

# 下半年财政发力为何要到年底？ ——财政政策深度透析

## 核心观点

**预期差：**下半年勿高估财政后置对经济的正向影响，财政发力至少要到年底，明年一季度有望配合货币政策实现扩信用，进而带动经济企稳。

**财政发力整体上影响有限，节奏上年底可能有所体现，主因在于：**第一，预算内资金体量有限，支出重点在巩固抗疫成果和兜牢“三保”，一般公共预算发力影响有限。其次，专项债年内大概率发完，受限于项目质量要求、终生追责及最新监管政策收紧等影响，Q3均匀发行较难带来基建的快速增长。第三，使用资金递推基建投资的方法存在较大偏差，根据重大项目进度跟踪来看，全年基建投资平稳增长。

**我们持续强调：**2021年中国下半年信用收缩之后经济下行压力逐渐增大，货币政策逐渐走向放松，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

**风险提示：**国内政策落地不及预期，经济超预期下行，全球经济、金融危机爆发，油价超预期上行，美国货币、财政政策超预期收紧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

## 正文目录

1. 预算内资金未来进度及投向如何? .....	3
2. 专项债发行及形成实物工作量进度如何? .....	5
3. 为何我们通过资金预测基建会出现偏差? .....	6
4. 重大项目批复是未来跟踪基建的重点? .....	7

## 图表目录

图 1: 1-6 月财政收入支出同比及实际赤字 .....	3
图 2: 2021 年分项支出预算与 2020 年决算较为接近 .....	3
图 3: 2021 年社保就业和卫生健康支出增速较快, 预计下半年科技和环保支出将提速 .....	4
图 4: 2021 年专项债发行规模 .....	5
图 5: 2021 年专项债发行节奏 .....	5
图 6: 1-7 月专项债资金用于基建比例不足 5 成 .....	5
图 7: PPI 与固定资产投资同比相关度较高 .....	7
表 1: 2021 年和 2020 年重大项目投资计划概览 .....	8
图 8: 2021 年部分地区重大项目投资金额的行业结构 .....	8
图 9: 截至 2021 年 8 月 2 日, 重大项目集中开工信息一览 .....	9

2021年Q2起,经济下行压力逐步增大,从国常会降准到730政治局会议表态来看,“稳增长压力较小的窗口期”已过,经济回落预期导致市场开始预判可能出现的政策托底信号,在货币对冲和财政对冲之间,考虑上半年财政预算支出进度较慢,有部分声音预期下半年财政支出后置将带动信用扩张、对冲经济下行压力。

我们认为,下半年财政较难发力且影响有限,其一,财政支出后置但资金支持有限,资金投向重在巩固抗疫成果、兜牢三保而非托底增长;其二,Q3专项债均匀发行,且年内大概率发完,但由于压实项目质量要求、项目用途调整时滞、终生追责影响地方政府投资意愿和监管政策扰动,我们认为,年内财政资金形成实物工作量大概率后移。其三,大国博弈和跨周期政策调节思路下,财政发力的必要性和可能性下降。

我们认为,在经济下行压力加大且财政支撑有限的背景下,下半年货币政策逐渐走向放松,通过推动再次降准、定向降息等方式降低中小企业融资成本,顺水行舟,流动性环境的积极表现有助于形成股债双牛趋势,10年期国债收益率有望触及2.5%左右,无风险利率继续下行带动科技成长股发力。

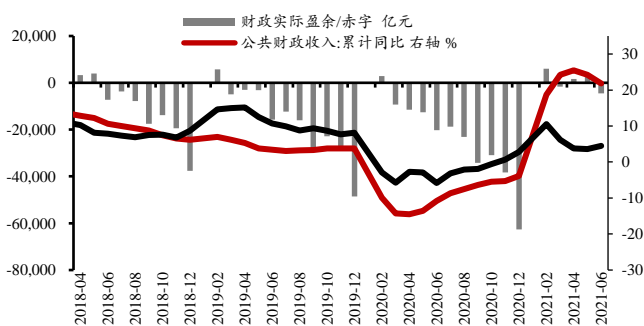
## 1. 预算内资金未来进度及投向如何?

2021年上半年支出较慢导致市场预期“财政后置发力”。上半年财政支出较慢,1-5月财政预算支出进度仅达到37.4%,6月财政支出加速,同比增7.6%,带动1-6月财政支出达到预算进度的48.6%。正是由于1-5月财政支出进度较慢,市场开始增强对财政下半年加速支出的预期,认为“财政后置发力”可能成为对冲经济下行的重要力量。

下半年财政后置,一般公共预算能否发力?我们认为难度较大,主因在于预算内财政后置资金支持力度有限,资金投向重点并非托底增长方向,而是巩固抗疫成果和兜牢“三保”,同时大国博弈背景下财政逆周期发力的必要性和可能性不断下降。

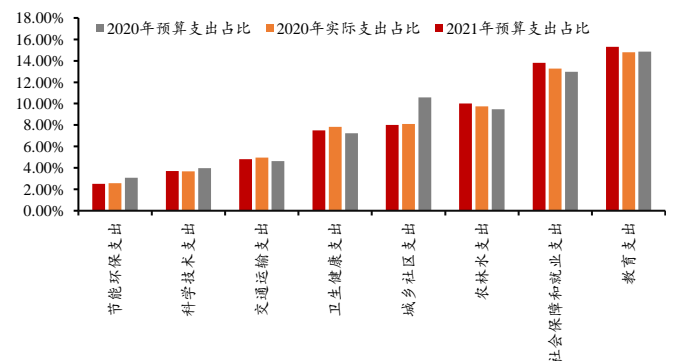
首先,下半年预算内财政支出提速,但资金规模有限。2021年财政预算计划支出25.01万亿,其中上半年已经支出12.17万亿,下半年待支出12.84万亿,体现出一定的财政后置特征,但事实上资金规模较为有限;其一,2020年下半年一般公共预算实际支出已经达到了12.92万亿,高于2021年下半年的待支出规模,因此2021年待支出财政资金规模有限。其二,2020年财政支出体现出显著的节支特征(财政实际支出不及预算目标),一方面得益于主要政策目标的提前完成(就业等),另一方面体现出财政少花钱多办事的支出效率高特征,我们认为,2021年仍存在财政“节支”的可能,财政实际支出可能达不到预算安排的25.01万亿。

图 1: 1-6 月财政收入支出同比及实际赤字



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 2021 年分项支出预算与 2020 年决算较为接近

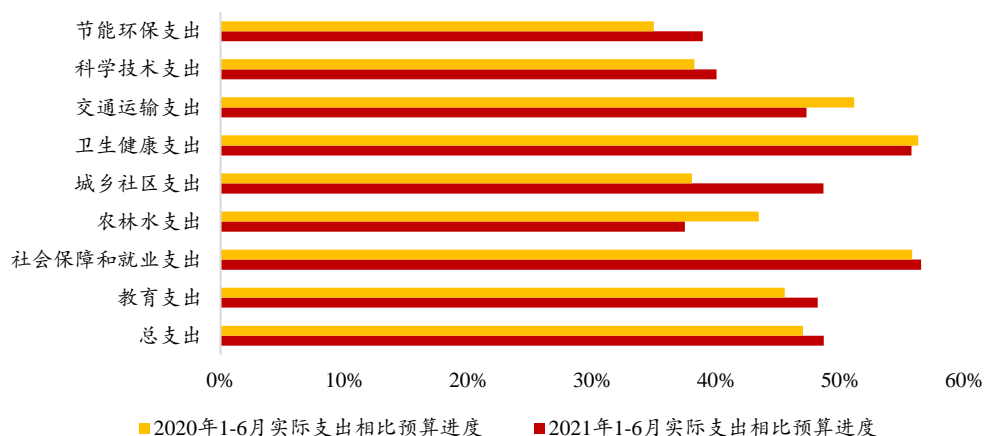


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

其次，2021年财政支出重点在于巩固抗疫成果和兜牢“三保”。2020年财政政策的重点在于应对疫情及疫情的负面影响，体现在财政支出层面便是卫生健康及社保就业成为资金重点发力方向。2021年政府工作报告、政治局会议等多次强调保持宏观政策的连续性，积极的财政政策提质增效、更可持续，上半年延续2020年特征，社保就业和卫生健康领域支出较快，已支出资金分别达到预算安排的56.5%和55.7%，快于时序进度，其中卫生健康支出重点在于巩固抗疫成果，社保就业支出则围绕兜牢“三保”支出，而其余分项支出相对落后于时序进度。

我们认为，考虑下半年，第一，考虑疫苗接种和疫情反复的影响、经济下行阶段潜在的就业风险、保障政策连续性等逻辑，卫生健康和社保就业支出仍旧是财政关注重点，730政治局会议强调兜牢基层“三保”底线也是指这一块。第二，下半年科技、教育、环保、预算内基建等领域支出有望提速，上半年这些领域支出增速较慢，刘昆部长强调落实预算安排便是强调推进这些领域的资金支出，也符合加大对国家重大战略任务的财力保障的政策要求，但这些领域对改善民生、促进产业升级等影响更高，对经济增长的拉动作用有限。第三，我们提示，今年科技、教育、环保、预算内基建等领域可能存在与2020年相似的特征，即实际的分项支出未达到预算目标。

图 3：2021 年社保就业和卫生健康支出增速较快，预计下半年科技和环保支出将提速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

大国博弈背景下政策的跨周期调节属性更强，财政逆周期发力的必要性下降。2018年以来大国博弈成为重要的宏观背景，中美在贸易、科技、金融、意识形态、国土等方面产生了诸多摩擦。2020年进入后疫情时代，中国在疫情防控、经济复位等方面显著领先于发达经济体，考虑大国博弈的长期性和突发性，政策的跨周期调节特征更为突出，一方面储备政策子弹，2020年及2021年财政“超收节支”的特征有所印证，另一方面积极通过改革应对中长期问题，财政对防范存量隐性债务风险的重视程度不断提升有所反映。

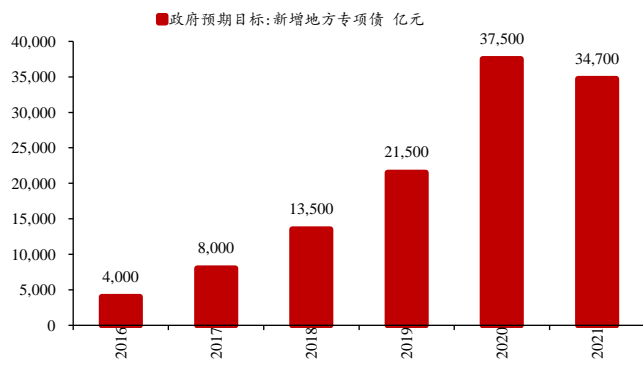
在百年未有之大变局、大疫情、大放水的背景下，2020年决策层也未使用逆周期政策刺激需求侧，更多通过减税降费、结构性货币政策等供给侧手段托底经济，并在下半年财政端表现出一定的政策留力特征，因此当2021年经济增长的下行压力加大时，我们认为，财政政策逆周期发力的可能性和必要性也相应下降。

## 2. 专项债发行及形成实物工作量进度如何？

除一般公共预算外，上半年政府性基金预算支出及新增专项债发行进度也相对较慢。相应的，也有市场声音预期专项债均匀发行和政府性基金支出加速带动基建等领域发力，形成实物工作量，缓解短期经济下行压力。

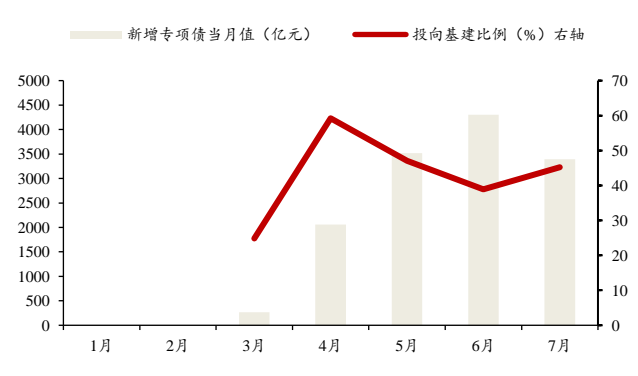
有关专项债发力并形成实物工作量托底经济这一问题存在较大预期差，我们认为年内专项债发完且 Q3 均匀发行可能性较大，但受多重因素扰动，形成实物工作量并配合信用扩张托底经济大概率在 2022 年 Q1 出现，年内基建增速平稳，难以扭转经济下行趋势。

图 4：2021 年专项债发行规模



资料来源：Wind，浙商证券研究所

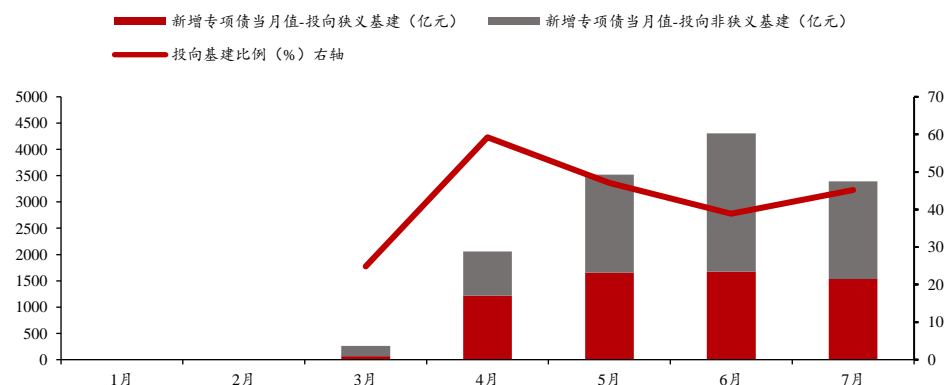
图 5：2021 年专项债发行节奏



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**Q3 新增专项债均匀发行，年内大概率发完。**截至 7 月 30 日，地方政府新增专项债共发行 13082 亿，达到预算安排的 37.7%，去年同期为 60.4%。我们结合前期披露的发行计划来看，Q3 专项债均匀发行特征将较为显著，但 7 月专项债发行相对未达到较高预期，这意味着 8、9 月份的专项债发行规模有望提速，目前来看 7 月下旬以来专项债发行已经提速，单周发行平均 1000 亿元。此外，结合政治局会议有关“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度”的措辞，我们认为今年新增专项债大概率发完，结余未发的概率较低。

图 6：1-7 月专项债资金用于基建比例不足 5 成



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**专项债均匀发行短期对基建影响有限。**我们预计 Q3 未来两个月将是专项债发行高峰，但对基建提振有限。一方面，专项债资金投向基建比例较 2020 年有所下降，截至目前已发行的 13082 亿新增专项债中，用于狭义基建领域的大概为 45.42%，低于 2020 年

的 50%至 60%；其中，6、7 月份新增专项债中投向基建领域分别为 1673 亿元和 1534 亿元，分别占 38.88%和 45.22%。

另一方面，我们认为 Q3 专项债均匀发行较难在短期带动基建显著高增，核心原因在于 2020 年下半年以来导致基建增速不急预期的关键是项目问题，而非资金不足。首先，结合前期下达的多项监管文件来看，压实项目质量要求、实施政府官员终身追责制度导致地方政府投资意愿的下降，出现“择优而滞速”的现象。其次，压实项目质量导致部分项目出现用途调整，导致资金从发行、下达到形成实物工作量的时间拉长。第三，压实项目质量并非仅针对新增项目，受化债要求等因素影响，部分存量在建项目也受到监管“回头看”进而影响项目执行。第四，在大宗商品涨价背景下，即便资金端充裕也会出现主动或者被动停工导致基建不及预期，前者主要源于配合保供稳价而实施的部分限制性措施，后者主要源于原材料成本、用工成本等大涨导致工程进度暂停，在 2016 至 2017 年上一轮供给侧改革导致 PPI 高增时期有所表现。

**财政或将配合货币政策带动明年一季度信用扩张。**我们认为，Q3 专项债均匀发行较难带动基建短期快速反弹，基建加速形成实物工作量大概率在今年年底到 2022 年初，与 7 月 30 日政治局会议的要求“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工作量”也较为一致。其一，Q4 并非传统基建旺季，北方地区受限于天气、气温等施工条件影响施工强度有限。其二，考虑项目因素对专项债资金效率的影响，发改委预先要求储备 2022 年项目。根据 21 财经等报道，7 月中旬国家发改委向地方下发通知，要求做好 2022 年地方专项债项目前期工作，明确专项债项目可用于交通基建、能源等 9 大领域，禁止用于房地产、产业项目等领域。

其三，我们此前判断，7 月降准意味着货币政策转向宽松，而这并非短期行为，具有一定的持续性，因此后续大概率仍有降准及定向降息，当前我们正在经历从信用收缩阶段向宽货币托底信用的阶段切换。我们认为，考虑发改委预先储备未来项目和货币政策稳信用节奏，财政或将配合货币政策带动明年一季度信用扩张。

### 3. 为何我们通过资金预测基建会出现偏差？

市场关于财政后置发力的预判之一是专项债资金均匀发行形成实物工作量，推动基础设施、产业升级、民生改善等项目实施，进而带动相关投资对经济形成支撑，这背后的重要逻辑基础是通过基金资金视角预判基建投资走势。

基建项目的完整周期包括立项和审批、**融资、施工建设和竣工**，由于全国各地施工建设的强度、节奏等不同和统计数据获得性较差的原因，较难直接通过汇总投资得到，因而退而求其次，从融资端入手，通过计算投向基建的资金比例来估测基建投资增速。

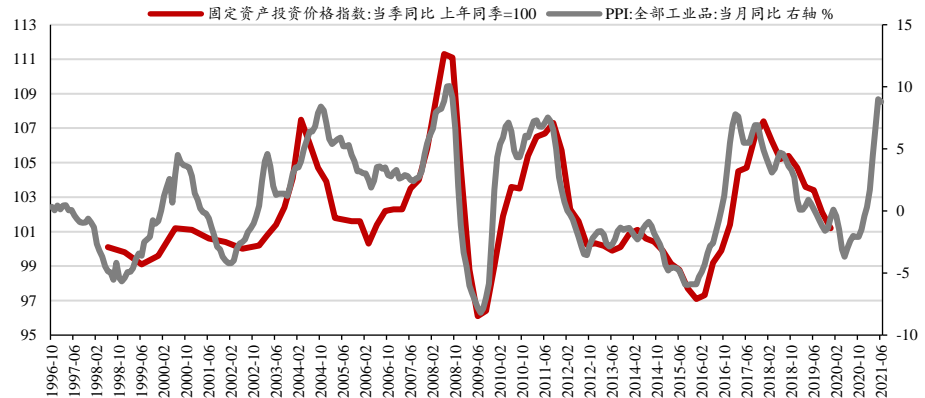
投向基建的资金主要分为以下几类：1、一般公共预算，主要是交通运输、农林水和城乡社区。2、政府性基金预算支出(不含专项债)。3、地方政府专项债。4、银行信贷，用于基建项目的配套贷款。5、城投平台融资用于支持基建。6、其他资金，包括非标及 PPP 项目对基建的支持。

**疫情后资金预判方法出现较大偏差。**2020 年疫情前，通过基建资金预判基建投资的方法较为有效，可以较为前瞻的预判全年基建走势，但疫情后这一方法出现了较大偏差，特别是 2020 年宏观政策发力，货币及财政对基建领域的资金支持表现出超预期的强度，各项资金来源均显著提升支持力度，较 2019 年同比增长两位数以上，但最终基建投资仅

维持 1% 的全年增长，资金预判偏差来源于下达的财政资金并未全部形成实物工作量，压实项目责任、地方政府终生追责导致投资意愿降低导致基建实际投资受到影响。

我们认为，2021 年根据资金预判基建大概率会出现偏差，其一是压实项目质量和地方政府官员终生追责的政策要求继续存在，除了对增量项目要求的提升，对存量项目也出现了“回头看”追溯的现象，限制基建增速不及预期的不是资金不足而是项目要求。其二是，在大宗商品涨价和 PPI 持续高增背景下，基建资金可能低估价格因素对基建投资的贡献。2020 年 PPI 同比中枢为 -1.5%，2021 年大概率在 6% 左右，考虑固定资产投资价格指数与 PPI 同比的高度联动性，2021 年名义基建增速可能高于 2020 年的 1%，但实际增速对经济增长的贡献可能低于 2020 年水平。

图 7：PPI 与固定资产投资同比相关度较高



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

#### 4. 重大项目批复是未来跟踪基建的重点？

由于疫情后基建资金对基建投资的前瞻指向性下降，我们选择从重大项目角度来进行判断，通过梳理各省的重大项目投资及开工率来判断全年基建力度和节奏。

重大项目是指符合各省市产业发展导向，对各省市经济社会发展具有重大影响和带动作用，投资规模较大，并按规定程序列入年度重大项目计划的固定资产投资项目。目前重大项目投资形成了由五年规划给出整体方向，政府工作报告、政治局会议等中央重要会议进一步定性，再由各省份/直辖市定量整理具体项目、制订投资计划的模式。十四五规划和 2035 远景目标表示，要实施一批强基础、增功能、利长远的重大项目建设，表

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\\_24853](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24853)

