

宏观深度

2021 年财政政策如何发力？

相关研究报告

《宏观动态跟踪报告*国内宏观*中国经济如何“不急转弯”？》 2021-03-05

《宏观动态跟踪报告*国内宏观*央行“紧货币”三问》 2021-01-31

《宏观动态跟踪报告*国内宏观*人民币升值三问：原因、空间、影响》 2021-01-13

《宏观点评*准确理解宏观政策的进与退》 2020-12-20

《宏观年度报告*料峭春来》 2020-12-08

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般从业资格编号
S1060120100009
zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



本文研究了 2021 年财政的广义预算赤字和广义支出规模变化，对近期激起千层浪的“政府杠杆率要有所降低”进行了扼要剖析，并梳理了今年财政支出注重定向调控的特点。我们认为，2021 年财政政策以积极姿态向常态回归；对隐性债务风险的关注提升，隐性债务监管进一步强化可能是降低政府杠杆率的主抓手；通过财政资金直达机制扩围、中央本级支出持续负增长、继续加大保就业保民生保市场主体的支持力度，进一步强化了财政政策的“定向调控、精准调控”。

1、2021 年赤字设定仍展现了积极财政政策的取向。2021 年财政赤字安排隐含了较保守的名义 GDP 预期（增速 9.8%），与政府工作报告实际 GDP“6%以上”的安排相衔接，但比目前市场对 2021 年名义 GDP 增速的预期要低约 1 个百分点。赤字率设定在 2019 和 2020 两年目标的平均值上，体现了政策的连续性。不过，历史上，中国赤字安排隐含的名义 GDP 往往偏低（因为多数年份都超额完成增长目标）；且按照市场预期名义 GDP 计算赤字率，也不会明显低于 3.2%（说明赤字率设定体现了基本的政策取向）。

2、2021 年广义预算赤字略高于 2020 年实际赤字规模。2020 年财政收支相比预算“超收少支”，导致广义赤字仅使用了 8.7 万亿，比预算安排的广义赤字少了 2.5 万亿。2021 年广义预算赤字合计为 8.9 万亿，比 2020 年实际广义赤字略微增加 2000 亿。其中，主要是特别国债不再发行，减少 1 万亿；一般公共预算中的调入资金及使用结转结余（可理解为跨周期调节的“蓄水池”）减少约 1 万亿。这是地方专项债和狭义赤字安排高于市场预期的主要原因。

3、2021 年广义预算支出增速温和回落，财政政策向常态回归。2021 年广义预算支出增速温和回落至 7.9%，低于 2018-2020 年；以广义预算支出占当年财政赤字隐含的名义 GDP 的比重来衡量，2021 年财政政策虽相较 2020 年积极程度有所下降，但仍高于 2019 年。2021 年广义财政预算收入增速为 5.7%，仍显著低于支出增速，意味着 2018 年以来大力度减税降费政策仍在持续。此外，2018 年以来通过盘活财政存量资金，帮助填补了很大一部分财政收支缺口。

4、2021 年财政预算报告更加关注隐性债务风险，国常会提出“政府杠杆率要有所降低”。我们理解：1）政府杠杆率降低不太可能是指显性政府债务。2）政府隐性债务率下降的难度也很大，可能意味着新一轮“监管风暴”，这需要考虑到经济在疫后复苏中的承受能力。3）边际意义上的政府杠杆率下降是可行的。4）对政府部门杠杆率关注的背景是，2020 年显性政府债务上行大幅加快，而隐性债务增速未见放缓。因此，促使政府部门杠杆率下降（或上行斜率放缓）更可能体现在隐性债务层面，隐性债务监管加强的可能性不容小觑。

5、2021 年财政政策仍然注重定向调控。1）“建立常态化的财政资金直达机制并扩大范围”。2）“中央本级支出继续安排负增长”。3）“重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度”。

正文目录

- 一、赤字设定体现积极财政取向4
- 二、广义预算赤字略高去年实际5
- 三、广义预算支出增速温和回落6
- 四、更加关注隐性债务10
- 五、仍然注重定向调控12

图表目录

图表 1	中国赤字安排隐含的名义 GDP 通常低于实际情况	4
图表 2	以往年份 GDP 增速目标通常超额完成	5
图表 3	2021 年“三本账”和“四本账”预算收入变化较大	6
图表 4	2021 年广义赤字预算安排与 2020 年实际广义赤字相当	6
图表 5	1 万亿特别国债流转过程中存在重复计算	7
图表 6	2021 年广义预算支出增速继续温和回落	7
图表 7	2021 年广义财政支出力度仍高于 2019 年	8
图表 8	2018 年以来减税降费取得显著成效	8
图表 9	2018 年以来减税降费持续推进	9
图表 10	盘活存量资金帮助平衡财政收支缺口	9
图表 11	2017 年中央掀起一轮严控隐性债务增量行动	10
图表 12	2021 年实现绝对意义上政府降杠杆难度较大	11
图表 13	2020 年政府部门显性杠杆率快速上升	11
图表 14	债务付息在中央政府支出中的占比进一步提升	12
图表 15	2020 年财政直达资金主要用于六稳、六保	12
图表 16	2021 年中央本级支出预算连续第二年负增长	13
图表 17	2021 年财政支出继续向民生倾斜	13
图表 18	2020 年财政加大卫生和社保就业支出	14
图表 19	2021 财政工作重点支持乡村振兴、新型城镇化、产业升级、生态建设	15
图表 20	2021 预算草案目标向教育、社保、医疗卫生等民生性支出倾斜	15

2021年3月11日，第十三届全国人民代表大会第四次会议审查通过了国务院提出的《关于2020年中央和地方预算执行情况与2021年中央和地方预算草案的报告》。其中披露了2020年财政资金各科目的收支、调转情况，以及2021年财政收支预算的详细信息，借此可更好地把握2021年财政政策的变化和方向。

本文研究了2021年中国财政的广义预算赤字和广义支出规模变化，对近期激起千层浪的“政府杠杆率要有所降低”进行了扼要剖析，并梳理了今年财政支出注重定向调控的特点。我们认为，2021年财政政策以积极姿态向常态回归；对隐性债务风险的关注提升，隐性债务监管进一步强化可能是降低政府杠杆率的主抓手；通过财政资金直达机制扩围、中央本级支出持续负增长、继续加大保就业保民生保市场主体的支持力度，进一步强化了财政政策的“定向调控、精准调控”。

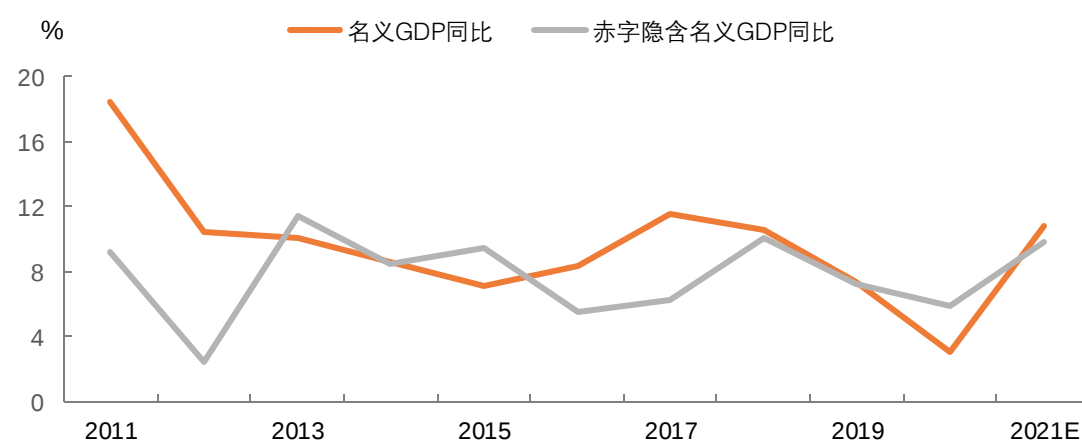
一、赤字设定体现积极财政取向

2021年财政赤字安排隐含了较保守的名义GDP预期，与政府工作报告实际GDP“6%以上”的安排相衔接，且赤字率设定在2019和2020两年目标的平均值上，体现了政策的连续性。2021年一般公共预算拟安排赤字规模是3.57万亿，赤字率拟按3.2%左右安排（为2019年2.8%和2020年3.6%的折中）。据此计算，2021年财政预算赤字隐含的名义GDP增速为9.8%。这体现了政府工作报告对2021年实际GDP“6%”以上的预期目标，但显著低于目前市场对2021年中国实际GDP增速的预期。由于去年超低基数，目前市场对今年实际GDP增速预期在8.8%，而对CPI和PP预期分别在1.5%和3%，按照2:1权重，对应的GDP平减指数约为2%，由此计算2021年名义GDP增速约为10.8%，比财政赤字所隐含的名义GDP增速要高1个百分点。

不过，从历史上看，每年赤字安排隐含的名义GDP增速往往偏低（因为多数年份都超额完成增长目标）；且按照目前市场预期名义GDP增速计算今年赤字率，也不会明显低于3.2%（说明赤字率设定体现了基本的政策取向）。

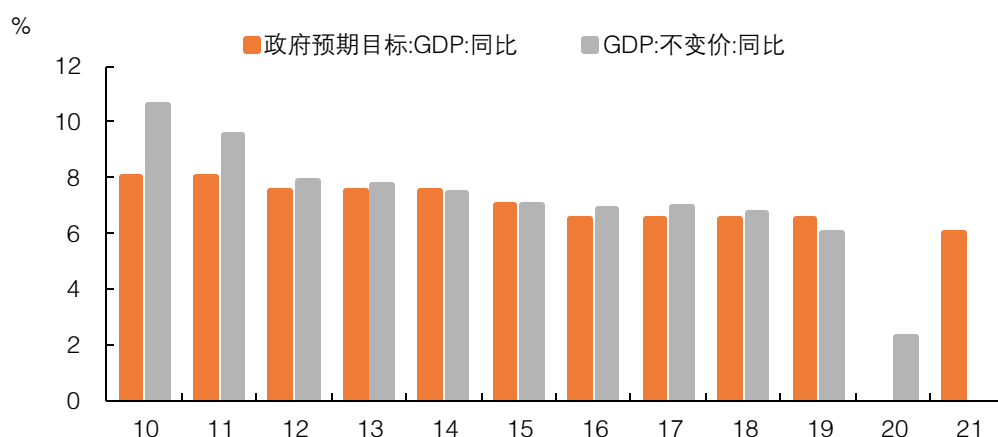
正如李克强总理在两会后答记者问中所指出的，今年之所以将实际GDP增速目标仅设定为“6%以上”，主要出于三重考虑：一是，随着中国的GDP总量持续扩大，目前6%的增速目标已经不低；二是，引导大家将注意力放在推进改革创新、推动高质量发展上；三是，为了与今后目标平稳衔接，不宜大起大落。总体上，这体现了宏观政策的“连续性”，而这种连续性在赤字率设定上也是一脉相承的。在经济恢复性增长的情况下，以超过3%的赤字率设定保持了积极财政政策的形象。

图表1 中国赤字安排隐含的名义GDP通常低于实际情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 以往年份 GDP 增速目标通常超额完成



资料来源: wind, 平安证券研究所

二、 广义预算赤字略高去年实际

2020年中国财政收支相比预算“超收少支”，导致广义赤字仅使用了预算安排的78%。2020年财政所预设的支持力度较大，广义预算赤字为11.2万亿，包括：狭义赤字3.76万亿、地方专项债3.75万亿、一般公共预算中的调入资金及使用结转结余2.7万亿、特别国债1万亿。但是，由于中国经济超预期复苏，2020年一般公共预算、政府性基金预算和国有资本经营预算这三本账的实际收入均高于预算收入，尤其是政府性基金收入比预算高出1.2万亿。而三本账的实际支出均低于预算支出，尤其是政府性基金支出比预算少了0.8万亿。也就是说，2020年仅政府性基金所使用的赤字就比预算少了2万亿（对应于地方专项债的使用很可能是不充分的，这也是2021年年没有再提前下发专项债额度的原因）。具体地，2020年一般公共预算实际收支差额为6.27万亿，政府性基金预算实际收支差额2.45万亿，合计为8.72万亿，比预算安排的广义赤字少了2.5万亿。李克强总理今年两会后答记者问时提到，由于去年政府采取的政策“规模、力度是合理的，准备的储备政策后来也没有用”。这从2020年财政的多收少支中得到鲜明体现。

2021年政府性基金预算支出、国有资本经营预算收入、社保基金预算收入相比于2020年执行数变化较大，主要是去年国有企业利润上缴、社保费阶段性减免、及政府性基金少支，造成基数变化。1) 2021年政府性基金支出在2020年大增38%的基础上，依然保持了11.2%的两位数增长。这主要是因为2020年政府性基金实际支出不及预算安排，形成了较低基数。2) 2021年国有资本经营预算收入大幅减少18.9%，主要系2020年加大国有企业利润上缴力度，2020年国有资本经营预算收入执行数大增20.3%，带来去年高基数。3) 2021年社保基金预算收入比2020年大增23.7%，主要因为2020年的低基数。出于在新冠疫情期间为企业减负的需要，2020年实行了社保费阶段性减免，社保基金收入中的保险费收入相较于2019年下降了18.8%。

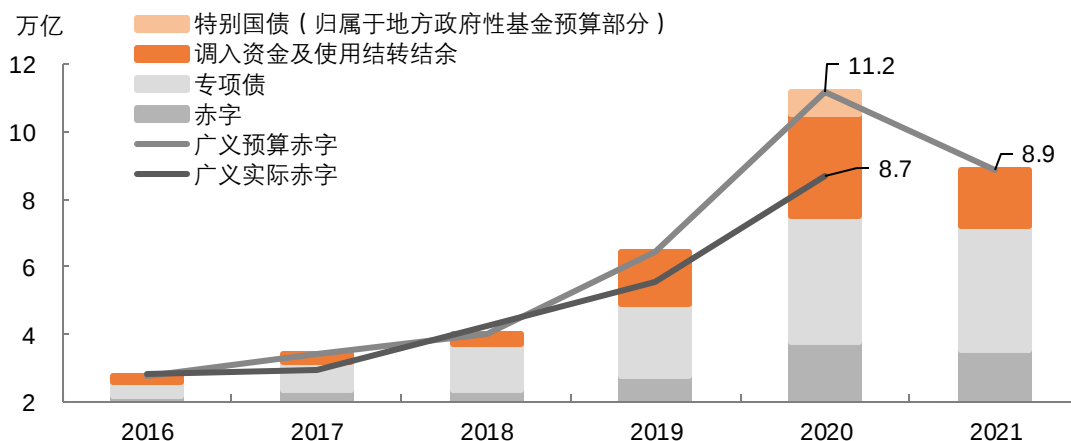
图表3 2021年“三本账”和“四本账”预算收入变化较大

单位：亿元		2020预算数	2020执行数	2020年执行-预算	2021预算数	2021预算/2020执行
一本账	一般公共预算收入	180270	182895	2625	197650	8.10%
	一般公共预算支出	247850	245588	-2262	250120	1.80%
二本账	政府性基金预算收入	81446	93489	12043	94527	1.10%
	政府性基金预算支出	126124	117999	-8125	131266	11.20%
三本账	国有资本经营预算收入	3638	4778	1140	3877	-18.90%
	国有资本经营预算支出	2615	2544	-71	2648	4.10%
四本账	社保基金预算收入	77287	72116	-5172	89181	23.70%
	社保基金预算支出	82284	78835	-3449	86413	9.60%

资料来源：wind, 平安证券研究所

2021年广义预算赤字略高于2020年实际使用的广义赤字规模。今年的广义预算赤字安排包括：狭义赤字3.57万亿、地方专项债3.65万亿、一般公共预算中的调入资金及使用结转结余1.68万亿，合计为8.9万亿，比2020年广义预算赤字减少2.3万亿，比2020年广义实际赤字略微增加2000亿。其中，主要是特别国债不再发行，减少1万亿；一般公共预算中的调入资金及使用结转结余（可理解为跨周期调节的“蓄水池”）减少约1万亿；而在狭义赤字和地方专项债上仅有略微下调。可见，2021年广义预算赤字“退坡”，主要体现在特别国债和调入资金上，这也是地方专项债和狭义赤字安排高于市场预期的主要原因。

图表4 2021年广义赤字预算安排与2020年实际广义赤字相当



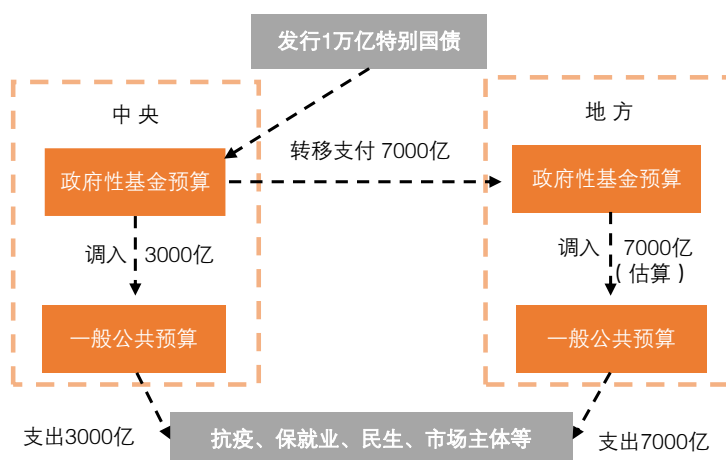
资料来源：wind, 平安证券研究所

三、广义预算支出增速温和回落

我们将一般公共预算和政府性基金预算两本账的支出加总，可以衡量广义财政支出。需要注意的是，2020年发行特别国债，其在财政账本里的流转过程如下：收入端，10000亿特别国债作为中央政府性基金收入；支出端，7000亿作为对地方政府性基金的转移支付，然后由地方政府性基金再调入地方一般公共预算收入，3000亿调入中央一般公共预算收入，再由中央转移支付给地方。最终，特别国债从“政府性基金预算”进入了“一般公共预算”，通过特殊转移支付机制，主要用于保就业、保基本

民生、保市场主体。在这个过程中，造成 1 万亿特别国债在政府性基金预算和一般公共预算支出里各计算了一次。因此，在计算广义财政支出时，需要剔除掉这一重复计算。

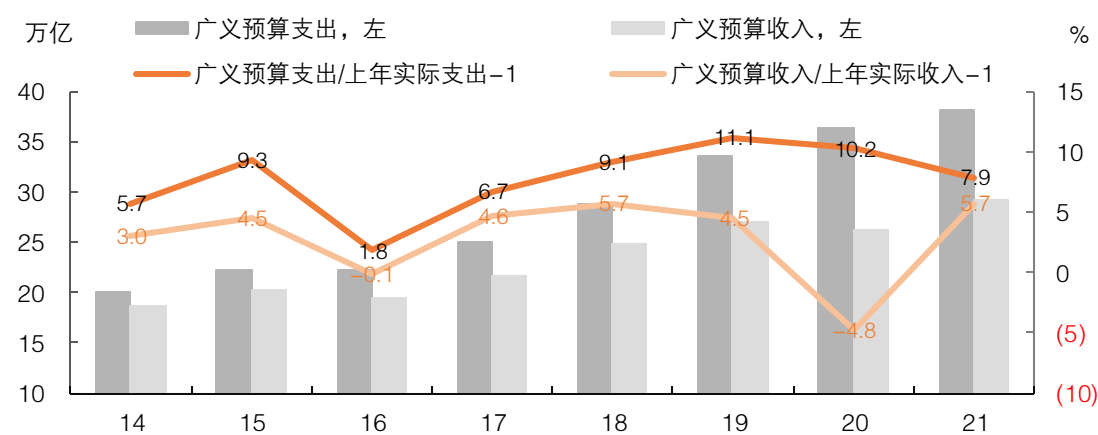
图表5 1 万亿特别国债流转过程中存在重复计算



资料来源：财政部 平安证券研究所

我们将近年来中国广义财政支出的预算数与上年实际值做同比，计算财政支出安排的增长情况。结果是，2020 年和 2021 年，广义预算支出相比上年实际财政支出的增速均温和下降。2021 年，这一增速为 7.9%，低于 2018-2020 年。这体现经济恢复性增长情况下，财政政策从危机应对模式回归常态模式。

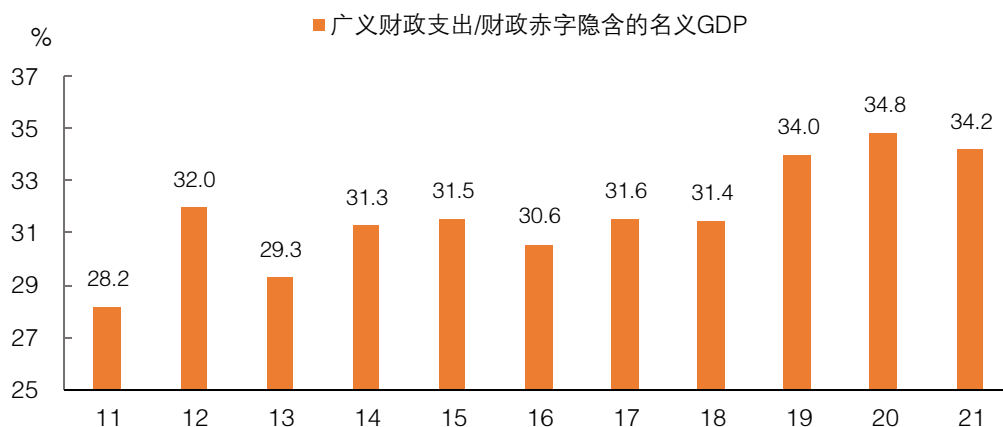
图表6 2021 年广义预算支出增速继续温和回落



资料来源：《中国区域金融运行报告（2019）》，平安证券研究所

我们再采用另一指标，以广义预算支出占当年财政赤字隐含的名义 GDP 的比重，来衡量财政的积极程度。可见 2021 年财政政策相较 2020 年积极程度有所下降，但仍高于 2019 年。

图表7 2021年广义财政支出力度仍高于2019年

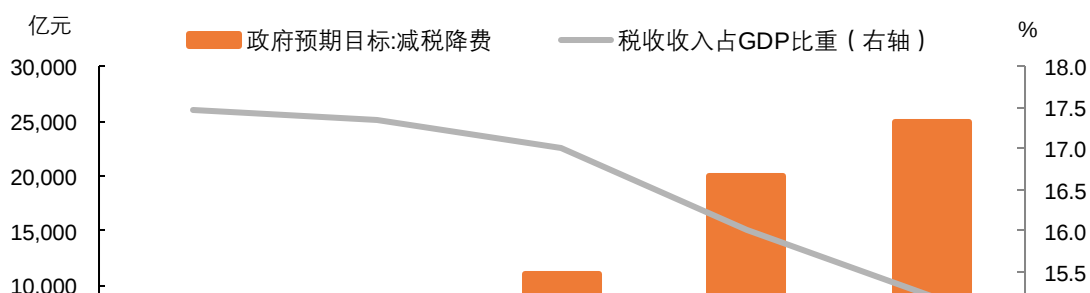


资料来源:《中国区域金融运行报告(2019)》,平安证券研究所

以同样方法计算近年来广义财政收入增速,可看到 2018 年减税降费持续推进取得了显著成效。2018 年政府启动了大力度的减税降费政策,减税降费目标从上年的 5700 亿直接增至 1.1 万亿,2019 年进一步上升到 2 万亿,2020 年增至 2.5 万亿。根据国家税务总局公布的数据,2016 年至 2019 年,中国宏观税负(即一般公共预算收入中税收收入占 GDP 比重)分别为 17.47%、17.35%、17.01% 和 16.02%,2020 年进一步降至 15.2%,比“十二五”末 2015 年的 18.13%降低近 3 个百分点。

这反映在广义财政收入增速持续慢于广义财政支出增速上。2021 年广义财政预算收入增速为 5.7%,持平于 2018 年、且仍低于广义预算支出增速 2.2 个百分点,意味着减税降费的政策导向仍在持续。今年政府工作报告提出:“继续执行制度性减税政策”,“将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高到 15 万元。对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元的部分,在现行优惠政策基础上,再减半征收所得税”。

图表8 2018 年以来减税降费取得显著成效



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_18810

