

宏观深度

四问财政发力

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
zhangdeli586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般从业资格编号
S1060120100009
zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



■ 2021 年 1-7 月财政支出明显后置，年内后续月份财政支出有较大回升空间，财政发力也已在路上。但制约基建投资回升的隐性债务监管和缺少合适项目这两个因素未出现积极变化，不宜对专项债拉动基建投资抱有过高期待。

1. 为何财政后置？2021 年赤字率和新增专项债额度都超预期，但实际财政支出并不积极。今年 1-7 月一般公共预算支出和政府性基金支出的两年平均增速分别为 0%、5.4%，明显低于同期两本账收入的两年平均增速 4.7%、10.2%。财政后置原因：一是，上半年经济维持韧性，4 月政治局会议称“要用好稳增长压力较小的窗口期”；二是，财政纪律约束和国常会指出“政府杠杆率要有所降低”。政府杠杆率降低必然意味着需要控制新增政府债务规模，今年 1-7 月专项债发行节奏偏慢进而拖累政府性基金支出，或与此有关。
2. 财政何时发力？财政发力已在路上。一是，在不及预期的 7 月经济数据公布后，国常会指出要“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”，政策托底力度或有加码。二是，8 月专项债发行提速，也是积极财政的表现之一。三是，中国基建投资主要集中在中部和南部地区，往年这些地区四季度各月基建投资额占全年比例基本平稳，因此冬季低温对基建施工的影响可能没有市场主流观点认为的那么大。但从财政发力到基建项目形成实物量需要时间，政策现在就要打“提前量”。
3. 财政支出有多大发力空间？一是严格按预算额支出情形下，今年 8-12 月一般公共预算支出+政府性基金支出同比 9.6%、两年平均同比 14.6%。二是，财政超收增加可支出规模情形下，按 1-7 月两本账收入占各自全年收入比例的季节性均值估算出全年收入，在调入资金、新增赤字、新增专项债都符合预算额时，今年 8-12 月两本账支出同比增长 22.8%、两年平均增长 21.3%。两种情形下 8-12 月的两本账两年平均增速都明显高于 1-7 月。我们认为，第一种情形即执行预算支出的概率更大。这是因为，近年公共财政支出预算偏离度在收窄，而政府性基金有一部分资金需结转到明年初使用。
4. 基建投资会明显反弹吗？基建投资是这一轮跨周期调节和稳增长的主要抓手。由于隐性债务监管和缺少合适项目这两个导致 2018 年后基建投资低迷的核心因素，都没有明显好转，因此不宜对专项债拉动基建投资有过高期待。基建投资资金来源于国有预算资金（包括一般公共预算+政府性基金，由于专项债收支纳入到政府性基金预算管理，因此专项债投资基建的部分也被纳入这里）不到两成，主要靠债务融资。而 2020 年城投平台有息负债增长 13.0%，今年财政工作重点之一是化解隐性债务风险，因此地方政府为基金项目配套融资的动力和空间均不足。十四五重大项目在今年解决缺现金流匹配项目的作用可能也甚微，今年专项债大概率是“发完用不完”，对实物工作量的边际贡献预计有限。

正文目录

一、	为何财政后置？	4
二、	财政何时发力？	6
三、	财政发力空间几何？	8
	（一）预算执行	8
	（二）财政超收	8
四、	基建投资会明显反弹吗？	10
	（一）以史为鉴：没能反弹的 2018 年基建投资	10
	（二）今年不一样？看上去很难	11

图表目录

图表 1	今年以来公共财政和政府性基金收入恢复较快，但支出明显滞后	4
图表 2	今年 1-7 月财政支出中，基建相关的四个分项都是负增长	5
图表 3	四季度各月基建投资占全年比例虽较 9 月有所回落，但整体保持平稳	7
图表 4	从 2017 年各省市自治区基建投资额看，中国基建投资主要集中在中部和南部地区	7
图表 5	今年 1-7 月公共财政收入占全年预算收入比例是近 10 年最高	8
图表 6	政府性基金收入预算偏离度大，但各年 1-7 月收入占全年实际收入比例相对稳定	9
图表 7	两种情形下，8-12 月公共财政和政府性基金的支出增速较 1-7 月都有较大提升空间	9
图表 8	近年公共财政支出和政府性基金支出的预算偏离度都在收窄	10
图表 9	2018 年 7 月国常会边际放松城投融资后，基建投资回升幅度并不大	11
图表 10	2017 年后基建投资资金来源几乎没有增长，与投资完成额的缺口不断扩大	12
图表 11	基建投资资金来源和各融资方式的勾稽关系	12
图表 12	基建投资资金来源于国家预算资金的比例不足两成	13
图表 13	近年城投有息债务规模持续扩张	13
图表 14	2020 年各省市自治区宽口径债务率	14
图表 15	城投平台投入回报率 ROIC 中位数 2011 年见顶后持续回落	15
图表 16	广东、福建和四川 2016-2021 年重大项目当年计划投资完成额	15

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。除了洪涝灾害、局部疫情和限产限电等因素的扰动外，结构性紧信用和出口订单逐步转移亦令中国经济可能已经走过疫后复苏的环比高点。7 月中央政治局会议定调“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”，8 月 16 日国常会指出“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走势变化，优化政策组合”，均指向跨周期调节和稳增长已经发力。

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。

我们认为，由于 1-7 月财政支出后置，年内财政还有较大发力空间。若严格按照预算，今年 8-12 月公共财政和政府性基金两本账的合计支出将同比增长 9.6%、两年平均增长 14.6%，都明显高于 1-7 月的 0.4%和 1.3%。考虑到今年财政收入目标设定偏保守，1-7 月公共财政收入和政府性基金收入的预算完成进度都明显高于往年同期，因此，今年财政大概率会超收，这将提高两本账的支出上限。

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。

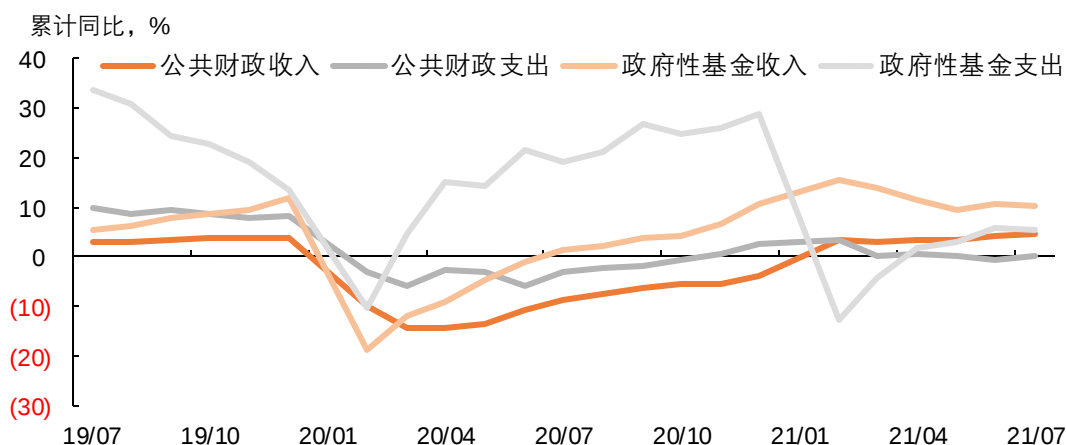
一、为何财政后置？

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”：

公共财政收支方面，1-7 月公共财政收入同比 20.0%，两年平均增速为 4.7%，高于 2019 年的全年增速 3.8%，而同期公共财政支出增速和两年平均增速分别只有 3.3%、0%。也就是说，从两年平均增速看，今年 1-7 月公共财政收入增速已经恢复到疫情前了，但支出零增长；

政府性基金收支方面，1-7 月政府性基金收入同比 19.9%，两年平均增速为 10.2%，而同期政府性基金支出同比和两年平均同比分别为-6.8%、5.4%，收、支增速同样存在较大缺口。

图表1 今年以来公共财政和政府性基金收入恢复较快，但支出明显滞后



资料来源：Wind, 平安证券研究所（注：2021 年数据为两年几何平均）

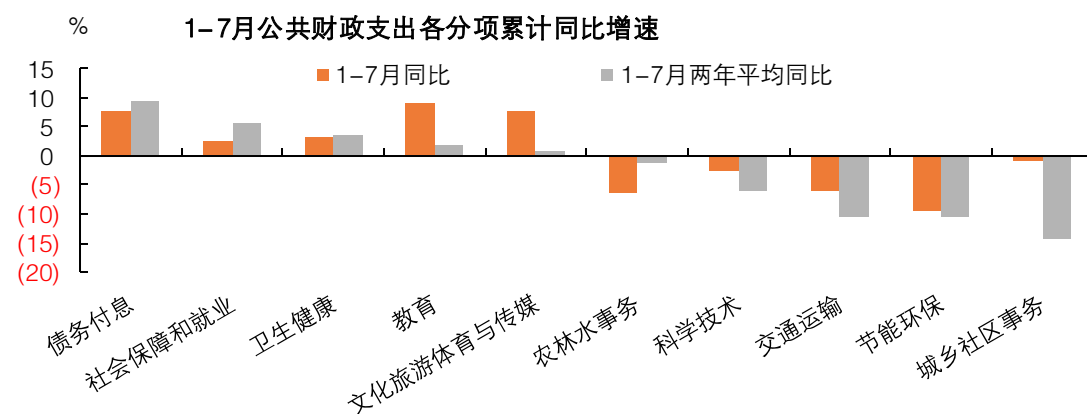
我们认为，今年财政支出“后置”的原因主要有两个：

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%。虽然 4 月政治局会议指出“要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固”，但同时也强调“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。可见，相比于稳增长，二季度财政政策目标组合中保民生和调结构的权重更高，因此未见财政支出明显发力。

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。2021 年 4 月印发的《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》第 21 条指出，把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩。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，今年以来专项债发行节奏偏慢，进而拖累政府性基金支出，这可能与“政府杠杆率要有所降低”有关。地方政府专项债发行节奏偏慢，除受到今年专项债恢复常态化管理、发行时间窗口放宽的影响外，可能也与控政府杠杆率有关。因为降低政府杠杆率，必然意味着要控制政府新增债务规模。今年 1-7 月，新增专项债共发行 1.36 万亿，新增额度使用进度 39.1%（分别比 2019 年和 2020 年同期低 39.3%、21.3%），以至于 7 月市场广泛讨论专项债年内能否发完的问题。由于专项债使用列入政府性基金预算，专项债发行节奏偏慢，对政府性基金支出增速有一定拖累。

图表2 今年 1-7 月财政支出中，基建相关的四个分项都是负增长



资料来源：Wind, 平安证券研究所

简单推算下，如果 2021 年我国政府杠杆率持平于去年的 45.6%，假定今年名义 GDP 同比增长 12%，那么可算得今年政府显性债务将有 55594 亿的增量。如果财政赤字 35700 亿元全部用完，那么今年可以新增的专项债规模为 19894 亿。而截至今年 8 月末，已发行新增专项债 1.84 万亿，因此今年降低政府杠杆率有难度。我们理解，应主要是指严控新增地方政府隐性债务。

中国地方政府债务实行限额管理，新增额度当年没有用完，可以结转到以后年份使用。因此，后续更有可能的是专项债“发完用不完”，剩余资金用于平衡公共财政赤字，或者是结转到明年使用。

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。此次会议定调和重点工作部署的变化，体现了政策前瞻性。

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高。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。

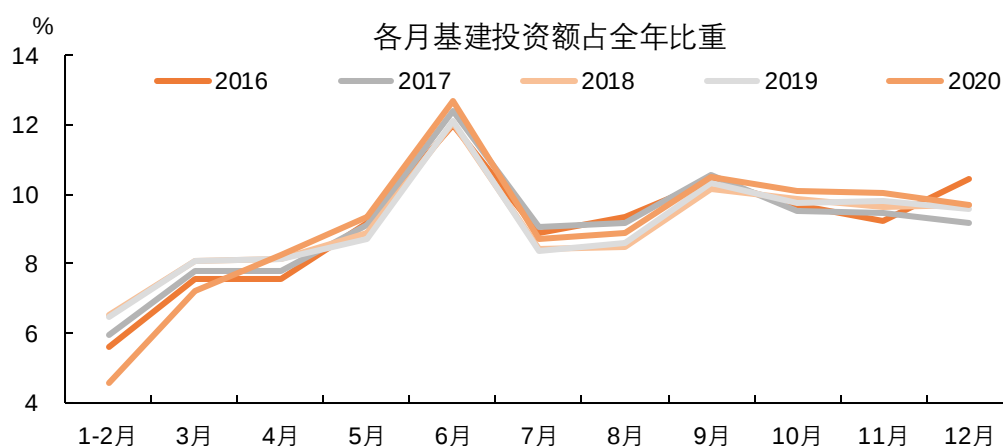
四季度各月可能都有新增专项债发行，且发行时间窗口拉长，可以让地方更好完成项目储备等前期工作。四川省财政厅8月10日公告称按照财政部统一部署，适当预留部分2021年新增债券额度于12月发行并结转至2022年使用，确保2022年一季度重大项目资金需求。目前，已有浙江、云南、天津、重庆、吉林披露预留到年底的专项债额度，平均预留比例为26%。按全年新增额度3.65万亿、全国平均预留比例26%计算，预留到12月的新增专项债额度为9500亿，这与2019年、2020年第一批提前下达的新增专项债额度均值9050亿接近。

如果9月发行新增专项债5000亿、预留9500亿额度到12月，那么10月和11月还需发行新增专项债3600亿元。考虑到12月大规模发行新增债可能冲击市场流动性，且专项债募集资金可趴在账上一段时间，部分省市预留到12月的额度比例可能低于26%，那么10月和11月的发行规模将超过3600亿。平滑发行节奏可以让地方政府有更多时间去做项目储备工作，在募集到专项债资金后能更快推动项目开工。

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。但我们认为，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。

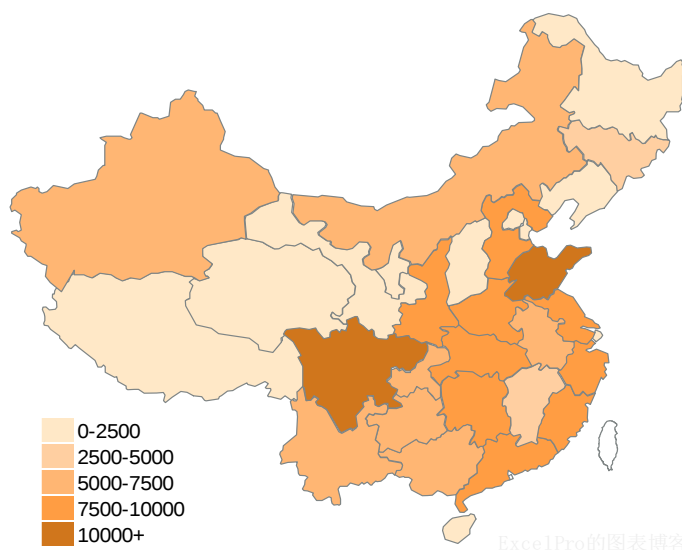
图表3 四季度各月基建投资占全年比例虽较9月有所回落，但整体保持平稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

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。

图表4 从2017年各省市自治区基建投资额看，中国基建投资主要集中在中部和南部地区



资料来源: Wind, 平安证券研究所

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。

8月初以来主要做的是“资金筹集”，即通过专项债加快发行来募集资金，它可能是这一链条里最容易的环节。由于收益能够覆盖还本付息现金流需求的合适项目不足，通过专项债募集到资金后，由于前期准备工作不充分而资金沉淀的例子并不少见。例如，海南2019年审计发现，专项债资金最长滞留时间达36个月。2020年限制专项债投向土储后，收益率符合要求的项目更稀缺，资金闲置问题更严重。例如，2020年审计发现山东省有261个使用专项债资金的项目未按时开工，有304亿元专项债资金存在闲置，占这些项目涉及专项债资金的近两成。即使是前期准备工作完成，在“化解隐性债务风险”的监管环境下，专项债对接项目还面临配套融资的难题，制约项目开工和形成实物工作量。

考虑到这些困难后，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、财政超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，会增加财政支出可动用的资金规模。2021年全国一般公共预算收入19.8万亿元，同比增长8.1%。今年1-7月公共财政收入13.8万亿元，预算收入完成进度为69.7%，明显高于2017-2019年同期公共财政收入占全年预算收入的均值65.8%，也高于这三年同期公共财政收入占全年实际收入的均值65.5%。

图表5 今年1-7月公共财政收入占全年预算收入比例是近10年最高

%

■ 1-7月公共财政收入占全年实际收入比例
■ 1-7月公共财政收入占全年预算收入比例

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_26260

