

2019 年 06 月 17 日

深度研究

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

财政归来

——2019 年下半年宏观经济展望

投资要点：

相关报告

《人口与去库存政策拐点之后的地产需求初探 2：居民部门加杠杆之路通向何方？》——2019-05-06

《人口与去库存政策拐点之后的地产需求初探：梦想能否照进现实？》——2019-03-18

《2 月经济数据前瞻：经济增速仍然下行但预期改善》——2019-02-28

《论 2019 年经济的拐点：中国经济会出现资产负债表型衰退吗？》——2019-01-23

《12 月经济数据前瞻：短期总需求仍然疲弱》——2019-01-01

- **总财政赤字的扩张有望在下半年对增长构成有力支撑。**5 月贸易摩擦意外升级之后，市场对于中国经济下半年何去何从存在较大分歧。虽然决策层似乎对减税降费为代表的财政政策寄予厚望，但是最代表财政政策积极程度的指标——官方财政赤字——2019 年的扩张似乎比较有限。此外，一季度财政支出大幅增长、财政赤字同比显著扩大，然而基建投资反弹乏力也引起了不少投资者对财政政策是否有效和可持续性的担忧。

我们的研究表明，如果考虑到财政沉淀资金的盘活、央行利润上缴补充政府财政收入等因素，2019 年中国实际总财政赤字的增加可能接近 3 万亿，有望对中国经济构成较为有力的支撑。而考虑到 2018 年 1 季度地方政府仍然可能存在较大的隐性赤字，2019 年 1 季度显性赤字的显著扩张未必代表财政政策同比显著积极。然而，伴随着去年 2 季度以后对地方政府隐性赤字执行严格约束，2019 年财政政策对于经济同比数据的支撑作用有望在下半年显现出来。

- **通胀虽有不确定性，但风险可控。**通胀是市场担心的另外一个风险点。我们发现中国食品价格形成机制在 2013 年之后发生了显著的变化——与经济冷热逐步脱钩，而更多受到气候等食品本部门短期供给因素影响——与发达国家的通胀形成日趋接近。从核心 CPI 等指标观察，当前中国内生性通胀压力有限，而考虑基数效应和季节因素，猪肉和水果对 CPI 同比的冲击大概率可控。当然，综合考虑管理通胀预期、汇率稳定和防范房地产泡沫风险等目标，除非经济大幅下行，银行间市场短期利率可能大体保持稳定。
- **如果贸易摩擦不继续升级，下半年经济增长有望维持在与 2 季度相当的水平。**虽然外部环境的压力可能对出口构成压力，制造业投资也难以显著改善，但是我们预计减税降费和财政政策的积极有望再下半年支撑消费、制造业投资并明显提振基建投资。此外，我们预计房地产投资稳中趋缓。如果出现了土地购置费大幅下行并拖累房地产投资的情况，投资者可能无需过度担心，近两年房地产投资同比数据可能受到一些技术性因素扭曲的影响。

风险提示：经济、地产下滑及中美关系恶化超预期，政策不达预期

内容目录

1、 外部冲击之下中国经济何去何从？	4
2、 重估 2019 年财政政策	5
2.1、 2019 年财政政策到底有多积极？	5
2.2、 关于我国总财政平衡（赤字）估算和说明	6
2.3、 2019 年一季度的财政资金用在哪里了？	9
2.4、 未来财政政策还有多少空间？	11
3、 通胀虽有不确定性，但大概率风险可控	12
3.1、 食品部门价格形成机制的新变化	12
3.2、 核心通胀温和下行，食品部门通胀风险整体可控	16
3.3、 通胀预期仍将约束货币政策空间	17
4、 纠正房地产行业的数据扭曲	18
4.1、 建安投资负增长与统计规则的调整	20
4.2、 土地购置费与购地价款支付时间变动	21
4.3、 如何看待 2019 年的房地产投资	22
5、 2019 年宏观经济展望	23
5.1、 国际经济和出口	24
5.2、 投资与消费	24
6、 风险提示	26

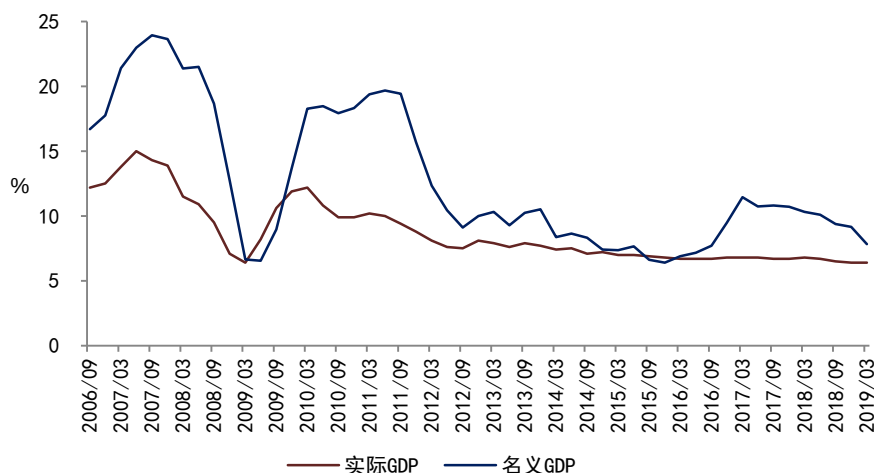
图表目录

图表 1: 我国名义和实际 GDP 同比 (2010-1Q19)	4
图表 2: 官方财政赤字占 GDP 比重	5
图表 3: 我国财政总平衡 (赤字) 的估算	6
图表 4: 我国总财政平衡 (赤字) 分季度估算	9
图表 5: 一般公共预算支出与政府基金预算支出累计同比 2019 年 1 季度高速增长	9
图表 6: 包含了地方政府债券的广义社融增速	10
图表 7: 基建投资单月同比增速	10
图表 8: CPI 同比、CPI 食品同比和非食品同比	12
图表 9: 农业劳动力数量同比变动与 CPI 食品同比 (%)	13
图表 10: 农业劳动力数量同比变动与 CPI 食品负相关	13
图表 11: 实际利率 (一年期存款利率-CPI 同比) 与粮食价格 (1994-2013) (%)	13
图表 12: CPI 食品与 CPI 鲜菜在 2013 年以后同步波动显著增强	14
图表 13: CPI 食品与 CPI 鲜菜几乎不相关 (2001-2012)	14
图表 14: CPI 食品与 CPI 鲜菜相关性上升 (2013-2019)	14
图表 15: 2013 年以后食品价格波动与工业产出缺口之间显著背离	15
图表 16: 工业产出缺口与 CPI 服务同比 (%)	15
图表 17: 核心 CPI 与家庭服务 CPI 近期都有所走弱	16
图表 18: 猪肉价格及年内价格预测	16
图表 19: 猪肉价格同比涨幅可能已经短期见顶	16
图表 20: 七种重点水果监测价格	17
图表 21: 我国居民部门通胀预期与物价指数高度同步	18
图表 22: Shibor 利率在 5 月贸易摩擦升级短暂放松后重新有所收紧	18
图表 23: 螺纹钢产量和建安工程同比背离	19
图表 24: 100 城土地成交价款和土地购置费当月同比背离	19
图表 25: 模型: 财务支出法替代形象进度法对于建安工程累计同比的影响	20
图表 26: 模型: 缴款期限变动如何影响土地购置费当月同比	22
图表 27: 房地产建安投资、房地产新开工与房地产销售面积累计同比	23
图表 28: 中国住宅去化周期	23
图表 29: 美国欧元区 PMI	24
图表 30: 中国进口出口同比增速	24
图表 31: 工业企业利润累计同比	24
图表 32: 制造业投资累计同比	24
图表 33: 房地产与基建投资累计同比	25
图表 34: 社会消费品零售同比及汽车销售额同比增速	26

1、外部冲击之下中国经济何去何从？

伴随着去年年底以来国内宏观政策的调整，叠加减税带来的3月份存货投资上升的影响，以生产法估计的我国GDP一季度出现了阶段性企稳。市场对于下半年经济的温和复苏有一定期待。然而，5月中美贸易摩擦的升温再度冲击中国经济，近期的经济数据显示滞胀的阴影有所显现。贸易战下中国经济何去何从？市场仍然存在较大的争议。

图表 1：我国名义和实际 GDP 同比（2010-1Q19）



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 面对外部冲击，实施“两万亿减税”积极的财政政策理应是支撑经济的有力工具，政策制定者似乎也对此寄予厚望。但是尽管一季度政府支出高速增长，但是基建投资并未显著反弹，政府的钱去了哪里？4月减税5月降费之后，政府仍有财力继续刺激经济吗？财政政策对中国经济的支撑作用到底有几何？
- 通胀压力近期以来显著上行，与经济面临的下行压力似乎很不匹配。通胀上升经济下行背后机理如何？会对货币政策构成怎样的制约？
- 房地产开发投资今年以来高速增长，显著高出市场预期，且建筑安装工程的增速和去年大相径庭。这背后是什么方面的原因？可持续性如何？

我们将在回答上述问题之后，提供对2019年下半年的中国宏观经济的展望。

2、重估 2019 年财政政策

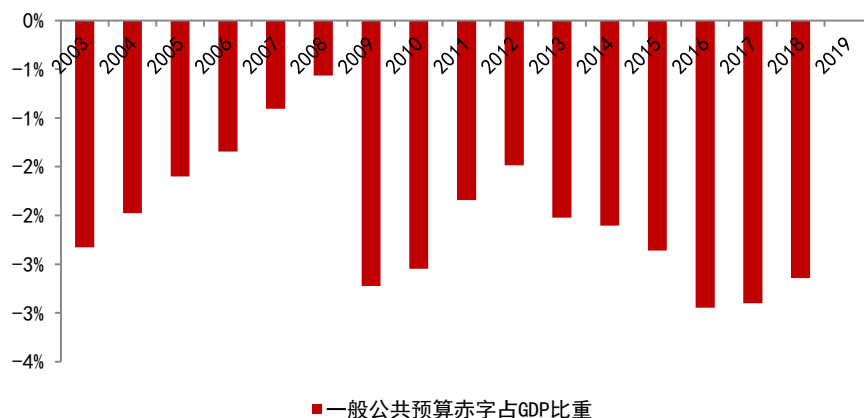
我们的研究表明，如果考虑到财政存量资金的盘活、央行利润上缴补充政府财政收入、以及地方政府融资平台债券发行的增加等隐性财政赤字的因素，2019 年中国总财政赤字较 2018 年可能增加接近 3 万亿，总财政赤字有望从 2018 年占 GDP 的 9.4% 上升到 2019 年的占 GDP 11.6%¹。财政政策可能对经济增长起到较强的支撑作用且高于市场一致预期。

当然，我们的基准估算可能低估了 2018 年 1 季度政府隐性赤字。从同比的角度而言，这意味着 2019 年 1 季度财政政策的“积极程度”可能没有那么高。这也解释了到 5 月份为止总需求数据包括基建数据并不理想的现象。但是，随着去年下半年造成低估因素的消失，未来财政政策对于经济增长同比的影响可能逐步有所体现。

2.1、2019 年财政政策到底有多积极？

虽然 2019 年中国实施近两万亿人民币的减税降费措施，但是官方的财政赤字率的增加似乎比较有限。根据 2019 年 3 月财政部向全国人大会议的报告，2019 年中国一般公共预算下的财政赤字为 27600 亿元，比 2018 年增加 3800 亿元；政府基金预算下的赤字为 21500 亿元，较 2018 年增加 8000 亿元；整体财政赤字合计增加 11800 亿元。然而，考虑到 2019 年有数千亿的政府基金预算下的地方政府专项债的资金会用来替换政策性银行的棚改贷款，实际财政赤字的扩张增加或许只有数千亿元。这个规模与带着“减税两万亿”光环的积极财政政策给人的印象差异较大。

图表 2：官方财政赤字占 GDP 比重



资料来源：Wind，国海证券研究所

¹需要说明的是，分析总财政平衡仅仅是从总需求的角度研究财政政策，并不足以完全描述对财政政策其它方面的关切，如对潜在经济增长、货币投放的影响、对财政可持续性的评估等。例如，虽然从总财政平衡的视角看我国赤字较高，但是我国财政投资的大量项目，包括棚改和地方政府融资平台所支持的许多项目都有现金流回报，且名义 GDP 增速也较高，不见得会迅速引起债务问题的恶化。

根据 IMF 对于财政政策的评估范式²,当分析一国财政政策对于总需求的影响时,最重要的是分析政府收入、获得的赠款与支出以及净借出款项的差额³,也就是总财政平衡 (overall fiscal balance),其中,当期财政平衡 (the current fiscal balance) 描述了政府对于国民储蓄的贡献。一般而言,当政府财政平衡处于赤字状态时,说明政府支出对总需求的贡献超过了政府因为税收而对总需求造成的拖累,政府消耗了国民储蓄,属于扩张性的财政政策。反之,则属于收缩性的财政政策。

从这个意义上说,即使 2019 年我国减税比较多,但是如果赤字不能显著扩张,则政府或者减少了本身的支出,或者增加了对其它部门(如国企利润)收入的征缴,对于经济增长的支撑作用都会大大下降。

然而,政策制定者似乎对于 2019 年“积极财政政策”的潜在影响寄予很高的期望。在 5 月初中美贸易摩擦意外升级之后,人民银行货币政策委员会委员马骏接受采访时表示,“由于宏观政策的滞后效应,最近出台的更加积极的财政政策和货币条件的改善应该会在今后几个季度内逐渐释放其对实体经济的提升作用”。6 月 11 日,人民银行易纲行长接受彭博社专访时表示,“年积极的财政政策力度很大,可能是有史以来最大的”。

到底应该如何看待 2019 年财政政策的“积极”程度?

2.2、关于我国总财政平衡(赤字)估算和说明

依据 IMF 对于财政总平衡的定义,我们估计 2018 年中国财政赤字占 GDP 的比重约为 9.4%,并可能进一步上升到 2019 年的 11.6%。财政政策对经济增长支撑力度较强。

图表 3: 我国财政总平衡(赤字)的估算

	2018	2019(预计)
全国一般公共预算收入(亿元)	183,352	192,500
全国一般公共预算支出(亿元)	-220,906	-235,244
财政沉淀存量资金使用(亿元)	-1,000	-5,000
央行利润上缴(亿元)	0	-8,000
全国政府性基金收入(亿元)	75,405	77,948
全国性政府性基金支出(亿元)	-80,562	-99,802
国有土地使用权赤字调整(亿元)	-26,038	-26,831
地方融资平台债券债务新增隐性赤字		
债券新增赤字(亿元)	-5,848	-9,000
其它新增赤字(亿元)	0	0
棚户区改造贷款(新增)导致隐性赤字(亿元)	-9,400	0

² <https://www.imf.org/external/pubs/ft/pam/pam49/pam4902.htm>

³ 由于我国政府获得的赠款与对外净借出资金规模很有限,我们这里主要讨论收入与支出。

PPP 带来的隐性赤字（亿元）	-	-
其它（亿元）	-	-
合计（亿元）	-84,998	-113,429
占 GDP 比重	-9.4%	-11.6%

资料来源：财政部、IMF、Wind，国海证券研究所估计

一般公共预算收入与支出：我们取财政部向全国人大报告的全国一般公共预算收入与全国一般公共预算支出，收入中不包括调入资金及使用（上一年）结转结余资金，支出中不包括补充中央预算稳定基金（含结转结余下一年）的资金⁴。

中央预算稳定基金、预算内结转结余资金的调入和调出都属于对于官方财政储备的操作。按照 IMF《政府财政统计手册》的规定，政府投资和出售金融资产（含提取和补充财政储备）不属于政府收支的一部分，在计算总财政平衡时需要予以剔除。实际上，财政储备的使用仅仅对于弥补官方财政赤字有意义，对于真实的国民储蓄和总需求没有影响。

从政府基金预算以及国有资本经营预算调入的收入当然是政府收入的一部分，理应保留，但是这一部分收入在政府基金预算和国有资本经营预算中又算作支出，所以在计算总的财政平衡时可以不予考虑。

财政沉淀资金：由于多方面的原因，一些结转结余的资金长期沉淀在各类公共财政的账户上没有使用。从 2013 年起，国务院要求各级政府设法重新归集并再利用这一部分资金。这部分资金属于隐性的财政储备，在估算政府财政平衡时也需要被剔除。

目前很难估计这部分资金的规模有多少。财政部数据显示 2015 年开展盘活地方财政存量资金等专项检查，截至当年 11 月底，全国财政收回存量资金 3658 亿元，调整用于保民生、补短板、增后劲——2015 年属于回收财政资金力度较大的一年。

我们估计过去几年每年大约收回 1000 亿左右的资金，直接补充一般公共预算收入。而 2019 年《政府工作报告》提出“长期沉淀资金一律收回”，这意味着盘活沉淀资金的力度可能比往年更强。我们粗略估计约有 5000 亿左右的存量资金可以被用来补充公共财政收入，有助于实现 2019 年预算中 5% 的收入增长。

央行利润上缴：2019 年《政府工作报告》还提出“增加特定国有金融机构”上缴利润。特定金融机构应该指的是央行，而央行的利润来自于其铸币税和通货膨胀税的收入。有学者研究估计人民银行 2013 年利润约 1800 亿元左右⁵；由于历史上央行上缴的利润较少，我们估计 2019 年上缴利润可以达到其年利润 4-5 倍

⁴ 从我国财政的实践上看，在一般公共预算项下，地方因为超收和结余获得的资金也会有相当部分补充地方预算稳定基金，连续两年没有使用完成的结转资金也会补充地方预算稳定基金，剩下的直接结转下一年使用。但是，这一部分资金在全国财政报告中没有单独记录，我们在此也不单独讨论，估计其规模也比较有限。

⁵ <http://finance.people.com.cn/money/n/2014/0615/c42877-25150156.html>

约 8000 亿左右⁶，也有助于政府在大规模减税的环境下实现 5% 的收入增长并实现财政平衡（央行利润应该是年底上缴并作为调节财政赤字的工具。）

政府基金收入和支出：就是财政部向全国人大报告的政府基金预算收入和支出。收入中不包括结转收入和地方政府专项债的收入⁷。

国有土地使用权收入的赤字调整：虽然政府基金预算中的大部分基金收入或者属于附加税收，或者属于政府的某些公共服务收费，符合 IMF 定义的政府收入，但是土地使用权转让的收入却例外。

土地使用权转让的本质是国有资产的出售，按照 IMF 的定义，需要从政府收入中扣除。实际上，从总需求的角度而言，政府向其它部门征收一笔钱，其它部门的收入就会下降，一定会对总需求产生负面影响；然而政府出售土地给私人部门，只代表了资产的交易——私人部门用货币资产换取了政府的土地资产——不会影响私人部门的收入和财富。如果不考虑金融约束，对于总需求的影响应该是中性的。

我们用土地使用权转让收入减去相关成本（约占收入的 60%）来计算政府出售资产的所得，并将这部分金额从政府收入中扣除⁸。

地方政府融资平台新增隐性赤字：由于 2017 年底以来对于地方政府隐性债务进行了比较严格的整顿，我们粗略估计在融资平台债券发行⁹之外，2018 年和 2019 年地方政府融资平台没有再增加任何新的债务，也就没有增加政府的隐性赤字。地方政府融资平台债券余额新增的数据从 Wind 获得。其中，2019 年 1 季度地方政府债券余额较 2018 年底上升 3190 亿元，我们保守估计全年上升 9000 亿元。

棚户区改造带来的隐性赤字：棚改项目具有非常鲜明的政策意图，资金来源也主要来自于政策性银行的专项贷款——直到 2018 年下半年以后逐步被棚改专项债替代。IMF 认为公共金融机构发挥财政功能也会增加财政赤字。

据国开行的数据，2015、2016、2017 年国开行分别发放棚改贷款 7509 亿元、9725 亿元、8800 亿元，而农发行 2018 年一季度末棚改贷款余额为 8679 亿元。2015-2017 年棚改开工分别为 601 万套、606 万套和 600 万套，粗略估计 600

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11934

