

# 疫后经济四问：财政资金用在哪？

## ——2020年下半年财政政策展望

### 核心观点

1、下半年财政支出增速将提升。2、预算内增加教育、科技、文旅体传等领域支出；特别国债资金直达地方，重在支持基建和抗疫支出。3、预计下半年税收、土地出让回升，资金与项目匹配，加强预算执行和资金下沉以提升支出效率，财政支出速率将显著增加。

#### □ 下半年财政资金用在哪？

财政分项支出预算公布，教育、社保就业、卫生健康等是全年重点支出领域，凸显短期应对疫情、落实“六保”，长期兼顾保障基本民生的政策基调。下半年财政资金运用关注三大方面，首先，预算内资金根据预算安排，教育、科技支出、文旅体传、节能环保等领域的财政支出将进一步增加，同时社保就业、交通运输仍是重点支出领域。其次，特别国债7月底发行完毕，直达地方县市，重点支持基建项目和抗疫相关支出，基建涉及12大方向，抗疫支出则布局6个方面。第三，专项债加速发行，资金充裕，将对下半年政府性基金支出形成积极正向支持，带动形成有效投资。

#### □ 财政政策落地终须有声，支出速率有望提升

2020年上半年，财政支出速率相对较低，一般公共预算支出及政府性基金支出均显著低于预算目标，主因在于，疫情导致财政减收，对财政支出形成一定压制作用，经济活动停滞导致施工\开工强度受影响拖累财政支出，资金与项目匹配存在一定时滞导致政府债券大量发行形成财政存款“冗余”，5月财政存款“冗余”反映出财政支出效率有待提高。

下半年，财政支出速率有望大幅提升，税收收入及拿地收入渐进修复、政府债券资金可缓解财政两本预算的减收压力，高频数据显示年中经济活动已经接近疫情前水平，施工\开工强度显著提升，资金落地匹配项目也将带动财政存款逐步下降，国常会、财政部先后表示“该拨的钱尽快下拨”、“加强预算执行管理，确保财政政策和资金尽快见到实效”，在政策要求下，后续财政支出效率提升也将助力支出提速。

根据我们测算，下半年，一般公共预算支出和政府性基金预算支出有望分别超过匀速序时支出（每个月支出固定规模）9个和28个百分点，财政支出速度显著提升。

#### □ 经济回暖，收入回升

上半年，疫情导致财政减收压力较大，税收收入拖累一般公共预算收入，国内增值税、企业所得税、国内消费税等主要税种出现较大回落。下半年，经济活动显著回暖将带动主要税种回升；经济活动修复带动企业经营改善，盈利水平及交易活跃度提升，增值税修复，居民收入回升且失业压力下降，所得税也有改善；在自然修复需求、补偿性需求和消费刺激政策需求的影响下，下半年较强的消费数据也将利好消费税表现，我们预计下半年税收回升将带动财政收入回升。

另一方面，政府性基金收入回升，土地收入支撑一二线，特别国债及专项债支持三四线。疫情导致地方财政面临较大减收压力，2万亿特殊转移机制资金将直达地方县市，补充地方财政；1-5月广东、山东、江苏、四川、江西等省市专项债发行较快，已超1000亿元，预计特别国债及专项债对三四线城市财政的支撑较强。而省会以上城市仍需要依靠卖地收入而非转移支付来支撑财政平衡，我们预计下半年土地成交价增速表现不弱，特别是一二线城市土地成交价款可能保持较高水平。

**风险提示：一般公共预算收入不及预期，财政政策超预期紧缩，政策落地不及预期。**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

### 相关报告

1《疫后经济一问：多少增长能稳住就业？》2020.06.22

2《疫后经济二问：通胀还是通缩？》2020.06.23

3《疫后经济三问：流动性宽松到何时？》2020.06.23

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

## 正文目录

1. 财政资金下半年往哪投? .....	3
1.1. 预算支出分项公布, 财政资金如何使用? .....	3
1.2. 下半年财政重点干什么? .....	4
1.2.1. 特别国债直达地方, 专项债扩大投资 .....	6
2. 政策落地终须有声, 支出速率有望提升 .....	7
2.1. 下半年财政支出速率将显著提升 .....	9
3. 经济回暖, 收入回升 .....	9

## 图表目录

图 1: 社保就业、卫生健康、教育的支出同比排名前列 .....	3
图 2: 2020 年一般公共预算支出结构 .....	3
图 3: 2019 年一般公共预算支出结构 .....	4
图 4: 1-5 月一般公共预算支出结构 .....	4
图 5: 上半年社保就业、卫生健康和交通运输支出较快 .....	5
图 6: 根据预算, 下半年财政在教育、科技支出等多个领域的支出将显著加速 .....	5
图 7: 特别国债资金安排 .....	6
图 8: 上半年财政支出速率率相对较低, 实际支出速度相对较慢 .....	7
图 9: 上半年政府性基金支出效率相对较低 .....	8
图 10: 2020 年以来, 财政收入低迷压制支出 .....	8
图 11: 地方财政减收压力一定程度影响支出效率 .....	8
图 12: 2020 年 1-5 月一般公共预算收入结构 .....	10
图 13: 2020 年 1-5 月国内增值税、企业所得税大幅回落 .....	10
图 14: 地产不弱, 拿地收入修复推升政府性基金收入 .....	10

## 1. 财政资金下半年往哪投？

### 1.1. 预算支出分项公布，财政资金如何使用？

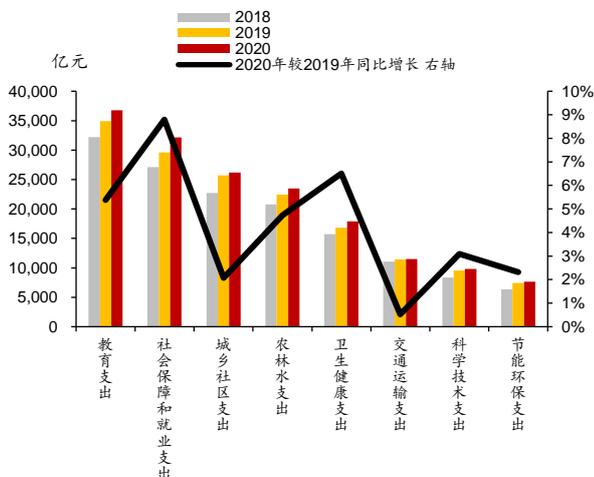
财政政策定调更加积极有为，支出强调优化结构、扩大投资。政府工作报告强调积极的财政政策要更加积极有为，围绕“六稳”工作和“六保”任务，以更大的政策力度对冲疫情影响，充分发挥逆周期的稳定作用。在财政支出方面，今年的政策重点在于大力优化财政支出结构，基本民生支出只增不减，保障重点领域支出，压减一般性支出，中央政府部门带头过紧日子；同时扩大政府投资，发挥特别国债、专项债增量资金的作用以促进有效投资形成。我们认为，收支平衡是财政基本纪律，疫情导致减收增支背景下，财政还需要进一步逆周期发力，那必然是在存量蛋糕中不断微调，压减一般性支出和中央带头过紧日子旨在让更多资金可以用于保障民生、支持重点领域和扩大投资。

财政预算分项支出公布，抗疫情保就业是重点方向。近期2020年财政预算分项支出公布，教育、社会保障与就业、城乡区域等是主要支出方向；相比2019年，社保就业、卫生健康和教育预算支出的同比增速较高，分别达到了8.8%、6.5%和5.4%。财政支出兼顾短期与长期目标，短期重在抗疫情保就业，长期以改善民生等目标为主。

首先，卫生健康是重要支出方向。疫情导致公共卫生需求大幅提升，与防疫相关的防护、消杀和医疗用品的需求相应升高，为应对疫情，财政也相应增加卫生健康预算支出达到17891亿元。截至4月30日，各级财政安排疫情防控补助资金已经达到1499亿。

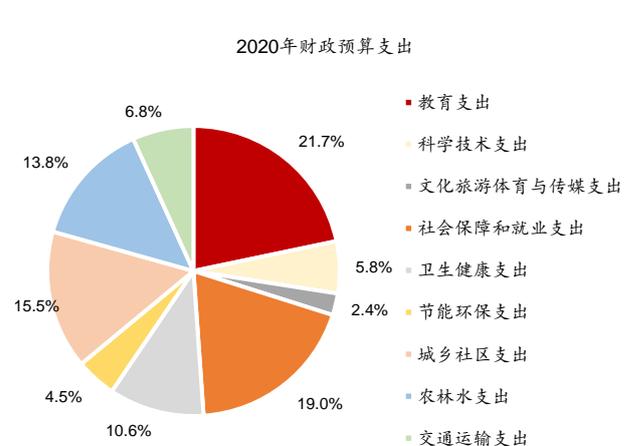
其次，财政落实六保，重点支持社保就业支出。3月总理表示“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起”，两会又未设增长目标，而是以保障就业、抓好“六保”作为今年工作的着力点。2020年社保及就业预算支出达到32181亿，落实“稳定和扩大就业是重中之重”的政策意图，一方面安排专项资金（就业补助资金、职业技能提升行动专项基金、工业企业结构调整专项奖补资金）来落实各项就业创业工作，另一方面通过失业保险基金、阶段性实施失业补助金等方式，加强对失业人员的基本生活保障。

图 1：社保就业、卫生健康、教育的支出同比排名前列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2020 年一般公共预算支出结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**其三、扩大内需发挥逆周期作用。**疫情冲击下，财政政策积极发挥逆周期调节作用，强调通过促进销售回暖和形成有效投资来扩大内需、提振经济。消费方面，在科学防疫基础上支持全面复商复市，鼓励在线消费、夜间经济、地摊经济等各种业态。投资方面，特别国债资金重点用于加强地方公共卫生等基础设施；中央预算内投资安排 6000 亿元，比上年增加 224 亿元；同时专项债规模大幅提升，坚持“资金跟着项目走”的原则，重点用于支持重大项目、重点领域，有效支持补短板、惠民生、促消费、扩内需。

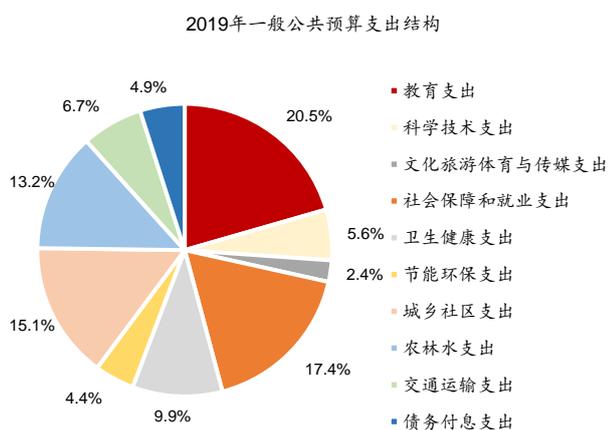
**其四、保基本民生是长期任务。**2020 年财政支出继续在教育、养老、医疗等民生领域积极布局。以教育为例，2020 年教育支出预算 36790 亿元，重点支持发展公平而有质量的教育体系，加大对地方教育领域转移支付，弥合地方发展不平衡问题，城乡义务教育补助经费增长 8.3%、支持学前教育发展资金增长 11.8%、学生资助补助经费增长 9.6%、改善普通高中学校办学条件补助资金增长 9.2%。

## 1.2. 下半年财政重点干什么？

财政全年预算基本决定了全年的支出方向，在了解上半年主要支出方向后，下半年财政支出的重点任务基本就清晰了。同时，特别国债尘埃落定，叠加专项债发力，下半年财政支出对基建的推动作用也将更强。

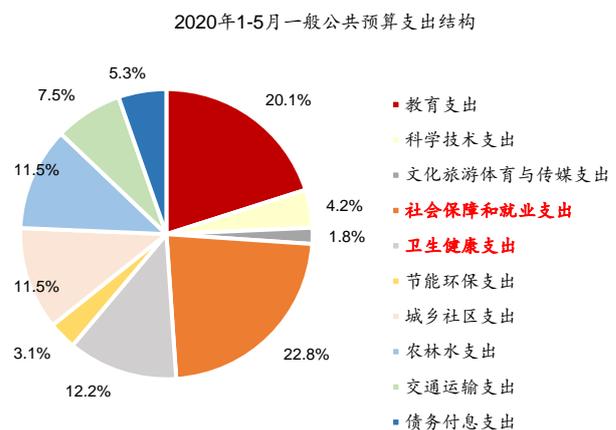
上半年，财政支出重在应对疫情。疫情背景下，宏观政策聚焦六稳和六保的目标，要求财政政策更加积极有为，重点支持防疫相关领域，在抗击疫情的同时降低经济遭受的次生伤害，前者与公共卫生支出相关，后者与社保就业支出相关。1-5 月，一般公共预算支出中，社保就业、卫生健康累计增速分别为 5.8% 和 7.5%，显著高于同期财政支出增速，同时两者在 1-5 月全部财政支出中的占比分别较 2019 年上升了 5.4 和 2.3 个百分点，凸显财政在有限的条件下积极增加社保就业和卫生健康支出的意愿。

图 3：2019 年一般公共预算支出结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

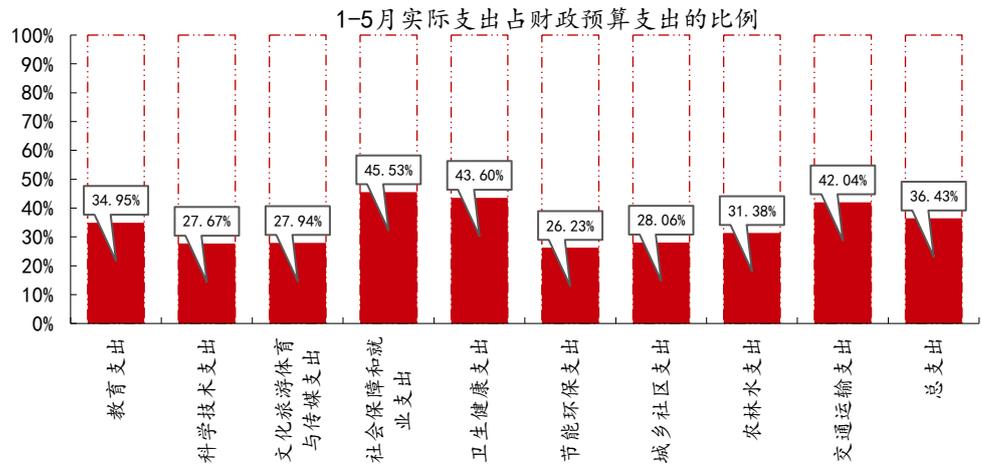
图 4：1-5 月一般公共预算支出结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

换一个角度来看，根据 2020 年财政预算支出规模和 1-5 月实际支出规模计算，**社会保障与就业支出已完成全年计划的 45.53%，位居第一**，分列二三位的卫生健康支出和交通运输支出，分别完成全年预算的 43.6% 和 42.04%，仅有这三者支出速率超过匀速序时进度（财政每个月支出固定相同的规模，支出规模为总支出的 1/12，以此作为匀速序时进度）。

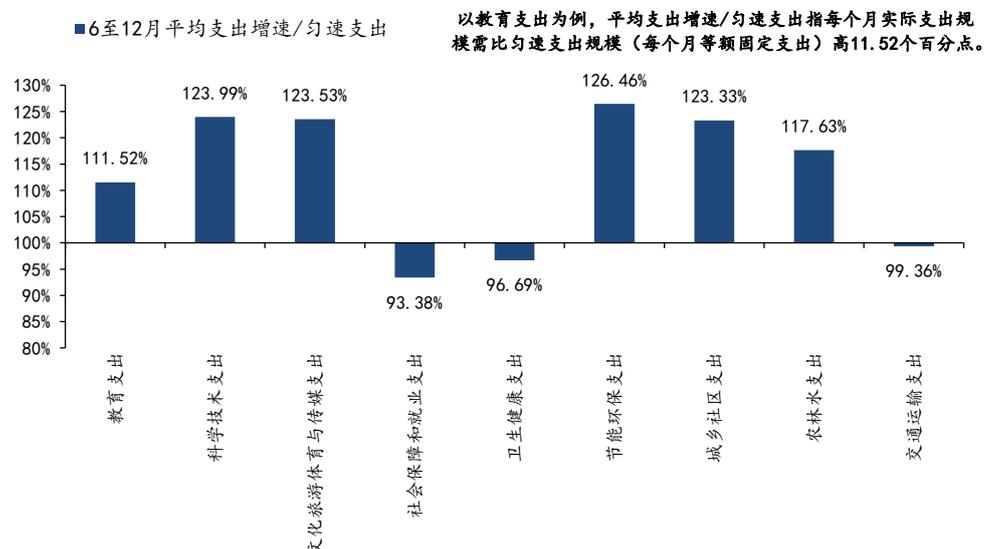
图 5：上半年社保就业、卫生健康和交通运输支出较快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

上半年其他领域财政支出相对缓慢。1-5月，除上述三个方向外，其他方向支出速率相对较慢，低于同期总支出进度，教育和农林水的实际支出占预算支出比重分别为34.95%和31.38%，而科学技术、文旅体传、节能环保和城乡社区不足3成。可以看到，上半年财政支出速率相对较慢，支出较快的领域均是短期应对疫情的重点方向，我们将在后文对财政支出速率进行分析。

图 6：根据预算，下半年财政在教育、科技支出等多个领域的支出将显著加速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

下半年财政资金用在哪儿？我们认为可以从预算、主要任务等方面来判断财政资金的使用，预算内资金需完成预算安排，特别国债发行落地直达地方可以发挥积极作用，专项债资金加速发行，重在扩大投资。

首先，预算内支出需满足预算安排。根据2020年财政支出预算和实际支出情况来看，上半年与抗疫相关的领域预算完成进度较高，社保就业、卫生健康和交通运输支出增速高于均匀时序进度，其他领域仅完成全年预算的2至3成，预计下半年教育、科技支出等领域的支出安排将提速，成为下半年主要支出方向。此外，从资金使用角度来看，上

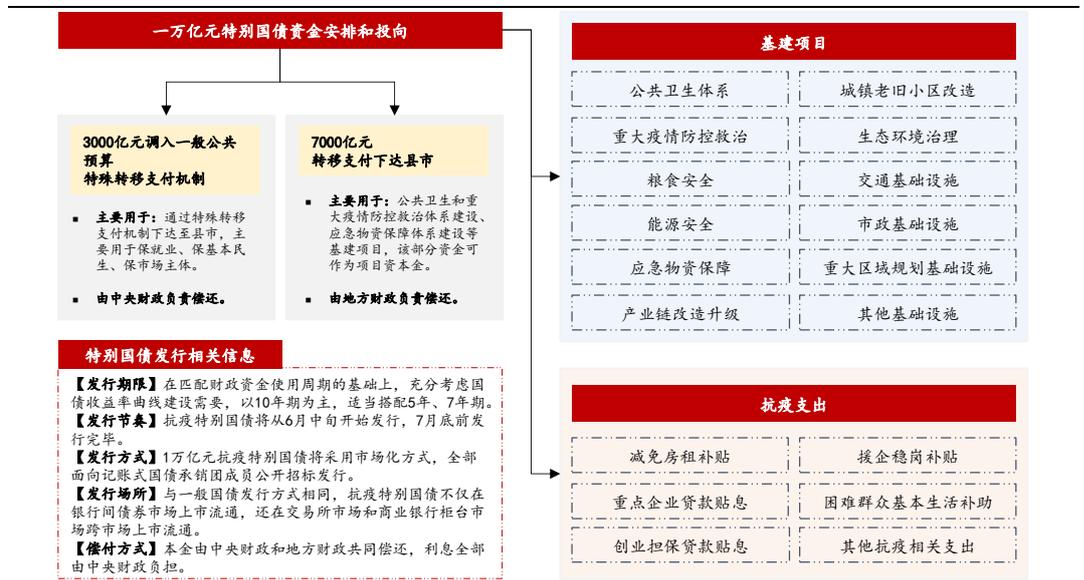
半年受疫情影响，短期财政工作重点在于应对疫情和对冲疫情产生的负面影响，3月起复工复产有序推进，5月部分房地产销售面积、高炉开工率、汽车销售量、发电耗煤等高频数据已经接近或超过疫情前水平，预计下半年经济增长基本修复后，疫情扰动较小，财政支出也将更加注重中长期目标，各项支出也将更加均衡。

### 1.2.1. 特别国债直达地方，专项债扩大投资

**特别国债直达地方，聚焦基建与抗疫支出。**两会部署2020年发行10000亿元抗疫特别国债，不列入赤字，纳入政府性基金预算管理，同时加上新增的1万亿预算赤字规模共同组成特殊转移支付机制，**特殊转移支付机制将直达地方县市**，直达意味着增强地方资金使用的主动性，压实地方责任，避免上级财政部门截留挪用，以此提高转移支付效率，支持地方县市落实“六保”任务，重点用于保就业、保基本民生、保市场主体。6月15日财政部通知开始发行特别国债，从6月中旬开始发行，7月底前发行完毕。

从特别国债资金安排来看，主要用于基建项目和抗疫相关两大部分，**资金安排大概率是7:3**，其中基建项目投资细分为12个方向，分别是公共卫生体系、重大疫情防控救治、粮食安全、能源安全、应急物资保障、产业链改造升级、城镇老旧小区改造、生态环境治理、交通基础设施、市政基础设施、重大区域规划基础设施和其他基础设施。而**抗疫支出方面细分为6个方向**，分别是减免房租补贴、重点企业贷款贴息、创业担保贷款贴息、援企稳岗补贴、困难群众基本生活补助和其他抗疫相关支出。我们认为，特别国债资金7月底发行完毕，预计三季度起资金逐步落实到具体项目，将提升相关领域投资和支出规模。

图 7：特别国债资金安排



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**专项债支撑政府性基金支出，重在扩大投资。**根据2020年财政预算，全国政府性基金预算收入81446.05亿元，同比增长-3.6%，全国政府性基金预算支出126123.59亿元，同比增长38%。**预算反映出政府性基金收支进一步拉大，地方政府专项债则是抵补收支差额的关键。**1-5月，政府性基金收入及支出增速分别为-4.5%和14.4%，收入接近预算目标，而支出还有一定距离，同时年内37500亿专项债已发行近22000亿元，**我们认为在**

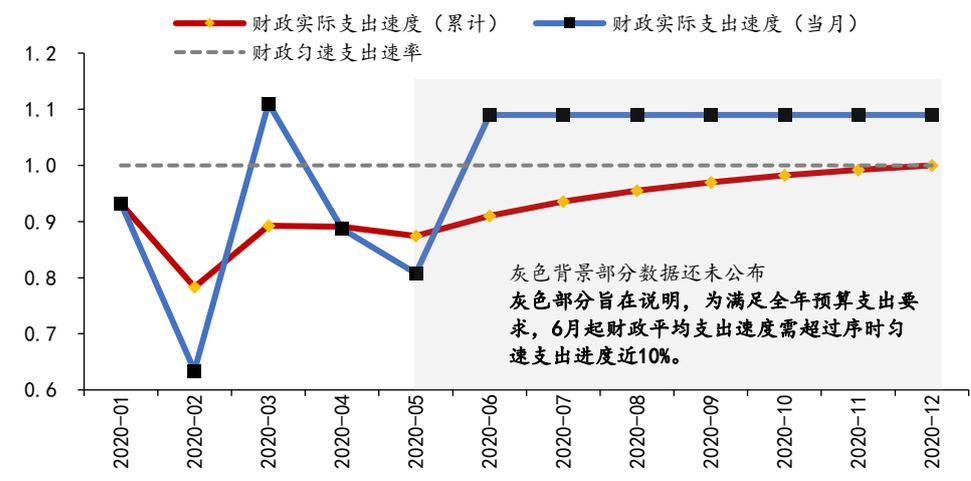
专项债资金的支持下，下半年政府性基金支出增速将有明显提升，支出方向可根据专项债投向跟踪。

6月19日财政部发文披露专项债应用情况。今年以来，各地发行的新增专项债券，全部用于铁路、轨道交通等交通基础设施，农林水利，市政和产业园区基础设施等领域重大基础设施项目建设，截至6月15日，各地发行新增专项债券21936亿元，八成以上投向交通基础设施、市政和产业园基础设施、民生服务3个领域，其中，用于新建项目7897亿元、约占36%，用于在建项目14039亿元、约占64%。可以看到，今年专项债对基建的支持显著提升，我们预计下半年在专项债发力影响下，开工\施工强度将维持高位，全年狭义基建投资有望回升10%增速，同时公共卫生、民生等领域的基建也将明显提速。

## 2. 政策落地终须有声，支出速率有望提升

政策落地终须有声，关注财政支出速率。疫情冲击下，上半年国常会、政治局会及两会不断强调，财政政策要更加积极有为，发挥逆周期调节作用，提升预算赤字和专项债规模来增加支出，减税降费、特殊转移支付等政策也纷纷落地，但发挥逆周期托底作用的关键在于让政策落地有声、开花结果。

图 8：上半年财政支出速率相对较低，实际支出速度相对较慢



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

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\\_4321](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4321)

