

2019年03月09日

证券研究报告·宏观报告

宏观与大类资产配置系列评论



关于当前财政状况的几个重要问题

摘要

积极的财政政策是今年稳定经济增长的重要抓手之一，财政能否有效发力决定对经济能否有效企稳有重要影响。而近期公布的2019年财政预算草案（摘要）与财政部答记者问对几个关键财政问题的说明，对判断未来财政政策走势提供了重要信息。首先，2019年实际赤字率目前来看并未有明显上升的计划，这意味着预算内财政发力有限。将预算数据给出结转结余及调入资金计算在内，2019年实际赤字率4.3%，与2018年基本持平。其次，减税和经济下滑环境下，财政收入预算目标完成有较大困难。2019年财政收入预算目标为5%，较2018年实际收入仅下降1.2个百分点，这在减税规模超过1万亿，经济下行压力持续环境下完成有较大困难。再次，财政部答记者问中对地方政府隐性债务表态依然强硬坚决，反应了严控地方政府债务的态度。

我们认为，按政府工作报告提出防控风险不能让经济滑出合理区间的原则，财政政策应该更为积极，实际赤字率需要高于预算给出的水平，而更重要的是，需要妥当处理地方政府隐性债务，政府部门和金融机构要发挥“几家抬”作用，用多种方式平稳解决地方政府债务，避免造成经济下行压力加大的情况。

风险提示：地方政府债务收缩超预期，加大经济下行压力。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

前期报告

1. 出口继续走弱，内需呈现改善迹象 (2019-03-09)
2. 咬文嚼字看政策：更为务实的坚持发展——评2019年政府工作报告 (2019-03-05)
3. 可转债的溢价率择券策略 (2019-03-05)
4. 新趋势下的大类资产配置 (2019-03-04)
5. A股走势反映了怎样的宏观预期？——兼论A股未来走势 (2019-03-04)
6. 基本面存在企稳迹象，后续需要继续观察 (2019-03-03)
7. 内需驱动需求改善，未来无需过度悲观 (2019-02-28)
8. 静待资金进入实体经济——月度经济预测 (2019-02-26)
9. 中美贸易谈判顺利推进，市场风险偏好逐步提升 (2019-02-24)
10. 货币政策逆周期调节，实体资金供给继续改善——2018年4季度《货币政策执行报告》解读 (2019-02-22)

积极的财政政策是今年宏观政策的主要内容之一，但具体观察财政政策的积极程度却需要解决一些问题。第一，虽然财政赤字的积极程度最主要的衡量指标是财政赤字，但考虑到我们预算财政赤字和实际财政赤字往往有较大差距，而实际赤字率并不是直接能够观察到的，因而需要对实际赤字率进行判断。第二，减税降费是近年积极财政政策的重头戏，而经济下行压力之下财政支出又不能明显缩减，如何来平衡收支之间的缺口？第三，当前经济下行压力加大，地方政府债务负担加重，如何对待和处理地方政府债务问题。政府工作报告对这些财政问题给出了纲要说明，而3月6日财政部发布的《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（摘要）》以及3月7日财政部就“财税改革和财政工作”相关问题答记者问则给出了更为详细的信息，据此，我们可以对上述几个问题有更为准确合理的理解。

1 实际赤字率是多少？

预算赤字率并不能有效反映财政政策力度，实际赤字率是更为合理的指标。2019年我国预算赤字率是2.8%，比2018年高出0.2个百分点。然而，这并非实际的赤字率，如果观察月度数据，大家会发现月度财政收支差额形成的赤字率近几年持续高于此水平。例如2018年预算赤字率是2.6%，而实际赤字率高达4.2%。而月度财政收支是直接反应政府对实体经济收支的数据，月度财政差额累计值叠加一系列调整项之后，才会得到年末匹配预算赤字的赤字水平。这意味着判断财政发力力度不能仅看预算赤字率，需要观察较为全面衡量财政政策的指标实际赤字率。

实际赤字率与预算赤字率的差别在于调入资金及结转结余。众所周知，我国财政预算分为一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算四本账。其中社保基金预算较为独立，而前三者虽然有各自的预算，但政府性基金和国有资本经营预算结余都可以通过结转结余资金调入一般公共预算收支，成为弥补一般公共预算缺口的工具。而实际赤字超出预算赤字部分资金来源来自结转结余及调入资金（简称结调资金），其中调入资金指从中央预算稳定基金调入资金，而结转结余资金则是指上述一般公共预算从政府性基金和国有资本经营预算调入资金以及上年结转结余资金。因而全面掌握财政政策情况，需要将几个账户放到一起综合考虑。

预算数据计算2019年实际赤字率4.3%，仅较2018年提升0.1个百分点，力度较为有限。2018年实际赤字37554亿元，实际赤字率4.2%。而预算赤字为23800亿元，预算赤字率为2.6%。两者之间差额主要由结调资金补充，2018年结调资金规模为14773亿元。2019年虽然预算赤字为27600亿元，预算赤字率2.8%，但有预算结转结余资金15144亿元，因而实际赤字率可以达到42744亿元。按预算赤字和预算赤字率隐含的名义GDP计算，实际赤字率为4.3%。仅较2018年提升0.1个百分点，根据预算数据计算的实际赤字率显示财政力度或较为有限。

需要说明的是这儿的实际赤字率主要是预算内财政形成的赤字，包含了地方政府专项债，但并不是包含城投债、政策性银行债、政府支持机构债等更广义债务在内的广义赤字。实际赤字率其实通过结调资金包含了地方政府专项债。由于专项债的功能是弥补政府性基金赤字，但实际上过去几年政府性基金赤字均小于新增专项债，形成的结余就作为结调资金的一部分补充了一般公共财政收支缺口。例如，2018年，政府性基金收支差额为5158亿元，而当年新增专项债1.35万亿元，形成8342亿元的结余，这部分就被作为结调资金调入一般公共预算。而很多研究将财政赤字范围扩大至城投债、政策性银行债、政府支持机构债等不在财政

预算内的更为广义债务纳入，形成广义赤字。这与我们这儿的仅包含预算内赤字的实际赤字率不同。

表 1：预算赤字率与实际赤字率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
预算财政赤字（亿元）	8000	12000	13500	16200	21800	23800	23800	27600
实际财政赤字（亿元）	8502	10601	11312	23551	28289	30763	37554	42744
两者之差（亿元）	502	-1399	-2188	7351	6489	6963	13754	15144
预算赤字率（%）	1.6	2.0	2.1	2.3	3.0	3.0	2.6	2.8
实际赤字率（%）	1.6	1.8	1.8	3.4	3.8	3.7	4.2	4.3
两者之差（百分点）	0.0	-0.2	-0.3	1.1	0.8	0.7	1.6	1.5
预算稳定调节基金（亿元）	2451	-207	168	172	124	-1998	1111	2800
结转结余政府性基金（含专项债，亿元）				3991	3765	8511	8342	8500
调入资金 国有资本经营收支（亿元）				0	36	320	741	965
上年结转资金（亿元）				4073	3302	3207	4578	2879
合计	248	593	0	8236	7226	10041	14773	15144

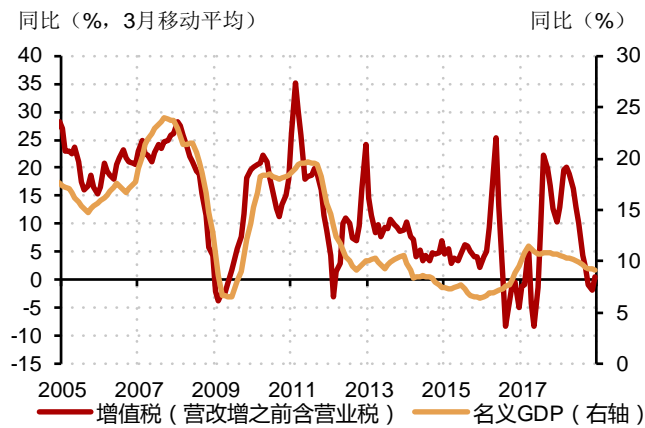
数据来源：Wind，西南证券整理。2019 年结转结余及调入资金细项预算数据并未全部公布，其中政府性基金和上年结转结余资金为预测数。

2 预算目标能完成吗？

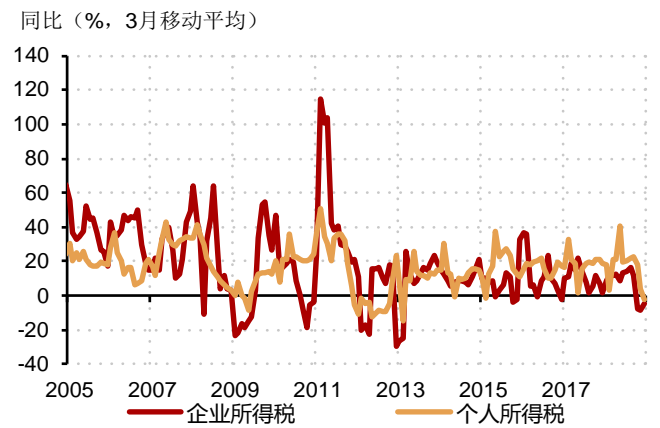
完成预算目标的最大挑战在财政收入。由于财政收入-财政支出=财政差额（赤字），这意味着只要这三项中有两项完成预算目标，其余一项就可以完成。在经济下行阶段，财政支出难以收缩，历史上经济下行阶段财政支出均大概率高于预算支出增速，2019 年预算财政支出同比增速为 6.5%，实际过程中难以低于 6.5%。今年的主要挑战在财政收入和财政赤字。在经济下行和减税压力之下，财政收入完成预算困难较大，如果财政收入无法完成预算目标，则意味着实际财政赤字规模扩大，弥补实际财政赤字和预算赤字之间的差距需要从结转结余资金中调入更多资金，这可能需要盘活更多存量财政资金。

经济下行叠加减税，将为财政收入完成预算目标添加不少难度。2019 年预算一般公共预算收入同比增长 5%，这实际上是很有挑战性的一个目标。2018 年财政收入同比增长 6.2%，2019 年与上年保持基本持平较为困难。一方面，经济下行本来就会带动主要税种增速放缓，历史数据显示，名义 GDP 与增值税具有高度相关性（图 1），18 年 4 季度增值税同比增速接近于 0，随着经济下行，存在继续放缓压力。而企业所得税和个人所得税也将随经济放缓而下行（图 2）。另一方面，减税将直接导致财政收入减少。政府工作报告公布今年减税降费规模在 2 万亿左右，我们估算其中有 1 万亿以上是减税，这将拉低财政收入增速 5 个百分点以上。因而 2019 年财政收入同比增速可能降至 0 左右甚至以下。

假使财政收入降至 0 左右，财政支出刚性情况下，实际财政赤字将被迫上升，实际赤字率可能因此攀升 1.0 个百分点至 5.3%。如果由于经济放缓与减税影响，导致财政收入未能完成预算，增速下降至 0 左右。这意味着在财政支出刚性环境下，财政赤字将被迫上升。财政收入从预算的 5% 下降至 0%，将导致实际财政赤字上升 1 万亿左右。这将推升实际财政赤字率 1.0 个百分点。进而导致实际财政赤字率上升至 5.3%，较去年提升 1.1 个百分点。也就是说，实际财政政策可能比预算的更为积极，而这种积极可能是减税和经济下滑导致财政收入低于预算形成的。

图 1：名义 GDP 与增值税增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：企业所得税与个人所得税


数据来源：Wind，西南证券整理

3 如何对待和处理地方政府债务问题

近期财政部表态显示，财政部门对地方政府债务处置依然强硬坚决。在 3 月 7 日答记者问中，财政部部长对地方政府隐性债务处理表态强硬坚决，表示将严堵违法违规举债的“后门”，给地方政府债务带上“紧箍咒”。遏制隐性债务增量，化解隐性债务存量，化解方法为坚持中央不救助原则，坚持谁举债谁负责，同时要求推动融资平台公司转型。财政部表态坚决强硬，显现了解决地方政府债务的决心。

但地方政府隐性债务庞大，牵涉面广，处理不当可能影响经济稳定，不符合在稳定经济增长前提下防范风险的原则。地方政府隐性债务规模庞大，我们此前的报告¹估计隐性债务规模在 40-45 万亿左右，占 GDP 比例近 50%。如此庞大的债务如不能妥当处理，将危及经济和金融体系稳定。不符合政府工作报告在平衡稳增长和防风险关系时强调的，防风险决不能让经济运行滑出合理区间的原则。特别是当前经济下行压力持续环境下，外需走弱，消费疲弱，房地产市场调整，制造业投资疲弱的环境下，经济企稳主要依赖于基建投资回升。而预算内财政发力空间有限，财政支出和专项债供给能够提供基建投资相关的增量资金 9600 万元，仅能够推升 5.4 个百分点，如果考虑到土地出让收入下降等影响，如果隐性债务持续收缩，则基建投资难以有效发挥稳增长作用，会形成经济持续下行压力。因而，对地方政府隐性债务管控不宜“一刀切”，要妥善解决。

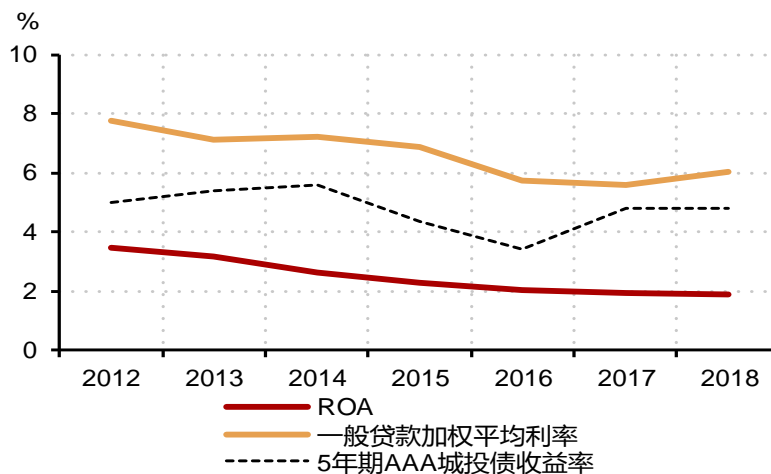
处理隐形地方政府债务本质是地方政府和金融机构之间的利益分配问题。我国地方政府承担较重的事权，但是财权却不匹配，导致地方政府对融资平台依赖性高，而融资平台缺乏管控，因而形成大量隐性债务。债务是债务人对债权人承担的法律义务，在地方隐性债务中，债务人一般是与地方政府有联系的机构，而债权人则往往是金融机构。但由于隐性债务对应大量公益性项目，这些项目往往收益偏低，难以偿付融资成本，我们看到 2018 年城投公司 ROA 仅为 1.9%，远低于融资成本。这直接导致隐性债务的处理成为债务人和债权人之间的利益分配。或者债务人地方政府通过多方筹措资金来解决，或者金融机构通过债务置换、债务展期、利息减免甚至债务豁免等方式来解决。事实上，这就是去年 7 月央行研究局局长徐忠和财政部门署名“青尺”的作者文字辩论的核心议题之一。

¹ 《地方政府债务面面观》2018 年 9 月 6 日

表 2：基建投资资金来源拆分

(单位: 万亿)	基建投资	贷款	预算内资金	地方政府债	城投债	融资金额	土地出让	信托资金	委托资金	PPP	专项建设基金	BT、未付款项以及垫资等	企业自有资金(残合计)	资金来源	资金缺口
2008	3.85	1.13	0.47	0.00	0.05				0.14			0.58	1.48		
2009	5.47	1.65	0.71	0.20	0.28	0.47			0.22			0.83	1.11		
2010	6.48	1.96	0.76	0.00	0.25	0.75			0.28			0.98	1.50		
2011	6.69	1.73	0.83	0.00	0.32	1.04	0.31	0.42	0.00	0.00	1.01	1.04	6.69		
2012	7.72	1.75	1.05	0.05	0.87	0.89	0.97	0.41	0.00	0.00	1.17	0.56	7.72		
2013	9.36	1.85	1.27	0.21	0.84	1.30	1.36	0.82	0.00	0.00	1.32	0.40	9.36		
2014	11.22	2.05	1.63	0.30	1.50	1.30	0.90	0.80	0.00	0.00	1.45	1.28	11.22		
2015	13.13	1.90	1.91	0.35	0.98	1.06	0.34	0.51	0.00	0.80	1.05	4.23	13.13		
2016	15.20	2.12	2.09	0.40	1.34	1.21	0.26	0.70	0.45	1.00	1.21	4.42	15.20		
2017	17.31	3.23	2.25	0.80	0.48	1.63	0.69	0.25	0.68	0.20	1.44	5.66	17.31		
2018F	17.63	2.94	2.45	1.35	0.66	2.04	-0.19	-0.48	1.28	0.00	1.11	5.66	16.81	-0.82	
2019F	19.39	3.01	2.61	2.15	1.00	1.63	0.00	0.00	1.50	0.00	1.31	5.66	18.86	-0.53	

数据来源：Wind，西南证券整理。基建投资口径为含电力热力和水的生产与供应业的老口径，2019年基建投资假定同比增长10%，然后计算当年基建投资额和资金缺口。

图 3：城投公司 ROA 与融资成本


数据来源：Wind，西南证券整理

妥善的解决地方政府债务需要发挥“几家抬”的作用。由于地方政府隐性债务庞大，牵涉面广，特别涉及到经济稳定。因而妥善的解决地方政府隐性债务需要发挥“几家抬”的作用。特别是作为债务人的财政部门 and 作为债权人的金融部门。政府部门可以通过筹措一部分资金进行处理一部分债务，而金融机构也可以通过债务置换、债务展期，以及降低融资成本等方式处理一部分。近期媒体报道江苏镇江等地的一些地方政府隐性债务处理方案，虽然未能得到官方承认，但却是为缓解地方政府债务问题进行的有益尝试。随着地方政府债务问题迫切性上升，预计将有越来越多的方案出台。

我们认为，可以通过以下几种方法来发挥“几家抬”的作用，处理地方政府隐性债务。第一，对政府负有较为直接偿还责任的债务，继续通过债务置换的方式进行偿还。第二、政府通过出售所持有的资产，如地方国有企业等，偿还隐性债务。这两种方法实际上是政府全部承担了处理隐性债务的职责。第三、国开行等政策性银行对项目质地较好的一些债务可以通过置换的方式发放低息贷款，以降低融资成本。第四、商业银行与其他金融机构可以对合

适的项目发放相对低利率的置换贷款。这两者实际上市金融机构通过让利的方式缓解地方政府债务风险。第五，实行债务重组或债转股等操作，降低隐形债务成本。第六，向社会资本转让隐形债务，或同时出售债务和对应的资产，以此对隐形债务进行处理。地方政府隐形债务处理方法多种多样，需要在合规的前提下发挥地方政府多样性，进行适当的创新。

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_13838

