财政后置到底有何影响？

——川财宏观财政专题深度报告

上半年国内财政节奏明显后置，对国内经济增长结构、下半年流动性格局均将产生影响，本文从基建、流动性两方面对其影响展开讨论。

❖ 地方政府债何以后置发行？

地方政府债务发行政策环境持续规范。上半年监管先后 8 次提及化解地方政府债务风险，逐步规范的监管环境或使地方政府在债券发行、资金使用等方面更加审慎，周期拉长。

今年地方债“提前批”下达时间较前两年明显后移，一季度新增地方政府债发行空白。据川财宏观团队测算，前 5 月国内地方政府专项债发行规模仅占 2021 年全年额度的 32.06%，较 2019、2020 年同期分别下行 13.03 和 28.07 个百分点。

❖ 发行后置对上半年影响几何？

基建投资维持温和。在地方债发行、财政支出后置的共同影响下，上半年国内基建投资增速实现 7.8%，增速相对温和。财政支出方面，今年以来，专项债投向政策有所放宽、政府性基金收支两端出现增速差，地方财政基建投资热情相对不足。从前瞻数据看，6 月建筑业新订单指数虽仍维持在荣枯线以上，但其景气度较一季度有所下调。

银行体系资产欠配，狭义流动性被动宽松。上半年地方政府债发行后置，银行体系对新增利率债的配置需求较为旺盛。同期国内经济的稳增长压力相对较小，实体经济融资需求平稳，M2、社融等融资表观指标走弱，银行体系资金供给增加，狭义流动性被动放宽是上半年债市利率下行的重要因素。

❖ 三季度或将是地方债发行的高峰

经川财宏观团队测算，下半年地方债发行的总规模或将在 4.7 万亿元左右，较上半年边际增量明显。三季度为项目开工传统旺季，当季地方债发行规模或不低于 3 万亿元。近期央行超预期降低存款准备金率，或也在为三季度地方政府融资成本下行创造条件，降准前后地方债发行利率明显下行。

❖ 关注财政后置对下半年的两方面影响

关注财政放量对基建投资的提振。当前地方财政蓄势待发，棚改、社会事业对基建的分流效下半年应难以延续，乡村振兴、短期恶劣天气、碳中和等新基建项目均将拉动地方投资，地方债放量、地方政府性基金支出有望支撑国内基建投资改善。

地方债供给放量挤占银行体系资金供给。下半年后置的政府债券供给压力将集中释放，分流超额准备金，社融、M2 剪刀差拉大，下半年狭义流动性环境或有较大波动。

❖ 风险提示：海外疫情超预期发展，国内消费需求持续低于预期。

证券研究报告

所属部门	总量研究部
川财一级行业	总量研究
川财二级行业	宏观经济
报告类别	宏观深度
报告时间	2021/7/23

分析师

陈霁
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

陈琦
证书编号：S1100520120001
chenqi@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、地方政府债何以后置发行？ 4
1.1 地方政府债务发行政策环境持续规范 4
2.2 今年提前批额度下达时点较晚 5
二、发行后置影响几何？ 5
2.1 上半年基建投资增速整体温和 5
2.2 银行体系资产欠配，为狭义流动性腾挪空间 7
三、展望下半年，三季度或是地方债发行的高峰 8
3.1 地方新增债券剩余额度较高 8
3.2 再融资债券发行规模或与上半年持平 8
四、关注财政后置的两方面影响 10
4.1 基建投资有望在中长期维度提振 10
4.2 地方债供给放量或形成较强的挤占 12
风险提示 15

图表目录

图 1： 2018-2021 年前 5 月地方政府专项债发行规模对比 4
图 2： 建筑业新订单指数走弱 7
图 3： 专项债投向基建的比例有所回落 7
图 4： 超储率位于历年同期较高水平 7
图 5： 银行体系资金成本相对不高 7
图 6： 社融、M2 剪刀差走窄，上半年机构配置力量走强 8
图 7： 上半年再融资债发行占比明显提升 9
图 8： 再融资券上半年发行相对活跃 9
图 9： 地方债发行利率在降准前后明显下行 10
图 10： 二季度 PMI 新出口订单指数跌破荣枯线 11
图 11： 地产投资在固定资产中占比持续提升 11
图 12： 地方政府性基金支出节奏慢于去年 11
图 13： 上半年地方政府性基金支出节奏较慢 11
图 14： DR007 一度落至政策利率以下 12
图 15： 企业债券净融资正在修复 13
图 16： 上半年企业债净融资受风险事件影响 13
图 17： 地方政府债务到期压力正逐步下行 13
图 18： 下半年 MLF 到期规模较大 14
图 19： 降准后 MLF 投放规模收敛 14

上半年国内财政节奏明显后置，稳杠杆、化风险是年内财政政策的主题。一方面地方政府债务发行后置明显，而另一方面地方政府支出节奏同样明显慢于收入，国内财政节奏后置较为明显。财政后置对国内经济增长结构、下半年流动性格局均将产生影响，本文将从基建、流动性两方面展开讨论。

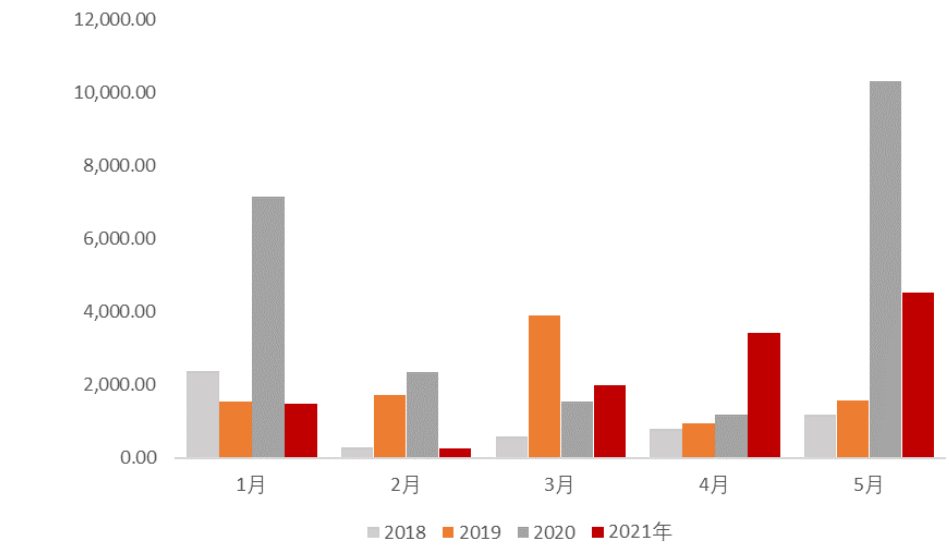
一、地方政府债何以后置发行？

1.1 地方政府债务发行政策环境持续规范

为对冲疫情影响、扩大稳增长，2020 年我国实施更加“提质增效”的财政政策，当年地方财政前倾的特点明显。去年 11 月以来，国内经济“稳增长”压力缓解，财政政策转向聚焦化解地方隐性债务风险。截至上半年，监管先后 8 次提及化解地方政府债务风险，并在中央经济工作会议、政治局会议等高级别会议上特别强调，逐步规范的监管环境使得地方政府债务发行、债券资金使用更加审慎，周期相对拉长。

地方债发行节奏不及预期也与地方项目质量有关系。去年积极的财政政策使得部分地区出现“钱等项目”等问题，配套项目手续不全、优质项目储备不足均延缓了项目落实效率。但从另一角度看，债券资金结转、地方优质项目不足使得地方债发行的紧迫性不高，间接为地方债券发行后置创造了条件。

图 1： 2018-2021 年前 5 月地方政府专项债发行规模对比



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：亿元

2.2 今年提前批额度下达时点较晚

2019 年以来，为弥补一季度地方债发行的空窗期，提升资金使用效率，地方政府债务往往会出现“提前批次”，即国务院在当年两会前提前下达部分新增债额度至各省级政府。“提前批次”使得各年份地方债发行时点明显提前，2019-2020 年首批地方新增债发行时点从此前的二季度前移至当年 1 月份，地方政府债务发行连续两年呈现“头重脚轻”。

今年地方债务发行“提前批”仍然存在，但下达时间较前两年明显后移，一季度新增地方政府债发行空白。前 5 月国内地方政府专项债发行规模仅占 2021 年全年额度的 32.06%，较 2019、2020 年同期分别下行 13.03 和 28.07 个百分点。

表格1. 近年地方政府专项债发行进度对比

		2018-03	2018-04	2018-05	2018-06
		5.70	11.68	20.47	27.21
2019-01	**2019-02**	**2019-03**	**2019-04**	**2019-05**	**2019-06**
7.19	15.17	33.36	37.75	45.10	72.16
2020-01	**2020-02**	**2020-03**	**2020-04**	**2020-05**	**2020-06**
19.1	25.3	29.44	32.64	60.13	63.2
2021-01	**2021-02**	**2021-03**	**2021-04**	**2021-05**	
4.1	4.82	10.25	19.67	32.06	

资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

二、发行后置影响几何？

2.1 上半年基建投资增速整体温和

在地方债发行、财政支出后置的共同影响下，上半年国内基建投资增速实现 7.8%，增速相对温和，地方债发行资金是基建项目的重要资金来源，一如前文测算，前 5 月地方政府债发行规模在全年计划发行规模中仅占 32.06%，明显低于 2019、2020 年同期水平；具体到财政支出端，政府性基金预算支出是支持基建投资的重要力量，今年以来，全国政府性基金收支两端出现增速差，侧面印证基建投资增速的相对弱势。

表格2. 土地出让收入支出是基建项目的重要支持

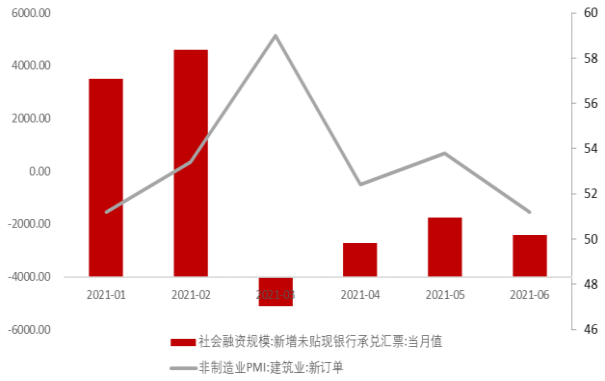
征地和拆迁补偿支出	包括土地补偿费、安置补助费、地上附着物和青苗补偿费、**拆迁补偿费**，按照地方人民政府批准的征地补偿方案、拆迁补偿方案以及财政部门核定的预算执行。
土地开发支出	包括前期土地开发性支出以及财政部门规定的与前期土地开发相关的费用等，含因出让土地涉及的需要进行的相关道路、供水、供电、供气、排水、通讯、照明、土地平整等**基础设施建设支出**，以及相关需要支付的银行贷款本息等支出，按照财政部门核定的预算安排。
支农支出	包括用于保持被征地农民原有生活水平补贴支出、补助被征地农民社会保障支出、农业土地开发支出以及**农村基础设施建设支出**。
城市建设支出以及其他支出	含完善国有土地使用功能的配套设施建设以及城市基础设施建设支出。具体包括：城市道路、桥涵、公共绿地、公共厕所、消防设施等基础设施建设支出。
其他支出	包括土地出让业务费、缴纳新增建设用地有偿使用费、国有土地收益基金支出、城镇廉租住房保障支出以及支付破产或改制国有企业职工安置费用等。

资料来源：wind，川财证券研究所

值得一提的是，专项债发行缓慢并不是上半年基建增速不及预期的唯一原因，2021 年专项债资金政策也出现变化，此前对土储、棚改的投向限制有所松动。在现行政策框架下，上半年地方政府提高了专项债投向社会事业和棚改领域的比重，投向基建的比例随之下降，为近年来首次。财政优先支持民生相关，对传统基建的投资意愿同样有所下调。在综合因素的作用下，上半年基建投资增速相对温和。

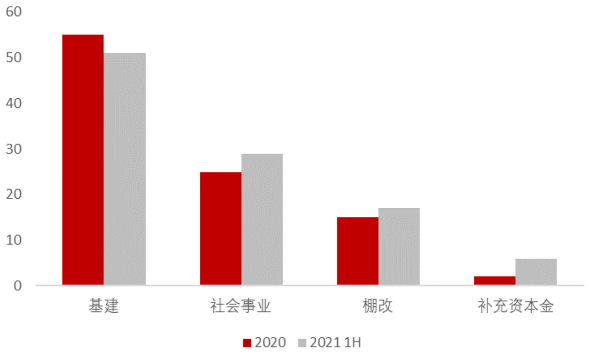
非制造业 PMI 指数中的建筑业新订单对项目开工具备一定的前瞻性，截至 6 月份，建筑业新订单指数虽仍维持在荣枯线以上，但其景气度较一季度有所下调。

图 2： 建筑业新订单指数走弱



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 3： 专项债投向基建的比例有所回落

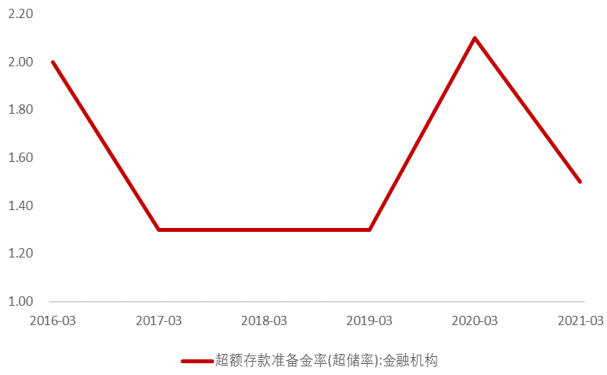


资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

2.2 银行体系资产欠配，为狭义流动性腾挪空间

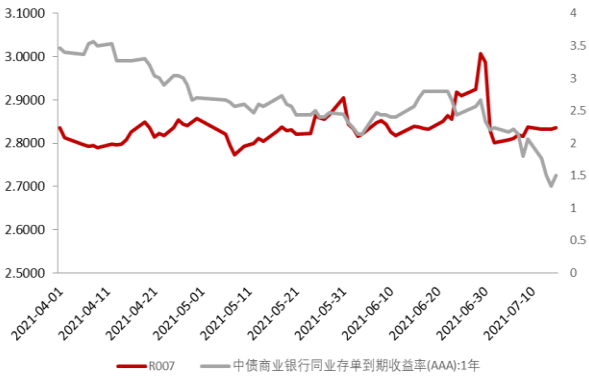
简要分析银行体系的资产负债表，实体经济贷款、政府债都是资产端的重要组成部分，是超额储备金的主要投向，因此，银行体系具备先天的债券配置需求。

图 4： 超储率位于历年同期较高水平



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

图 5： 银行体系资金成本相对不高



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

上半年地方政府债发行后置，银行体系对新增利率债的配置需求较为旺盛。同期国内经济的稳增长压力相对较小，实体经济融资需求平稳，M2、社融等融资表观指标走弱，银行体系资金供给相对增加，狭义流动性放宽是上半年债市利率下行的重要因素。

我们通过观测 M2、社融增速的剪刀差来论证这一观点。M2、社融分别从金融体系的负债端和资产端进行统计；M2 不包含被地方债务发行吸收至央行的

财政存款，但地方债融资作为实体经济的重要支持部分，被纳入社融，因此，M2 与社融的剪刀差一定程度上能够反映银行机构对债市的配置力量。上半年我国 M2 与社融同比增速的剪刀差持续缩窄，银行机构对利率债的配置需求持续较强，财政发债后置是狭义流动性放宽的重要因素之一。

图 6： 社融、M2 剪刀差走窄，上半年机构配置力量走强

资料来源：wind，川财证券研究所，单位：%

三、展望下半年，三季度或是地方债发行的高峰

3.1 地方新增债券剩余额度较高

据财政部最新数据，上半年国内新增地方政府债券规模为 14800 亿元，仅占全年预算安排限额的 33.11%；另据川财宏观团队测算，前 5 月我国地方政府专项债发行规模同比下降 48.10%，下半年地方政府发债剩余额度较高。从结构看，当前下半年新增专项债的剩余额度为 2.6 万亿元，新增一般债规模或将在 3500-4000 亿元。

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_22368