



四问 “财政发力”



【财新网】(专栏作家 钟正生 特约作者 张德礼) 7 月经济放缓压力开始明显体现, 中国经济进入“被动补库存”阶段。无疑基建投资是稳增长的主要抓手之一。7 月政治局会议明确指出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度, 推动今年底明年初形成实物量”。专项债已在今年 8 月加速发行, 8 月建筑业 PMI 供需两端同时回升, 或表明已在加码基建投资。

由于今年 1-7 月财政支出后置, 年内财政还有较大发力空间。不过资管新规过渡期将结束和理财产品净值化转型, 城投融资趋于困难且隐性债务监管没有放松, 地方政府为专项债对接项目解决配套资金的动力不足。而缺少收益率与要求相匹配的项目, 对基建投资形成的约束相比资金问题更紧。因此, 在储备项目不足这一问题解决前, 不宜对后续专项债将明显拉动基建投资抱有过高期待。

一、为何财政后置?

今年两会确定的赤字率和新增专项债额度均超预期, 但实际财政支出并不积极。今年财政赤字率 3.2%、新增专项债额度 3.65 万亿, 均明显高于市场预期的 2.8%-3.0%和 3 万亿以内。但实际财政支出却明显“后置”, 今年 1-7 月公共财政支出两年平均增速为 0%、政府性基金支出两年平均增速为 5.4%, 都明显低于各自的两年平均收入增速 4.7%、10.2%。

我们认为, 今年财政支出“后置”的原因主要有两个:

第一，上半年中国经济维持较强韧性，财政发力的必要性不强。今年一季度 GDP 同比 18.3%、两年平均同比 5.0%。4 月政治局会议强调“要用好稳增长压力较小的窗口期”，表明中央认为二季度稳增长的诉求较低。聚焦到财政政策上，4 月政治局会议定调是积极的财政政策要落实落细，兜底基层“三保”，发挥对优化经济结构的撬动作用。

第二，财政纪律约束和“政府杠杆率要有所降低”的诉求。2020 年底中央经济工作会议强调，要“抓紧化解地方政府隐性债务风险工作”，此后在全国财政工作会议、省部级干部建立现代财税金融体制专题研讨班座谈会等多个会议上，都重申了要高压治理隐性债务。此外，3 月 15 日国常会指出“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，3 月 31 日国常会指出“引导地方利用财政收入恢复性增长合理降低政府杠杆率”。

财政纪律强约束和“政府杠杆率要有所降低”的诉求对财政支出有两方面影响。一是，用于基建的支出放缓，因为基建项目配套融资变得更困难。1-7 月城乡社区事务、节能环保、交通运输和农林水事务，这四个基建相关的财政支出都是负增长，成为财政支出的主要拖累。二是，降低政府杠杆率，必然意味着要控制政府新增债务规模，进而拖累财政支出增速。不过专项债 8 月开始加快发行后，今年控政府显性杠杆率难度较大，更可能是要控制隐性债务。

二、财政何时发力？

7 月财政支出未见明显发力迹象，月底召开的政治局会议定调财政发

力，以推动在今年底明年初形成实物工作量。8月中上旬公布的7月主要经济数据全线不及预期，近日公布的8月官方制造业PMI印证中国经济进入“被动补库存”阶段，而非制造业PMI则降至疫情后的低点。稳增长诉求进一步上升，或需在更早时间形成实物工作量。由于资金募集到形成实物工作量之间需要时间，政策需打点提前量。目前来看宏观政策定调已变得更积极，财政也已经在发力了。

第一，7月经济数据公布后，政策定调更积极。7月政治局会议对下一阶段政策的定调比4月会议更加积极，明确指出要做好宏观政策跨周期调节，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间，体现了政策的前瞻性。在全线走弱且明显低于预期的7月经济数据公布当天（8月16日），国务院常务会议即指出“要针对经济运行新情况加强跨周期调节”、“各地区各部门要密切跟踪经济形势变化，优化政策组合”。8月17日国家发改委举行新闻发布会，指出“确保专项债券发行后能够及时投入项目建设、尽早形成实物量”。对比可知，在7月经济数据出炉后，政策更加注重根据经济形势灵活调整，以财政为抓手的稳增长力度或已在加码。

第二，8月新增专项债发行已提速。今年1-7月新增专项债发行1.36万亿，发行进度只有39.1%。8月各省市自治区和新疆生产建设兵团计划发行新增专项债6643亿，实际发行4885亿，是今年以来单月发行规模最大。截至9月5日，目前已披露的9月新增专项债发行规模约为4700亿

元。由于部分 8 月延期发行的新增专项债推迟到 9 月，9 月新增专项债发行规模或超过 5000 亿元。目前多地预留专项债额度到今年年底，我们认为四季度各月可能都有新增专项债发行。发行时间窗口拉长，可以让地方更好完成项目储备等前期工作。

第三，冬季低温对基建施工的影响可能弱于市场预期，但从财政发力到形成实物工作量之间需要时间。为确保今年底明年初、甚至是在更早的时间能够形成实物工作量，财政政策现在就应行动。

有观点认为，低温会影响到四季度基建施工，因此基建项目现在就需要动工了。天气因素对基建投资的影响可能比市场主流观点要弱。近年来，各月基建投资额占全年比例具有较强的季节性规律：9 月占比通常是下半年高点，四季度各月逐步回落，但回落幅度并不大。2016 年至 2020 年，9-12 月基建投资额占全年比例的均值分别为 10.4%、9.8%、9.6%和 9.7%，基本保持平稳。



我们推测，原因可能在于中国基建投资主要集中在中部和南部地区。2017年北京、天津、河北、山西、陕西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、新疆、西藏、青海、甘肃、宁夏这14个省市自治区基建投资4.67万亿，占全国基建投资完成额的27.6%。中部和南部省市自治区基建投资占全国比重接近四分之三，而这些地区冬天暖和，基建项目施工受温度影响相对较小，因此能够支撑基建投资四季度各月保持平稳。

基建项目从筹备到形成实物工作量之间需要时间，而非冬季低温的影响，是财政现在就需发力的主要原因。基建领域的实物工作量主要是指已经形成的、可以用实物单位计量的建安工程数量，比如修了多少公里高速公路、累了多少立方河堤、铺了多少米输气管道等。基建项目多数由财政主导，“前期准备→项目立项→资金筹集→资金拨付→项目开工→形成实物量”这个链条上的每一环节都需要时间。

因此，考虑到时滞，财政政策确需尽早行动，确保能够如期形成实物工作量。

三、财政发力空间几何？

财政政策作为托底经济的主力，年内还有多大发力空间？我们从执行预算、财政增收后可支出规模增加两个情形，来定量测算今年8-12月的财政支出空间。

（一）预算执行

根据《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告》，2021 年全国一般公共预算支出 25.0 万亿元，同比增长 1.8%；全国政府性基金预算支出 13.1 万亿元，同比增长 11.2%。今年 1-7 月公共财政支出 13.8 万亿元、全国政府性基金支出 4.9 万亿元，两者年内剩余的预算支出规模分别为 11.2 万亿元和 8.2 万亿元。

假定今年上述两本账的预算支出额正好完成，即实际支出额等于预算额，那么今年 8-12 月公共财政支出同比 0.1%、政府性基金支出同比 26.0%，两年平均同比分别为 5.4%和 32.1%。今年 8-12 月两本账支出合计同比增长 9.6%、两年平均增长 14.6%，都明显高于今年 1-7 月的 0.4%和 1.3%。

（二）财政超收

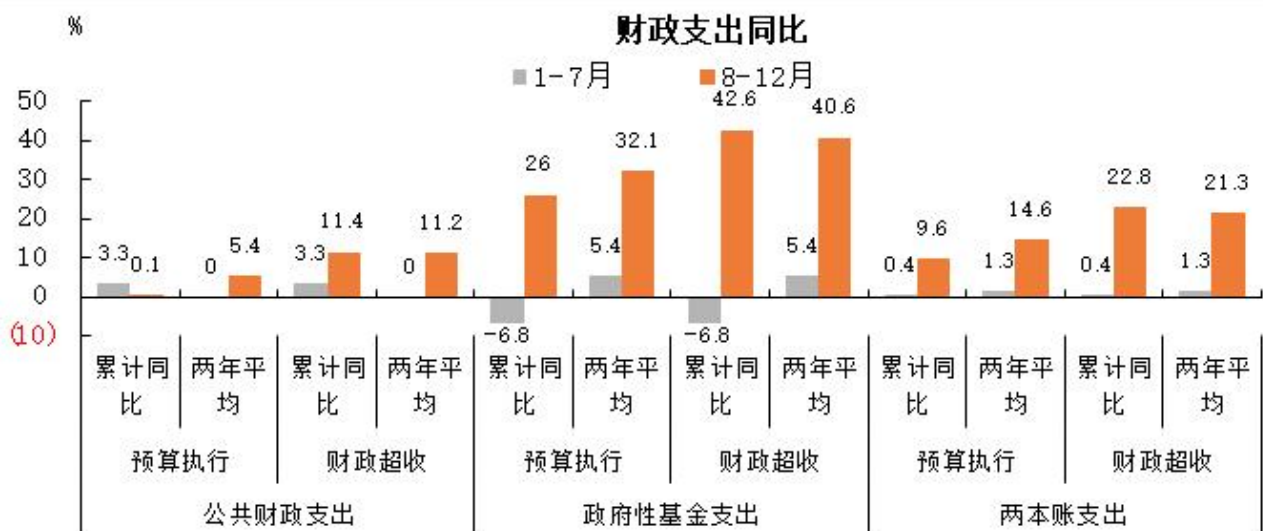
今年设定的财政收入目标偏保守，存在超收可能，这会增加财政支出可动用的资金规模。

假定今年 1-7 月公共财政收入占全年实际收入的比例，和 2017-2019 年同期比例 65.5%持平，则可估算得今年全年公共财政收入为 21.0 万亿，超收 6.4%。若收入全部用于支出，在调入资金及使用结转结余 16800 亿元、赤字 35700 亿元不变的情况下，今年 8-12 月公共财政支出规模为 12.5 万亿，同比增长 11.4%，两年平均增速为 11.2%。

使用相同方法来估算政府性基金超收情况。各年 1-7 月政府性基金收入占全年实际收入比例相对稳定（2017 年-2019 年分别为 46.2%、48.6%

和 45.8%)，我们使用和上面估算公共财政收入相同的方法，假定今年 1-7 月政府性基金收入占全年比例，持平于 2017-2019 这三年对应比例的均值 46.9%。这样可估算得今年全年政府性基金收入为 10.5 万亿，和今年政府性基金预算收入额相比超收 11.4%。这样，今年 8-12 月政府性基金支出规模为 9.3 万亿，同比增长 42.6%，两年平均增速为 40.6%。

在上述假定下，今年 8-12 月两本账支出规模为 21.8 万亿，同比增长 22.8%，两年平均增长 21.3%。两种情形下，今年 8-12 月各项的两年平均支出增速均明显高于 1-7 月，年内财政确有较大发力空间。



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_35088

