

为何需要关注“国有资本经营预算”新规？

核心观点：

1月6日，国务院印发《关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》（国发〔2024〕2号），对国有资本经营预算的定义、收支预算管理做了进一步要求。国有资本经营预算过去在财政“四本账”中规模较低，2022年整体收入规模5695.98亿元，仅为一般公共预算收入的2.8%，政府性基金预算收入的7.3%。然而，本次《意见》的发布对其赋予了更具战略意义的定位，并从收支两端拓展了预算的调节职能范围，我们认为需要市场和投资者关注：虽然在短期内未必会带来预算收入的大幅提升，但其长期影响绝非仅限于对财政收入的补充，更重要的是国资预算的改革有望“聚沙成塔”，将国有资本存在的经济意义从过去微观国有企业管理上升至国家战略及宏观经济结构调整层面。具体来看，《意见》有以下重点内容：

再度定义国有资本经营预算，重要性显著提升。本次《意见》在以往定义国有资本预算的基础上，首次提及“落实国家战略”的职能，与之前的政策表述相比，“三本账”参与经济活动的重要性显著提升，即必然要求其财力汲取能力和支出分配能力相应提高，才能具备落实国家战略、进行宏观调控和结构性调整的功能。

收入方面：预算全覆盖，收益统筹管理。本次《意见》从收入角度，提出国有资本预算管理的“全覆盖”，主要涉及过去未纳入财政预算管理的各部委下属企业（审计署报告显示超1000家）。其次，对于国有独资企业和控股、参股企业分别完善、优化了收益上缴机制，明确了各级财政部门 and 国企出资人的利润分配建议权及各级政府的最终审核权，要求健全上缴比例的“动态调整机制”。出资人及党政机关共同确认利润上缴比例的意义在于：过去仅从企业出资人和管理人角度确认上缴利润，管理层往往具有留存利润以进行再生产、做大业绩的动力，这种简单的行业内资本循环惯性致使过去部分行业出现产能过剩，不利于经济结构转型升级。

支出方面：强化财政纪律约束，突出产业引领作用。一方面，结合收入管理制度，本次《意见》将中央和地方全部国企纳入预算管理范围，重点是从“大国财政”的角度建立责任约束机制，避免国有企业游离于预算约束之外的低效投资和违规开支，本质还是提高财政纪律约束。另一方面，有别于费用性支出的严格约束，对于重点领域的资本性开支，《意见》简化了投资决策链条，提出资本性开支“一般无需层层注资”，意在突出国企资本收支调节的战略导向作用。

对经济的三方面影响：一是在经济逆周期和高质量转型的关键时期，国有资本预算的动态调整有望以国有企业为重要载体，发挥稳定经济预期，促进结构调整的关键作用；二是对国有资本经营预算的进一步完善，配合今年国资委对头部央企的绩效考核目标改革，有望助力国企全面“去行政化”、提升市场化水平和盈利能力，尤其需要关注重点领域上市国企的估值提升；三是伴随国有资本全面纳入财政预算管理，未来仍有进一步提升相关国企利润上缴比例以及资金调入一般公共预算比例的可能，继而有助于部分改善财政“紧平衡”的现状。

时间要求及总体远景：到“十四五”末，基本形成全面完整、结构优化、运行顺畅、保障有力的国有资本经营预算制度。国有资本经营预算的功能定位更加清晰，对宏观经济运行、优化国有经济布局的调控作用更加有效，收支政策的前瞻性、导向性更加彰显，支持国有企业高质量发展的资本金注入渠道更加畅通稳定。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

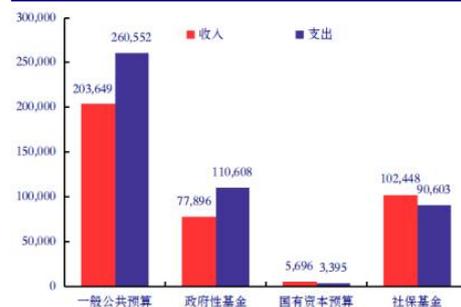
✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

分析师助理：

聂天奇

财政“四本账”收支规模



风险提示

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

目 录

一、 再度定义国有资本经营预算，强调宏观调控和落实国家战略.....	3
二、 收入方面：预算全覆盖，收益统筹管理.....	4
三、 支出方面：强化财政纪律约束，突出产业引领作用.....	5

一、再度定义国有资本经营预算，强调宏观调控和落实国家战略

《意见》提出：“国有资本经营预算是国家以所有者身份依法取得国有资本收益并对所得收益进行分配而发生的各项收支预算，是政府预算的重要组成部分，是企业国有资产管理的重要内容，是落实国家战略、增强政府宏观调控能力、推进国有经济布局优化和结构调整的重要力量”。与过去历次国有资本改革相比，本次文件的发布和对其定义的阐述，表明国有资本经营预算管理步入了全新阶段。

我国国有资本经营预算制度先后经历了“统收统支”、“利润留成”等改革探索阶段，1994年开始，考虑到“利改税”后国企经营较为困难，政府暂停对国企利润征收，全部留作企业自用。但后续伴随国有企业规模的快速扩张，利润全部留存的预算方式催生了企业投资的无序扩张，使得各企业间差距不断扩大，职工收入高低悬殊，部分行业出现产能过剩，造成了收入分配不公和供给失衡问题。针对这一现象，国务院于2007年发布了《关于试行国有资本经营预算的意见》，结束了过去十几年来国企不上缴利润的历史。但彼时的国有资本经营预算管理方案，重点在于解决国有企业发展中的体制性、机制性问题，大部分收入用于返还企业及解决历史遗留问题，国有资本经营预算对于国有经济布局 and 战略性调整的宏观经济管理职能较低，如表1所示。

表 1：关于国有资本经营预算的定义变化

	《国务院关于试行国有资本经营预算的意见》	《关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》
时间：	2007年09月08日	2024年1月6日
相同内容：	国有资本经营预算，是国家以所有者身份依法取得国有资本收益，并对所得收益进行分配而发生的各项收支预算，是政府预算的重要组成部分。	
不同内容：	建立国有资本经营预算制度，对增强政府的宏观调控能力，完善国有企业收入分配制度，推进国有经济布局 and 结构的战略性调整，集中解决国有企业发展中的体制性、机制性问题，具有重要意义。	国有资本经营预算是企业国有资产管理的重要内容，是落实国家战略、增强政府宏观调控能力、推进国有经济布局优化和结构调整的重要力量。

资料来源：国务院，中国银河证券研究院

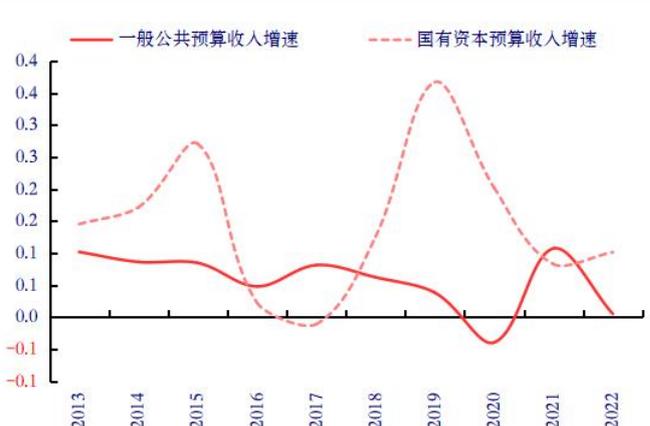
本次《意见》在之前定义的基础上，首次提及“落实国家战略”，并强调增强政府宏观调控能力的定位，意味着“三本账”未来参与经济活动的重要性将显著提升，这也必然要求其财力汲取能力和支出分配能力均需相应提高，才能具备落实国家战略、进行宏观调控和结构性调整的功能。仅就目前收入规模来看2022年国有资本经营收入仅5695.98亿元，占一般公共预算收入的2.8%，政府性基金预算收入的7.3%，虽然近年规模及增速有所提升，但无论是从覆盖范围还是国际上缴比例对比来看均有较大提升空间。

图 1：2022 年财政“四本账”收支规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：一般公共预算与国有资本经营预算收入增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、收入方面：预算全面覆盖，收益统筹管理

本次《意见》从收入角度，提出国有资本预算管理的“全覆盖”，主要涉及过去未纳入财政预算管理的各部门下属企业。其次，对于国有独资企业和控股、参股企业分别完善、优化了收益上缴机制，明确了各级财政部门 and 国企出资人的利润分配建议权及各级政府的最终审核权，并提出健全上缴比例的“动态调整机制”。

全面纳入预算管理，强化财政纪律约束。由于历史原因，我国目前有相当部分国有企业尚未纳入国有资本经营预算范围，主要是指在国资委和财政部管理的国有企业和金融央企之外，各其他部委的下属企业。根据审计署 2021 年 6 月发布的《国务院关于 2020 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》显示：截止 2020 年底仍有 62 个部门所属的 1257 家企业（总资产 4793 亿元）未纳入国有资本经营预算管理，且中国印钞造币总公司等 11 家金融企业依托行政权力、国有资产资源取得的收入（2020 年净利润 131.66 亿元）尚未纳入预算管理。对此，本次《意见》提出：“加快推进党政机关和事业单位所办一级企业按规定上交国有资本收益。凭借国家权力和信用支持的金融机构所形成的资本和应享有的权益，纳入国有金融资本管理”。此举重点在于增强财政纪律约束，强化本级政府对国有企业的监督管理责任，避免国有资产游离于预算约束之外。

收益统筹管理，避免投资惯性引致的产能过剩。对于国有独资企业和控股、参股企业分别完善、优化了收益上缴机制，明确了各级财政部门 and 国企出资人的利润分配建议权及各级政府的最终审核权，并提出健全上缴比例的“动态调整机制”。出资人及党政机关共同确认利润上缴比例的意义在于，过去仅从企业出资人和管理人角度确认上缴利润，管理层往往具有留存利润以进行再生产、做大业绩的动力，这对于过剩行业而言便会形成投资惯性甚至盲目投资，不利于经济整体的产业转型升级。

图 3：国有资本经营预算收入占一本账收入 2.8%，二本账收入 7.3%

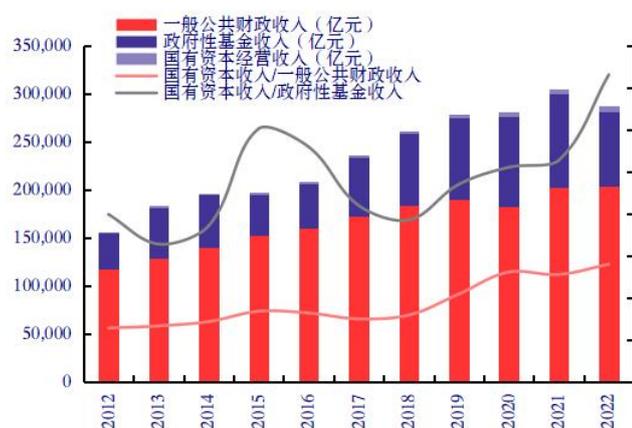


图 4：国有企业整体利润上缴比例仅 11%



资料来源：财政部、中国银河证券研究院

资料来源：财政部、中国银河证券研究院

国企利润上缴比例及上缴范围皆具备较大提升空间。2022 年全国国有资产（不含金融企业）规模 339.5 万亿元，其中国有资本权益 94.7 万亿，利润总额 4.31 万亿元，利润上缴比例为 11%。通过国际对比研究发现，欧美国家普遍在 42%–65% 的较高水平（陈少晖《国有企业利润上缴：国外运行模式与中国的制度重构》）。我国过去也曾多次上调国有企业利润上缴比例，目前最高比例为 25%，最低为 10%（如表 2 所示），但与国际平均水平相比，上缴比例仍有较大提升和细化的空间。**其次，按现行利润上缴比例的规定，我国国有企业在实际执行中 11% 的整体缴比例显然偏低。**我们认为这背后主要原因在于当前大量国有一级公司的利润“空心化”，即绝大多数利润在控股、参股的子公司。为此，本次《意见》优化了控股、参股企业的收益上交机制，提出“利润分配原则上不低于同类国有独资企业和国有独资公司收益上交水平”，并要求控股企业即使制定并提交利润分配方案。

表 2：央企上缴利润比例不断提高

企业类型	2007-2010	2011	2012-2013	2014 至今
中国烟草总公司：	10%	15%	20%	25%
中油石化、电力、电信、煤炭等具有资源垄断特征的企业：	10%	15%	15%	20%
钢铁、运输、电子、贸易、施工等一般竞争性企业：	5%	10%	10%	15%
军工企业、转制科研院所：	免交	5%	5%	10%
政策性企业：	免交	免交	免交	免交

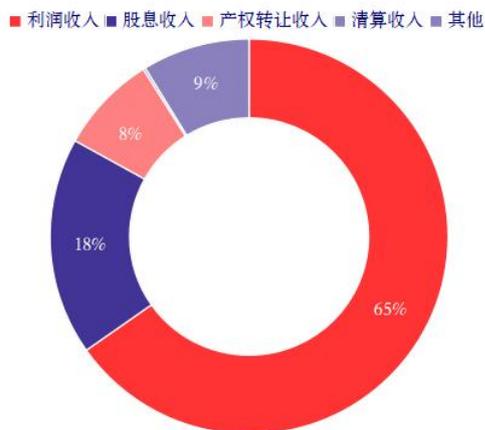
资料来源：国务院国资委，中国银河证券研究院

三、支出方面：强化财政纪律约束，突出产业引领作用

一方面，结合预算收入管理制度，本次《意见》将中央和地方全部国企纳入预算管理范围，重点是从“大国财政”的角度建立责任约束机制，避免国有企业游离于预算约束之外的低效投资和违规开支，本质还是加强财政纪律约束。另一方面，有别于费用性支出的严格约束，对于重点领域的资本性开支，《意见》简化了投资决策链条，提出资本性开支“一般无需层层注资”，意在突出国企资本收支调节的战略导向作用。

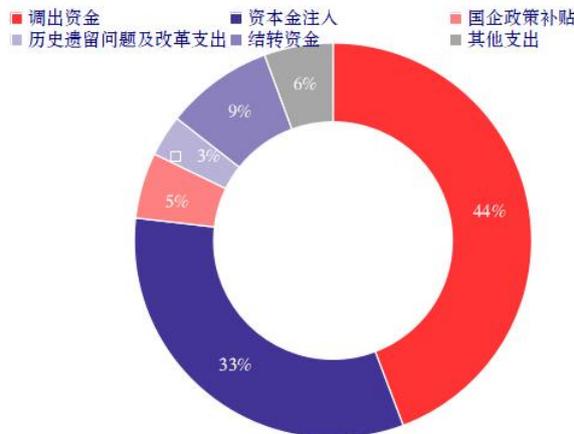
严格执行支出预算管理制度，推动部分国企“去行政化”改革。近年来系列重要会议均提出各级政府部门要严控一般性支出，习惯过紧日子。但在实际执行过程中一方面对于未纳入预算的所属企业资金监管不严，导致部分部门将支出转嫁、摊派至下属企业。审计署 2021 年发布的审计工作报告显示，个别部门存在“三公经费”等管理不严问题，包括超配公车、无（超）计划召开会议、摊派会议费、违规发放津贴等问题。对此《意见》提出：“要加强支出管理，严格预算约束，严禁超预算或者无预算安排支出。资金拨付严格执行国库集中支付制度”。

图 5：国有资本经营预算收入结构



资料来源：财政部、中国银河证券研究院

图 6：国有资本经营预算支出结构



资料来源：财政部、中国银河证券研究院

建设现代化产业体系的背景下，国有资本布局需聚焦重点领域。2023 年年底的中央经济工作会议及之后召开的全国财政工作会议中均提及“积极的财政政策要优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障……重点支持科技创新和制造业发展。”国有企业及国有资本作为产业转型的主要抓手和财政收支的重要组成部分，对于经济高质量转型和现代化产业体系建设意义重大。站在这一角度，本次《意见》提出：“国有资本经营预算安排要切实贯彻党的路线方针政策，聚焦关键领域和薄弱环节，增强对国家重大战略任务的财力保障，强化资本金注入，提高资金配置效率，更好发挥对重要行业产业发展的引领作用”。国有资本全面纳入经营预算体系后，“大国财政”之下的国有企业将更好支持重大战略产业发展，配合近年国资委关于头部央企的考核指标改革，未来对于关键领域的国有资本的注入有望助力相关行业的快速发展。

图 7：国务院国资委关于中央企业考核指标的历次改革



资料来源：国务院国资委，中国银河证券研究院

推进预算绩效管理，全面提升政策和资金效能。本次对于对国有资本支出方面完善意见在“开源节流”，把钱花在刀刃上的基础之上，另一大看点便是强调国有资本经营预算支出的绩效管理，提出符合条件的地区要开展整体绩效评价试点，重点关注落实国家战略情况、支出结构、政策效果等。与今年国资委全面绩效管理考核目标改革趋势一致，财政紧平衡之下，更加注重净资产收益率和现金流的考核，避免过去依靠规模和资金优势的“野蛮生长”，尤其是产能过剩领域。

图表目录

图 1: 2022 年财政“四本账”收支规模(亿元)	3
图 2: 一般公共预算与国有资本经营预算收入增速	3
图 3: 国有资本经营预算收入占一本账收入 2.8%, 二本账收入 7.3%	4
图 4: 国有企业整体利润上缴比例仅 11%	4
图 5: 国有资本经营预算收入结构	5
图 6: 国有资本经营预算支出结构	5
图 7: 国务院国资委关于中央企业考核指标的历次改革	6

表格目录

表 1: 关于国有资本经营预算的定义变化	3
表 2: 央企上缴利润比例不断提高	5

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn