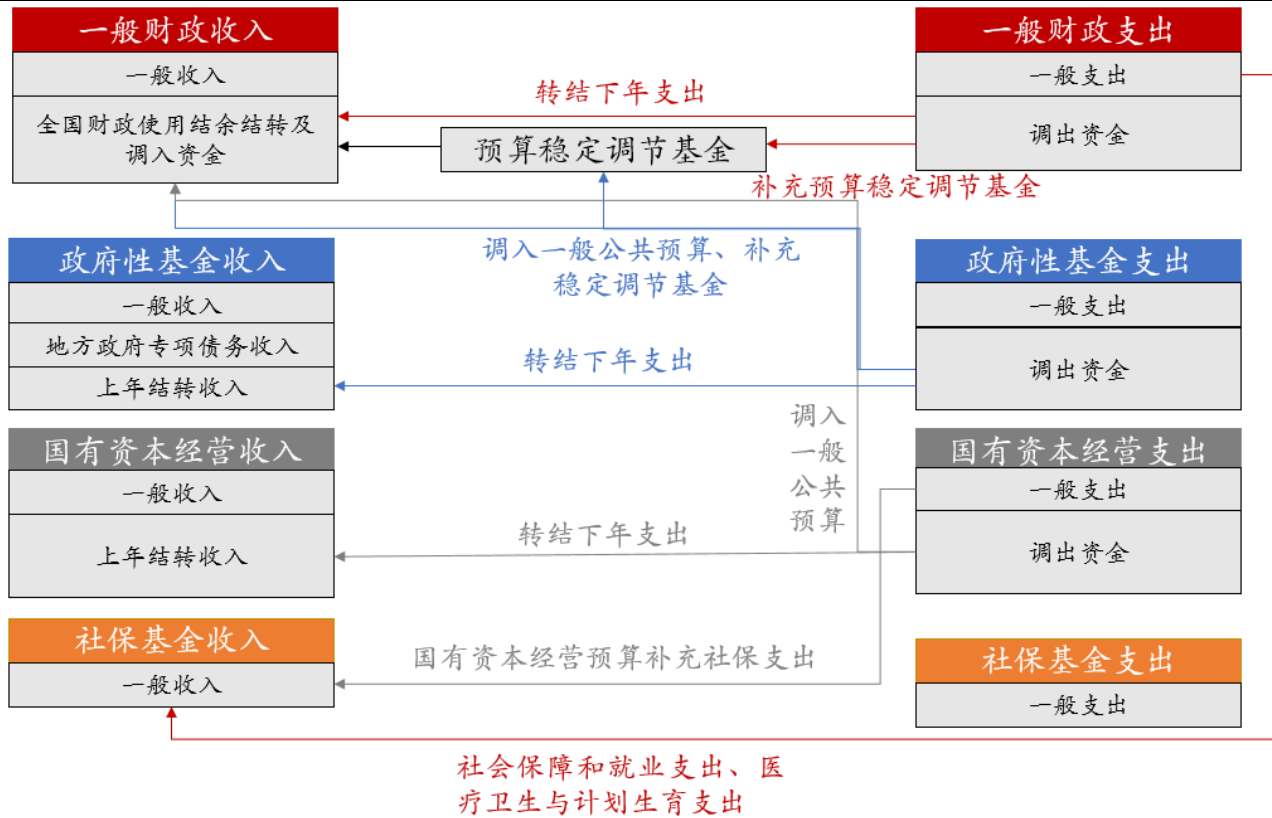
我国财税体系资金调转从不同维度出发,可分为跨期平衡、跨账户平衡和央地统筹协调三种机制。

1) **跨期平衡机制。**由于责权发生制下的项目极有可能跨年开展,存在当期收入未必完全用于支出,或者当期收入不足以覆盖当期支出而需要动用往年结余的情况。因此,在社保基金以外的三大账本中均设置了结转结余账户,并且在一般财政预算账户内设置了预算稳定调节基金,通过这些账户实现预算收入的跨期平衡。

2) **跨账户平衡机制。**2014年预算法要求四条预算线“保持完整、独立”,同时“政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算应当与一般公共预算相衔接”。四本账存在一定的勾稽关系,从预算收支来看,一般财政、

国有资本经营均安排资金补贴或补充社保基金，政府性基金预算和国有资本经营预算在一般支出外调拨部分资金补充一般财政，政府性基金部分结转资金用于补充预算稳定调节基金。

图表 8 跨期平衡和跨账户平衡机制



资料来源：财政部、万和证券研究所

3) **央地统筹机制。**四个预算账本均分为中央和地方两极，包括中央对地方的转移支付和税收返还、地方上解收入、以及中央调剂基金的收支，其中中央对地方的划转规模远高于地方对中央划转。

(二) 赤字与“余粮”

由于我国预算体系存在上述的跨期平衡和跨账户平衡机制，在狭义预算赤字的基础上，可以拓展出狭义实际财政赤字、广义名义财政赤字、广义实际财政赤字等概念。

1. 财政赤字

狭义预算赤字：规模等于当期计划新增的国债和地方一般债务余额。根据我国预算法，“四本帐”中只有一般公共预算支出大于收入的差额才列为赤字，其余三本账的收支缺口均不列赤字。狭义预算赤字等于当期的国债和地方一般债净融资额，用以弥补支出的不足，在决算时通过动用预算稳定调节基

金、结转结余资金等使得决算赤字与预算赤字相等。

狭义实际赤字：狭义预算赤字+全国财政使用结余结转及调入资金-补充预算稳定调节基金-结转下年支出。由于一般公共预算实际收支差额与预算赤字不相等，需要通过结转结余、预算稳定调节资金、政府性基金预算和国有资本经营预算等调整，以保持预算的稳定性和财政政策的连续性。狭义实际财政赤字衡量的是狭义口径的真实赤字规模，相较于名义值，更能体现财政的积极程度。

广义名义财政赤字=狭义预算赤字+地方政府专项债务收入。广义名义财政赤字规模是在一般公共预算的基础上，将政府性基金预算中地方政府发行的专项债纳入政府广义名义赤字。

广义实际财政赤字=狭义预算财政赤字+全国财政使用结余结转及调入资金-补充预算稳定调节基金+专项债券发行规模+上年结转（政府性基金）-政府性基金调出资金。将一般公共预算和政府性基金预算两个账户统筹来看，相比狭义实际赤字，调入资金中增加了政府性基金上年结转收入，调出资金中同样增加了政府性基金的结转下年支出和补充一般公共预算支出，即广义实际财政赤字=狭义预算财政赤字+预算稳定调节基金和结转结余中调入+从政府性基金预算中调入+从国有企业经营预算中调入-补充预算稳定调节基金-结转下年（一般财政）+专项债券发行规模+上年结转（政府性基金）-结转下年（政府性基金）-调出政府性基金预算=狭义预算财政赤字+全国财政使用结余结转及调入资金-补充预算稳定调节基金+专项债券发行规模+上年结转（政府性基金）-政府性基金调出资金。

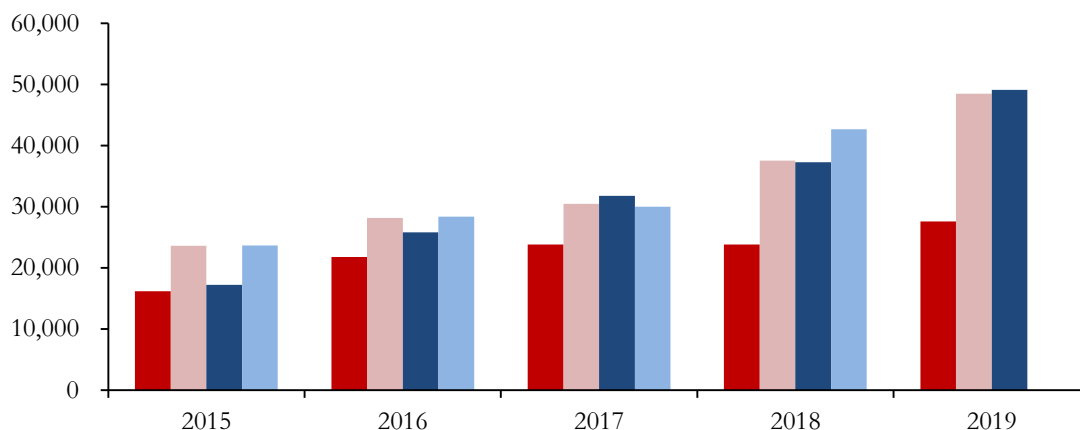
图表 9 2015-2019 年三大账簿收入支出及资金调入调出情况（亿元）

项目	2019		2018		2017		2016		2015	
	预算数	决算数	预算数	决算数	预算数	决算数	预算数	决算数	预算数	决算数
全国一般公共预算收入	192,500.	190,382	183177	183359.84	168630	172593	157200	159604.97	154,300	152269.23
全国财政使用结转结余及调入资金			2853	14765.28	2433	10040.5	1715	7226.37	1000	8,236.07
支出大于收入的差额	27,600	27,600	23800	23800	23800	23800	21800	21800	16,200	16,200
全国一般公共预算支出	235244	238874	209830	220904.13	194863	203085	180715	187755.21	171,500	175,877.77
补充中央预算稳定调节基金				1020.99		3347.8		876.13		827.53
全国政府性基金收入	77,947.71	84,516	64165	75479.07	47174.7	61479.7	37173.7	46643.31	48,873.38	54,093
地方政府专项债务收入	21,500	21,500	13500	13500	8000	8000	4000	4000	1,000	1,000

上年结转收入			385.59	385.59	298.5	298.5	248.17	249.84	720.72	
全国政府性基金支出	99,801.72	91,365	78049	80601.62	55473.2	60968.6	41421.9	46878.32	50,594.10	42,364.00
调入公共预算和结转下年支出				8761.58		8809.57		4014.83		
全国国有资本经营收入	3,365.84		2837.7	2905.79	2338.3	2580.9	2294.7	2608.95	2,263.12	
上年结转收入			113.59	139.11	128.03	161.66	397.23	394.47		
全国国有资本经营支出	2,400.85		2273.6	2153.28	1961.33	2015.31	2259.05	2155.49	2,407.10	
国有资本经营预算调出资金			677.67	884.92	505	613.66	432.88	551.39		
结转下年支出				6.7		113.59		296.54		

资料来源：财政部、Wind、万和证券研究所

图表 10 2015-2019 年不同口径赤字规模 (亿元)



	2015	2016	2017	2018	2019
■ 狭义预算赤字	16200	21800	23800	23800	27600
■ 狭义实际赤字	23608.54	28150.24	30492.72	37544.29	48492
■ 广义名义财政赤字	17200	25800	31800	37300	49100
■ 广义实际财政赤字	23682.1	28383.58	29981.65	42670.75	

资料来源：Wind、财政部、万和证券研究所 注：由于 2019 年一般公共预算、政府性基金预算调入和调出数据未公布，故无法得出广义实际财政赤字规模

通过对于历史数据的整理,我们可以得到 2015 年-2019 年四种口径的财政赤字规模,可以发现我国不同口径的赤字规模均明显上升。

- 2015-2019 年,狭义口径实际赤字规模连续高于预算赤字,主要是全国财政使用结余结转及调入资金扩大所致。
- 2015-2017 年,广义与狭义口径的实际赤字规模大体相当,所以从计算公式来看,广义赤字中专项债收入大抵等同于政府性基金预算调入补充公共预算的规模,同期专项债务发行规模与政府性基金预算中调入

一般公共预算规模相当，可以推测出专项债务收入大多通过预算账户之间的勾稽关系，最终用以弥补一般公共预算收入的不足。

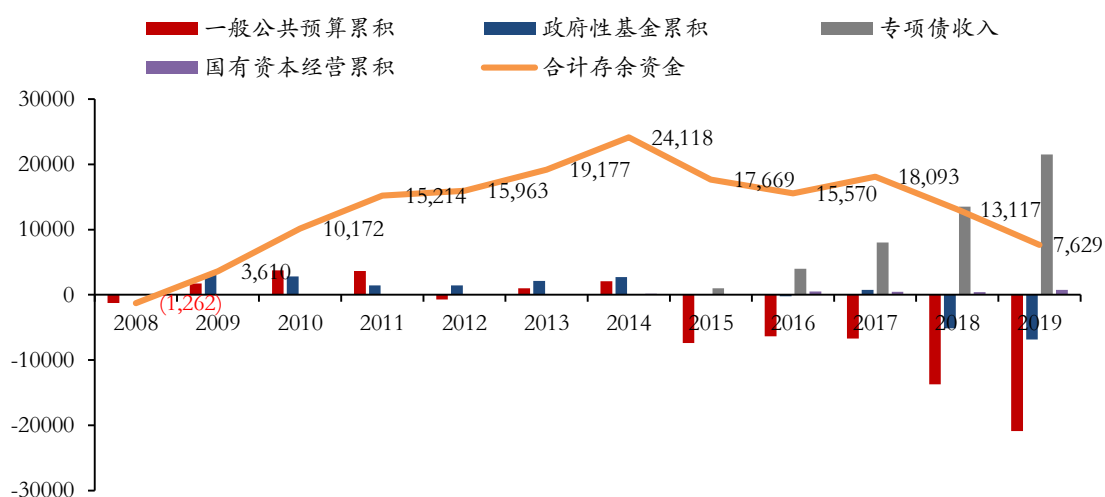
- 2018 年广义实际赤字高于广义名义赤字和狭义实际赤字，意味着财政支出既动用了往期结余，又划拨部分专项债收入补充政府性基金预算支出。

广义口径实际财政赤字规模兼顾了跨期平衡和跨账户平衡机制，可以较好的反映出预算内财政实际发力情况，对其规模大小具有决定性影响的因素主要包括：预算赤字规模、专项债券发行规模、三大账户剩余资金，这三个因素的规模大小基本决定了预算内财政的扩张空间。

2. 财政“余粮”

由于预算赤字、专项债券发行规模通常在年初已经决定，在财政预算的实际执行过程中一般不存在超预期的成分。在没有新增资金的情况下，三大账户的存量资金就是能够补充公共财政收入的最大规模。公共财政收支积累的资金等于实际赤字规模和预算赤字规模的差额，如果实际赤字规模大于预算赤字，则意味着动用了存量资金，反之则累积到存量资金账户。政府性基金预算和国有资本经营预算分别计算实际收支差额以得到各自的累积资金。由于财政部分别在 2009 年和 2012 年才开始公布全国政府性基金和国有资本经营预决算报告，所以三大账本累积资金不能直接得到，需要分段估测。

图表 11 三大账本历年结余资金及累计存余资金规模（亿元）



资料来源：Wind、财政部、万和证券研究所

2008 年至 2019 累计资金规模约 7600 亿元。2008-2019 年，一般公共预算账本净积累资金-4.49 万亿元。2009-2019 年，政府性基金预算账本积累资金 5.02

万亿元（含专项债收入 4.8 万亿元）。2012-2019 年国有资本经营预算账本积累资金 0.24 万亿元，加总得到累计存余资金规模上限为 7629 亿元。

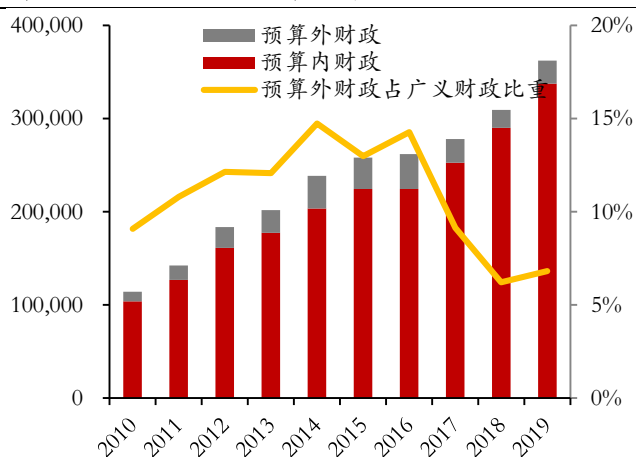
2003 年到 2007 年累积资金规模约 10200 亿元。2007 年政府工作报告曾指出中国财政从 2003 年到 2006 年连年巨额超收，年均超收 2040 亿元，据此可以大致推算出 2007 年底财政结余资金规模约 10200 亿元。

2019 年年末财政存量资金规模约 17800 亿元。在假设 2003 年之前财政结余资金为零的情况下，可得中国 2019 年年末财政存量资金规模上限或为 17800 亿元，较 2018 年末减薄约 5000 亿。

（三）广义财政

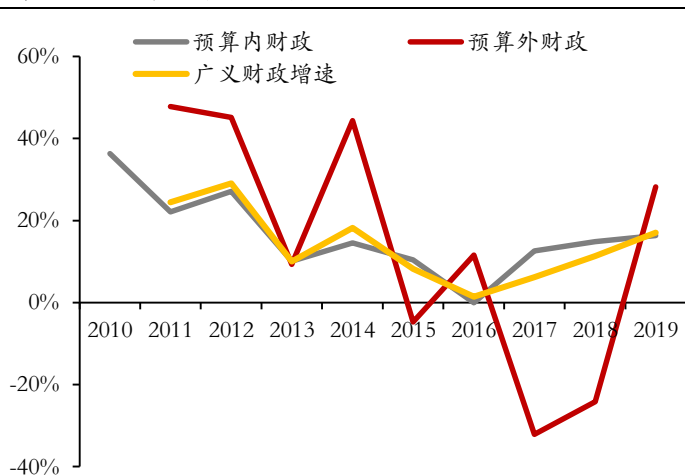
伴随地方政府对财政资金需求的持续增长，部分预算外财政日益扩张，以城投债、政策性金融债、铁道债、PSL 等为代表的预算外财政与传统预算内财政共同构建了“广义财政”，衡量实际财政的积极程度。2010-2014 年，预算外财政快速扩张，2015 年之后由于去杠杆、清理地方政府隐性债务等政策推进，以城投债为代表的预算外财政明显收缩，占比从 2016 年的 14.28% 下降至 2018 年的 6.22%，拖累广义财政增速趋缓。2019 年在加强逆周期调节的背景下，预算外财政再度扩张，但较 2014 年峰值仍收缩了 1 万亿元的规模。

图表 12 广义财政规模（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 13 预算内外财政增速

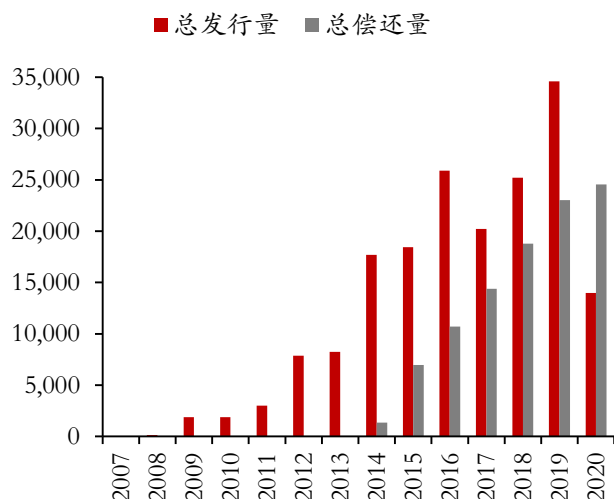


资料来源：Wind，万和证券研究所

城投债净融资规模波动下行。城投债以地方政府融资平台作为发行主体，目前主要包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具等品类，其主业多为地方基础设施建设或公益性项目。2009 年“一揽子”计划后，地方政府举债需求扩大，城投债规模迅速膨胀，2014 年全年净融资规模高达 1.5

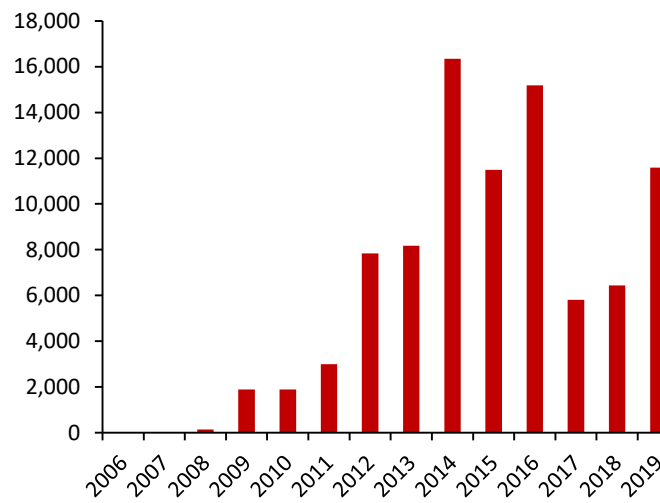
万亿元；2015 年后，随着财政部整顿地方违规举债行为，同时允许地方政府自主发债、政府隐性债务置换开启，城投融资显著下滑。2019 年城投债总发行规模达到十年来新高，但由于到期规模逐渐增长，净融资额仍呈波动下行趋势。

图表 14 城投债发行偿还量 (亿元)



资料来源：Wind，万和证券研究所

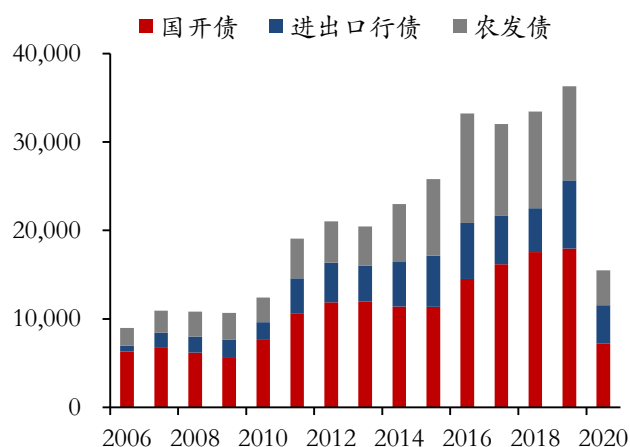
图表 15 城投债净融资额 (亿元)



资料来源：Wind，万和证券研究所

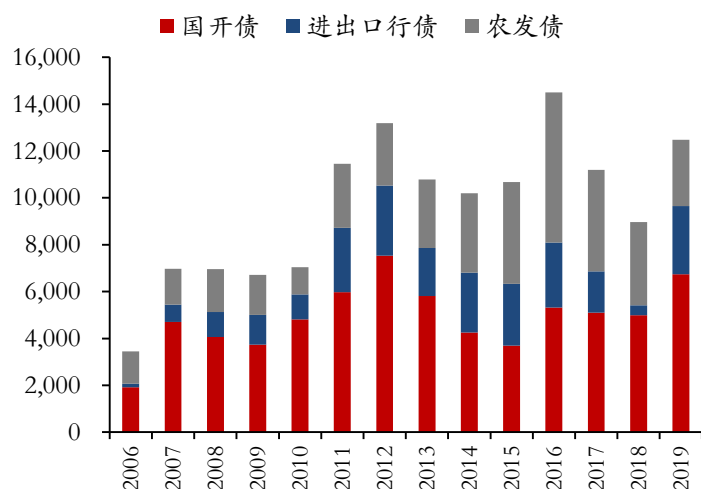
政策性金融债发行量持续提升。政策性金融债由国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行等 3 家政策性银行向金融机构发行，主要用于国家大型基建项目、以及区域经济结构调整等项目建设。从规模来看，2011 年以来，政策性金融债保持较高发行量和净融资额，全年净融资额基本在 1 万亿元以上；结构来看，国开债净融资规模占比一直最高，2019 年国开债、农发债和进出口行债净融资规模占比分别为 54%、22%和 23%。

图表 16 政策性金融债发行规模 (亿元)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 17 政策性金融债净融资额 (亿元)

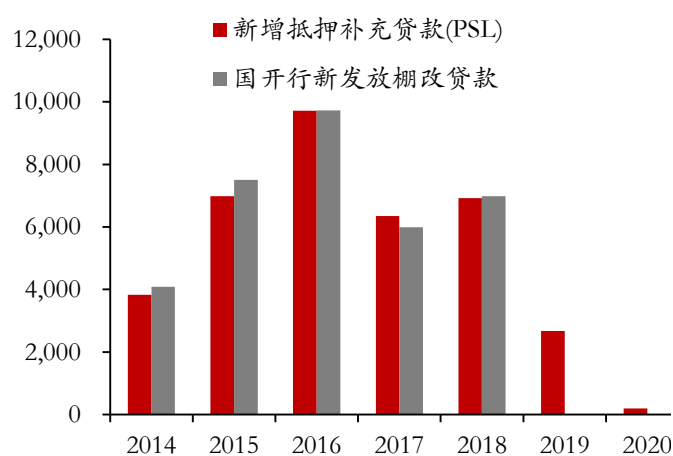


资料来源：Wind，万和证券研究所

PSL 和铁道债也是预算外财政的重要组成。PSL（抵押补充贷款）是 2014 年央行创设的货币政策工具，其功能类似于再贷款，通过央行向政策性银行投放期限较长的低成本抵押资金，用以支持国家重点项目建设，例如棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。从规模上看，PSL 的主要投向是棚改贷款，2014-2018 年，新增 PSL 和国开行新发放棚改贷款规模基本一致。

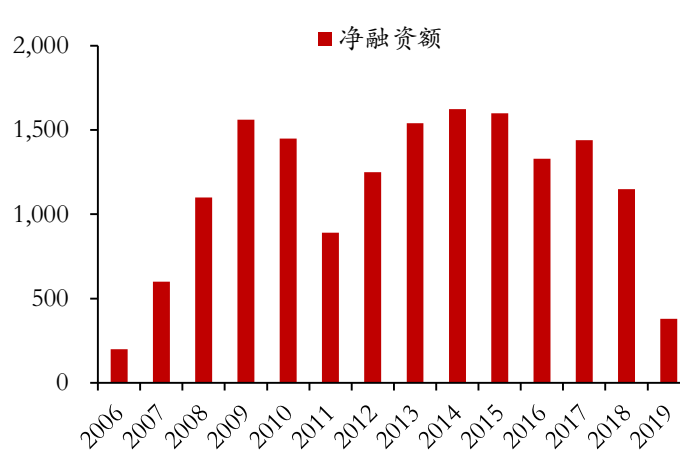
铁道债是中铁总（原铁道部）发行的政府支持债券，主要用于铁路相关基建支出，铁道债净融资规模较为稳定，除 2019 年由于铁路总公司改制原因，近年来基本维持在 1400 亿元左右。

图表 18 PSL 提供资金规模（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 19 铁道债净融资额（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

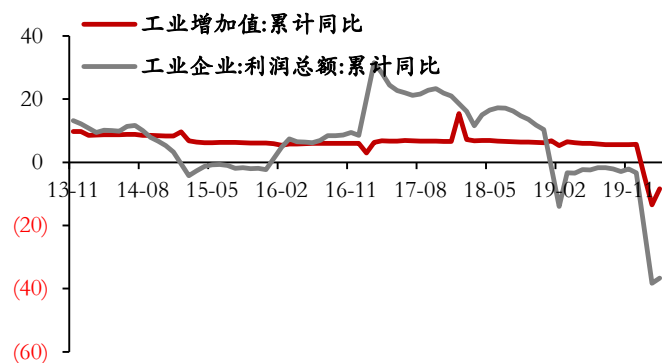
二、 财政运行之状——收支压力加大，“地主”余粮有限

（一）经济下行压力下预算内收入承压

预算内财政中以一般公共预算和政府性基金预算为主体，二者收入规模与经济周期波动密切相关，其中一般公共预算收入中税收收入占 80%，税收规模与企业经营状况同步相关；政府性基金高度依赖土地出让金，也与房地产周期密切相关，所以经济周期下行过中往往对应预算内收入增速下行。

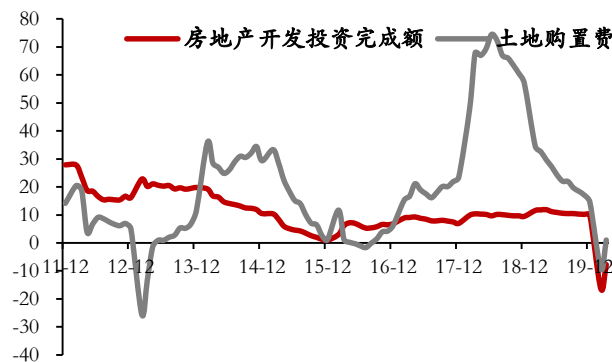
2019 年一般公共预算收入 19.04 万亿，增速 3.83%，已经体现出财政收入放缓的窘境，而今年一季度工业企业利润累计下滑 36.7%，房地产投资完成额下滑 7.7%，同期公共财政收入同比下滑 14.3%，其中税收收入下滑 16.4%；国有土地使用权出让收入下滑 7.9%。预计二季度经济增长回到合理区间难度依然较大，2020 年预算内收入承压。

图表 20 工业增加值、工业企业利润



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 21 房地产投资完成额（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）疫情冲击下收支压力显性化

应对疫情冲击，社保收支缺口走阔，财政托底压力加大。2 月国家医保局、财政部、人社部等部门陆续发文，对特定条件下的职工基本医疗保险费、基本养老、失业和工伤保险费用、公积金等方面做出减征或缓缴的安排。根据各部发文，粗略估算 2020 年上半年社保减收 7000 亿元。根据预算账本平衡机制，社保基金收支缺口最终需要一般公共预算补贴，故社保基金的收支压力会传导至一般公共预算。

与此同时，财政部对于疫情防控相关企业和人员进行了税收减免，对复工复产困难较大的中小企业实行阶段性增值税减免。此外，今年一般公共预算还将加大对医疗相关领域的补助，截至 4 月 19 日，各级财政已安排疫情防控资金 1452 亿元，上半年财政收支压力进一步显性化。

图表 22 2020 年以来主要社保减免政策

日期	部门	政策	减免内容	减费规模
2 月 20 日	人社部、财政部、税务总局	《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》	1.湖北省外地区根据受疫情影响情况和基金承受能力，免征中小微企业三项社会保险单位缴费部分，免征期限不超过 5 个月。对大型企业（不含机关事业单位）可减半征收，减征期限不超过 3 个月。 2.湖北省内免征各类参保单位（不含机关事业单位）三项社会保险单位缴费部分，免征期限不超过 5 个月。 4. 2020 年企业职工基本养老保险基金中央调剂比例提高到 4%，加大对困难地区的支持力度。	4 月 21 日，人社部养老保险司司长聂明隽表示自 2 月下旬政策执行以来，两个月减免社保 2329 亿元。我们估计 5 月总共可减免 5500 亿元左右。
2 月 21 日	医保局、税务总局、财政部	《关于阶段性减征职工基本医疗保险费的指导意见》	1.统筹基金累计结存可支付月数大于 6 个月的统筹地区对职工医保单位缴费部分实行减半征收，减征期限最长不超过 5 个月。小于 6 个月但确有必要减征的，由各省指导统筹考虑安排。 2.各地区可继续执行缓缴政策，缓缴期间免收滞纳金。	最大可为企业减负 1500 亿元左右

2 月
21 日住建部、
央行、财
政部

《关于妥善应对新冠肺炎疫情实施住房阶段性支持政策的通知》

1. 在 2020 年 6 月 30 日前，受疫情影响的企业可按申请缓缴住房公积金。受疫情影响不能正常偿还住房公积金贷款的职工，不作逾期处理。

2. 对支付房租压力较大的职工，可合理提高租房提取额度、灵活安排提取时间。

3. 经认定的疫情严重和较严重地区，可协商自愿缴存住房公积金、自主确定缴存比例或停缴，停缴期间缴存时间连续计算。

资料来源：财政部、医保局、住建部、万和证券研究所

三、政策扩张之间——内外兼长

我们在假设 2003 年之前财政结余资金为零的情况下，得到我国 2019 年年末财政存量资金规模上限或为 17800 亿元，较 2018 年末减薄约 5000 亿。在财政余力收缩，常规收支难以平衡的背景下，积极财政发力空间向内主要诉诸债务收入，向外或拓宽广义财政收入以支撑基建投资。

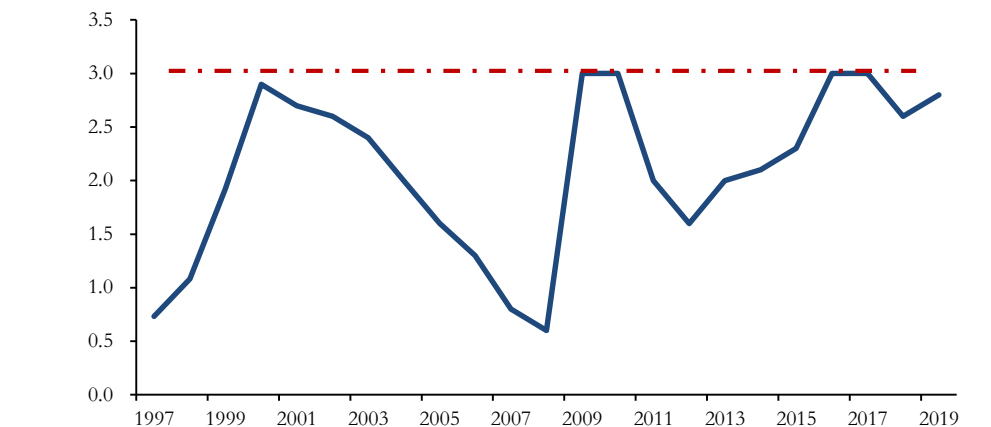
（一）扩增预算内资金

政府确认财政三驾马车。在财政余粮减少，预算内财政短收压力进一步提高的背景下，3 月 27 日中共中央政治局会议确定了财政空间的扩张，一是增扩年度新增专项债融资规模，二是提高赤字率，扩大国债和一般债融资规模，三是发行特别国债或建设国债。

- **新增专项债融资规模** 根据财政部《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》（2017 年），专项债额度大体与地区债务风险、财力状况、重大项目支出、地方融资需求等因素相关，然而年度限额规模的具体决定仍未有公开标准，最终年度新增专项债额度仍待两会确认。财政部 4 月 20 号提出拟再提前下达 1 万亿元地方政府专项债券额度，争取 5 月底前发行完毕，加上去年 11 月和今年 2 月下达的专项债额度，2020 年上半年专项债额度累计超 2.2 万亿元。2019 年上半年发行力度占全年 65%，考虑到疫情当前，公共开支增加，专项债新增融资额度较去年应该显著扩容并且发行节奏应更加前置，则全年专项债规模可达 3.5 万亿。
- **提高赤字率** 我国赤字率从 1997 年以来基本维持在 3% 以内，期间分别在 1998 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机后快速提升目标红线。面对今年疫情的冲击，2020 年财政赤字率或升至 3% 乃至更高。若今年赤字率仍按 3% 约束发行，则今年国债和一般债融资规模可达 3-3.1 万

亿，较去年扩容约 4000 亿元，若赤字率达到 3.5%，则国债和一般债融资规模可增扩至 3.6~3.7 万亿，比去年扩容约 1 万亿规模。预计 2020 年国债和一般债融资规模明显扩容。

图表 23 赤字率



资料来源：政府工作报告、Wind、万和证券研究所

图表 24 赤字额估算

GDP 增速假设 赤字率假设	GDP 增速假设	
	3.00%	6.50%
3%	30459	31494
3.50%	35535	36743

Wind、万和证券研究所

- **发行特别国债** 历史上共有 3 次特别国债发行，包括 2 次新发和 1 次续发。1998 年在亚洲金融危机和国内经济下行的双重冲击下，财政部首次发行 30 年期特别国债 2700 亿元，用于补充四大商业银行资本金。2007 年财政部再次定向发行 1.55 万亿特别国债，主要用于注资中投公司。近三次政治局会议均提出将发行特别国债，本次特别国债发行或与 1998 年更为相似，商业银行将成为出资认购的主力，而央行将向商业银行提供一定的流动性支持，发行规模或在 1 万亿左右。
- **国有资本划转规模和进度值得期待。** 2019 年国有资本划转全面铺开。2019 年非税收入增速达到 224%，主要就是从特定国有企业和央企利润上缴规模加大引起的。国内企业社保缴费相对较高，一定程度与职工基本养老保险缺口有关，国有资本划转的本意也是在于“弥补因实施视同缴费年限政策形成的企业职工基本养老保险基金缺口”，今年上半年社保减

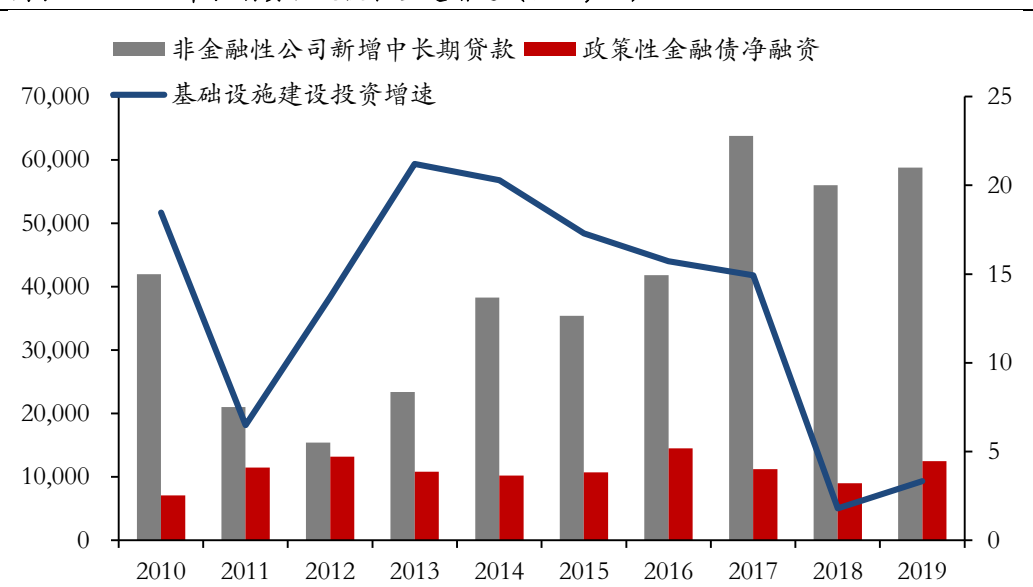
收超 7000 亿元，国有资本划转进度和规模有必要再进一步。

（二）增收预算外资金拉动基建逆周期

在当前经济下行、疫情蔓延、内外需求疲软的背景下，财政扩张、基建拉动固定资产投资进行逆周期调节或是主要的稳增长途径。我国基建资金来源既有预算内资金，也有预算外资金。预算内资金通过一般财政支出的“城乡社区”、“农林水”、“交通运输”三个项目和政府性基金支出投向基建领域。预算外基建融资主要依赖地方政府融资平台债务融资，包括银行表内贷款、债券发行、非标融资、PPP 等。在预算内财政偏紧的情况下，预算外融资或短期扩张。

- **银行表内信贷扩容。**具体从政策性银行和商业银行两头入手，一是通过增发政策性金融债或者 PSL 等流动性注入，降低政策性银行负债成本，驱动政策性银行扩大基建领域中长期贷款规模。二是通过次级债、特别国债等补充商业银行资本金，增扩商业银行投向基建行业的中长期信贷。回顾 2012、2016 和 2019 年基建投资增速修复时期，都伴随政策性金融债净融资规模迅速扩张和企业中长期贷款回升。

图表 25 企业中长期贷款规模和基建增速（亿元，%）



资料来源：政府工作报告、Wind、万和证券研究所

- **城投债发行规模或继续扩张。**当前经济下行压力大，重大基建项目推进加速，预计城投融资政策继续宽松。截至 4 月 21 日，城投净融资额达 6471 亿元，大约相当于 2019 年的 60%。随着公司债、企业债发行实施注册制，城投发行将有所提速，预计全年净融资可达 1.5 万亿。

- **放松非标融资缩量节奏，增扩新型标准化债权融资。**资管新规落地后非标规模持续收缩，从社融数据来看，委托和信托贷款 2018 年净减少 2.3 万亿元，2019 年净减少 1.3 万亿元，2020 年一季度在同期较低基数的基础上再减少 1100 亿元，显示出当前非标融资整体仍偏紧。考虑到金融防风险要求，非标融资缩量不可避免，但节奏或可以放松以缓解城投融资压力。去年 8 月以来不断有政策信号显示资管新规过渡期时间或有灵活调整，非标或边际压降。同时，非标对应的融资需求可以与更加规范化的标准化债权融资工具对接。4 月 30 日，证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步，REITs 或成为基建项目开源的新方式。

四、风险提示

政策落地不及预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告

所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>