

2021 年 05 月 31 日

财政支出偏慢，原因及影响

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

年初以来，广义财政支出明显偏慢，原因为何、未来将如何演绎，本文供参考。

● 广义财政支出偏慢，政府基金拖累显著，与专项债直接相关

广义财政支出明显偏慢，一般财政和政府性基金均有拖累，但后者拖累更大。1-4 月，广义财政支出两年复合增速仅 0.8%、低于收入增速的 5.3%，支出占全年预算的比重为 26.1%、创 2016 年来同期新低。其中，一般财政支出占全年预算的比重为 30.5%，略高于 2020 年同期、但较 2019 年同期回落 1.6 个百分点，政府性基金支出占全年预算的比重为 17.7%，低于过去两年同期的 20.4%和 22.5%。**政府性基金支出进度偏慢，与专项债“花钱”节奏等有关。**1-4 月，政府性基金支出两年复合增速只有 1.9%、显著低于收入增速的 11.4%，而过去三年支出增速持续高于收入增速。其中，专项债“花钱”节奏拖累明显，1-4 月专项债新券发行只有 2219 亿元，占全年新增额度的 6.1%，低于过去两年同期 30%以上占比。此外，一般财政支出偏慢，与农林水务、交通运输、城乡社区等支出回落有关。

● 广义财政支出偏慢，主因政策重心回归、地方债务监管加强等

经济加快正常化下，政策重心回归“调结构”、“防风险”，财政“维稳”必要性和紧迫性下降。财政政策退出方向明确，重在保就业、保民生、保市场主体；“用好稳增长压力较小的窗口期”，加大对科技创新、教育等领域投入，加快推动产业转型升级。年初以来，一般财政投向教育、社会保障、卫生健康等民生领域明显增加；专项债投向社会事业、棚改等领域占比上升，而投向基建相关占比下降。**地方债务监管加强、地方投资意愿减弱等，或是影响专项债“花钱”节奏的重要原因。**年初以来，当局地方政府债务和隐性债务的监管均明显加强，例如，严格专项债项目质量审核和风险把控，西部某省上报 2000 多个项目、实际只通过 800 个。项目质量不过关等，或是部分地区专项债实际发行规模低于计划的原因。此外，地方债务压制增强下，地方投资意愿减弱等因素，也可能影响专项债发行。

● 财政“后置”或缓解经济压力、但不改变趋势

财政支出“后置”，或有助于缓解下半年经济压力，但不改变全年趋势。经济高点已过、趋势已定，但结构分化明显，中小企业和中低收入人群受疫情的“伤害”可能存在“低估”。后续财政支出的加快，或继续加大“三保”支持，而通过基建等拉动经济的影响或不宜高估。项目质量、债务压制等，使得财政发力撬动的杠杆有限，例如年初以来的专项债项目，90%以上的资金来自专项债和财政资本金。**财政支出“后置”带来的后续地方债供给增多，或有助于缓解部分机构资产“欠配”压力等。**资金相对充裕而可配资产相对较少，使得以银行为代表的部分机构存在资产“欠配”的现象，带来流动性宽松的超预期和地方债“抢购”，3 月以来地方债招标倍数由原来 20%以下直接跳升至 23%附近。伴随广义财政支出加快，地方债供给或逐渐增多，或有助于缓解“欠配”压力、推动流动性的收敛等。

● 风险提示：债务风险暴露，项目储备不足。

相关研究报告

《宏观经济专题-城投债，或告别高增》-2021.5.30

《《美元看空“陷阱”》系列报告三-汇率之“谜”》-2021.5.30

《《全球大通胀时代》系列报告三-拜登的政治“野心”》-2021.5.26

目 录

1、 广义财政支出偏慢，政府基金拖累显著	3
2、 广义财政支出偏慢，主因政策收紧、监管加强	4
3、 财政“后置”或缓解经济压力、但不改变趋势	5
4、 风险提示	7

图表目录

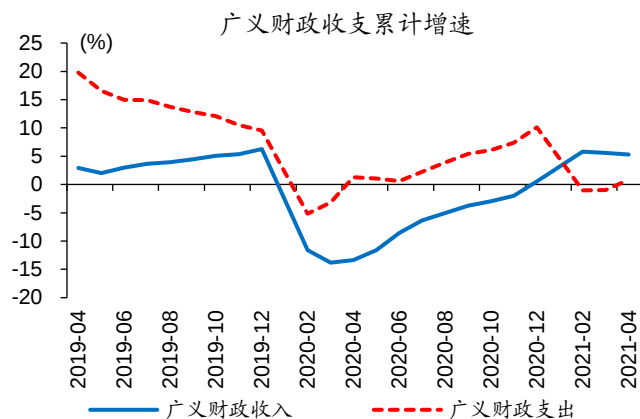
图 1: 年初以来，广义财政收支增速明显回落	3
图 2: 政府性基金对广义财政支出的拖累明显	3
图 3: 政府性基金支出增速显著低于收入增速	3
图 4: 专项债发行进度明显偏慢	3
图 5: 一般财政支出增速低于收入增速	4
图 6: 交通运输、城乡社区等支出占比下降	4
图 7: 一般财政投向民生相关领域明显增加	4
图 8: 地方债务压力持续增加	5
图 9: 专项债项目审核趋严	5
图 10: 多个省市专项债实际发行规模低于计划发行规模.....	5
图 11: 经济高点已过、趋势已定	6
图 12: 2021 年前五月专项债投向基建占比明显回落	6
图 13: 专项债项目资金大部分来自财政	6
图 14: 地方债供给偏少使得银行持仓一度明显下降	7
图 15: 3 月以来，专项债招标倍数明显跳升	7
表 1: 政策淡化“稳增长”，强调民生相关	4
表 2: 对于防范化解地方债务风险要求进一步加强	5
表 3: 经济下行压力加大时，政策推动地方债加快发行.....	6

1、广义财政支出偏慢，政府基金拖累显著

广义财政支出明显偏慢，一般财政和政府性基金均有拖累，但后者拖累更大。

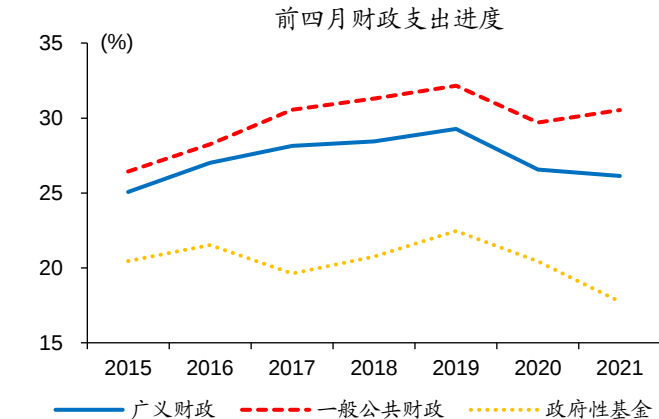
1-4月，广义财政口径下支出累计增速只有0.8%、显著低于收入增速的5.3%。从支出进度上来看，累计完成全年计划支出规模的26.1%，创2016年以来同期新低。其中，一般财政支出与政府性基金支出进度分别完成计划规模的30.5%和17.7%，两者支出进度均低于历史同期水平、但政府性基金支出拖累更加明显。

图1：年初以来，广义财政收支增速明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

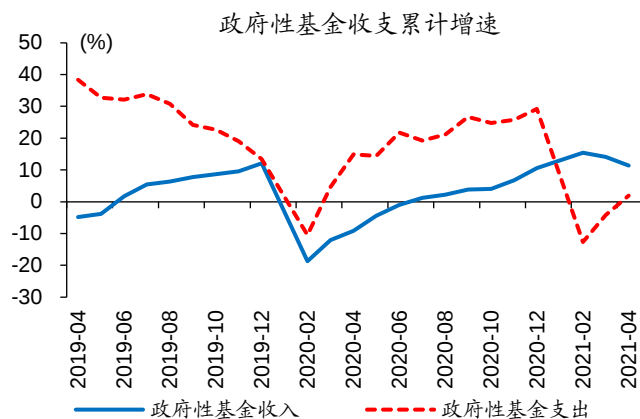
图2：政府性基金对广义财政支出的拖累明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

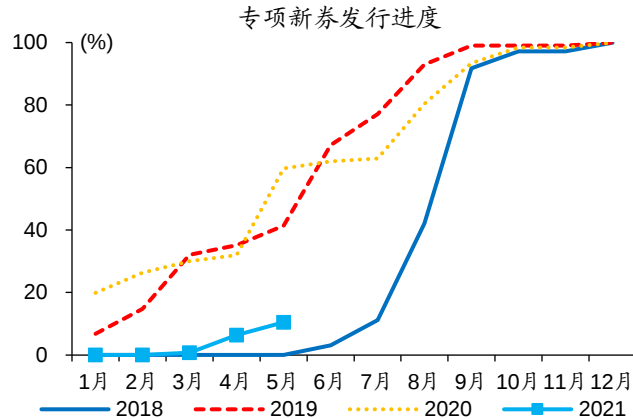
政府性基金支出进度偏慢，与专项债“花钱”节奏等有关。1-4月，政府性基金支出两年复合增速只有1.9%、显著低于收入增速的11.4%，而过去三年支出增速持续高于收入增速。其中，专项债“花钱”节奏偏慢对于整体支出进度拖累明显，1-4月专项债新券发行只有2219亿元，占全年新增额度的6.1%，低于过去两年同期30%以上占比，即使考虑额度下达较晚的影响，专项债发行也慢于过去两年年初的情况。

图3：政府性基金支出增速显著低于收入增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

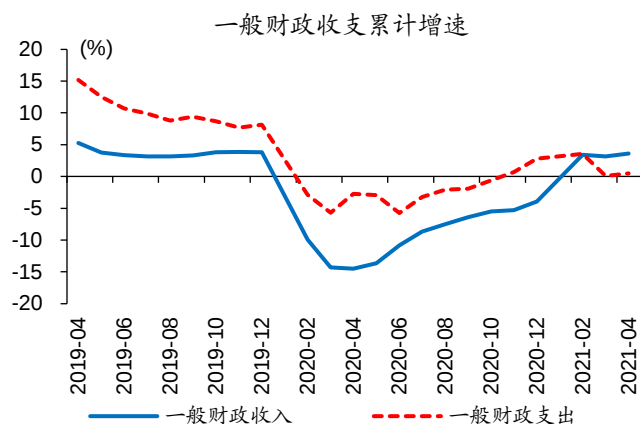
图4：专项债发行进度明显偏慢



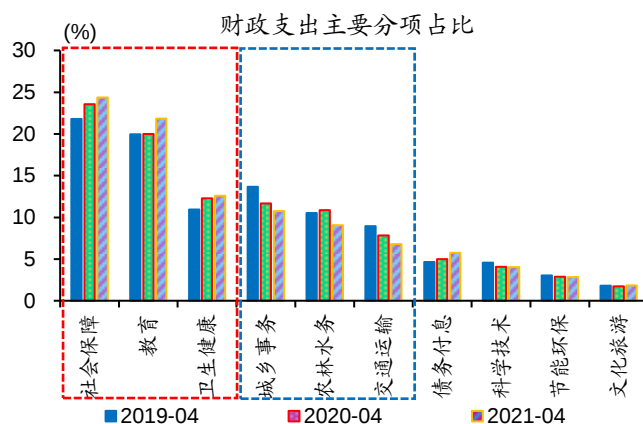
数据来源：Wind、开源证券研究所

一般财政支出进度偏慢，与“稳增长”相关支出回落有关。1-4月，一般财政支出两年复合增速只有0.5%，而收入增速达3.6%、已恢复至疫情前水平。主要分项来

看，社会保障、教育、卫生健康等民生领域投入逐步增加，而农林水务、交通运输、城乡社区等“稳增长”相关支出增速回落、占总体支出比重持续下降。

图5：一般财政支出增速低于收入增速


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：交通运输、城乡社区等支出占比下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

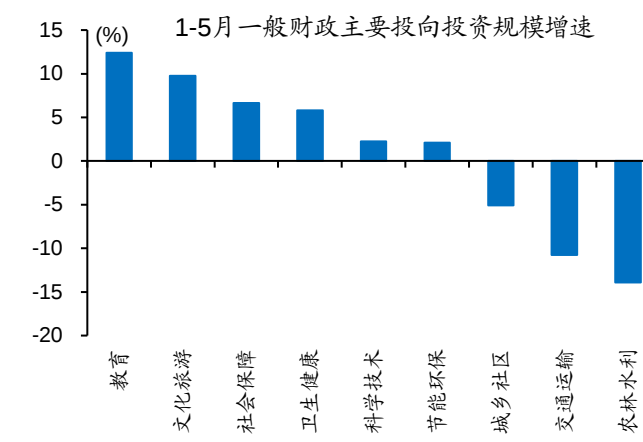
2、广义财政支出偏慢，主因政策收紧、监管加强

经济加快正常化下，政策重心回归“调结构”、“防风险”，财政“维稳”必要性和紧迫性下降。财政政策退出方向明确，重在保就业、保民生、保市场主体；“用好稳增长压力较小的窗口期”，加大对科技创新、教育等领域投入，加快推动产业转型升级。年初以来，一般财政投向教育、社会保障、卫生健康等民生领域明显增加；专项债投向基建相关占比下降，而投向社会事业、棚改等领域占比上升。

表1：政策淡化“稳增长”，强调民生相关

时间	文件	内容
12月19日	中央经济工作会议	以改善民生为导向扩大消费和有效投资，完善支持社会资本参与的机制和政策，更加注重民生基础设施补短板，推动新型城镇化和区域协调发展。...要做好基本民生保障工作，促进重点群体多渠道就业，持续改善人民生活。
3月5日	财政部部长刘昆	中央财政专门设立衔接推进乡村振兴补助资金，规模达到1561亿元，比去年原中央财政专项扶贫资金增加了100亿元；现有财政转移支付继续向脱贫地区倾斜，突出支持国家乡村振兴重点帮扶县，推动均衡发展。继续支持脱贫县统筹使用涉农财政资金，推动乡村振兴。
3月5日	政府工作报告	大力促进科技创新，产业转型升级步伐加快...推动产业数字化智能化改造，战略性新兴产业保持快速发展势头。建设高质量教育体系，建设高素质专业化教师队伍，深化教育改革，实施教育提质扩容工程，劳动年龄人口平均受教育年限提高到11.3年。优先稳就业保民生，人民生活得到切实保障。
3月11日	李克强调答记者问	①继续推动“六稳”，实现“六保”，还是把就业放在之首。 ②下一步要加大基础研究的投入，还要继续改革科技体制。 ③今年政府总支出比去年略有增加，盘子不小，所以要更多地向着大面广的民生领域倾斜，特别是义务教育和基本医疗。如果下半年经济持续向好，那么会下更大的力度把财政支出，包括债务支出投向这些领域。
3月15日	国务院常务会议	防范化解风险隐患，巩固经济稳定恢复基础加快下达和用好中央预算内投资、转移支付、地方政府专项债等资金，加强对义务教育、基本医疗等领域补短板的支持。
4月21日	国常会	将直达资金继续主要用于支持保就业保民生保市场主体...集中更多财力加大对义务教育、基本医疗、基本住房等基本民生的投入。
4月30日	中央政治局会议	要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革。要保障和改善民生，强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业，做好重要民生商品保供稳价。

资料来源：中国政府网、财政部、共产党员网、开源证券研究所

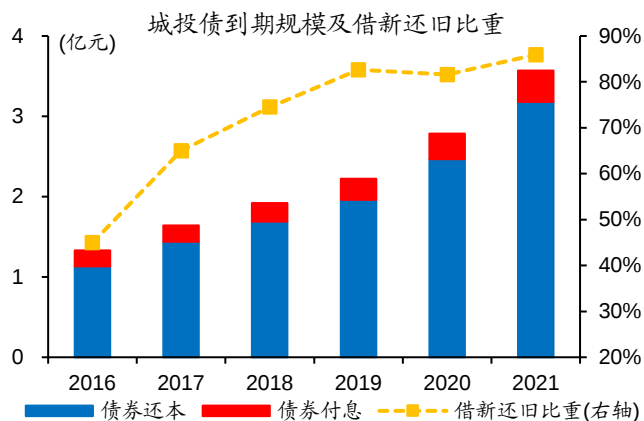
图7：一般财政投向民生相关领域明显增加


数据来源：Wind、开源证券研究所

伴随债务压力加速显性化，地方债务监管加强、地方投资意愿减弱等，或是影响专项债“花钱”节奏的重要原因。2021年，地方债务还本付息、再融资压力明显加大，仅城投债还本付息规模达3.6万亿元、较2020年增长28%，城投债募资大部分用于“借新还旧”、比例高达85.9%。债务风险加快累积下，政策对防范化解地方债务风险的高度重视明显上升，对地方政府债务和隐性债务的监管均明显加强，要求

“建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，加强地方国企债务风险管控等措施陆续落地，部分地区也相应出台债务控制方案。

图8: 地方债务压力持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

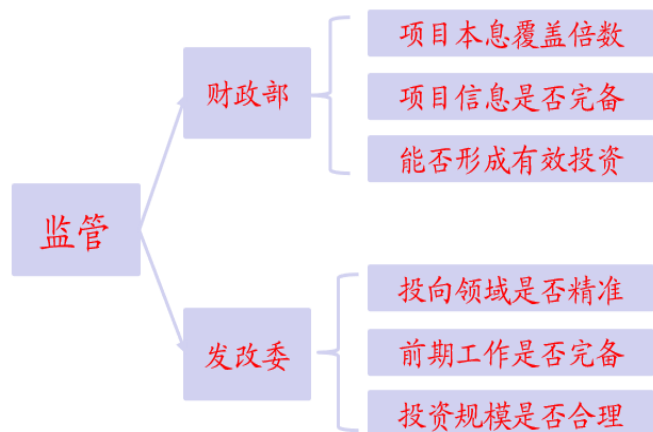
表2: 对于防范化解地方债务风险要求进一步加强

时间	文件/会议	内容
3月5日	政府工作报告	把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。稳妥化解地方政府债务风险，及时处置一批重大金融风险隐患...
3月23日	财税工作座谈会	国务院副总理韩正：进一步支持和激励科技创新，加大科技特别是基础研究投入力度，提高科研资金使用效益。健全地方政府债务管理制度，完善地方政府专项债券发行使用制度， 抓实化解地方政府债务风险工作
3月26日	福建省债务风险防控重在抓常抓实	按季度对其政府类贷款项目进行数据采集和分析，及时掌握各地债务风险变化情况，实现动态监控，坚决遏制各类矛盾风险交叉感染叠加升级。
3月28日	《关于加强地方因省企业债务风险管控工作的指导意见》	一是建立债务风险监测识别机制。二是 建立债务风险管控机制 。从负债规模和资产债务率双约束，严格债务资源化管理，严控隐性债务规模、规范对外担保等方面提出了相关要求。三是建立债务全生命周期管理机制。 四是建立债务风险管理的长效机制。
4月7日	国新办发布会	按照“开好前门、严堵后门”的思路，抓实化解地方政府债务风险工作。强化预算约束， 严禁以企业债务形式增加隐性债务。金融机构必须审慎合规经营，严禁向地方政府违规提供融资。清理规范地方金融服务平台，剥离其政府融资职能，严格落实政府举债终身问责和债务问题倒查机制。
4月30日	中央政治局会议	要防范化解金融风险，建立地方党政主要负责同志负责的财政金融风险处理机制。
5月6日	刘昆《建立健全有利于高质量发展的现代财税体制》	1) 落实中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案 ，进一步理顺中央和地方收入划分， 通过立法授权适当扩大省级政府管理权限 2) 充分利用信用信息手段掌握项目资金使用和建设进度等情况，坚决遏制增量 ，落实地方政府不得以任何形式增加隐性债务的要求。3) 积极稳妥化解存量，强化与金融系统协同配合，对隐性债务实行穿透式监管。

资料来源：Wind、开源证券研究所

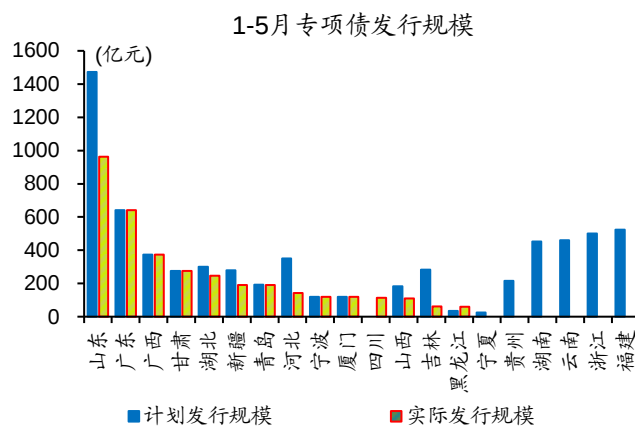
地方债务监管加强下,申报项目质量等,或是影响专项债发行节奏的直接原因。专项债管理不断精细化,项目收益能否覆盖本息、准备工作是否完备、投向领域是否精准等方面的审核趋严。例如,西部某省上报 2000 多个项目、资金需求 3000 亿元,实际审批通过 800 个项目、资金 1200 亿元,项目、资金审减率达 60%。项目质量不过关等,或是年初以来,部分地区专项债实际发行规模低于计划的原因。

图9: 专项债项目审核趋严



资料来源：21 世纪经济报、开源证券研究所

图10: 多个省市专项债实际发行规模低于计划发行规模

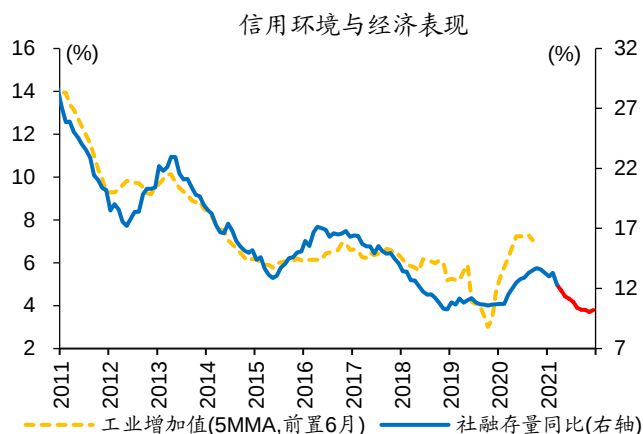


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 财政“后置”或缓解经济压力、但不改变趋势

财政支出“后置”，或有助于缓解经济压力。经济高点已过、趋势已定，前期修复较快的投资、出口等需求端指标，已先后见顶；而中小企业和中低收入群体受到的“伤害”较重，拖累制造业投资和消费修复的“进度”与“弹性”。财政支出“后置”，为后续政策托底预留了空间，经验显示，当局通过推动项目立项和建设、扩大专项债资金使用范围等方式，推动专项债的加快发行和使用。

图11：经济高点已过、趋势已定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：经济下行压力加大时，政策推动地方债加快发行

时间	会议/文件	内容
2018/12/29	《关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债券限额的决定》	为了发挥政府债券资金对稳增长、扩内需、补短板的重要作用，更好发挥积极的财政政策作用，保持经济持续健康发展，在人民代表大会批准当年地方政府债券限额之前，授权国务院提前下达2019年地方政府新增一般债券限额5800亿元、新增专项债券限额8100亿元。
2019/1/9	国务院常务会议	对已经全国人大授权提前下达的1.39万亿元地方债要尽快启动发行。抓紧确定全年专项债分配方案，力争9月底前基本发行完毕。
2019/9/4	国务院常务会议	按规定提前下达2020年专项债部分新增额度，并扩大使用范围；将专项债用作项目资本金范围明确为符合重点投向的重大基础设施领域；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为20%左右。
2019/12/27	全国财政工作会议	用好地方政府专项债券，规范地方政府举债融资行为，防范化解地方政府隐性债务风险，资金跟着项目走，优化债券投向结构，落实好扩大专项债券使用范围。
2020/2/24	国新办发布会	扩大地方政府专项债券发行规模，按照“资金跟着项目走”的原则，指导地方做好项目储备和前期准备工作，尽快形成有效的投资。
2020/3/26	推进重大项目建设积极做好稳投资工作电视电话会议	要坚持“资金跟着项目走”的原则，安排好地方政府专项债券项目，优先配套和支持重点领域和重大项目。要以需求为导向，大力推动5G等新型基础设施建设，支持数字经济等新业态发展。
2020/5/22	《政府工作报告》	拟安排地方政府专项债3.75万亿元，拟发行1万亿元抗疫特别国债...各条线、各资金要应收尽收、重新安排。
2020/7/29	《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》	要切实做好稳投资稳增长和维护债券市场稳定工作，确保专项债券有序稳妥发行，力争在10月底前发行完毕，既要督促加快专项债券资金使用进度，尽快形成实物工作量，也要确保项目质量，提高债券资金使用绩效，决不能乱花钱。确需调整用途的，原则上应当于9月底前完成，合理简化程序，确保年内形成实物工作量。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

财政以“托底”为主、更加注重民生等支持，对总量经济的拉动或不宜高估，不会改变全年经济趋势。以专项债为例，1-5月专项债投向社会事业、棚改等领域占比合计较2020年抬升5个百分点，而投向基建相关占比下降5个百分点。同时，项目质量、债务压制等，使得财政发力撬动的杠杆有限，专项债项目90%以上的资金来自专项债和财政资本金（详细分析参见《近八千个项目，解密专项债“新”动向》）。

图12：2021年前五月专项债投向基建占比明显回落

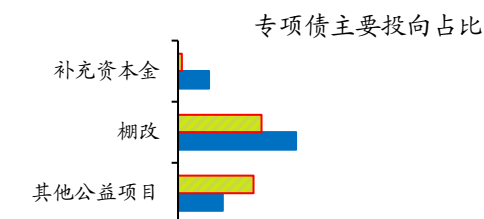
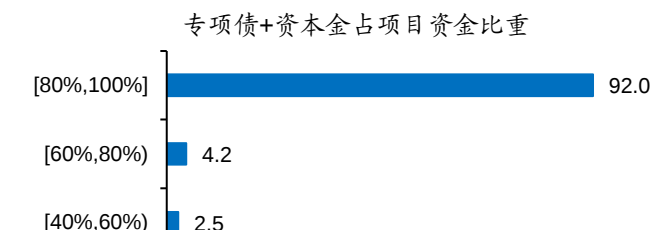


图13：专项债项目资金大部分来自财政



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_19901

