

2021 年 09 月 06 日

专题报告

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316
联系人：樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn
方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

专项债跨年使用对流动性影响几何？

——专题报告

相关报告

《降准替换 MLF 改善货币、信用供给的渠道：“稳字当头”的货币政策如何实现宽松？》——2021-08-20

《2021 年下半年宏观经济展望：汇率弹性，金融周期与联储货币政策正常化》——2021-07-09

《纳微科技（688690）新股研究报告：纳米微球技术全球领跑，助力国内创新药产业蓬勃发展》——2021-06-23

《基于宁波地区出口调研成果：中国出口部门新动向》——2021-05-18

《印度疫情对全球经济的影响分析：疫情冲击无需过度担忧》——2021-05-10

事件：

7 月底政治局会议要求财政政策“推动今年底明年初形成实物工作量”；随后一些省份的预算调整方案披露将“适当预留部分 2021 年新增债券额度……结转至 2022 年使用”。这意味着部分专项债筹集的资金可能不会在今年完成支出。有投资者担忧专项债的跨年使用会引发财政存款变动，并再度造成类似于今年初的流动性波动——今年 2 月中旬到 3 月间货币市场利率的宽松被广泛认为与 2020 年专项债淤积资金的使用有关。我们的研究表明，去年专项债的延迟支出并没有体现在财政存款层面，且用财政存款解释一季度资金面的变化也意义不大——央行的意愿才是决定资金面的关键变量。虽然因为预算调整，今年专项债资金淤积可能确实会影响财政存款，但投资者也无需对流动性的扰动过度担忧。

投资要点：

■ 专项债资金延迟支出并未体现在财政存款层面

在验证了财政存款能较充分反映财政口径的政府收支变动后，我们注意到财政存款在去年底表现平稳，没有出现超季节性的上升。因此我们推断去年专项债资金的延迟支出并不是在官方口径的财政支出层面，而是淤积在在账户。这意味着用去年专项债资金没有及时完成支出解释今年一季度的流动性波动可能是一种误解。

■ 用国库存款解释资金面的变动意义不大

诚然，一季度资金面的变化似乎能用国库存款的变动——与今年财政收支的一些安排有关——加以解释，但这也有赖于央行在当时整体操作比较“沉默”有关。我们认为，央行的意愿才是决定资金面的关键变量。实际上，央行也多次强调“重价不重量”——不要过度关注公开市场操作等方面的量，因为有大量包括贷款的需求，外汇市场的干预，国库存款的变动等在内的操作并没有高频的披露，货币市场上价格才传递了央行的意图。

■ 今年专项债的跨年支出无需过度担忧

当然，今年专项债的“延迟支出”可能有不同的内涵，专项债收入可能会滞留在财政存款的层面并等到 2022 年再进行拨付，有可能对财政存款造成影响。但我们仍认为无需过度担忧对流动性的扰动——资金面的变化仍主要取决于央行的意图。

风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

内容目录

引言:	4
1、 财政存款和国库存款波动反映政府收支变动	5
2、 2020 年专项债延迟支出不在财政收支层面	7
3、 用国库存款解释资金面意义不大	8
4、 今年专项债跨年支出无需过度担忧	10
5、 风险提示	10

图表目录

图 1: 财政存款与政府收支差额高度同步波动	5
图 2: 财政存款与政府收支差额高度相关 (2017-2021.7)	6
图 3: 新增财政存款与政府收支差额的年度数据	6
图 4: 国库存款与财政存款高度同步波动	7
图 5: 国库存款与财政存款明显成比例	7
图 6: 财政存款余额在去年底保持平稳	7
图 7: 国库存款在 2020 年末表现平稳	8
图 8: 短期资金利率的变化	8
图 9: 国库存款的变动	9
图 10: DR007 的月度平均值不存在明显的季节性	9
图 11: 财政存款存在明显的季节性	10

引言:

7 月底政治局会议对下半年经济工作定调, 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”。此后, 一些省份的预算调整方案披露: “统筹安排今明两年新增地方政府债券, 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。”这意味着一些专项债筹集的资金可能不会在今年完成支出。

今年 1 月中下旬以后货币市场短期利率的上行和 3 月以后利率重新下行的波动曾一度引发了市场的关注。一些投资者认为这与 2020 年发行的部分专项债的资金未能及时使用直到今年 3-4 月份才完成支出、引发财政存款波动有关。那么按照决策层的部署, 2022 年似乎也会出现类似的状况。货币市场短期利率会因此再度出现扰动吗?

为了回答这个疑问, 我们在本文中讨论三个问题: 1) 政府财政收支波动是否直接引发财政存款和央行负债端国库存款的波动? 2) 2020 年发行的部分专项债资金的延迟支出是否造成了国库存款的扰动并引发了今年一季度货币市场的资金面波动? 3) 今年预算调整后, 专项债的跨年支出是否会带来财政存款的波动, 进而引发今年年底和明年年初货币市场短期利率的扰动?

1、财政存款和国库存款波动反映政府收支变动

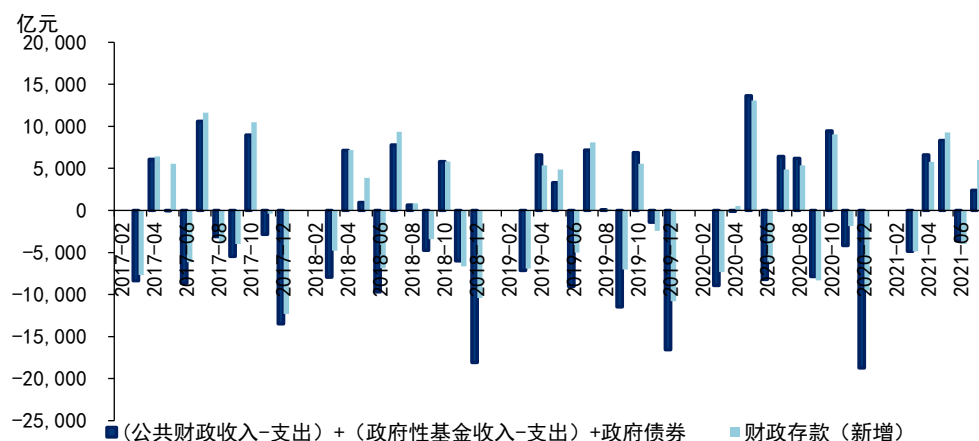
认为财政收支可能影响流动性的前提是财政收支会通过央行负债端的国库存款影响超额准备金的水平。历史数据显示包含债券发行在内的财政收支的盈余与赤字确实会直接影响财政存款（包括国库库存和财政专户存款）和国库存款。

一方面，历史数据显示财政存款的变动与政府收支差额高度同步波动。政府收支差额指的是一般公共预算和政府基金预算收支的差额加上政府发债的净融资额，即：

$$\text{政府收支差额} = \text{一般公共预算收入} - \text{一般公共预算支出} + \text{政府性基金收入} - \text{政府性基金支出} + \text{政府债券的净融资额（除置换债}^1\text{）}$$

回顾历史，新增财政存款与政府财政收支差额以及发债净收入几乎同向同幅波动；简单回归模型也显示两者的 R 平方可以达到 0.93²，而领先滞后一期或多期的模型的 R 平方会显著下降。

图 1：财政存款与政府收支差额高度同步波动

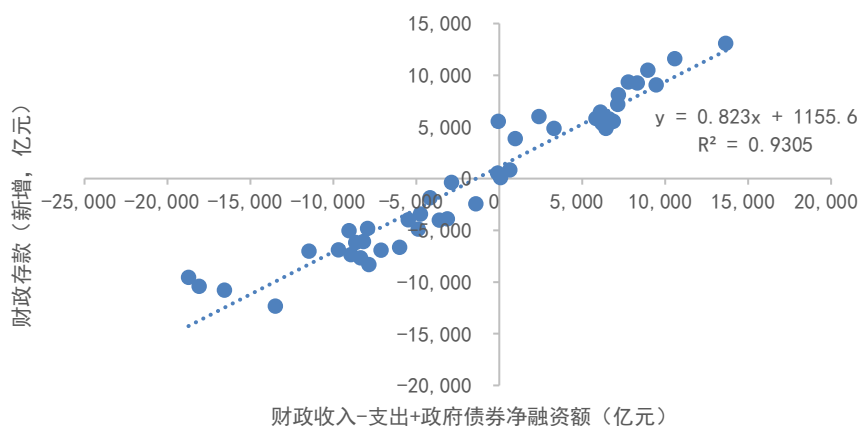


资料来源：Wind, 国海证券研究所

¹ 最后尝试的剔除置换债的方法是所有政府债券（包含国债、央票以及地方政府债）的净融资额减去 Wind 中标签包含“置换债”的债券的净融资额；并且在 2020 年及之后不考虑置换债影响（即直接使用全口径的政府债券净融资额）——因为 2020 年及之后地方政府存量债务置换为债券形式的三年工作基本上已经完成。

² 由于财政收支 1 月份的数据常常不公布，影响了 1 月份、2 月份财政收支差额数据的计算。我们在这里剔除了 1 月份和 2 月份的数据进行分析。

图 2：财政存款与政府收支差额高度相关（2017-2021.7）

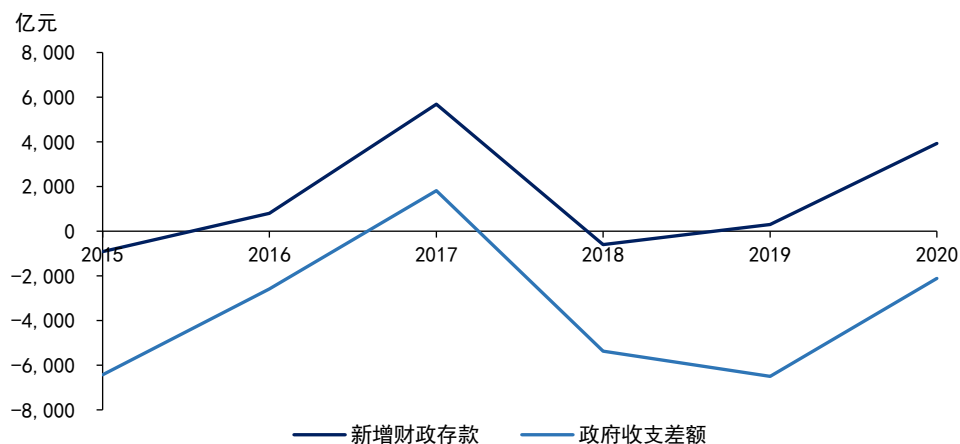


注：财政收支差额的统计口径为当月一般公共预算收入-一般公共预算支出+政府性基金收入-政府性基金支出+政府债券（除置换债）的净融资额；新增财政存款亦为月度数据。
资料来源：财政部, Wind, 国海证券研究所

上述模型暗示官方披露的财政收支的口径很大程度上就是财政账户收入和支出的口径：绝大多数税费要缴纳到财政账户之后才会被确认为财政收入，而绝大多数支出在从财政账户拨付之后就被视作财政支出完成。

当然，从年度的数据来看，两者绝对值的变动受一些统计误差的干扰存在一定的差异，但是趋势高度相同。

图 3：新增财政存款与政府收支差额的年度数据

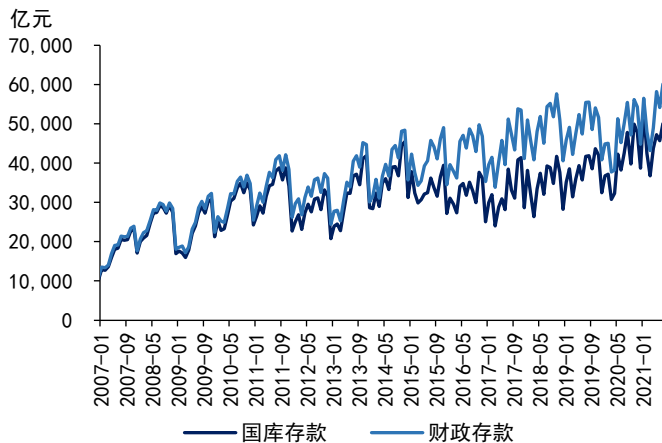


资料来源：Wind, 国海证券研究所

就整体而言，我们可以认为政府在财政收支层面的变动可以充分且及时地体现在当期财政存款的变动上。

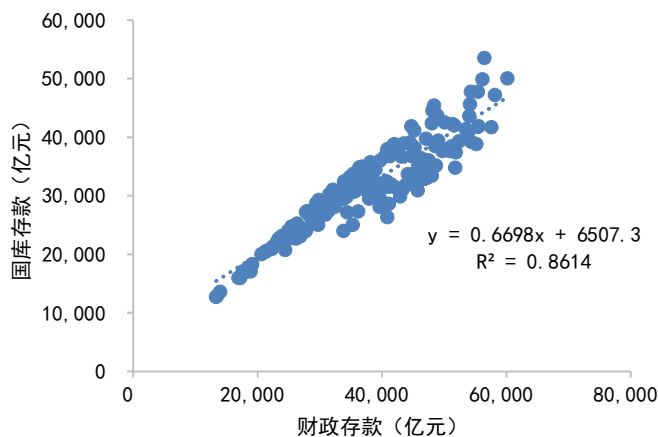
另一方面，当然，央行资产负债表上的国库存款而非财政存款才直接影响银行间市场超额准备金的水平，我们发现由财政存款与中央银行资产负债表的国库存款的波动也高度一致，例如拟合优度 R 平方可以达到 0.86。这样，政府财政收支方面的波动理论上确实可以直接影响超额准备金的水平和货币市场短端利率的水平。

图 4: 国库存款与财政存款高度同步波动



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 国库存款与财政存款明显成比例



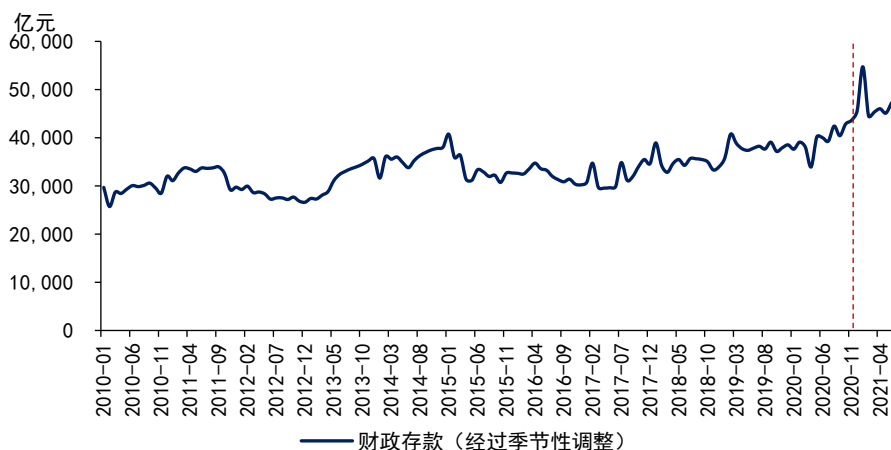
资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、2020 年专项债延迟支出不在财政收支层面

一些投资者认为 2021 年 2、3 月份货币市场短期利率的下行与 2020 年专项债的资金未能按时使用而是在 2、3 月份左右才完成支出有关。如果确实如此, 那么, 财政存款余额在去年末应该存在超越季节性的上行。

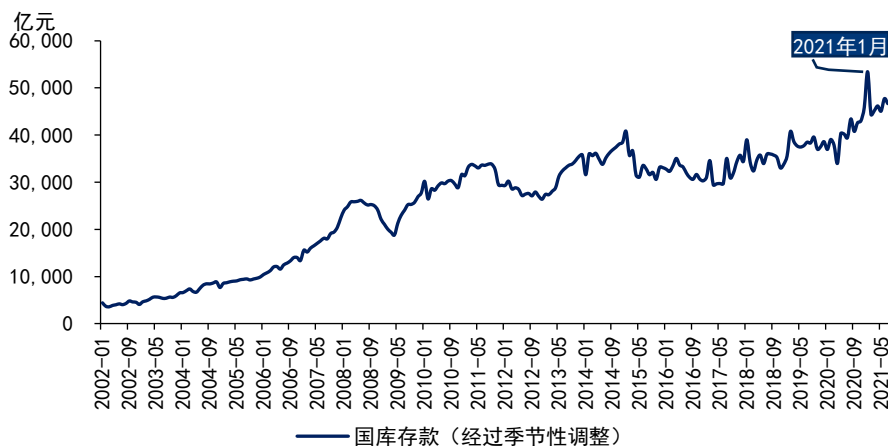
然而, 这一现象并没有出现。事实上, 财政存款余额和国库存款余额经季调之后在去年底表现平稳, 反而是在今年一月份才猛烈上升。由于财政收支安排与财政存款波动是同步的而不存在领先或滞后关系, 我们因此认为去年专项债收入没有及时支出引发财政存款扰动, 进而影响到流动性的观点可能根本就不成立。

图 6: 财政存款余额在去年底保持平稳



注: 红色虚线表示的是 2020 年 12 月。资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7：国库存款在 2020 年末表现平稳



资料来源：Wind, 国海证券研究所

当然，从一些微观的反馈来看，确实有地方项目储备不足，资金直到今年一季度才完成支出的说法，我们认为去年四季度专项债收入没有完成支出可能更多的是在财政资金下达后的项目公司存款层面，而不是财政或国库存款的层面。

3、用国库存款解释资金面意义不大

诚然，从今年一季度的数据上来看，国库存款的变动似乎在一定程度上能够解释流动性松紧的变化，但我们认为这本质仍体现的是央行的态度。

月频数据显示，国库存款于 1 月大幅上升，2 月明显下降，3 月继续有所下降但变动相对较小；而短期资金利率在 1 月中旬以后开始上升，随后在 2 月中旬达到顶峰再下降，并自 3 月上中旬保持平稳。因此，的确存在一种可能的解释是国库存款在 1 月中下旬开始大幅上升，并持续到 2 月中旬，此后开始大幅释放直至 3 月上中旬，随后保持平稳。

但是在央行可以选择其他操作影响利率的情况下，由国库存款主导资金利率本质来说仍体现的是央行的态度。

图 8：短期资金利率的变化³

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_26280

