

统筹收支，提质增效 ——2020年财政政策展望

■ **货币政策空间扩大为财政政策“减压”。**出于对冲经济下行压力加大的考虑，今年全球主要经济体的货币政策预计仍将延续宽松，中美利差目前也维持在120个BP左右，显著高于历史上100个BP左右的“舒适区间”。今年我国货币政策的操作空间将相应有所扩大，相对减轻了财政政策在“稳经济”方面的压力。

■ **地方偿债高峰临近压缩积极财政操作空间。**从总量上看，地方政府显性债务规模近两年明显增加；从偿债压力看，在不考虑隐性债务的情况下，专项债付息压力总体稳定，但地方一般债付息压力明显上升；从到期情况看，地方政府自2020年开始进入偿债高峰。这些因素都将压缩今年我国财政政策的积极空间。

■ **财政收入端：筹措资金，延续积极。**预计今年将上调目标赤字率至3%，同时，继续从各级政府预算稳定调节基金、政府性基金、国有资本经营收入及结转结余中调入资金以弥补1.6万亿左右的一般公共预算收支缺口。今年新增专项债限额预计将增加至约2.65万亿元。央地税收划分改革的实质性推进也将进一步夯实地方财税基础，巩固和落实减税降费成效。

■ **财政支出端：重视结构，提质增效。**今年财政仍需要通过压缩一般性支出来保障具有乘数效应的重点领域的资金，预计涉及“三大攻坚战”的城乡社区事务、节能环保、农林水、债务付息等支出增速将相对较快。此外，“专项债新政”及基建类项目比例的提高将对基建投资有更为明显的拉动，预计最高可拉动基建投资4-5个百分点，较去年的政策成效更为明显。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

王炳

宏观研究员

☎：0755-83078057

✉：wbing@cmbchina.com



目录

一、财政政策空间：主动与被动收窄并存	1
（一）主动收窄：货币政策空间扩张的替代效应	1
（二）被动收窄：地方偿债高峰来临	2
二、收入端：筹措资金，延续积极	3
（一）目标赤字率：上调至 3%	3
（二）存量资金：弥补收支缺口	5
（三）新增专项债：预计 2.65 万亿元左右	8
（四）税收：夯实地方基础，巩固落实成效	9
三、支出端：重视结构，提质增效	10
（一）优化支出结构，保障重点领域	10
（二）继续推进专项债资金做项目资本金	11
（三）优化专项债项目结构	11
四、小结	12



图目录

图 1: 中美利差目前高于历史“舒适区间”	1
图 2: 地方政府债务余额逐渐增加	3
图 3: 地方政府偿债压力总体增加	3
图 4: 地方政府债务偿还即将迎来高峰	3
图 5: 城投债到期偿还金额依旧较高	3
图 6: 2018 年全国一般公共预算缺口与调入资金关系图	4
图 7: 预计 2020 年目标赤字率和实际赤字率均会有所提高	5
图 8: 中央预算稳定调节基金余额剩近千亿元	6
图 9: 国有资本经营预算调入公共财政比例逐渐提高	6
图 10: 目标赤字与实际赤字差额的扩大意味着需要调入资金的增加	7
图 11: 2020 年新增地方政府专项债限额预计约 2.65 万亿元左右	9
图 12: 央地财政收入比重保持稳定	10
图 13: 消费税是当前增速较高的主体税种	10
图 14: 中央本级三公经费压缩力度逐渐加大	11
图 15: 各项财政支出增速及金额占比	11
图 16: 2019 年“专项债新政”并未明显拉动基建	12
图 17: 基建类项目在专项债项目中占比较低	12

表目录

表 1: 一般公共预算收支缺口及调入资金预测表	5
表 2: 新增专项债限额约等于当年政府性基金预算收支差额	8
表 3: 政府性基金预算收支预测表	9

2019年，为应对国内经济下行压力，积极财政政策加力提效，对激发微观主体活力、培育经济内生增长动力发挥了重要作用。但在“减税、降费、增支”的政策推进过程中，财政收支矛盾也逐渐凸显。在此情况下，各地纷纷通过盘活存量资金及压缩一般性支出等方式，保障重点领域和重大项目支出，提高财政资金的使用效率。面对2020年全面建成小康社会的历史重任，继续依靠积极的财政政策托底经济，优化经济结构仍将是明年宏观政策的必然选择，但财政政策也会受到地方政府偿债高峰来临、财政收入增收乏力、减税降费空间下降等因素的制约。因此，如何在较今年有更多制约因素的情况下延续积极财政，就值得我们深入进行思考。

一、财政政策空间：主动与被动收窄并存

（一）主动收窄：货币政策空间扩张的“替代效应”

货币政策空间扩大为财政政策“减压”。相较财政政策，货币政策在平衡内外部均衡方面需要做更多考量。2019年以来，受贸易摩擦及地缘政治不确定性影响，全球经济增长持续放缓。在此背景之下，全球已有近30家央行宣布降息，其中不仅包括美联储、欧央行等发达经济体央行，也包括俄罗斯等新兴经济体央行。出于对全球经济增长乏力的担心，市场普遍预计今年全球货币政策宽松潮将得到延续。同时，截至2019年末，中美10年期国债120个BP左右的利差显著高于历史上100个BP左右的“舒适区间”。因此，预计今年以美国为首的全球主要经济体货币政策对我国货币政策的制约将明显降低，我国货币政策的操作空间将有所扩大，这也将减轻财政政策在“稳经济”方面的压力，便于财政政策主动调整，在结构优化方面更多着力。

图1：中美利差目前显著高于“舒适区间”



资料来源：WIND、招商银行研究院



为平衡收支压力，部分手段的运用意味着未来财政积极空间的收窄。在“减收、增支、控杠杆”的“财政不可能三角”约束下，大规模的减税降费、“房住不炒”下土地出让收入增速的下滑，以及严控地方隐性债务的去杠杆举措都对 2019 年我国各级政府收入端形成明显冲击。为保障重点领域和重点项目资金，财政部从去年下半年开始就要求进一步压缩一般性支出、盘活存量资金（政府资产处置、国有金融机构与央企利润上缴、政府性基金收入等）。这些手段的存在延申了财政积极空间的“安全边界”，可以一定程度上避免财政收支矛盾衍化为新的风险点。但去年的大规模使用意味着对今年使用力度的边际减弱。因此，今年的财政政策需要主动做出调整，留出“安全边界”。

总体来看，财政政策与货币政策作为政府需求侧管理的两大调控手段，在不同发展阶段、不同宏观环境下的政策空间会有所不同。当前，货币政策空间的扩张或对财政政策在稳增长中的作用形成一定“替代”，而财政收支压力所导致的部分平衡收支手段的更多使用则意味着今年财政政策积极空间的收窄。

（二）被动收窄：地方偿债高峰来临

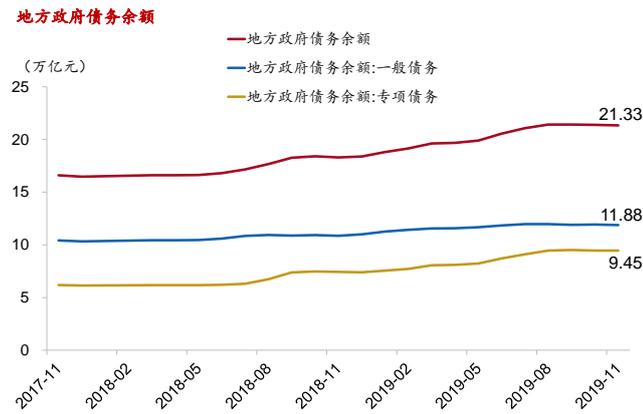
地方政府债务可以分为显性债务和隐性债务。显性债务一般包括地方政府一般债和专项债，而隐性债务则没有明确的定义，一般认为地方政府以合法方式（一般债+隐性债）以外的方式承担的债务都属于隐性债务。

从债务总量看，地方政府债务显性债务规模近两年明显增加。截至去年 11 月末，地方政府债务余额（一般债+专项债）已达 21.3 万亿元，较 2017 年提高 4.86 万亿元。而除了由地方标准化债务形成的显性债务外，各地方还存在着庞大的隐性债务，虽然官方未披露隐性债务的具体金额，但市场对此的预测大约集中在 30-40 万亿，远高于地方政府的显性债务余额。

从债务偿还压力看，在不考虑隐性债务的情况下，专项债付息压力总体稳定，但地方一般债付息压力明显上升。按规定，地方一般债的付息资金来源于一一般公共预算收入，而专项债付息资金来源于政府性基金收入。照此测算，一般债务付息资金占地方一般公共预算收入（本级预算收入+中央转移支付收入）的比重近年来明显提高，而专项债付息资金占地方政府性基金收入的比重则总体稳定。但若考虑隐性债务化解的情况（土地出让收入是地方政府化解隐性债务风险的主要资金来源），地方政府的债务付息压力很可能进一步提高。

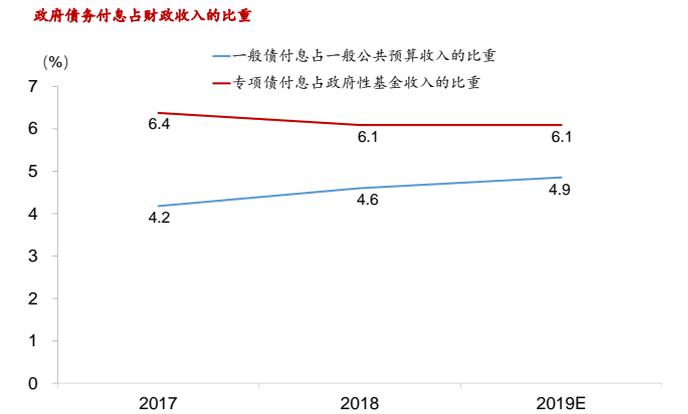
从债务到期情况看，地方政府自今年开始将进入偿债高峰期。据统计，今年地方政府的偿债金额将增加至 2.1 万亿元，而到 2023 年，将进一步提高至 3.5 万亿元的峰值。此外，随着近两年专项债发行规模的大幅提升，未来偿债新的峰值预计还会出现。隐性债务风险化解工作在今年已有实质性推进，虽然具体化解规模仍不得而知，但可以肯定的是，化解隐性债务风险将挤占更多财政资金。尤其需要注意的是，城投平台债务偿还高峰也已到来，如果其兑付出现问题，那么政府将很可能出面化解违约风险，这很可能意味着对部分财政资金的挤占。

图 2：地方政府债务余额逐渐增加



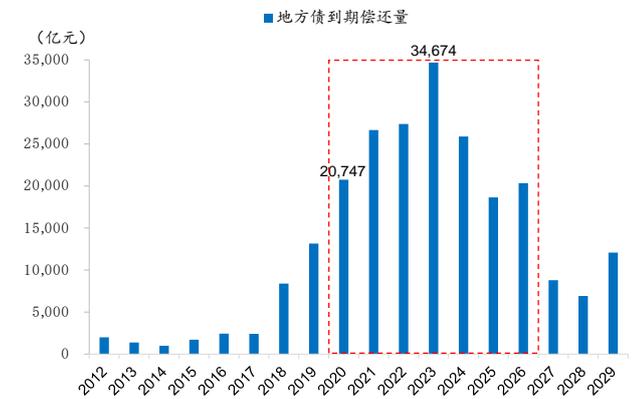
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：地方政府偿债压力总体增加



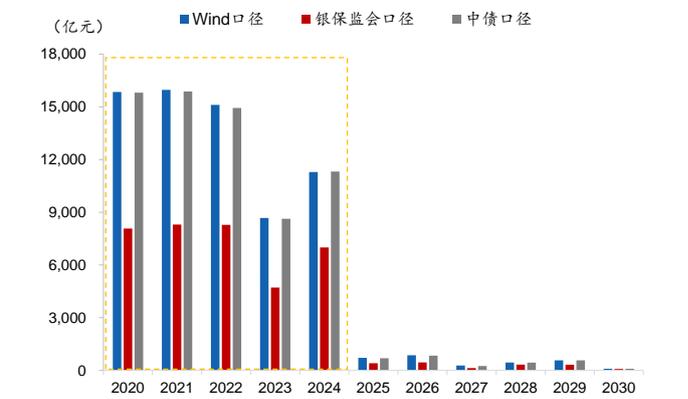
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：地方政府债务偿还即将迎来高峰



注：数据截止时间为 2019 年末
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 5：城投债到期偿还金额依旧较高



注：数据截止时间为 2019 年末
资料来源：WIND、招商银行研究院

二、收入端：筹措资金，延续积极

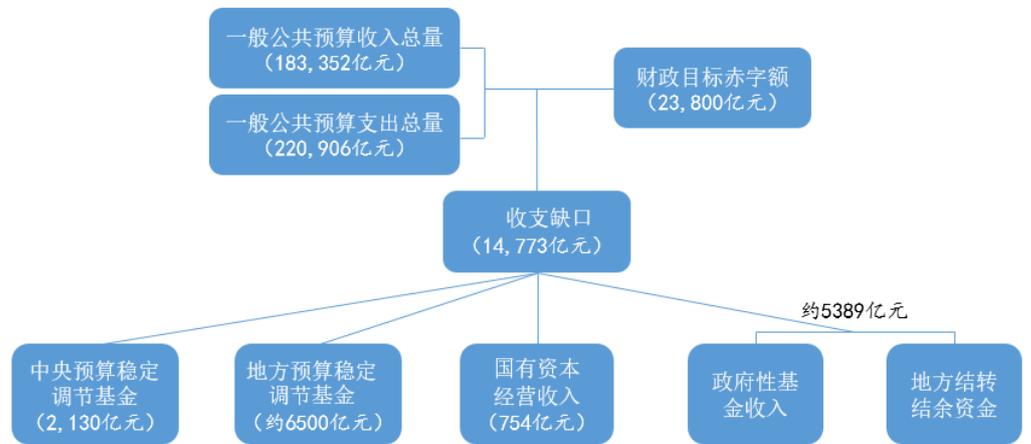
(一) 目标赤字率：上调至 3%

3%的财政目标赤字率或是我国一般公共预算所遵循的赤字率上限。2010 年以来，我国财政赤字率目标始终严格限定在 3%以内，与欧盟《马斯特里赫特条约》提出的 3%红线相呼应，即使在经济下行压力较大的 2015 年和 2016 年也不例外。2018 年末，中美贸易战对我国经济的负面影响显现，市场普遍预计财政目标赤字率将上调至 3%以上，才能筹集足够的财政资金。但最终 2019 年《政府工作报告》公布的财政赤字率仅上调 0.2 个百分点至 2.8%，远低于市场预期。究其原因，在于我国财政预算体制及财政目标赤字率的计算方法的特殊性，3%的目标赤字率或是我国遵循的赤字率上限。

可以通过调入资金的方式弥补一般公共预算收支缺口，以实现目标赤字率不高于 3%。我国目前的预算体制下，除社会保险基金预算外（《预算法》规定社会保险基金预算资金不得用于平衡一般公共预算），政府性基金预算和国有资本经营预算中的部分资金均可通过调入的方式，弥补一般公共预算收支缺口。

此外，中央和地方的预算稳定调节基金与结转结余资金也可调入弥补缺口。正是因为这一制度的存在，我国历年的目标赤字率才得以控制在不超过 3%的水平。

图 6：2018 年全国一般公共预算缺口与调入资金关系图



注：1.地方预算稳定调节基金金额为根据部分省市披露数据的推算数

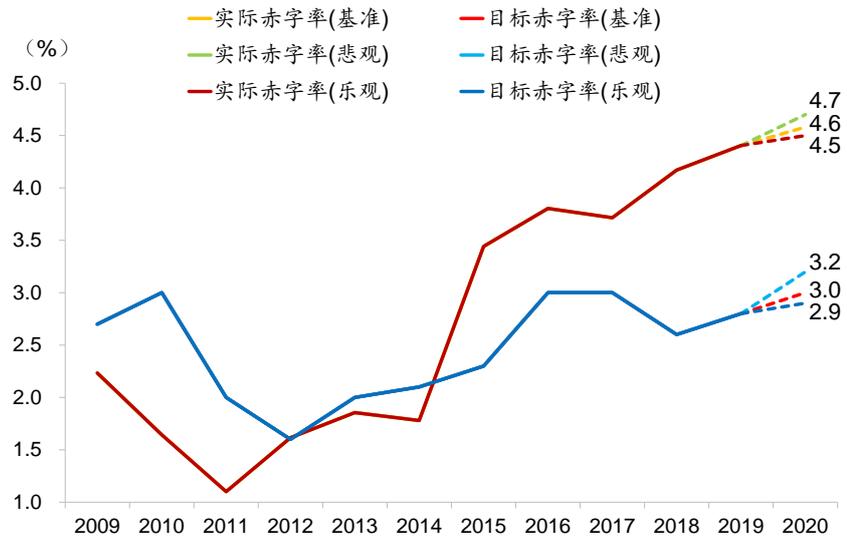
2.政府性基金收入与地方结转结余资金金额为收支缺口金额与其他调入资金的差值

资料来源：财政部、招商银行研究院

2020 年财政目标赤字率很可能提高至 3%。财政赤字是逆周期调节的重要工具，提高与否需要考虑包括稳增长目标在内的诸多因素。例如，赤字规模的设定还需要考虑国家主权评级、政府债务偿付能力、财政资金使用效率等因素，尤其在面对经济结构调整难题时，通过赤字这一工具增加财政资金的“有形之手”，往往是可行而必要的政策选项。回顾金融危机以来的赤字率变化可以发现，自 2016 年开始，赤字率经历了明显的大幅提升（2018 年赤字率下调主要源于当时中国经济稳中向好，财政状况不断改善），这既是稳增长的需要，更是新的发展阶段下推进供给侧结构性改革的需要。因此，从中央经济工作会议确定的财政政策基调来看，2020 年财政目标赤字率很可能较 2019 年 2.8%的水平有所上调，预计将达到 3%。据此推算，2020 年全国财政赤字规模约为 31,100 亿元，较 2019 年提高约 3,500 亿元。

基准情景下，2020 年财政实际赤字率或将达到 4.6%。按照国际惯例，通常会以一般公共预算收支差额来推算实际赤字率水平。照此计算，我国实际赤字率在 2019 年或达到 4.4%，而按照中央经济工作会议“圆满收官”的要求，2020 年实际赤字率预计将提升至 4.6%。悲观和乐观情景下，财政实际赤字率预计分别为 4.8%和 4.5%。

图 7：预计 2020 年目标赤字率和实际赤字率均会有所提高



资料来源：WIND、招商银行研究院

(二) 存量资金：弥补收支缺口

通过测算，今年的一般公共预算收支缺口大约为 16,882 亿元，而且，从预算稳定调节基金、国有资本经营预算、政府性基金预算和结转结余中有足够的资金可供调用以弥补这一缺口，这也决定了今年的目标赤字率不会超过 3% 的水平。

表 1：一般公共预算收支缺口及调入资金预测表

指标		2018	2019E	2020E
名义GDP增速 (%)		12.0	7.2	7.5
名义GDP (亿元)		919,281	965,000	1,038,000
目标赤字率 (%)		2.6	2.8	3.0
赤字额 (亿元)		23,800	27,600	31,100
一般公共预算收入	增速 (%)	6.2	5.0	4.0
	预算金额 (亿元)	183,359	192,500	200,200

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_7786

