

# 财政“缺钱”了怎么办？

2022年06月07日

年初财政部制定全年预算时，规划全年减税退税规模 2.5 万亿，并隐含 6%~10% 的全年基建投资增速。毫无疑问，今年是一个典型的财政大年。对比历史其他时期，只有 2020 年财政扩张幅度与今年类似。然而年初财政预算在实际落地过程中，需要经受两大挑战。地产历史罕见下滑，始料未及的奥密克戎疫情扰乱经济秩序。

我们做过测算，地产下滑或导致地方财政面临 1.4 至 2.7 万亿规模的土地出让金收缩；而为应对超乎预期的奥密克戎疫情，财政因此背负 2~3 万亿新增收支缺口。地产和抗疫所致财政压力，并未在年初预算中得到充分规划。若寻求不到增量资金，年初规划的财政平衡将被打破，财政力度不得不面临缩减。正因如此，我们关注后续财政可能采用哪些增量工具筹措资金，填补地产和抗疫所致的新增财政收支缺口（万亿级别），打开财政发力空间。

## 历史经验显示，腾活财政资金共有 6 种方式（对应 6 种新增财政工具）

（一）使用账面结存资金。结存资金是指往年财政运行“余钱”累积所致。当前财政账面结存资金略超 2 万亿。

（二）盘活预算外资金。2014 年新《预算法》之前，地方财政体系之外游离着一部分预算外资金。新《预算法》出台后，这部分资金逐步依规入账，目前可用的预算外资金规模非常有限。

（三）盘活存量国有资产。根据既有规定，政府可利用 PPP、REITs 等方式处置相关闲置资产，亦或转让自身优质项目筹资，用于偿债或新增投资等。盘活存量资产筹措资金，最大约束在于无法短期内筹措足万亿规模资金。

（四）加大国企利润上缴。特殊年份，财政依规可加大国企利润上缴比例，从而获取更多国企利润。今年年初央行及其他专营机构已经上缴过去两年结存利润 1.65 万亿。年内再上缴万亿级别国企利润，可行性非常低。

（五）扩大债券发行额度。历史有过先例，经济下行压力较大时期（1998 年至 2000 年），年内增扩赤字额度，从而新增发行国债和一般地方债。遇到特殊原因（譬如 2020 疫情），可增发抗疫特别国债。2020 年发行 1 万亿抗疫特别国债，特别国债或是短期内财政筹措万亿级别资金的最有效方式。

（六）增扩财政预算外资金。历史上增扩预算外资金，本质上是扩大预算外负债融资，具体有两种方式：一是通过政策性银行提供配套资金，例如政策性银行发债设立专项建设基金，又例如直接打开政策性银行信贷空间。二是打开商业银行信贷空间，令商业银行提供投资项目的配套资金。近年隐性债务监管趋严，通过政策性银行提供配套资金，逻辑更顺畅。

## 未来或有的财政再平衡路径。

财政增量工具看似繁多，大部分工具或因本身能够筹措的资金规模有限，或无法在半年不到时间筹措万亿级别资金。短期内真正能够筹措万亿级别资金，有四种方式可供选择：一是尽快推动复工复产，修复经济从而防止财税收入过快下滑。二是进一步放开地产政策，尽量避免土地出让金规模过快收缩。三是发行特别国债，尤其是发行抗疫特别国债。四是放开政策性银行信贷或者发行专项建设债券。上述四条财政再平衡方式，可归总为两条路径：修复经济（含地产链企稳），放开政府债务融资及银行信贷空间（含政策性银行信贷）。从财政视角切入，我们可以密切跟踪近期三条重要的宏观线索，一是短期内复工复产节奏；二是后续地产政策放松力度；三是政府债务及信贷空间打开幅度。

风险提示：经济趋势超预期，稳地产政策不及预期，疫情发展超预期。



### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

### 研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

### 相关研究

- 1、《特别国债规模或有何几何？》——疫情影响研究系列（五）
- 2、《算一算抗疫的财政账本》——疫情影响研究系列（四）
- 3、《被地产牵引的基建》——2022 年基建研究系列（四）
- 4、《地产的底在哪儿》——地产青铜时代（三）

# 目 录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1 资金来源之一，使用账面结存资金 .....   | 3  |
| 2 资金来源之二，盘活政府预算外资金 .....  | 4  |
| 3 资金来源之三，盘活存量国有资产 .....   | 5  |
| 4 资金来源之四，加大国企利润上缴 .....   | 7  |
| 5 资金来源之五，扩大债券发行额度 .....   | 8  |
| 6 今年特例，0.4 万亿剩余结存利润 ..... | 9  |
| 7 预算外增扩资金的两处来源 .....      | 10 |
| 8 理解增量财政工具的意义 .....       | 11 |
| 9 风险提示 .....              | 13 |
| 插图目录 .....                | 14 |
| 表格目录 .....                | 14 |

## 1 资金来源之一，使用账面结存资金

常规的财政收支缺口有两种填补方式，一则发行债券融资，二则用财政存量资金填补。所谓存量资金，主要来自于之前年份财政收大于支的滚存结余。可以简单将此理解为财政“余钱”。

参照历史经验，若因为某些不可提前预测因素，财政在实际运行过程中收支缺口扩大，则会临时调用财政“余钱”来填补收支缺口。

以 2018 年为例，当年实际财政运行过程中，调度并使用财政“余钱” 1.2 万亿。

**按照财政账本数据推算，今年可供调用的财政存量资金规模上限约 2.3 万亿。**

2022 年初，存量资金规模达到 3.5 万亿。这笔资金主要来自于 2020 年末使用的 2.6 万亿财政“余钱”。

年初两会公布 2022 年财政预算账本，全年计划动用 1.2 万亿财政“余钱”，推算仍有 2.3 万亿财政“余钱”。

若这 2.3 万亿财政存量资金全部用于今年，则今年可再度调用的财政存量资金达 2.3 万亿。

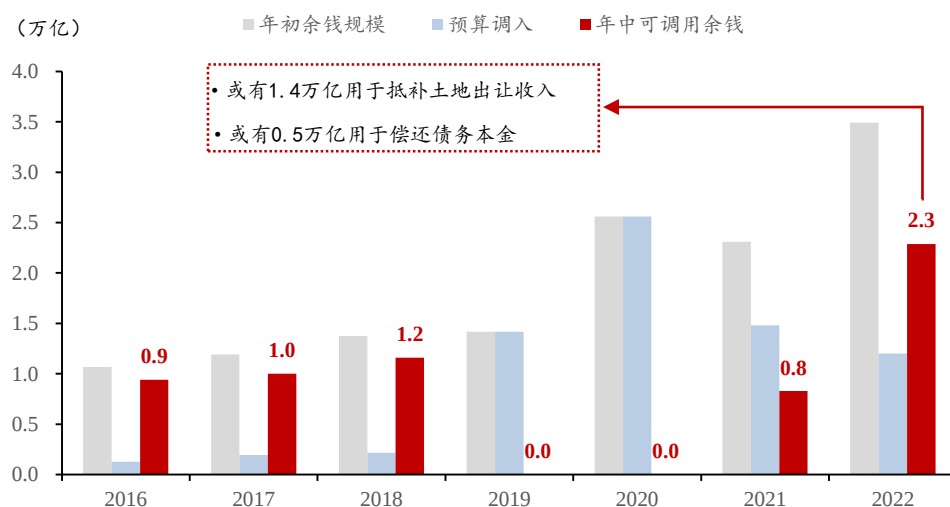
**遗憾的是，这笔 2.3 万亿的财政存量资金，不能百分百调度使用。**

2.3 万亿财政存量资金，大部分结存资金归属地方。归属于中央的部分仅 0.1 万亿元，2.2 万亿归属于地方政府。

本地财政结存资金调度比较顺畅，跨地调度地方财政“余钱”，存在一定难度。例如浙江省财政“余钱”用于填补浙江财政收支缺口，较为顺畅；然而将浙江省财政“余钱”调度至河北省，补充河北省财政收支缺口，资金调度存在难度。这就意味着 2.3 万亿财政“余钱”的真实使用效率并非百分百。

此外，每年财政“余钱”，还将留一部分用于偿还债务本金，2020、2021 两年，财政资金偿付本金均达到当年债务到期规模的 5%，若按此比例推算，今年将有 0.5 万亿财政资金用于偿付债务。考虑债务还本，今年实际可调度的财政“余钱”更是少于 2.3 万亿。

**图 1：保守估计，今年尚有 2.3 万亿“余钱”可在年中动用**



资料来源：财政部，民生证券研究院预测。注：年中可调用余钱=年初可调用余钱-年初预算调用余钱。

**表 1：账面存量资金的形成方式（以 2015 年为例）**

| 措施                         | 主要内容                                                                                                                                                                                   |
|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>【2015 年账面存量资金的形成方式】</b> |                                                                                                                                                                                        |
| 清理一般公共预算结转结余资金             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 各级一般公共预算 2012 年及以前年度结转资金，应当作为结余资金管理，补充预算稳定调节基金，统筹用于 2015 年及以后年度预算编制；</li> <li>• 2013 年结转资金应加快执行，不需按原用途使用的，应按规定统筹用于经济社会发展亟需资金支持的领域。</li> </ul> |
| 清理政府性基金预算结转资金              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 政府性基金预算结转资金规模较大的，应调入一般公共预算统筹使用；</li> <li>• 每一项政府性基金结转资金规模一般不超过该项基金当年收入的 30%。</li> </ul>                                                       |
| 加强转移支付结转结余资金管理             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 对上级政府 2012 年及以前年度专项转移支付结转资金，预算尚未分配到部门的，由下级政府交回上级政府；</li> <li>• 已分配到部门的，由该部门同级政府收回统筹使用。</li> </ul>                                             |
| 加强部门预算结转结余资金管理             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 加大结转资金执行力度，原用途不需使用的资金可用于其他项目。</li> </ul>                                                                                                      |
| 加强预算周转金、预算稳定调节基金和偿债准备金管理   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 严格控制预算周转金额度，不得超过预算法实施条例规定的比例。</li> <li>• 从 2015 年 1 月 1 日起，地方各级政府不得新设各种形式的偿债准备金</li> </ul>                                                    |

资料来源：《国务院办公厅关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知 国办发〔2014〕70 号》，民生证券研究院整理

## 2 资金来源之二，盘活政府预算外资金

2014 年新《预算法》规定，所有财政收支必须归入预算，接受预算法考核。自此之后，中国财政本严格按照预算“四本账”进行统筹管理。

**历史原因，新《预算法》实施之前，中国财政存在一定预算外资金。之所以在预算体系之外沉淀资金，主要有三点原因：**

其一，地方虚列支出，直接虚构支出，亦或将不符合规定的支出按权责发生制入账。

其二，少列收入，收入不足额上缴财政，亦或拖延非税收入的入账时间。

其三，往年已经记做支出的国库集中支付结余，若未在 2 年内用尽，应被收回统筹使用。

2014 年审计署曾经发文并要求做好存量资金盘活，2015 年及以后，历史原因形成的预算外资金逐步向国库集中。我们曾经测算，2015-2019 年均盘活账外资金 0.6 万亿。

**然而新预算法实施以后，中国财政运行越发规范。类似于 2014 年之前的预算外资金沉淀，2015 年以后鲜少发生。我们估算当前时点，盘活预算外资金，能够贡献的财政增量资金，规模着实有限。**

**表 2：盘活账外存量资金的具体方式**

| 措施              | 主要内容                                                                                                                                                   |
|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>【账外资金盘活】</b> |                                                                                                                                                        |
| 各类虚列支出形成的结余资金   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 地方各级政府除国库集中支付年终结余外，一律不得按权责发生制列支，严禁违规采取权责发生制方式虚列支出。</li> <li>• 严禁违规将财政资金从国库转入财政专户并虚列支出</li> </ul>              |
| 国库集中支付结转结余      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 对因清理国库集中支付年终结余新产生的权责发生制核算事项，要在 2 年内使用完毕。</li> </ul>                                                           |
| 各类少列收入形成的结余资金   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 严格执行非税收入国库集中收缴有关规定，取消收入过渡性账户，确保非税收入及时足额上缴财政。</li> <li>• 坚决杜绝延迟缴库等调节财政收入的行为。严禁采取各种方式虚列收入或应计未计收入挂往来。</li> </ul> |

资料来源：《国务院办公厅关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知 国办发〔2014〕70 号》，民生证券研究院整理

### 3 资金来源之三，盘活存量国有资产

按照历史经验，在财政收支紧张年份，地方政府可以多渠道盘活各类资产，作为有效的筹资手段。

譬如 2019 年，增值税税改，地方财政收支缺口放大，当年国有资产产权转让收入增速达 190%，同比多增 236 亿元，调入公共财政预算支撑收入。

今年年初预算报告中，为达到政府过紧日子的目标，同样提到“盘活财政闲置资产”。5 月 19 日，国务院下发《进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（下称《意见》），指出为扩大有效投资，降低政府债务风险，进一步盘活存量资产。

#### 盘活国有资产范围。

主要包括政府已收储的闲置土地、各类公共基础设施、其他可利用资源等。在近期下发的《意见》中，国企事业单位的长期闲置资产，譬如老旧厂房、非主业资产同样被纳入可盘活的资产范畴内。

#### 国有资产盘活方式。

主要包括政府和社会资本合作（PPP）模式、REITS、转让股权、经营权亦或直接出售等方式。

**PPP、REITs 对盘活资产的回报收益有较高求，项目审核时间较长，短时间内或难成为集资的有效方式，应将其视作政府长期盘活资产的方式。**

2017 年，政策最先开始通过推广政府和社会资本合作（PPP）模式盘活基础设施存量资产。对拟采取 PPP 模式的存量基础设施项目，根据项目特点和具体情况，可通过转让-运营-移交（TOT）、委托运营、股权合作等多种方式，将项目的资产所有权、股权、经营权、收费权等转让给社会资本。2017 年 PPP 项目投资增速达 106%，当年新增投资 2.3 万亿，盘活规模可观。

隐债严监管背景下，近年 PPP 项目新增投资额不断缩减。2017 年以后，与 PPP 相关的政府债务风险不断上升，PPP 项目入库标准趋严，项目投资额增速下行，2021 年新增投资额 1.3 万亿，增速仅达 10%。

同时，PPP 项目从发现到落地时间较长（截至 2021 年末，PPP 平均落地时间为 114 天），难以成为今年年内盘活存量资产的有效方式。

REITs 发行空间广阔，但对底层资产质量要求较高，短期内难以大规模发行。

2005 年-2014 年起步阶段开始提出 REITs 概念，自 2021 年起，中国公募 REITs 市场加速建设并实质推进。目前全市场 12 只公募 REITs 合计发行规模约 458 亿元，最新市值 520 亿元（按 6 月 6 日收盘价计算），落地率为 66.66%（目前申报 18 只产品，成功发行 12 只），平均落地时间 52 天，相较 PPP，REITs 对项目回报收益有更高要求，项目审批也更为严苛。

**短期内国企更有可能通过直接出售、企业间收并购方式，盘活长期闲置、投资回报不高的项目资产。**

《意见》强调，企业可依托国有资本投资、运营公司，通过进场交易、协议转让、无偿划转、资产置换、联合整合等方式盘活存量资产，并且支持国有资产投资公司、运营公司发债用于盘活资产。

同样，这一资产盘活方式，也很难在年内短期释放出较大规模。

**盘活国有资产所得资金用途。**

盘活资产资金一般用于项目的职工安置以及相关债务的偿还。而《意见》指出，本轮盘活资产所得收入还应确保用于新增项目投资。且对于地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区，盘活存量公共资产回收的资金可适当用于“三保”支出及债务还本付息。

经过几十年的积累，政府的存量资产可观，但是短期盘活的量或较为有限，依赖社会资本盘活的 PPP、REITs 方式，对存量项目质量提出较高要求，短时间可能难以大规模发行。我们认为，年内盘活资产更多针对的是那些闲置时间长，且收益有限的国有资产，且盘活资金主要用于解决地方财政紧张的燃眉之急，抵补收支缺口。

**表 3：2022 年盘活存量资产的对象、方式以及资金用途**

| 主要内容 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 参与主体 | <ul style="list-style-type: none"> <li>存量资产多、建设任务重、负债率较高的国有企业</li> <li>鼓励民营企业根据实际情况，参与盘活国有存量资产</li> </ul>                                                                                                                                                                                 |
| 重点领域 | <ul style="list-style-type: none"> <li>重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产<br/>包括交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等</li> <li>统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产<br/>包括综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等</li> <li>有序盘活长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产<br/>包括老旧厂房、文化体育场馆和闲置土地等，以及国有企业开办的酒店、餐饮、疗养院等非主业资产</li> </ul> |
| 重点区域 | <ul style="list-style-type: none"> <li>建设任务重、投资需求强、存量规模大、资产质量好的地区</li> <li>地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区</li> <li>京津冀、长三角、粤港澳等重大国家战略发展区域</li> </ul>                                                                                                                                             |
| 盘活方式 | <ul style="list-style-type: none"> <li>不动产投资信托基金（REITs）、政府和社会资本合作（PPP）</li> <li>鼓励通过发行债券等方式，为符合条件的国有资本投资、运营公司盘活存量资产提供中长期资金支持。</li> <li>支持金融资产管理公司、金融资产投资公司以及国有资本投资、运营公司通过不良资产收购处置、实质性重组、市场化债转股等方式盘活闲置低效资产。</li> </ul>                                                                     |

|        |                                                                                                                                 |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|        | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 吸引社会资本参与盘活城市老旧资产资源</li> <li>• 兼并重组等其他盘活方式</li> </ul>                                   |
| 盘活资金用途 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 项目职工安置、税费缴纳、债务偿还等支出</li> <li>• 主要用于项目建设，形成优质资产</li> <li>• 适当用于“三保”支出及债务还本付息</li> </ul> |

资料来源：发改委，民生证券研究院整理

## 4 资金来源之四，加大国企利润上缴

**国企央企需要向财政部缴纳利润。正常年份，利润更多部分结存在企业内部。而特殊年份下，国企和央企的结存利润上缴国库的比重将有所提高。**

以 2019 年为例。当年实施增值税税改，税收收入同比大幅锐减。为了补充财税收入，当年中央财政增加特定国有金融机构和央企上缴利润。2019 年，国有资本经营收入较 2018 年多增 0.4 万亿，非税收入成为 2019 年一般公共预算的主要支撑项，贡献 75% 的财税收入。

与 2019 年类似。今年面临疫情和土地出让金下滑压力，年初财政部制定预算时，计划央行与专营机构全年上缴结存利润。

**若年中财政收支仍然紧张，不排除后续加大过去两年利润表现较好企业的利润上缴力度。然而面向哪类国有企业加大利润上缴，上缴利润大致规模多少？**

2015 年是较为特殊的年份。一则当年实施新预算法，二则 2015 年之后中国财政运行收支压力明显高于以往。从 2015 年之后，我们观察到一般公共预算收支频繁调入预算稳定资金，以填补财政收支缺口。也是从 2015 年之后，我们发现国有企业利润上缴国库的规模有所增加。

2015 年以来国有企业利润上缴规模增大，以舒缓财政收支缺口的，主要是金融央企（央行、四大有商业银行）以及专营机构（中国烟草）。

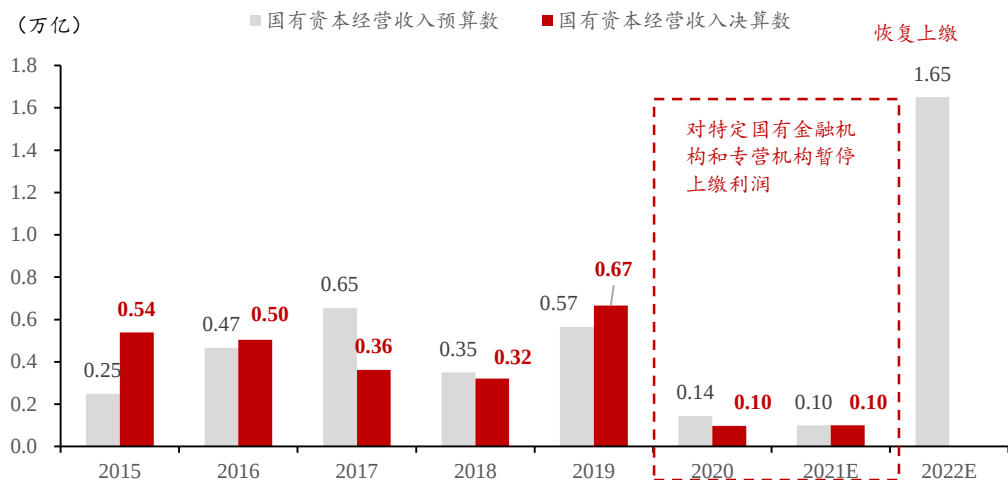
今年央行与专营金融机构已经上缴历史结存利润 1.65 万亿，而 2019 年以来中国银行业息差有所收窄，利润并不丰厚。**央行、烟草等专营机构、国有商业银行，这三类传统国有企业利润是上缴大户，今年年内或再难贡献新增利润。**

考虑到疫情以来，上游大宗价格涨幅较大，煤炭、油气等行业国有企业利润较往年明显大幅增扩。**即便年内再有国有企业利润上缴，上游资源型国有企业缴纳利润的概率会更高一些。**

然而必须强调两点：一是国有企业上缴利润，程序较为繁杂。年内财政面临实际收支缺口打开，临时打开国有企业利润上缴规模，流程上不容易实现；二是上游资源型国有企业利润规模有限，规模上达不到万亿级别。

**综合判断，不必太过期待年内加大国有企业利润上缴，填补新增财政收支缺口。**

图 2：历年国有资本经营收入（特定金融机构和央企上缴利润）预算与决算数



资料来源：财政部，民生证券研究院

## 5 资金来源之五，扩大债券发行额度

中国政府债券发行可归于三个口径——赤字规模（对应国债和一般债发行）、专项债、特别国债。

### 调增赤字额度。

1998-2000 年曾在年内打开赤字额度，目的是为应对超预期经济下行。

1998 年为应对亚洲金融危机冲击，年中上调赤字额度 1080 亿（中央 500，地方 580）。1999 年年中赤字上调 600 亿元（中央 300，地方 300）；2000 年上调 500 亿元（中央），增发均主要用于基建项目投资，提振内需。

### 调增专项债额度。

2015 年地方政府发行专项债以来，每一年新增专项债额度并未超过年初给定的新增专项债限额。年内打开专项债限额，从而扩大专项债发行，自 2015 年以来均未发生过类似现象。

### 增发特别国债。

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\\_42669](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42669)

