

首席宏观分析师：陶川
执业证书编号：S1220517120004
TEL: 010-68584806
E-mail: taochuan@foundersec.com

分析师：王丹
执业证书编号：S1220519110003
TEL: 010-68584806
E-mail: wangdan3@foundersec.com

联系人：李雨嘉
TEL: 010-68584806
E-mail: liyujia@foundersec.com

相关研究

《又降息，还扩表：美联储宽松之路还有多长？》2019.10.30
《经济稳中趋降，CPI 显著破“3”》2019.10.28
《如何看待中国出口增速的放缓与韧性？》2019.10.13
《国庆海外市场表现蕴含怎样的政策信号？》2019.10.05

请务必阅读最后特别声明与免责条款

摘要：

猜想一：赤字率不破“3”，赤字规模增长4000-5000亿。预计赤字率小幅提升至3%；鉴于2020年结构性通胀抬升GDP平减指数和“四普”提升名义GDP绝对水平，预计2020年赤字规模将达到3.16-3.27万亿左右，相较2019年增长4000-5000亿元。

猜想二：专项债在3万亿左右，增量或更多向基建倾斜。预计专项债增幅持平或高于今年的8000亿，预计增幅在8000-12000亿元左右，对应全年规模介于2.95-3.35万亿左右。

猜想三：减税降费以翘尾影响为主。财政部预计今年减税降费规模将超预期达到2.3万亿，减税降费稳增长、稳预期，但鉴于其对财政收支不平衡形成的巨大压力，预计2020年减税降费以翘尾影响为主，新增减税降费规模有限且以结构性政策为主。

猜想四：税改的推进主要围绕“落实税收法定原则”展开。2020年为落实“税收法定”原则的最后一年，关税、消费税等7大税种立法进程有望明显提速，房地产税立法进程也有望取得突破。

猜想五：名义GDP企稳回升难以支撑税收收入显著修复。实际GDP增长与PPI才是驱动税收增长的根本，2020年食品涨价驱动的名义GDP企稳回升难以支撑税收收入的内生增长，税收收入增速弱势修复主要在于低基数的影响。

猜想六：地方政府对非税和土地财政诉求仍强。今年前10个月非税贡献了财政收入增长的90%。考虑到2019年减税降费仍有翘尾影响，叠加实际GDP+PPI稳中趋降，预计2020年非税和土地出让收入仍有望保持韧性。

猜想七：专项债到期偿还压力开始显现。2015-2017年发行的新增专项债到期量开始增加，粗略估计2020年到期量开始破千亿，除了部分项目期限与专项债期限不匹配的可以通过借新还旧周转以外，其余到期专项债需要通过项目收益和专项收入进行偿还。区域上，2020年到期规模较高的集中在新增限额分配较多的广东、江苏、上海、湖北、河南、安徽、四川等。

猜想八：专项债将拉动基建投资增速 5 个百分点左右。专项债扩规模、作资本金、降低基建项目资本金比例、提前批专项债不得投向地产和土储，今年多项措施落地意在扩大专项债的基建杠杆。中性假设（2020 年新增专项债 3 万亿+提前批 1 万亿投向基建+正常批投向基建占比在 20%左右+作资本金的专项债占比为 10%左右+平均资本金比例 50%-70%）下，专项债对基建投资的拉动将达到 4.5%-5.5%左右。

猜想九：专项债对社融节奏的扰动将呈现“U”型走势。若 2020 年专项债规模在 3 万亿左右，对社融存量同比增速的拉动将达到 0.3 个百分点。节奏上，提前批 1 万亿专项债预计将绝大部分在一季度发行完毕，2020 年 3 月份下达的剩余额度从 5 月份才能开始使用，6-8 月为发行高峰，预计专项债对社融节奏的扰动呈现“U”型走势，同时增量高峰主要在年中（6-9 月）而非今年的一季度。

猜想十：财政稳增长由“收入端”向“支出端”切换。财政稳增长思路将由 2019 年的收入端（大规模减税降费）向支出端倾斜，尤其体现在专项债助力基建投资回升。

风险提示：外部形势变化超预期、内部政策调整超预期、地方政府对政策反映超预期

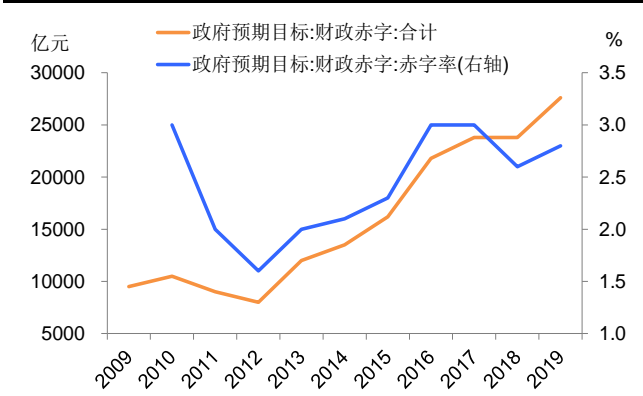
目录

1	赤字率不破“3”，赤字规模增长 4000-5000 亿	4
2	专项债在 3 万亿左右，增量或更多向基建倾斜	5
3	减税降费以翘尾影响为主	6
4	税改的推进主要围绕“落实税收法定原则”展开	7
5	名义 GDP 企稳回升难以支撑税收收入显著修复	8
6	地方政府对非税和土地财政诉求仍强	9
7	专项债到期偿还压力开始显现	9
8	专项债将拉动基建投资增速 5 个百分点左右	11
9	专项债对社融节奏的扰动将呈现“U”型走势	14
10	财政稳增长由“收入端”向“支出端”切换	15

1 赤字率不破“3”，赤字规模增长 4000-5000 亿

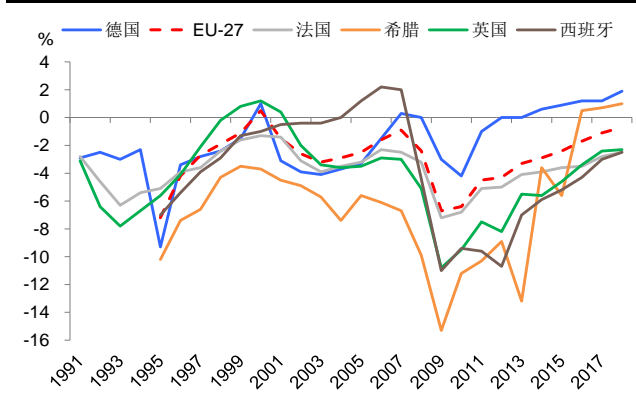
财政赤字率本身并没有理论或实践意义上的上限。尽管我国历年狭义的财政预算赤字率均未超过 3%（图表 1），但财政赤字率本身并没有理论意义上或者实践意义上必须要遵守的“红线”或者“上限”，欧盟《马斯特里赫特条约》3%的赤字要求，也可以在经济衰退时期允许不被遵守（图表 2）。

图表 1： 历年中国预算赤字规模和赤字率



资料来源：Wind，方正证券研究所

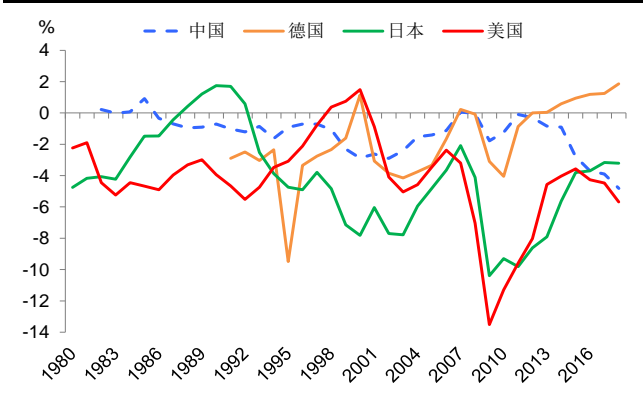
图表 2： 欧洲主要国家赤字率水平



资料来源：Wind，方正证券研究所

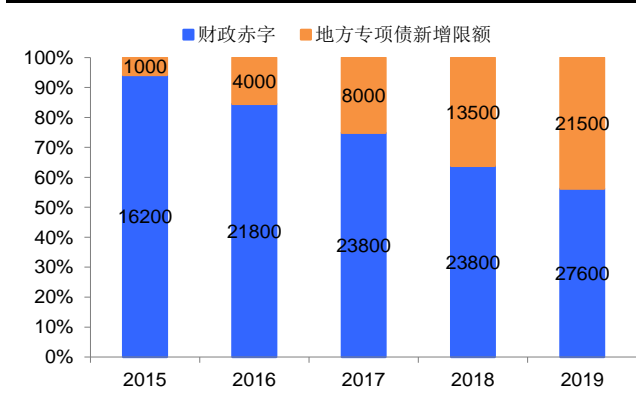
赤字率破“3”或不是当前积极财政破局的靠前选项。在缺乏理论或实践意义上的赤字上限可供借鉴的情况下，赤字率破“3”或不破“3”的讨论更多是基于对政策思路的研判。从近两年的积极财政政策的破局思路来看，赤字率破“3”可能并不是当前政策篮子的靠前选项：（1）从 IMF 统计的可比口径的赤字率来看，实际赤字率自 2016 年已经破“3”且近两年不断扩大以应对经济下行（图表 3）；（2）但结构上，狭义赤字规模的扩张则非常平缓（从 2015 年的 1.62 万亿到 2019 年的 2.76 万亿），地方专项债快速扩张则成为了积极财政破局的关键（图表 4）。

图表 3： IMF 调整后可比口径的政府赤字率



资料来源：IMF，方正证券研究所

图表 4： 财政赤字和地方政府新增专项债



资料来源：Wind，方正证券研究所

2020 年名义 GDP 水平或在 107 万亿左右。在赤字率不破“3”的假设下，估算对应的赤字规模，首先要计算赤字率的分子，即名义 GDP 水平。我们估算 2020 年名义 GDP 基于以下三个步骤：（1）今年前三季度 GDP 平减指数仅 1%，四季度名义 GDP 企稳回升，预计全年 GDP 平减指数接近 1.5%；（2）假设 2020 年 CPI 同比中枢回升至 3.5%左右，PPI 中枢在 0 附近，预计 GDP 平减指数回升至 2%左右；（3）四普将 2018 年名义 GDP 上调了近 2 万亿至 91.9 万亿，在此基础上我们计算出 2019 年和 2020 年名义 GDP 绝对规模分别在 99 万亿

和 107 万亿左右（图表 5）。

图表 5：对 2019 年和 2020 年 GDP 平减指数和名义 GDP 规模的估测

指标		2018	2019E	2020E
实际GDP	实际GDP:同比	6.6	6.2	6.0
	CPI:同比	2.1	2.9	3.5
价格	PPI:同比	3.5	-0.3	0.0
	GDP平减指数	2.9	1.5	2.0
名义GDP	名义GDP:同比	9.7	7.8	8.1
	名义GDP:绝对额	919281.0	990920.6	1071383.3

资料来源：Wind，方正证券研究所

赤字规模介于 3.16-3.27 万亿左右。给定 3% 赤字率，考虑小数点后 6 位，即介于 2.950000-3.049999 之间，对应赤字规模在 3.16-3.27 万亿，相较于今年 2.76 万亿的赤字规模增加 4000-5000 亿元。

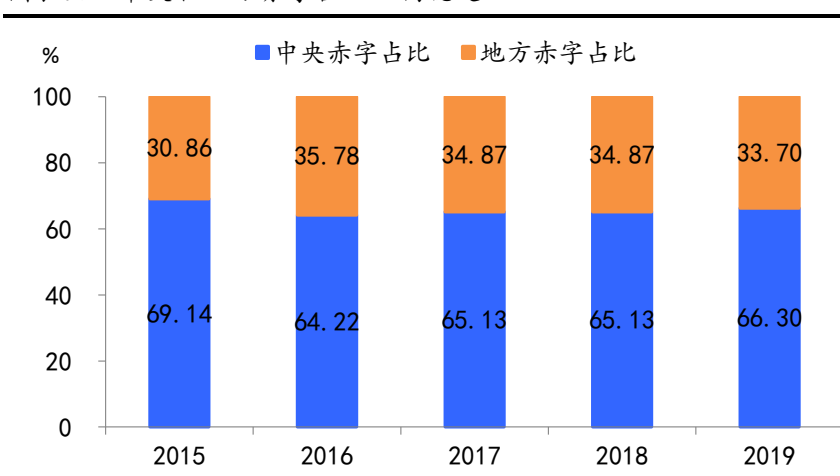
图表 6：3% 赤字率对应 2020 年赤字规模水平估测（考虑小数点后 6 位）

1位小数点赤字率	6位小数点赤字率 最小值/最大值	名义GDP (万亿)	赤字规模 (万亿)	新增赤字规模 (亿元)
3.0	2.950000	107.138332	3.160581	4005.81
	3.049999		3.267718	5077.18

资料来源：Wind，方正证券研究所

预计地方赤字破 1 万亿，中央赤字破 2 万亿。实施新预算法以来，中央和地方赤字占比一直较为稳定，分别占 2/3 和 1/3 左右（图表 7），预计 2020 年这一赤字结构仍将延续。

图表 7：中央和地方赤字占比结构稳定



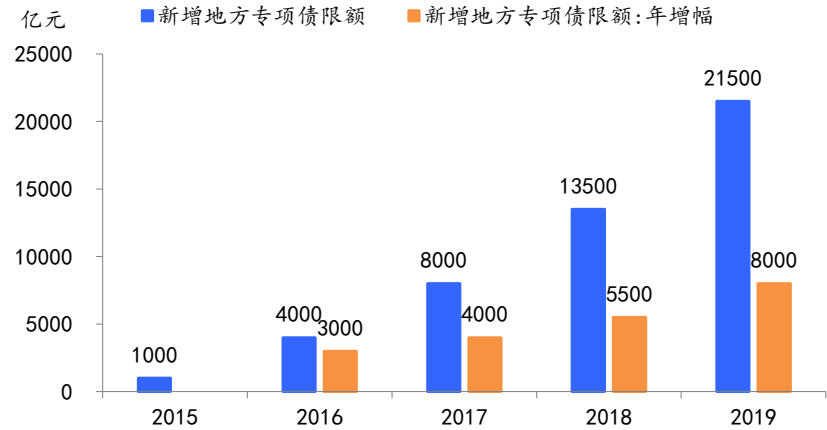
资料来源：Wind，方正证券研究所

2 专项债在 3 万亿左右，增量或更多向基建倾斜

新增专项债限额或在 3 万亿左右。2015 年以来，通过地方政府专项债的提额度、扩范围，实现狭义赤字不破“3”背景下的积极财政加力，新增专项债限额从 2015 年的 1000 亿扩大至 2019 年的 2.15 万亿，增幅逐年扩大（图表 8）。但今年中央经济工作会议未提及“较大幅度增加地方政府专项债券规模”，或意味着专项债增幅进一步明显

扩大的可能性较低,但同时要兼顾积极财政稳增长诉求。综合来看,预计2020年专项债规模增幅在8000-12000亿元左右,对应全年规模介于2.95-3.35万亿左右。

图表8: 地方政府新增专项债限额及年度增幅



资料来源: Wind, 方正证券研究所

专项债增量或更多向基建倾斜。从结构来看,以往投向棚改、土储和基建三部分占比均在1/3左右(图表9)。由于国常会要求今年提前下达的1万亿专项债不能投向土储和房地产相关项目,乐观情形下,假定扣除提前批后余下的专项债投向结构保持稳定,即意味着专项债增量部分全部流入基建,而房地产相关的土储和棚改专项债规模基本持平今年的水平。但更可能的情形是,由于满足专项债收益要求的基建项目不足,或致明年3月份下达的余下专项债投向基建的占比会低于30%。

图表9: 2019年新增专项债投向占比结构

专项债分类	1-8月发行额 (亿元)	9月发行额 (亿元)	1-9月发行额 (亿元)	1-8月类别构成 (%)	1-9月类别构成 (%)	
非基建类	棚改	7176.38	94.98	7271.36	36.20	34.52
	土储	6453.81	309.61	6763.42	32.56	32.11
	其他	102.08	/	102.08	0.51	0.48
	收费公路	1392.54	191.03	1583.57	7.02	7.52
	轨道交通	378.36	76.65	455.01	1.91	2.16
	供热供水	42.95	/	42.95	0.22	0.20
	产业园区	310.43	/	310.43	1.57	1.47
	机场建设	28.17	/	28.17	0.14	0.13
	生态环保	342.40	4.00	346.40	1.73	1.64
	市政发展	240.81	/	240.81	1.21	1.14
基建类	水利	123.48	2.60	126.08	0.62	0.60
	污水处理	187.95	24.35	212.30	0.95	1.01
	文化旅游	58.63	/	58.63	0.30	0.28
	医疗教育	749.70	17.35	767.05	3.78	3.64
	养老	2.28	/	2.28	0.01	0.01
	灾后重建	33.16	/	33.16	0.17	0.16
	乡村振兴	137.03	4.20	141.23	0.69	0.67
	其他	2062.56	515.06	2577.62	10.41	12.24

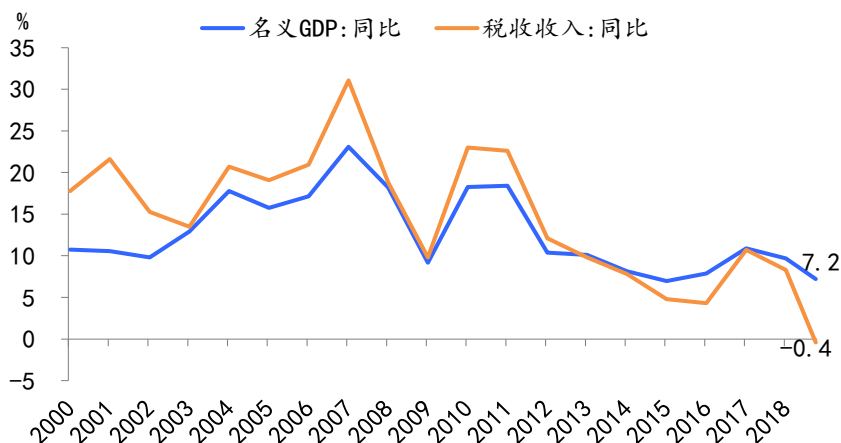
资料来源: Wind, 方正证券研究所

3 减税降费以翘尾影响为主

2019年减税降费规模超过名义GDP的2%,远超预期。11月22日,财政部部长刘昆透露前三季度减税降费规模达到1.78万亿,全年

预计将达到 2.3 万亿，超过年初计划的 2 万亿规模。¹整体来看，今年的减税降费就呈现出“实际减税规模（2.3 万亿）>计划减税降费规模（2 万亿）>市场预期减税降费规模”的情形。大规模减税降费给财政尤其是地方财政带来减收压力，前三季度税收收入同比增速下降 0.4%，与名义 GDP 增速的裂口差创下新高（图表 10）。1-10 月全国财政收入同比增长 3.8%，预计全年出现短收（无法完成年初 5% 的预算目标）概率较高。

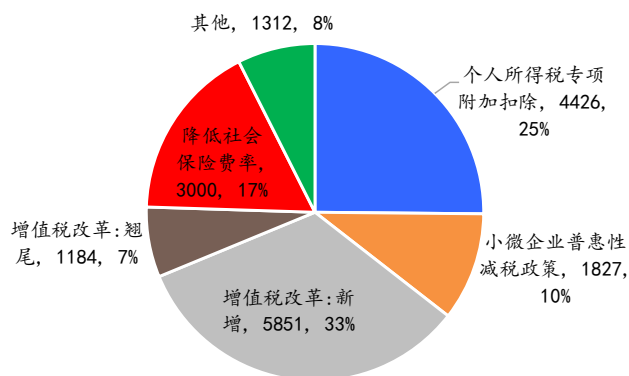
图表 10： 名义 GDP 增速与税收收入增速



资料来源：国家统计局，Wind，方正证券研究所

2020 年减税降费以翘尾影响为主。连续两年大规模减税降费显著加大了地方政府艰难平衡“减收、增支、控债务”的“财政不可能三角”的压力，去年出台的增值税减税政策对今年亦形成了 1184 亿元的翘尾影响²（图表 11）。预计 2020 年减税降费将主要以今年已出台措施的翘尾影响为主，新增减税降费措施以结构性政策（如针对高科技、小微企业等符合高质量发展方向的结构性的减税降费措施）、小修小补为主。

图表 11： 2019 年前三季度减税降费 1.76 万亿的构成情况



资料来源：人民网，方正证券研究所

4 税改的推进主要围绕“落实税收法定原则”展开

税收法定原则落实在 2020 年进入最后关头。2013 年十八届三中

¹ <http://finance.ifeng.com/c/7roLs5dNjDb>

² <http://finance.people.com.cn/n1/2019/1118/c1004-31459324.html>

全会提出“落实税收法定原则”，基于此，2015年人大常委会起草《贯彻落实税收法定原则的实施意见》，要求力争在2020年前完成将税收暂行条例上升为法律或者废止。截至目前，我国现有的18个税种中，仅有9个已经完成了立法（图表12），而消费税、增值税、关税等7个税种在草案起草和立法的程序中，且大部分处于立法的前期准备阶段（图表13），整体进度偏慢。

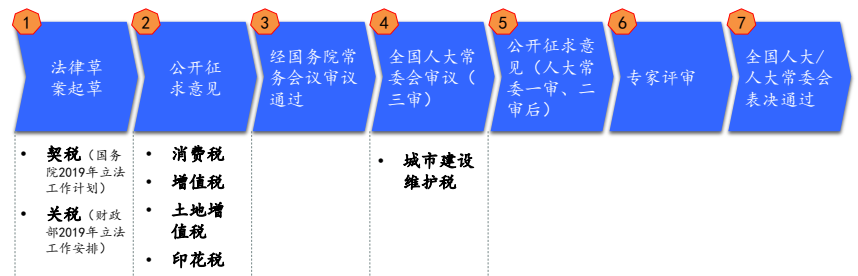
税收法定推进将明显提速，房地产税立法进程有望实现突破。近期增值税、消费税等进入征求意见阶段，立法进程明显提速，预计列入国务院和财政部2019年立法工作安排的契税和关税征求意见稿有望在短期内推出。城镇土地使用税和房产税预计将由此后的房地产税法取代，预计2020年房地产税立法推进有望实现突破。

图表12：我国18个税种立法情况

已经完成税收立法	正在立法准备/立法程序中	尚未启动税收立法
企业所得税 个人所得税 车船税 车辆购置税 耕地占用税 烟叶税 船舶吨税 环保税 资源税	消费税 增值税 城市建设维护税 印花税 契税 关税 土地增值税	城镇土地使用税 房产税

资料来源：方正证券研究所

图表13：正在立法准备或立法程序中的各个税种所处阶段



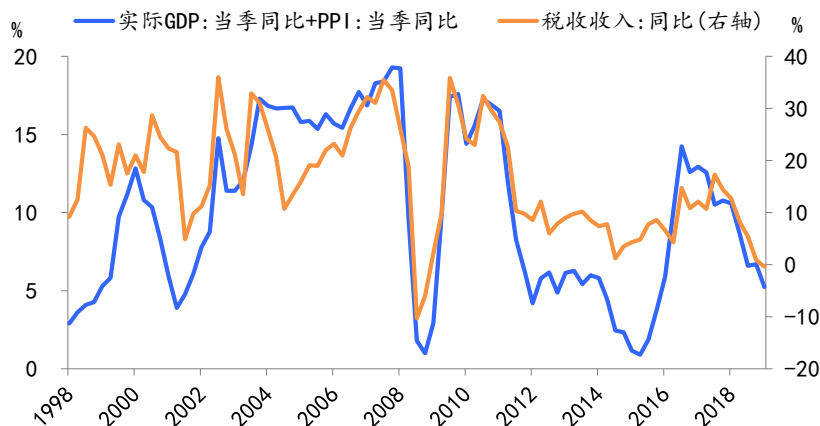
资料来源：财政部，国务院，方正证券研究所

5 名义 GDP 企稳回升难以支撑税收收入显著修复

2020年税收收入增速的弱修复主要来自低基数和减税降费影响的弱化。1-10月税收收入同比增长0.4%，创下仅次于金融危机期间的新低。绝对低基数，叠加明年新增减税降费空间较小，预计2020年税收收入增速将有所修复。

猪周期下的结构性通胀难以对税收增长形成内生支撑。尽管在猪周期的支撑下，2020年名义GDP将企稳回升，但食品价格上涨带来的通胀对税收贡献很小，实际GDP增长和PPI才是支撑税收增长的基础（图表14）。“实际GDP增速放缓+PPI中枢微弱回升”的组合，难以对财政税收的增长形成明显的支撑。

图表 14: 税收增长取决于实际 GDP 和 PPI 增速



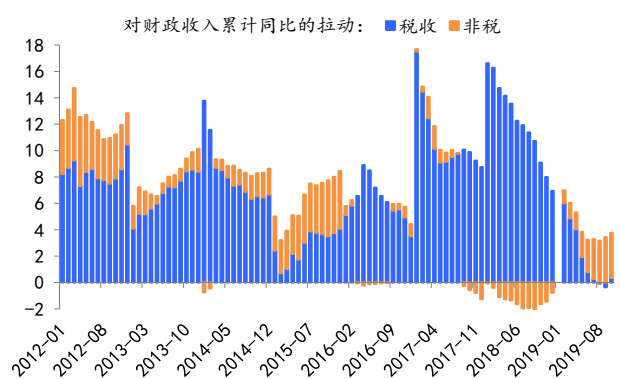
资料来源: Wind, 方正证券研究所

6 地方政府对非税和土地财政诉求仍强

预计 2020 年非税收入在高基数下仍有望保持韧性。今年前 10 个月财政收入增长了 3.8%，而其中 90% 由非税收入的增长贡献（图表 15），非税同比增速达到 27.1%。从过往来看，税收增速和非税呈现非常明显的剪刀差走势，即当税收增速下行时，地方政府倾向于通过非税收入的征收来弥补收支缺口。尽管 2020 年由于基数的因素，税收和非税收入增速裂口将显著收窄、修复，但考虑到税收收入的修复缺乏内生支撑，在财政收支压力之下，地方政府对非税收入（地方金融国企利润上缴等）诉求仍然较强。

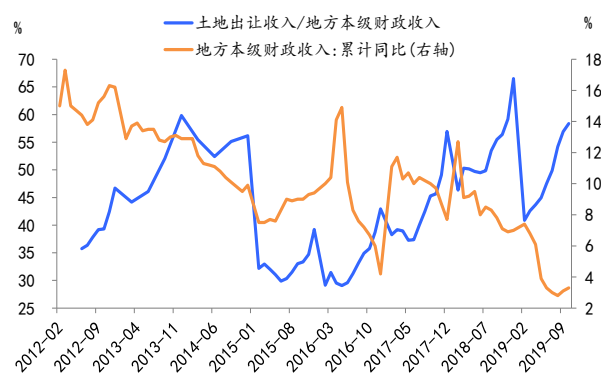
2020 年土地出让收入与地方本级收入的比重仍有望在高位运行。地方政府土地出让收入近年来持续达到地方本级财政收入（不含转移支付和税收返还）的 40% 以上，今年前 10 个月已经接近 60%。

图表 15: 非税贡献了财政收入增长的 90%



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 16: 土地出让与地方本级收入的比值

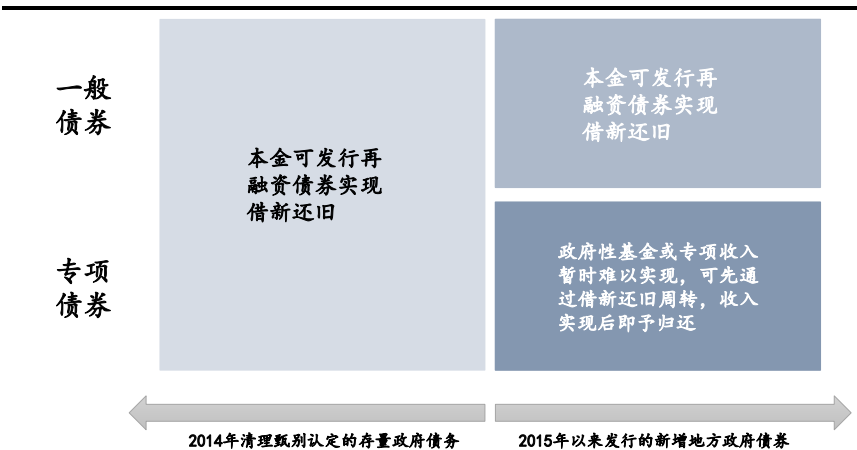


资料来源: Wind, 方正证券研究所

7 专项债到期偿还压力开始显现

2015 年实施新预算法后的新增专项债借新还旧有约束。我们在此前的专题报告《一文读懂地方债运行机制--“财政稳增长”之分析框架系列一》中对专项债的借新还旧作了明确：2015 年实施新预算法后的新增专项债借新还旧仅限于临时周转（项目期限和专项债期限不匹配时），否则要以项目收益和政府性基金对应的专项收入进行偿还（图表 17）。

图表17: 地方政府债券到期后借新还旧的几种情形

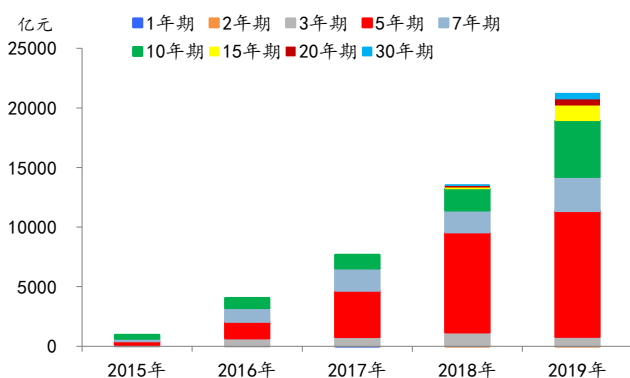


资料来源:《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》, 方正证券研究所

专项债到期是否会增加地方政府偿债压力取决于专项债对应项目收益情况。2019年财政部开始核定地方政府借新还旧限额,即不满足借新还旧要求的专项债不能进行借新还旧。若部分专项债投向的项目收益不及预期或地方政府挪用专项债用于无收益公益性项目或经常性支出,则专项债到期会增加地方政府债务偿还压力。

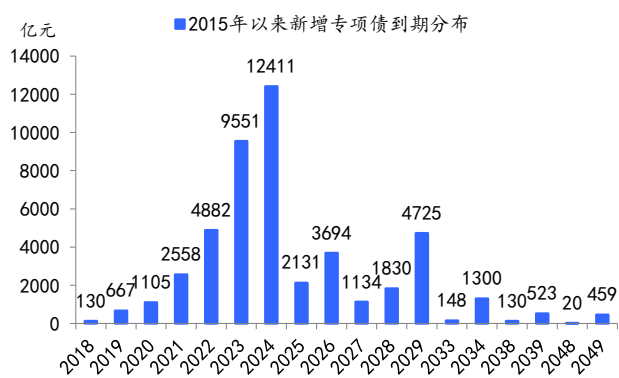
2020年新增专项债到期规模开始过千亿。2015年开始允许地方政府发行专项债开始,新增限额逐年提高,经过5年的累积,新增专项债发行规模达到4.74万亿;发行期限结构逐年拉长(图表18)。从统计的到期金额来看,2020年到期规模开始过千亿元,且到期量未来将呈现指数增长,2024年为到期高峰(图表19)。区域上,2020年到期规模较高的集中在新增限额分配较多的广东、江苏、上海、湖北、河南、安徽、四川等(图表20)。

图表18: 新增专项债发行期限构成



资料来源: Wind, 方正证券研究所 (2015年和2016年大部分新增专项债和置换债在同一批发行,且同时发行了几个期限的品种,在这种情况下,将该批新增专项债按照几个期限品种平均分布来估算)

图表19: 2015年以来新增专项债到期情况



资料来源: Wind, 方正证券研究所 (2015年和2016年大部分新增专项债和置换债在同一批发行,且同时发行了几个期限的品种,在这种情况下,将该批新增专项债按照几个期限品种平均分布来估算)

图表 20：2015 年以来新增专项债到期金额的地区分布

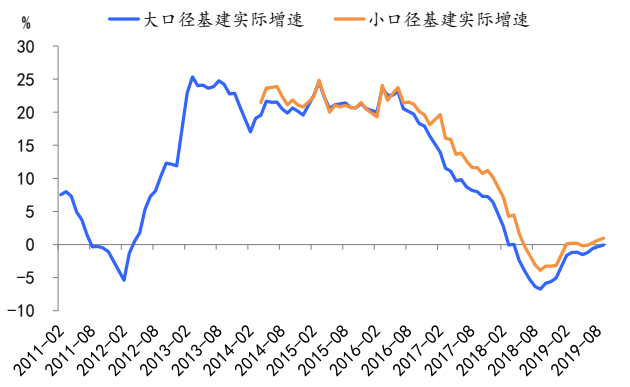
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
北京	7.50	20.60	12.50	326.60	98.50	466.70
天津	0.00	25.27	82.47	263.67	486.25	604.40
河北	61.00	84.29	97.99	316.13	495.14	620.88
山西	0.00	13.50	55.45	160.02	101.92	89.76
内蒙古	8.75	14.50	9.55	52.40	59.85	33.70
辽宁	3.50	6.25	11.60	15.75	22.76	10.09
吉林	0.00	15.00	15.00	21.17	197.41	224.68
黑龙江	0.00	21.05	17.50	35.07	184.50	196.44
上海	68.50	93.90	142.20	183.40	220.30	613.60
江苏	109.00	237.03	357.00	538.83	852.00	987.90
浙江	0.75	10.50	20.25	285.90	424.35	656.20
安徽	0.00	124.70	124.70	302.73	934.96	962.33
福建	0.00	37.50	37.50	53.00	428.60	529.78
江西	37.50	24.00	49.10	109.00	439.90	556.92
山东	80.00	16.25	460.68	451.80	796.02	1348.59
河南	52.60	110.48	110.48	323.16	501.60	823.00
湖北	0.00	232.16	232.16	312.63	466.51	539.19
湖南	28.00	0.00	0.00	6.00	303.00	366.98
广东	0.00	189.02	189.02	442.33	635.24	741.31
广西	0.00	16.00	16.00	52.00	221.00	100.00
海南	16.50	45.50	45.50	87.67	102.50	144.30
重庆	68.00	13.00	157.00	125.00	417.00	795.00
四川	92.00	99.00	121.81	143.96	509.35	441.75
贵州	0.00	3.50	3.50	5.75	12.00	0.00
云南	9.00	29.00	98.00	14.00	197.70	246.90
西藏	3.00	0.00	0.00	9.09	5.94	7.00
陕西	11.70	42.85	42.85	103.53	160.68	119.70
甘肃	0.00	12.50	12.50	50.00	149.50	28.00
青海	6.00	6.10	6.10	50.00	8.90	16.00
宁夏	0.00	19.00	19.00	10.00	23.00	65.49
新疆	3.93	10.13	10.13	31.60	94.73	74.40

资料来源：Wind，方正证券研究所（2015 年和 2016 年大部分新增专项债和置换债在同一批发行，且同时发行了几个期限的品种，在这种情况下，将该批新增专项债按照几个期限品种平均分布来估算）

8 专项债将拉动基建投资增速 5 个百分点左右

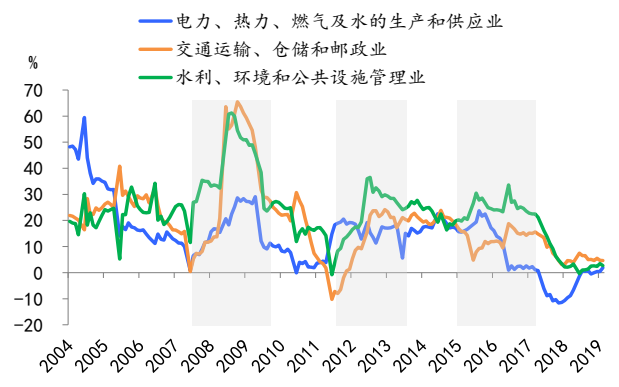
今年基建投资实际增长为零，低位回升主要靠中央发力。扣除价格后，今年大口径基建同比在零附近，小口径基建增速也不到 1%（图表 21），明显弱于市场的预期。究其原因，主要在于基建发力的主力——地方政府受到债务管控的约束（体现在以地方主导的、历次逆周期基建发力期间大幅回升的水利、环境和公共设施管理业在今年并未出现明显改善）；今年基建投资的弱势回升主要靠中央发力（体现在中央主导的交通运输和电热燃水投资回升明显）（图表 22）。

图表21: 大口径和小口径实际增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表22: 基建投资分行业增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

稳基建措施频出着力点专项债，明显扩大专项债的基建杠杆。从允许专项债作项目资本金，到扩大使用范围，降低项目资本金比例等，今年多项措施出台，从专项债着力助力稳基建。理论上，专项债基建杠杆（发行一单位专项债产生的基建投资）可以从原来的0.3倍扩大的1.4倍左右，提前下达的2020年1万亿专项债不可用作土储和房地产，这种情况下专项债的基建杠杆理论上甚至可以扩大到2.1倍（图表23）。

图表23: 2019年稳基建政策出台对专项债基建杠杆的影响

适用专项债范围	政策出台时间	相关政策文件/会议	具体规定	专项债的基建杠杆
	/	/	债务资金不得用作项目资本金	专项债中30%投向基建 0.3倍
	2019年6月10日	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	1、允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金； 2、重大项目主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目	专项债中30%投向基建，其中1/3满足重大项目要求，项目资本金比例为20% 0.7倍
正常批次专项债	2019年9月4日	国务院常务会议	1、扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水处理垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施； 2、将专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域； 3、以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右	专项债中30%投向基建，专项债中20%可用作资本金，项目资本金比例为20% 1.1倍
	2019年11月13日	国务院常务会议	1、将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%； 2、对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点； 3、基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的50%	专项债中30%投向基建，专项债中20%可用作资本金，项目资本金比例为15% 1.4倍
提前下达的1万亿2020年新增专项债	2019年9月4日	国务院常务会议	专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域；	专项债100%用作基建，其中20%可用作资本金，项目资本金比例为15% 2.1倍

资料来源: 国务院, 方正证券研究所

实际操作中专项债作资本金能够撬动的基建投资远远低于理想情形。今年6月出台允许专项债作资本金的政策以来，从整理到的9个项目来看（图表24），实际发行用作资本金的专项债共70亿元，占今年6月以来发行的新增专项债比重仅0.5%。而对应的项目资本金比例在50%-100%之间，项目现金流较好的项目（例如呼和浩特新机场项目）资本金和银行贷款各占一半；而项目现金流较差、主要依靠土地出让收入偿还的项目（例如山东济宁五个高铁配套项目），项目融资主要是项目单位自筹资本金和专项债，并未撬动银行贷款的跟进。

图表 24：今年 6 月以来专项债作资本金项目情况

项目	项目资本金构成	专项债资金	银行信贷	项目总投资	资本金比例
呼和浩特新机场项目	资本金财政资金100.24亿元，其中中央预算内资金7.6亿、民航发展基金22.3亿，内蒙古自治区出资37.67亿，呼和浩特市出资32.67亿（其中专项债5个亿）	5	105.24	210.48	50%
新建集宁至大同至原平铁路（内蒙古段）	资本金78.31亿元，其中专项债融资50亿（7月发行11.4亿元，9月发行2.6亿，后续陆续发行剩余部分）；自筹资金28.31亿	50（14）	33	113.31	70%
集通铁路电气化改建项目	资本金66.22亿元，其中专项债融资12.02亿元，自筹资金54.2亿元	12.02	66	132.22	50%
包头至银川铁路包头至惠农南段	资本金321.88亿元，其中专项债融资165亿（分四年发行，2019年发行23.49亿），自筹资金156.88亿	165（23.49）	138	459.88	70%
鲁商高铁济宁北站片区综合开发项目	项目单位自筹资本金6.75亿元，专项债融资20亿元（2019年8月发行2.49亿元，后续计划发债17.51亿元）	20（2.49）	0	26.75	100%
鲁南高铁汶上段配套设施建设项目	项目单位自筹资本金0.48亿元，专项债融资0.8亿元（2019年8月发行0.2亿元，后续计划发债0.6亿元）	0.8（0.2）	0	1.28	100%
鲁南高铁济宁市兖州片区建设项目	项目单位自筹资本金1.5亿元，专项债融资6亿元（2019年8月发行2.33亿元，后续计划发债3.67亿元）	6（2.33）	0	7.5	100%
鲁南高铁嘉祥段嘉北片区建设项目	项目单位自筹资本金3.43亿元，专项债融资6亿元（2019年8月发行0.78亿元，后续计划发债5.22亿元）	6（0.78）	0	9.43	100%
鲁南高铁曲阜片区建设项目	项目单位自筹资本金7.61亿元，专项债融资9.31亿元	9.31	0	16.92	100%

资料来源：Wind，方正证券研究所（专项债资金为项目计划发行专项债规模，括号内为年内实际已经发行的专项债）

我们基于几种情景假设，测算 2020 年专项债能够撬动的基建投资（图表 25）：

（1）2020 年全年新增专项债限额为 3 万亿左右；其中提前批 1 万亿 100% 投向基建，而对于剩下的 2 万亿投向基建的比重，我们给定 0%、10%、20% 和 30% 四种情形；

（2）9 月 4 日国常会规定，以省为单位，专项债作资本金的规模占该省规模可为 20% 左右，结合今年的实际情况来看，我们认为 20% 的比例可能是理想状况，我们分别给定 5%、10% 和 20% 三种情形；

（3）关于下调项目资本金比例，我们认为实际资本金比例更多取决于实际项目现金流情况，我们分别给定了 30%、50% 和 70% 三种情形；

中性情形下，专项债能够撬动的基建投资介于 1.53-1.70 万亿之间，2019 年专项债投向基建规模在 7000 亿元左右；2017 年大口径基建投资 17.3 万亿，按照 2018 年 1.79% 和 2019 年 3.2% 的增速粗略估算，2019 年大口径基建投资规模为 18.2 万亿；2020 年专项债对基建投资的拉动在 4.5%-5.5% 左右。

图表 25：2020 年专项债在不同情形下撬动的基建投资额

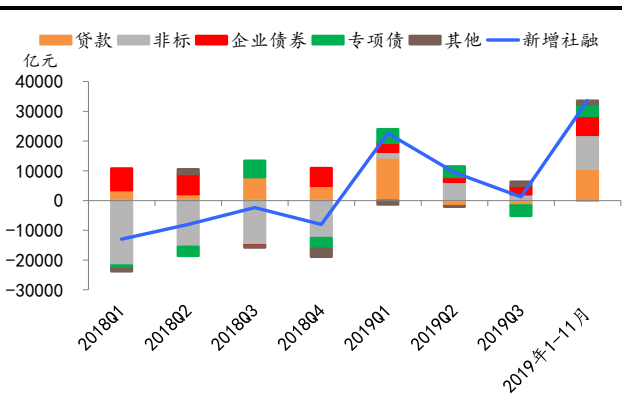
正常批				作资本金专项债占比								
提前批	正常批 总额度	投向基 建比重	投向基 建额度	项目资本金比例								
				5%			10%			20%		
				30%	50%	70%	30%	50%	70%	30%	50%	70%
		0%	10000	13500	11500	10642.9	17000	13000	11285.7	24000	16000	12571.4
10000	20000	10%	12000	15500	13500	12642.9	19000	15000	13285.7	26000	18000	14571.4
		20%	14000	17500	15500	14642.9	21000	17000	15286	28000	20000	16571.4
		30%	16000	19500	17500	16642.9	23000	19000	17285.7	30000	22000	18571.4

资料来源：Wind，方正证券研究所

9 专项债对社融节奏的扰动将呈现“U”型走势

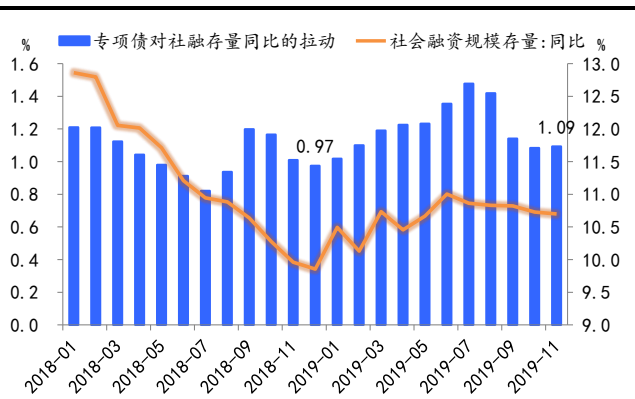
2019 年专项债对社融扰动节奏为前高后低。2019 年专项债对社融存量同比的拉动较去年提高了 0.1 个百分点。节奏上，由于 2018 年底提前下达了 2019 年专项债额度 8100 亿元，今年一季度实际发行了专项债 6661 亿元，意味着今年专项债的增量部分几乎绝大部分体现在一季度，也是一季度天量社融的原因之一。

图表 26： 新增社融同比变化及分项构成



资料来源：Wind，方正证券研究所

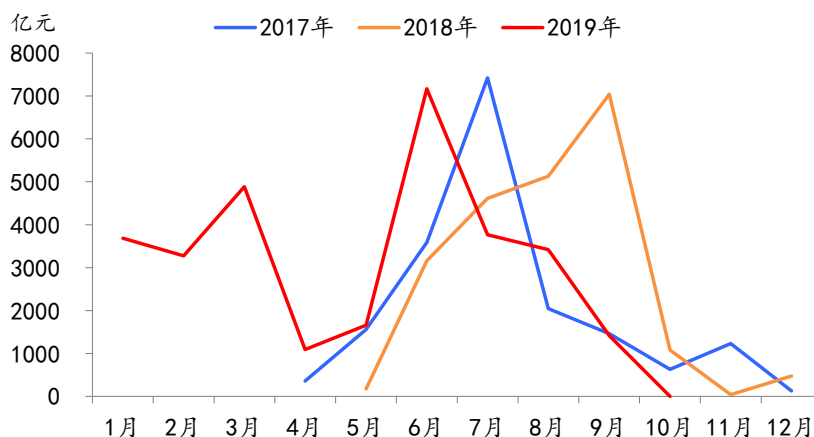
图表 27： 专项债对社融存量同比的拉动



资料来源：Wind，方正证券研究所

2020 年专项债对社融节奏的扰动将呈现“U”型走势。总量上来看，若 2020 年专项债规模在 3 万亿左右，对社融存量同比增速的拉动将达到 0.3 个百分点。节奏上，提前批 1 万亿专项债预计将绝大部分在一季度发行完毕，由于地方债逐级下达机制的扰动（详见《一文读懂地方债运行机制》），预计 2020 年 3 月份下达的剩余额度从 5 月份才能开始使用，6-8 月为发行高峰，预计专项债对社融节奏的扰动呈现“U”型走势，同时增量高峰主要在年中（6-9 月）而非今年的一季度（图表 28）。

图表28: 地方政府新增债券当月发行额



资料来源: 财政部, Wind, 方正证券研究所

10 财政稳增长由“收入端”向“支出端”切换

2019年财政稳增长着力于“收入端”。2019年大规模减税降费是积极财政的主要体现,并对经济稳增长产生作用(图表29),但也由于其对地方财政收支带来的巨大压力,而使得继续实施大规模减税降费的持续性较弱。

图表29: 增值税减税政策对主要经济变量影响的测算

经济变量	增值税减税政策影响
GDP	0.36%
政策乘数	0.376
资本使用	0.35%
居民消费	1.41%
进口	1.80%
出口	3.61%
就业	0.03%

资料来源:《中国增值税减税政策效应季度分析报告》, 方正证券研究所

2020年财政稳增长向“支出端”切换。2020年中央经济工作会议不再强调实施“更大规模的减税降费”,而是强调“大力优化财政支出结构”,而财政支出稳增长的重点主要体现在基建投资上。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com