

## 财政有限扩张：2020年财政政策八个方向性问题

**引言：**疫情影响下，我国一季度经济增速将明显放缓，市场对会不会出台更加积极的财政政策高度关注，本文着重分析了财政政策八个方向性问题。我们认为，财政的总体基调是：为了实现经济增长翻番目标，财政会偏向积极，但空间相对有限。而如果海外疫情失控，财政将会表现得更加积极。

**1、疫情影响下，财政政策会明显放松吗？财政积极的方向确定，但程度上难以大幅放松。**主要原因在于：

- **支出的角度：**疫情冲击供给侧，隔离导致生产、复工、开工缓慢且困难，财政支出主要作用于需求侧，因此用刺激需求的方法来解决生产要素供给不畅是无效的；
- **收入的角度：**减税降费效果偏长期，疫情是短期冲击，因此同样难以有效对冲短期经济增长下行压力，叠加财政去年减收增支压力上升，再次大幅宽松的可能性不高。但我们认为中小微企业的减税降费政策仍值得关注。
- **政府大力度宽财政空间相对有限。**从政府相关领导讲话表态来看，政府大力度宽财政空间相对有限。刘昆部长2月16日在《求是》杂志上撰文认为未来财政整体上面临减收增支压力，财政运行仍将处于紧平衡状态。在这种情况下，单纯靠扩大财政支出规模来实施积极的财政政策行不通，必须向内挖潜，坚持优化结构。
- **地方政府债务和杠杆率仍高，一般财政空间有限。**

**2、预算赤字率会破“3”吗？依然较难，但不能排除。**从历史上看，即便在大的经济金融危机之下，政府赤字率依然很难突破3%的红线，而本次疫情对经济的影响偏短期，长期影响有限，因此我们认为赤字率依然难以超过3%。**但值得注意的是，**本次海外疫情存在高度不确定性，如果海外疫情恶化引起外需下滑而对我国外贸、出口和制造业造成负向冲击，那么适当提高赤字率至3%以上以应对内外需下行、保增长、完成GDP翻番目标是有可能的。

**3、会发长期建设国债吗？概率偏低。**90年代发行6600亿长期建设国债推动基础设施建设是为应对我国长期经济下行风险。现阶段，疫情对于经济影响是短期扰动，随着开工、复工逐步改善，经济增长反弹概率较大，因此我们认为发行长期建设国债的必要性不高。

**4、地方政府专项债额度会扩大多少？相较于2019年2.15万亿规模，专项债将明显上调，区间范围可能在3.15-3.5万亿。**专项债是我国基建稳增长重要的资金来源，属于逆周期的广义财政工具，在对冲经济下行中具有重要作用。但专项债的扩张幅度依然受限于地方政府债务约束。

**5、与疫情相关的财政支出能达到多少？预计在2000-3000亿元左右，占全年财政支出比例1%左右。**截至3月2日，中央和各级地方政府用于疫情防控支出1087.5亿元；从目前效果来看，资金支持疫情防控是充足的，不会因资金问题影响疫情防控效果。我们预计，全年疫情相关支出2000-3000亿元，占年度财政支出的0.8-1.2%。

**6、中小微企业减税降费的规模能达到多少？**政策基本围绕着四大类：与疫情相关的企业、个人的所得税和公益捐赠相关税种、小微企业增值税、企业社保费以及贷款贴息，我们预计中小微企业减税约3000亿左右。此外，财政部表示最近出台的社保费减免政策预计降费5100多亿元，加上去年企业养老保险单位缴费由20%降为16%的政策实施，2020全年降费将超过1万亿。总体上看，相较于2019年2.4万亿减税降费规模，边际上力度有所减弱。

**7、与基建相关的财政支出能到多少？**从历史数据看，用于基建的一般财政支出规模比较稳定，而来源于政府性基金支出（广义财政）波动较大。**粗略估算，2020年政府财政投向基建领域的资金为7.4万亿，其中一般财政投向基建3万亿，政府性基金4.4万亿。**我们认为，2020年“新基建”将给予较大弹性，而传统基建则作为基石（量上需关注Q1国内增长和全球疫情变化）。**综上，我们上调2020年基建投资同比至9%左右（原预测7%）。**

**8、广义财政空间有多大？比较大。**关注准财政工具PSL（央行给政策银行贷款支持国家重点项目的），以及商业银行再贷款。预计2020年PSL年新增6000亿元以上，再贷款新增9000亿元以上，重点支持疫情相关项目建设、新基建、新兴产业以及地方政府相关项目等领域。

**风险提示：**货币过紧、信用收缩、房地产出现风险、海外疫情恶化。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

## 内容目录

引言 .....	3
一、疫情影响下，财政政策会明显放松吗？ .....	3
二、预算赤字率会破“3”吗？ .....	5
三、会发长期建设国债吗？ .....	7
四、地方政府专项债额度会扩大多少？ .....	8
五、与疫情相关的财政支出能达到多少？ .....	9
六、中小微企业减税降费的规模能达到多少？ .....	9
七、与基建相关的财政支出能到多少？ .....	10
八、广义财政空间有多大？ .....	13

## 图表目录

图表 1: 财政支出占比较大的是教育、社保和就业、城乡社区事务等 .....	3
图表 2: 2019 年财政收支缺口，减收增支带来财政压力 .....	4
图表 3: 2008-2014 年非标和城投债等地方政府融资方式激增 .....	5
图表 4: 2012 年以来中央经济工作会议对财政政策的表述 .....	5
图表 5: 历史上，财政赤字率均未破“3” .....	6
图表 6: 美债收益率历史新低，黄金大涨 .....	7
图表 7: 2 月全球制造业 PMI 再度下跌 (%) .....	7
图表 8: 1998 年财政和货币政策开始转向 .....	8
图表 9: 1998-2002 年我国赤字额和赤字率明显上升 .....	8
图表 10: 地方政府杠杆率偏高 .....	8
图表 11: 疫情以来，减税降费等政策情况 .....	10
图表 12: 一般财政支出稳定，政府性基金支出增长 (亿元) .....	11
图表 13: 2018、2019 年基建投资增速较差，2020 年有望回升 .....	12
图表 14: 基建资金来源 .....	12
图表 15: PSL 规模变化 .....	13

## 引言

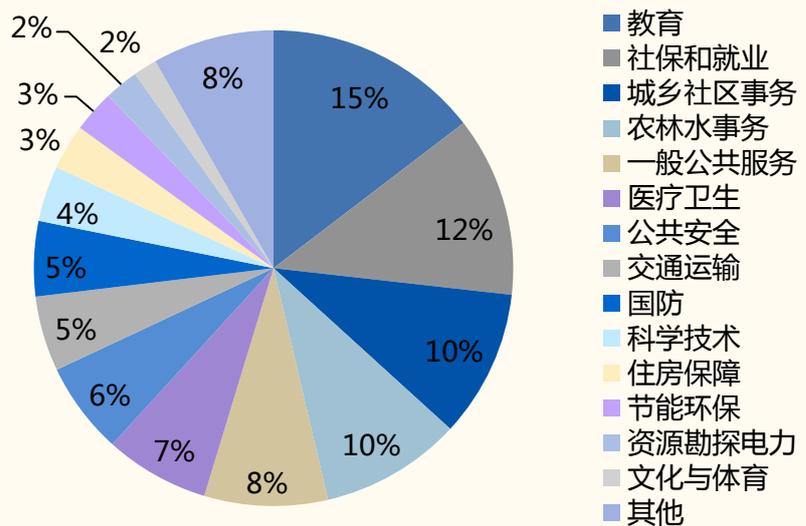
疫情影响下，我国一季度经济增速将明显放缓，市场对会不会出台更加积极的财政政策高度关注，本文着重分析了财政政策八个方向性问题。我们认为，财政的总体基调是：为了实现经济增长翻番目标，财政会偏向积极，但空间相对有限。而如果海外疫情失控，财政则会表现地更加积极。

## 一、疫情影响下，财政政策会明显放松吗？

疫情影响下，财政政策积极的方向确定，但程度上难以大幅放松。疫情影响的大背景下，财政政策积极方向是确定的，但我们认为程度上难以大幅宽松（当然这一判断基于海外疫情不出现严重恶化而影响到我国出口和制造业的前提下，倘若海外疫情恶化影响到我国外贸、出口和制造业等，那么为保证我国经济增长翻番的目标，财政宽松加码仍将出现），原因有以下几点：

第一，从财政支出的角度来看，疫情冲击供给侧，隔离导致生产、复工、开工缓慢且困难，同时消费和服务业受到更大的冲击，财政支出主要作用于需求侧，如公用事业、基建、教育、重大工程项目等领域，因此用刺激需求的方法来解决生产要素供给不畅是无效的。疫情以来，国家所采取的各项隔离措施导致工业生产、复工和开工缓慢。根据国金证券数据中心测算，从城市生活、交通和人口来看，3月以来整体复工和生产恢复率约为60%，多数企业生产受到影响，但这一问题依靠财政政策很难短期内提供较大帮助。此外，本次影响最大的是消费和服务业，目前第三产业整体复工、开工率整体仍然较低，而消费和服务业同样无法通过财政宽松解决。因为在财政支出结构中，教育、社保和就业、城乡社区事务、农林水务等是主要支出，占比达46.3%，而服务业和消费占比较少，因此对于本次疫情，单纯依靠扩大财政支出规模难以有效解决问题。

图表 1：财政支出占比较大的是教育、社保和就业、城乡社区事务等



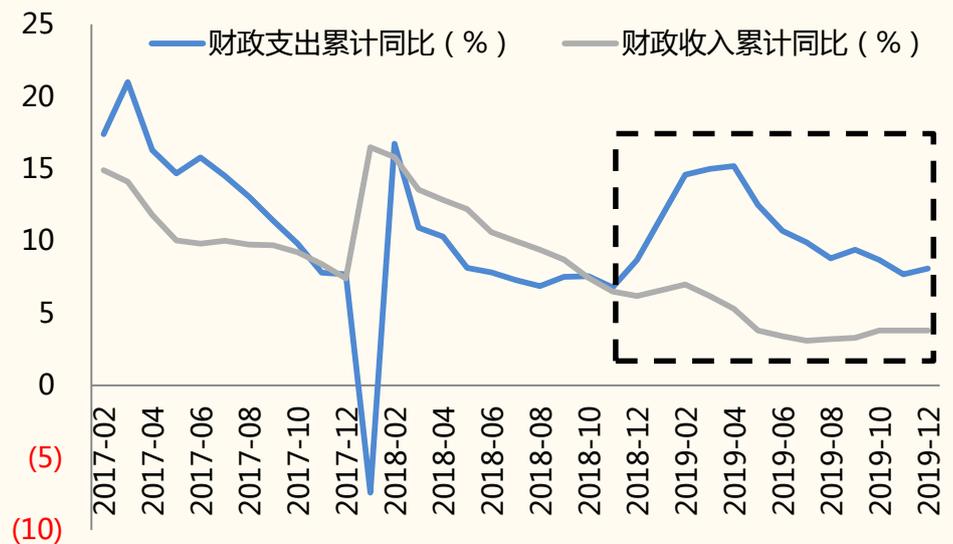
来源：Wind，国金证券研究所

第二，从财政收入的角度考虑，减税降费效果偏长期，疫情是短期冲击，因此

同样难以有效对冲经济增长下行压力。而从中长期来看，疫情对全年经济增长的影响相对有限，叠加财政去年减收增支压力上升，收支缺口放大，再次大幅宽松的可能性不高，但我们认为中小企业的减税降费政策仍值得关注。减税降费效果一般在半年到一年才能显现效果，而疫情从历史上来看一般是短期冲击，长期对经济增长的影响有限，所以短期大力度减税降费作为应对疫情的政策效用不高。从中长期来看，我们估算疫情对全年实际 GDP 增速的拖累可能相对有限，同时，部分行业在疫情结束后可能存在“回补性”，能够部分对冲疫情产生的负面影响，再叠加去年大规模减税降费带来的财政收支上的矛盾（2019 年财政支出同比均值约为 10%，财政收入同比约为 3.8%），我们认为大规模减税降费可能性不高。但我们建议关注国家对中小企业的减税降费政策。

3.3 国务院联防联控机制召开新闻发布会上财政部税政司领导谈到“降税减费”时提到“国务院常务会议决定推出第三批减税降费政策，这次聚焦的是增值税小规模纳税人”、“2020 全年仅社会保险费减负就会减轻企业负担超过 1 万亿元”、“减税降费方面还会有新政策出台”。由此可以看出，政策将会积极落实降税降费帮助中小微企业渡过难关。

图表 2：2019 年财政收支缺口，减收增支带来财政压力



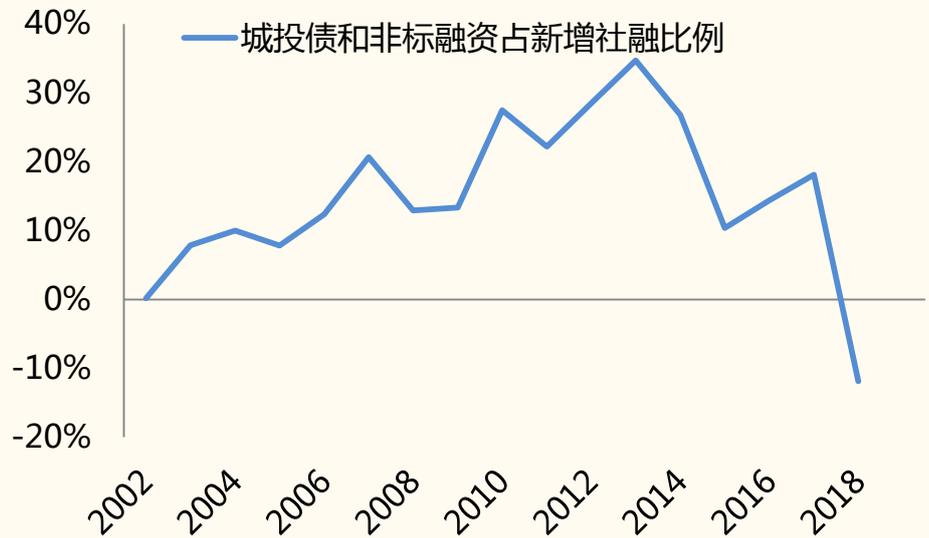
来源：Wind，国金证券研究所

第三，政府大力度宽财政空间相对有限。刘昆部长在 2.16《求是》杂志上发表文章《积极的财政政策要大力提质增效》中提到“今后一段时间，财政整体上面面临减收增支压力，财政运行仍将处于“紧平衡”状态。在这种情况下，单纯靠扩大财政支出规模来实施积极的财政政策行不通，必须向内挖潜，坚持优化结构、盘活存量、用好增量，提高政策和资金的指向性、精准性、有效性，确保财政经济运行可持续”。而财科院刘尚希院长也曾强调：“财政当下的首要任务是为疫情防控提供强有力的资金保障，确保不因资金问题影响疫情防控，但这并不意味着财政就要“敞口花钱”，也需要有明确边界和标准”。从这样的表述中可以看出，政府大幅放松财政空间相对有限，更多的可能注重结构调整，将钱花在刀刃上。

第四，地方政府债务和杠杆率仍高，一般财政空间有限。近些年地方政府高速扩张，积累了较高的隐形债务。政府杠杆率上升 2008 年的 10%左右上升至

2014 年最高的 24%左右，这其中统计的是政府显性债务，一部分隐性债务存在于地方国企和城投公司即非金融企业杠杆当中。综上所述，财政政策节奏可能因疫情影响前移，但全年来看，总量影响有限。

图表 3：2008-2014 年非标和城投债等地方政府融资方式激增



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：2012 年以来中央经济工作会议对财政政策的表述

年份	中央经济工作会议对财政政策的表述
2012年	实施 <b>积极</b> 的财政政策，要结合税制改革完善 <b>结构性减税政策</b> 。各级政府要厉行节约，严格控制一般性支出，把钱用在刀刃上。
2013年	实施 <b>积极</b> 的财政政策，进一步完善 <b>调整财政支出结构</b> ，厉行节约，提高资金使用效率，完善结构性减税政策，扩大营改增试点行业。
2014年	继续实施 <b>积极</b> 的财政政策，积极的财政政策要有力度，要促进“三驾马车”更均衡地拉动增长。
2015年	<b>积极</b> 的财政政策要加大力度， <b>实行减税政策</b> ，阶段性提高财政赤字率，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收，保障政府应该承担的支出责任。
2016年	财政政策要 <b>更加积极有效</b> ，预算安排要适应推进 <b>供给侧结构性改革</b> 、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。
2017年	<b>积极</b> 的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。
2018年	宏观政策要强化逆周期调节，继续实施 <b>积极</b> 的财政政策，积极的财政政策要加力提效， <b>实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模</b> 。
2019年	继续实施 <b>积极</b> 的财政政策，积极的财政政策要大力 <b>提质增效</b> ，更加 <b>注重结构调整</b> ，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。

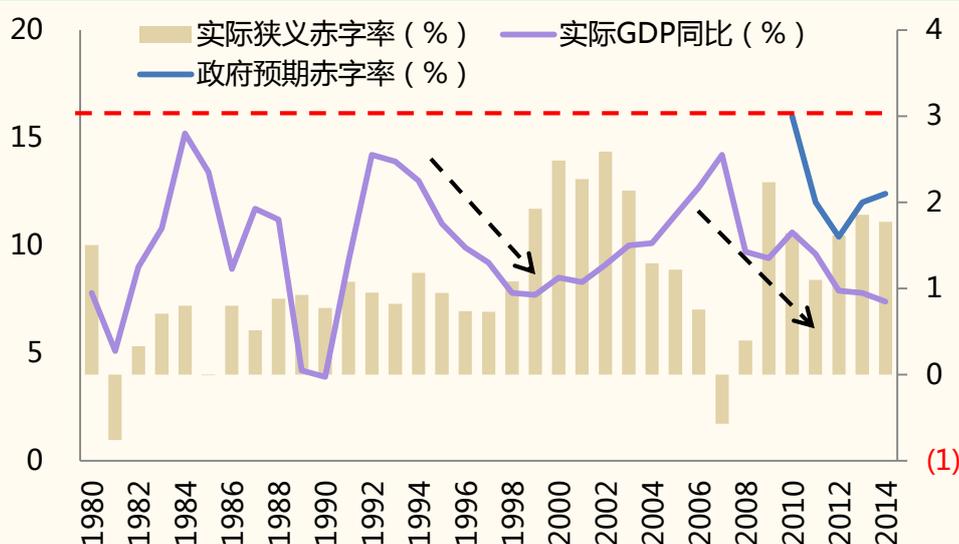
来源：新华网，国金证券研究所整理

## 二、预算赤字率会破“3”吗？

预算赤字率破“3”依然较难，但不能排除。我们预计 2020 年“两会”上政府拟安排的赤字率将由 2.8%升高至 3.0%，赤字率适当增加不可避免，但仍难以超过 3%。但如果海外疫情恶化，预算赤字率破“3”也不能排除。

历史上赤字率未超过 3%。1998 年亚洲金融危机爆发，我国经济增长是面临长期下行压力（由 1992 年实际 GDP 同比 14.2% 逐渐降至 1999 年 7.7%），政府采取积极的财政政策和宽松的货币政策，中央政府赤字额、赤字率以及杠杆率等指标不断攀升，2002 年相比于 1998 年，赤字额上升了 2227 亿元，赤字率上升至 2002 年最高的 2.59%，中央政府杠杆率上升了 15%（5.2% 上升至 20.1%），但国家公共财政赤字率依然没有突破 3% 的红线。2008 年全球金融危机爆发，我国实际 GDP 同比由 2007 年 14.2% 降至 2009 年 9.4%，赤字率由 -0.57% 提高到 2.23%，也未突破 3% 的赤字红线。说明即便在大的经济金融危机之下，政府赤字率依然很难突破 3% 的红线，而本次疫情对经济的影响偏短期，长期影响有限，因此我们认为赤字率依然难以超过 3%。

图表 5：历史上，财政赤字率均未破“3”



来源：Wind，国金证券研究所

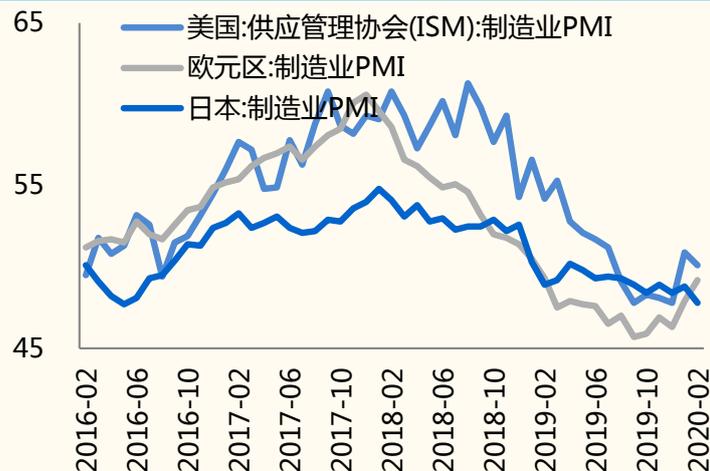
但值得注意的是，本次海外疫情存在较高的不确定性，美国十年期国债收益率已降至 0.74% 的历史低位，美股均大幅下跌，黄金飙升，市场对疫情影响下的美国乃至全球经济非常悲观。如果海外疫情恶化引起外需急速下滑，将对我国外贸和制造业造成负向冲击，那么适当提高赤字率至 3% 以上以应对内外需下行、保增长、完成 GDP 翻番目标也是有可能的。

图表 6: 美债收益率历史新低, 黄金大涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 2 月全球制造业 PMI 再度下跌 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

### 三、会发长期建设国债吗？

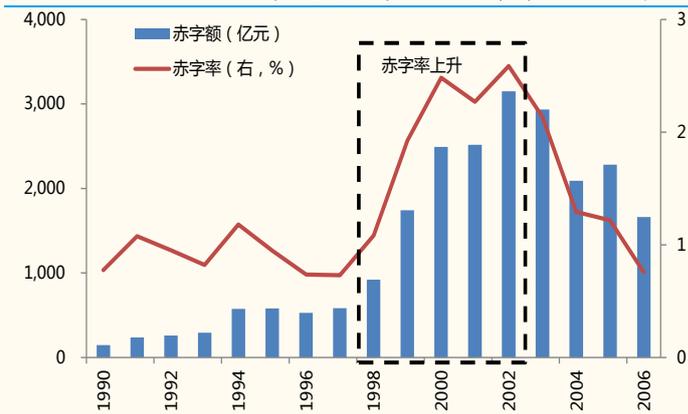
我们认为发行长期建设国债的概率偏低。90 年代发行长期建设国债推动基础设施建设是为应对长期经济下行风险。1997 年亚洲金融危机爆发，我国经济面临长期下行风险。从政府工作会议的表述可以看出，财政转向积极，积极财政表现为中央政府加杠杆，具体形式是大量发行长期建设国债，支持基础设施建设。1997-2002 年，长期国债共计发行 6600 亿元，重点投向水利、交通、通信等基础设施建设，并且长期国债带动银行贷款和其他社会资金形成 3.28 万亿元，两者合计占该时间段内全社会固定资产投资的比重达到 22.9%。现阶段，疫情对于经济增长影响是短期的，随着开工、复工逐步改善，经济增长反弹概率较大，因此我们认为发行长期建设国债的必要性不高。

图表 8：1998 年财政和货币政策开始转向

时间	财政政策	货币政策
1997年	适度从紧	适度从紧
1998年	适度从紧转积极	适度从紧转稳健
1999年	积极	稳健
2000年	积极	稳健
2001年	积极	稳健
2002年	积极	稳健

来源：历年政府工作报告，国金证券研究所

图表 9：1998-2002 年我国赤字额和赤字率明显上升

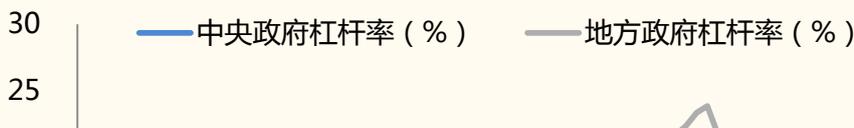


来源：财政部，国家统计局，Wind，国金证券研究所

#### 四、地方政府专项债额度会扩大多少？

相比于 2019 年 2.15 万亿规模，地方专项债规模将明显上调，区间范围可能在 3.15-3.5 万亿。地方政府专项债发行可能明显增加的原因有四点：第一，专项债不计入财政赤字，是广义财政的重要手段；第二，基建是稳增长的重要手段，而专项债是基建投资最重要的资金来源，基建投资自 2018 年“硬着陆”以来一直较为低迷，为应对经济下行基建投资首当其冲，因此专项债的发行额度也可能会增加；第三，疫情对短期经济造成负向影响，未来国家将出台相关政策大力度支持企业恢复生产经营，其中主要政策手段之一就是专项债。2018，2019 年地方政府专项债预算分别为 1.35 和 2.15 万亿，我们认为 2020 年地方政府专项债有望升至 3.15-3.5 万亿区间当中。第四，海外疫情如果发进一步恶化或失控，从而导致我国外需下滑，拖累经济增长，那么作为基建稳增长重要的资金来源专项债也将更加积极。但我们认为，地方政府专项债仍然有地方政府债务和杠杆率的约束，其增长幅度依然受限。

图表 10：地方政府杠杆率偏高



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\\_6712](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6712)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>