

国企分红专题之一：

公共财政的视角

概要。 国企兑现向全民股东的分红，是国有资本最主要的基本功能之一。在中国这样一个以公有制为基本经济制度的国家，分析国企部门对公共财政的贡献，探究规模庞大的国企部门究竟向全民股东分配了多少红利，关乎每个国民可能享受到的公共产品和公共服务，因而具有特别重大的意义。

- **“减税降费”带来财政收支平衡的压力。** 今年我国采取了较为积极进取的财政政策，近两万亿的“减税降费”使得各级财政收支面临很大的平衡压力，拓展资金来源也就成为当下财政最为迫切的需求。政府通过大规模发债或借融资平台继续加杠杆筹资，无疑将进一步加大宏观债务风险。相较之下，盘活资金存量，优化资源配置显然是更为稳妥的方式。“减税降费”有利于实体部门，特别是国有企业，凸显出国企上缴分红支持公共财政收入的重要性。
- **国企分红：独特的“两次分配”机制。** 所谓“一次分配”指国企部门向广义财政上缴的分红，“二次分配”指实业类国企分红进入国有资本经营预算后的再分配。而最终流向一般公共预算的部分才能用于支持广泛公共事业、公共产品和公共服务，满足社会共同需要，其本质是国企向全民的分红。
- **“一次分配”测算：** 2017 年金融类国企上缴分红接近 4,191 亿元，分红率为 30%。2017 和 2018 年实业类国企向国有资本经营预算的分红金额为 2,581 亿元（决算数）和 2,900 亿元（预算数），分红率为 18.2% 和 19%。2017 年整个国企部门向国家上缴利润的总规模为 6,772 亿元，分红率为 24%。
- **“二次分配”测算：** 实业类国企分红进行二次分配调出部分资金流向公共预算，2018 年只有 754 亿元调出资金，仅占归属国有母公司 1.53 万亿元净利润的 4.9%，即使占比最高的 2016 年也仅为 7.8%。
- **问道于盲：国企分红的改革目标。** 十八届三中全会提出将国有资本收益上缴公共财政比例至 2020 年提高到 30%。根据运行情况判断，30% 指的是“二次分配”，而没有“一次分配”比例的提高，“二次分配”就成了无源之水、无本之木。国企分红“体内循环”特征明显，有悖于国有资本的全民所有制属性，以及应当承担的惠及全民的民生支出责任。
- **国企上市公司分红率的启示。** 央企下属上市公司以 36% 的分红率向央企集团公司分红，而央企集团公司向国家上缴的平均分红率为 20%，说明有一部分国有资本经营利润的分红被“截留”在央企集团公司层面。近年来，国企的经营状况已大幅改善，为国企向财政上缴利润创造了良好的条件，国企分红自然成为了可供弥补财政收支缺口的重要资金来源。
- **提高国企分红比例。** 假设 2020 年国企归属国有母公司净利润达 3.75 万亿元（金融类国企 2 万亿元，实业类国企 1.8 万亿元），按一次分配 30%、40%、50% 的三种情景，二次分配按 50% 测算，估计公共财政将分别获得 8,700、11,600、14,500 亿元的支持。当前形势下，进一步深化国企改革，提高国企向广义财政分红（一次分配）比例，尽快改革国有资本经营预算制度（二次分配），疏通国企分红直接进入公共财政的渠道，已成当务之急。

丁安华，首席经济学家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

目录

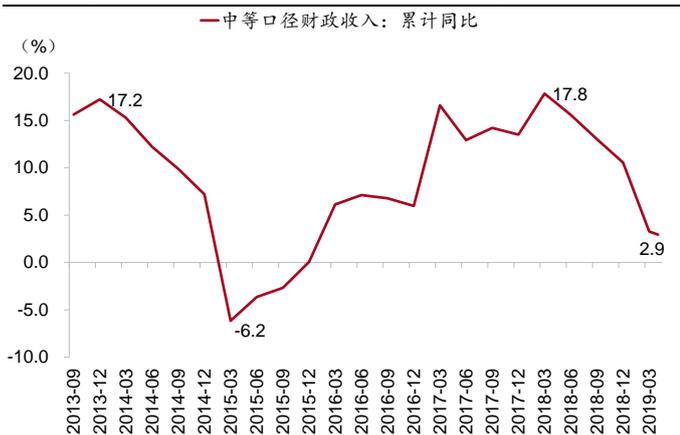
一、	“减税降费”带来财政收支平衡的压力	3
二、	“减税降费”有利于实体部门，特别是国有企业	4
三、	国企分红：独特的“两次分配”机制	5
四、	一次分配：分红规模和分红率测算	6
五、	二次分配：国企分红流向公共预算的规模和分红率测算	9
六、	问道于盲：国企分红的改革目标	10
七、	国企上市公司分红率的启示	12
八、	结语：提高国企分红比例	14

本文讲的国企分红，是指国有企业向公共财政上缴的各项税后收益，主要是利润分红。国企兑现向全民股东的分红，是国有资本的最主要的基本功能之一。在中国这样一个以公有制为基本经济制度的国家，分析国企部门对公共财政的贡献，探究规模庞大的国企部门究竟向全民股东分配了多少红利，具有特别重要的意义，因为它关乎每个国民可能享受到的公共产品和公共服务。

一、“减税降费”带来财政收支平衡的压力

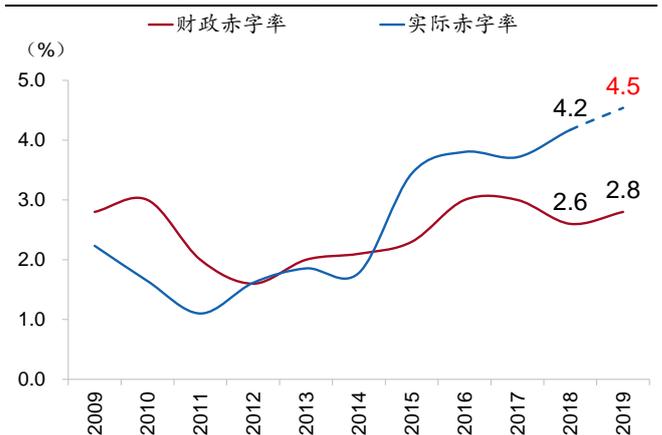
今年我国采取了较为积极进取的财政政策，近两万亿的“减税降费”使得各级财政收支面临很大的平衡压力。中等口径下的财政收入（一般公共预算收入+政府性基金收入）累计同比增速从去年开始持续下滑，到今年四月增速更是降至 2.9%，创下 2016 年以来的新低（图 1）。而且，叠加经济增速的放缓，财政收入下行的趋势可能还将持续下去。收入下滑而开支加大，财政预算的赤字率被迫进一步上调至 2.8%，预计实际赤字率¹升高至 4.5%，达到十年来新高（图 2）。

图 1：中等口径下财政收入累计同比增速持续下滑



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：实际赤字率创下十年来新高



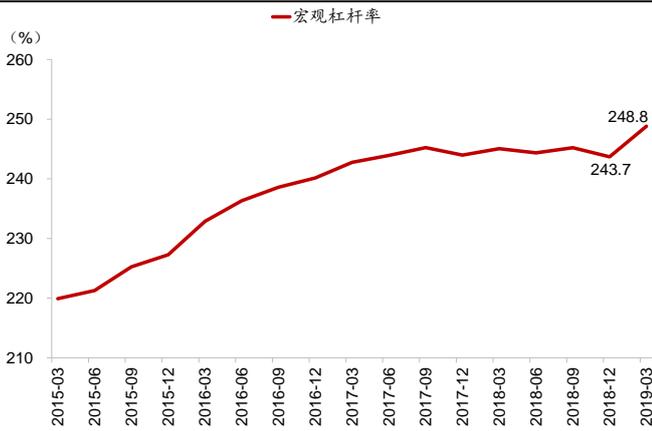
注：2019 年实际赤字率是以财政部发布的《关于 2018 年中央和地方预算执行情况与 2019 年中央和地方预算草案的报告》中的预算数计算而得。

资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

如此背景下，各级政府面临极大的财政压力，拓展资金来源也就成为当下财政最为迫切的需求。政府只能通过发债加杠杆的方式筹措资金，但随着今年逆周期政策发力，一季度的宏观杠杆率环比上升 5.1 个百分点至 248.8%，使得近两年受到抑制的宏观杠杆率再度爬升，创下新高（图 3），其中政府部门杠杆率同比上升 1.9 个百分点，环比上升 0.7 个百分点（图 4）。可见，政府通过大规模发债或借融资平台继续加杠杆筹资，虽然可以在一定程度上缓解财政压力，但无疑将进一步加大宏观债务风险。相较之下，盘活资金存量，优化资源配置显然是更为稳妥的方式。

¹ 实际赤字率 = (一般公共预算支出 - 一般公共预算收入) / 名义 GDP

图3：一季度宏观杠杆率跳升5.1个百分点



资料来源：国家资产负债表研究中心、招商银行研究院、招银国际研究

图4：一季度政府部门杠杆率上升0.7个百分点



资料来源：国家资产负债表研究中心、招商银行研究院、招银国际研究

二、“减税降费”有利于实体部门，特别是国有企业

“减税降费”措施有利于实体企业，特别是庞大的国企部门，这是由我国的基本经济制度所决定的。进一步细究起来，“减税降费”对我国广义财政的四套“预算账本”（一般公共预算、政府性基金预算、社会保险基金预算和国有资本经营预算）将产生差异化的影响。

下调增值税税率会对一般公共预算收入的增长形成一定拖累²；下调社保费率会对社会保险基金预算收入产生负面影响³；随着房地产调控政策的持续，土地出让收入增长放缓，已经导致政府性基金预算收入增速较去年有较大幅度的下滑⁴。

唯一受益于“减税降费”政策的是广义财政预算中的“国有资本经营收入”。道理很简单，下调增值税税率及社保费率有利于企业减负，特别是对国有企业将产生明显的有利影响，可以降低经营成本进而提高国有资本经营的效益。

“减税降费”政策对财政预算收入的不对称影响，凸显出国企上缴分红支持公共财政收入的重要性。这一结论，应该没有什么争议。2019年，为了落实好两万亿减税降费政策，各级财政都需要开源节流，而财政开源的一个有效渠道就是国企利润的上缴。李克强总理在今年的《政府工作报告》中就指出将“增加特定国有金融机构和央企上缴利润”。

² 增值税收入多年来一直占到我国税收收入的四成左右，而税收收入又占到一般公共预算收入的八成左右，因此，作为今年财政政策的“主菜”，下调增值税率将会对一般公共预算收入的增长形成拖累。

³ 受老龄化加速影响，我国社会保险基金预算收入增收难度越来越大，需要其他“账本”对其进行持续“输血”。

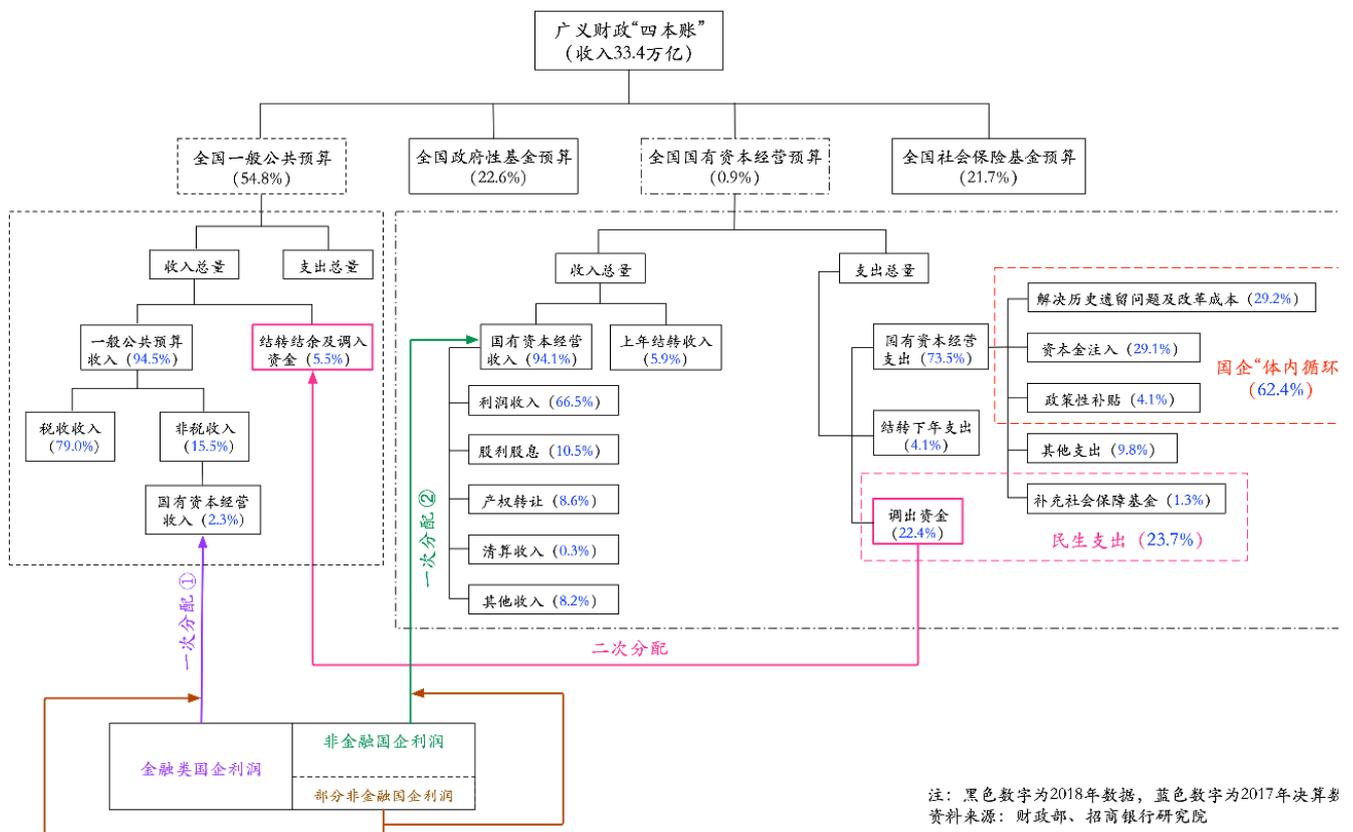
⁴ 2018年，政府性基金预算收入累计增速达到22.6%。但今年一季度增速却大幅下滑至-9.5%，如果房地产调控政策持续从紧，那么政府性基金预算收入增速预计将会进一步下滑。

三、 国企分红：独特的“两次分配”机制

我国的广义财政预算体系是由一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算“四本账”组成，那么国企上缴财政的分红究竟流向哪个账本呢？这个问题并不像字面意思那么简单，原因就在于，我国逐步形成了世间独有的制度安排。

首先，从国有资产管理的体制上，我国将金融类国企和非金融类国企（即实业类国企）区分开来，金融国有资产由财政部管理，实业国有资产由国资委管理。与此相应，从国企向财政分红的流向看，也形成两股资金上解的路径：金融类国企的分红直接进入“一般公共预算”；实业类国企的分红进入单列的“国有资本经营预算”，其中部分再由“调出资金”的方式流向“一般公共预算”。这样一来，就形成了我们称之为“两次分配”的国企分红机制（图 5）。

图 5：国企分红的流向：“两次分配”机制



资料来源: Wind、财政部、招商银行研究院、招银国际研究

所谓“一次分配”，即国企部门向广义财政上缴的分红。“一次分配”由两部分构成：一部分是金融类国企上缴的分红（含部分实业类国企的专项特别分红）直接进入一般公共预算；另一部分是实业类国企上缴的分红进入国有资本经营预算⁵。在以往的分析中，大多侧重于讨论实体类国企分红形成的国有资本经营预算收入。相对其它三套预算账本，国有资本经营预算规模偏小，其中一个原因就在于它不包含金融类国企分红，这显然低估了国企部门整体对公共财政的贡献。

而所谓“二次分配”，指的是实业类国企分红进入国有资本经营预算后的再分配。我们关心的是最终流向一般公共预算的部分，因为这部分财政收入用于支持广泛的公共事业、公共产品和公共服务，满足社会共同需要，其本质是国企向全民的分红。中国的特色在于，由于实业类国企分红的“一次分配”并非完全流入公共预算，而是通过国有资本经营预算再向一般公共预算调出部分资金⁶，因而若只观察“一次分配”就会高估国企分红对公共财政的贡献。

四、一次分配：分红规模和分红率测算

由于四套预算账本之间复杂的勾稽关系，透明度有限，高质量的底层数据难以获得，使得精确计算国企分红对财政的贡献变得困难。尽管如此，我们还是可以通过多种方法来近似估算国企分红对广义财政的贡献程度。

首先是金融类国企的分红规模和分红率测算。

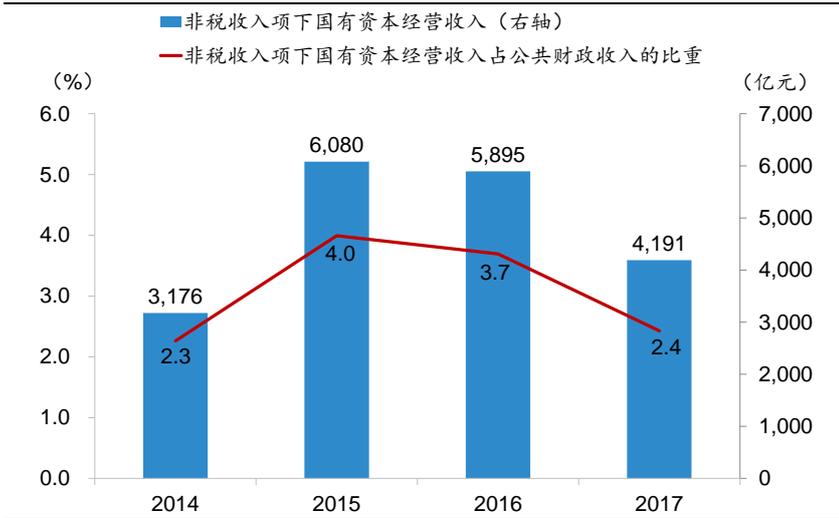
金融类国企分红流向一般公共预算中非税收入项下“国有资本经营收入”科目，但是这个科目还包括其它实业类国企的特别（专项）分红，细项没有公布。因此，我们用非税收入中的“国有资本经营收入”作为金融类国企分红的替代指标，这当然在某种程度上夸大了金融类国企向公共财政的分红规模⁷。据此，近年来非税收入中“国有资本经营收入”金额及其占公共财政收入的比重呈现出先升后降的变化特征，2017年上缴分红金额达到4,191亿元，占一般公共预算收入的比重为2.4%（图6）。

⁵ 金融类国企分红记入一般公共预算中“非税收入”项下的“国有资本经营收入”科目；非金融类国企分红记入国有资本经营预算的“利润收入”等科目。此外，少部分非金融类国企（如中国烟草总公司）还会向一般公共预算缴纳“专项收入”，记在“非税收入”项下。

⁶ 具体体现在资金从国有资本经营支出表“调出资金”科目向一般公共预算收入表“使用结转结余及资金调入”科目的转移。

⁷ 按照财政部下发的《2019年政府收支分类科目》的规定，非税收入包括专项收入、行政事业性收费收入、罚没收入、国有资本经营收入、国有资源（资产）有偿使用收入、捐赠收入、政府住房基金收入、其他收入。其中，国有资本经营收入又包括利润收入、股利股息收入、产权转让收入、清算收入、国有资本经营收入退库、国有企业计划亏损补贴、烟草企业上缴专项收入、其他国有资本经营收入。

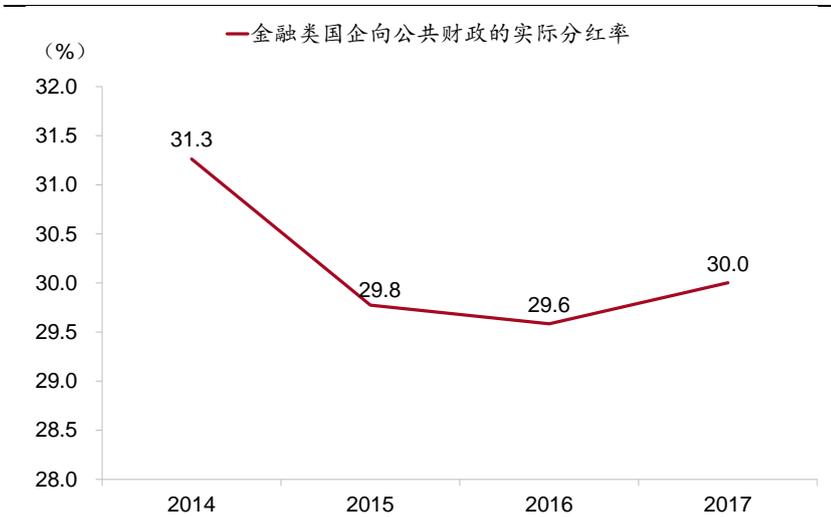
图 6：金融类国企分红金额及其占公共财政收入的比重变化



资料来源：Wind、财政部、招商银行研究院、招银国际研究

我们再来测算金融类国企向财政的分红率。由于金融类国企归属全民股东的净利润数据不可得，我们选取财政部和中央汇金公司直接持股的 14 家 A 股上市金融机构⁸作为样本，根据年报数据加权计算国有金融机构的分红率，以此替代我国金融类国企的分红率。据此，2017 年金融类国企的分红率为 30%（图 7）。当然这个分红率也可能夸大了实际的分红率水平，一个佐证是财政部长刘昆在去年 10 月向人大常委报告金融企业国有资产管理情况时，指出中央国有金融企业“2017 年平均分红比率 28.9%，较 2013 年提高 2.8 个百分点”⁹。

图 7：金融类国企分红率总体保持稳定



资料来源：Wind、财政部、招商银行研究院、招银国际研究

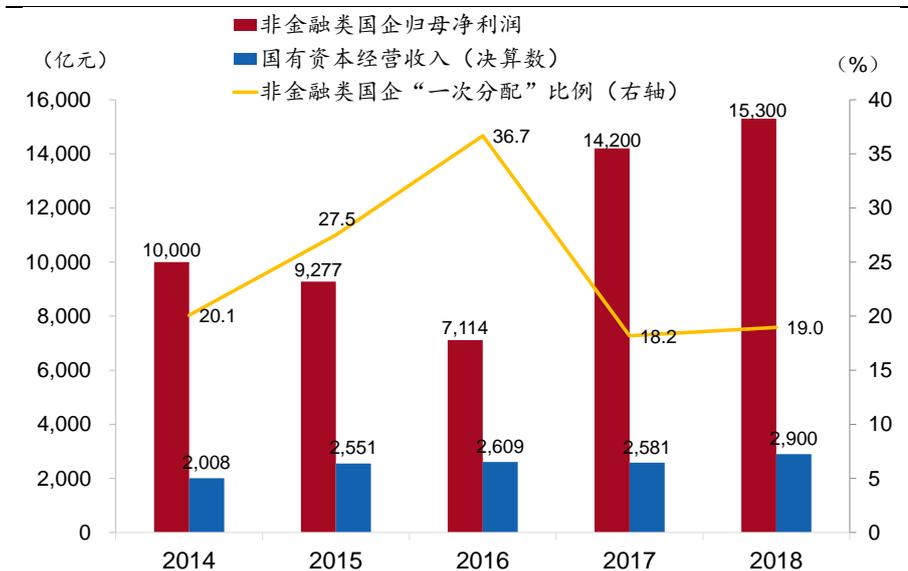
⁸ 包括工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、光大银行、中信银行、浦发银行、平安银行、申万宏源、中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险。

⁹ 《国务院关于 2017 年度金融企业国有资产的专项报告》

然后，我们再来计算实业类国有企业的分红规模和分红率。

实业类国企的分红数据主要来源于国资委和国有资本经营预算，数据质量较高。我们以国有资本经营预算的收入决算数作为国企分红金额¹⁰。据此，2017 和 2018 年实业类国企向国有资本经营预算的分红金额为 2,581 亿元（决算数）和 2,900 亿元（预算数），分红率（分红金额占该年国企归母净利润的比重）为 18.2%和 19%。实业类国企近五年分红率的平均值为 24.3%，低于金融类国企。此外，与金融类国企分红率总体稳定的特征不同，实业类国企的分红率呈现出更大的波动性，最高的 2016 年与最低的 2017 年相差 18.5 个百分点，近五年均值为 24.3%（图 8）。要说明的是，近年来实业类国企分红金额呈稳定上升的格局，2016 年度分红率偏高主要是因为当年部分传统行业亏损导致分母减小，并非常态。

图 8：国资委口径实业类国企分红率波动较大



注：1.2018 年国有资本经营收入中的利润收入为估算值，其余为决算数。2.非金融类国企分红率 = 国有资本经营收入（决算数）/ 非金融类国企归属母公司所有者净利润。

资料来源：Wind、财政部、《中国国有资产监督管理年鉴》、招商银行研究院、招银国际研究

最后，我们将金融类和实业类国企合并起来观察整个国企部门分红的全景。从国企部门向广义财政一次分配的角度，可以估算出整个国企部门向国家上缴利润的总规模，2017 年为 6.772 亿元，分红率为 24%（图 9）。

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_12013

