

2020年07月24日

“每周三问”系列（一）

宏观研究团队

## 政策环境转向了吗？

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

### ● 一问：下半年财政支出会否大幅回升？

2020年是近年来积极财政力度最大的一年，通过提高赤字率、加大财政盘活等举措，提高广义“赤字”至11.2万亿元，对应全年支出增速为13.2%。但上半年广义财政支出仅增长0.6%、大幅低于预算增速，主要受财政减收、资金“沉淀”等影响。根据预算，下半年广义“赤字”还有7.8万亿元空间，占全年规模的70%。下半年，广义财政支出增速或明显抬升，政策呈现较强延续性。考虑政府债支出进度、财政盘活比例等可能拖累因素，中性情境下，全年广义财政支出增速或在5-10%左右，下半年增速将大幅抬升。财政投向上，一般财政着力落实“六保”，政府性基金侧重投资；二季度政府性基金支出大幅增长，反映政府投资或已启动。

### ● 二问：信用环境和政策的拐点已现？

下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。与财政政策配合，货币政策推动信用修复的大方向没有变，进一步加大对中小微企业等融资支持，同时打击资金空转等。4月下旬以来货币市场利率的抬升，只是流动性环境回归常态、并非转向，中短期转向的可能性也较低；当前货币市场利率在利率走廊实际下限附近波动、未来或延续，中枢可能在当前水平维持一段时间。近期部分人士认为，社融增速即将回落，意味着信用修复结束。但实际上，年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；从债券发行到资金运用，存在一定时滞，导致社融可能更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建等对需求的拉动，或加快信用派生；M2增速或继续抬升，中性情景下，年底M2增速或达到13%，甚至更高。

### ● 三问：美国疫情大幅反弹，对经济及大选的可能影响？

6月下旬以来，美国新增确诊病例由2万例/天左右升至6万例/天以上。虽然特朗普强调是病毒检测能力提升导致疫情数据上升，但病毒检测阳性率及传染系数R0值的双双反弹，均不支持这一说法。结合各州疫情数据来看，美国疫情二次爆发背后，是佛罗里达、德克萨斯等南方州激进复工及防控不利下，新增病例激增。伴随疫情大幅反弹，美国复工节奏明显放缓，餐饮消费等线下经济活动快速降温。若疫情形势持续恶化，美国经济修复进程或受较大影响。疫情的反弹以及对复工的拖累，也使得特朗普在多个摇摆州中支持率大幅下滑，较拜登的差距越拉越大。随着大选日益临近，若无法扭转在摇摆州的颓势，特朗普很可能连任失败。同时，投票方式会否因为疫情改为邮寄投票等，导致大选结果公布时间更晚，值得关注。

● 风险提示：财政盘活存量或项目落地不及预期。

### 相关研究报告

- 《宏观经济专题-“大国财政”系列（一）：财政分析新框架》-2020.7.23
- 《宏观经济点评-美国疫情的3个“真相”》-2020.7.20
- 《宏观经济专题-流动性转向了吗？》-2020.7.20

## 目 录

1、 热点跟踪：政策环境转向了吗？ .....	3
2、 风险提示 .....	5

## 图表目录

图 1： 2020 年上半年，广义财政支出增速大幅低于预算.....	3
图 2： 2020 年上半年，广义财政收支增速较低 .....	3
图 3： 2020 年下半年政府债券剩余额度远高于历史同期.....	3
图 4： 稳增长加码下，广义有效社融加速修复 .....	3
图 5： 货币市场利率回归利率走廊实际下限附近波动 .....	3
图 6： 中性情景，社融增速或在 2020 年三季度前后回落.....	4
图 7： 2020 年下半年 M2 增速或继续抬升 .....	4
图 8： 2020 年 6 月中旬以来，美国新增确诊病例激增.....	4
图 9： 美国二次疫情在佛罗里达、德克萨斯等州爆发 .....	4
图 10： 2020 年 6 月以来，美国病毒检测阳性率持续反弹.....	4
图 11： 美国新增病例激增背后，不仅仅是检测能力提升.....	4
图 12： 美国疫情反弹州超过一半，就业、GDP 占比较大.....	5
图 13： 美国疫情反弹的州，前期失业情况更为严峻 .....	5
表 1： 2020 年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%.....	3

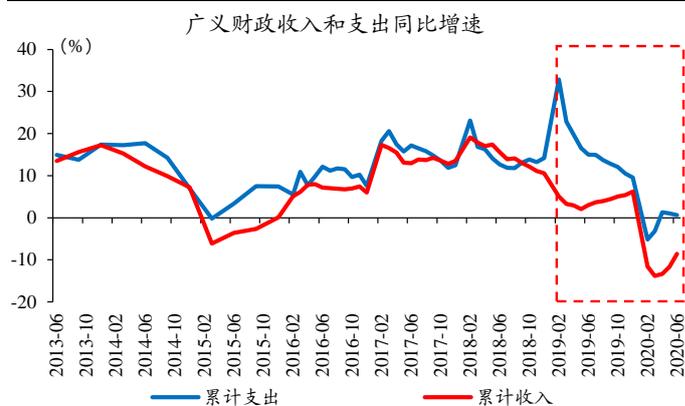
## 1、热点跟踪：政策环境转向了吗？

图1：2020年上半年，广义财政支出增速大幅低于预算



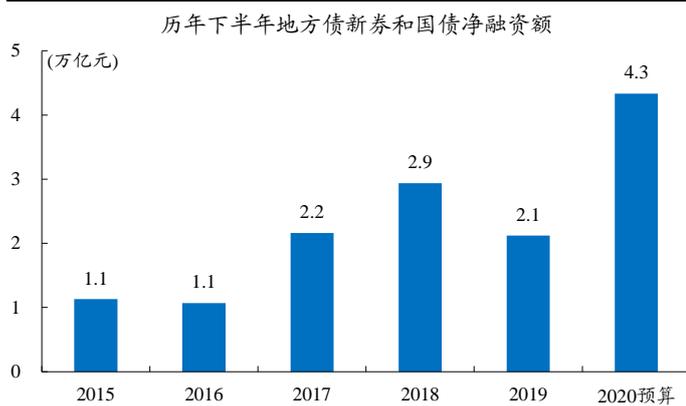
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020年上半年，广义财政收支增速较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2020年下半年政府债券剩余额度远高于历史同期



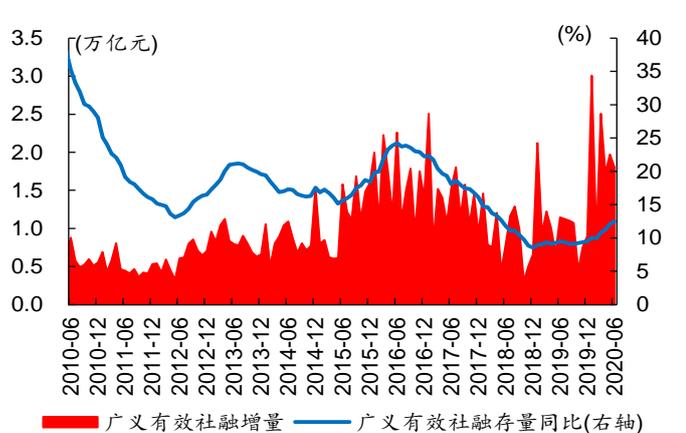
数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2020年广义财政支出增速或可抬升至5%-10%

全年广义财政支出增速	地方财政实际盘活资金占比				
	10%	30%	50%	70%	100%
70%	4.6	5.8	7.1	8.3	10.1
80%	6.0	7.3	<b>8.5</b>	9.7	11.6
85%	6.8	8.0	9.2	10.5	12.3
90%	7.5	8.7	9.9	11.2	13.0
100%	8.9	10.2	11.4	12.6	14.5

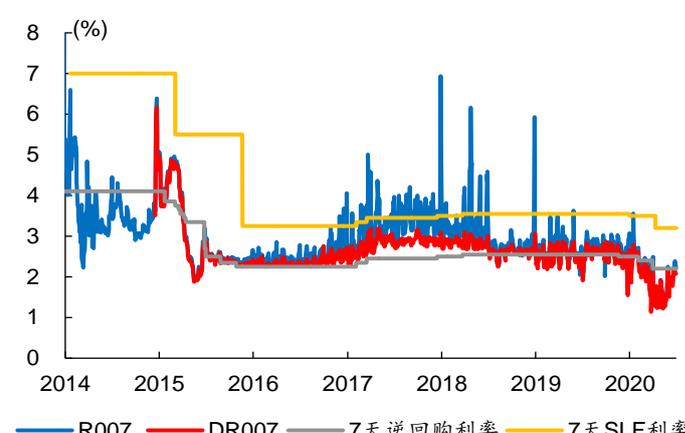
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：稳增长加码下，广义有效社融加速修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：货币市场利率回归利率走廊实际下限附近波动



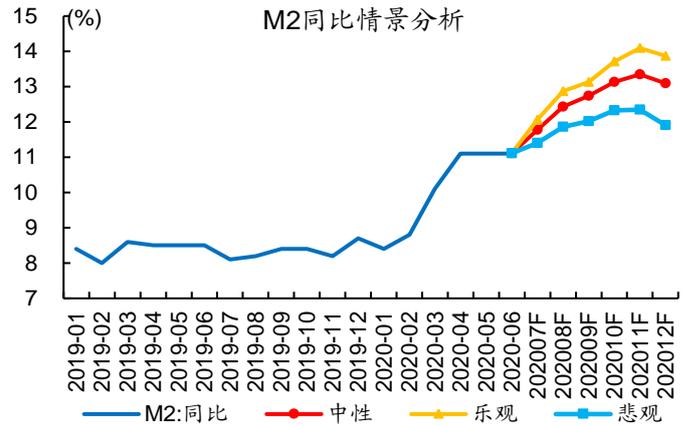
数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

图6: 中性情景, 社融增速或在2020年三季度前后回落



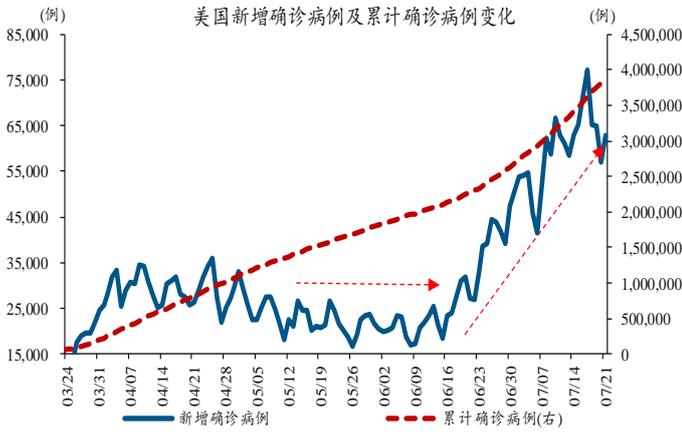
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2020年下半年M2增速或继续抬升



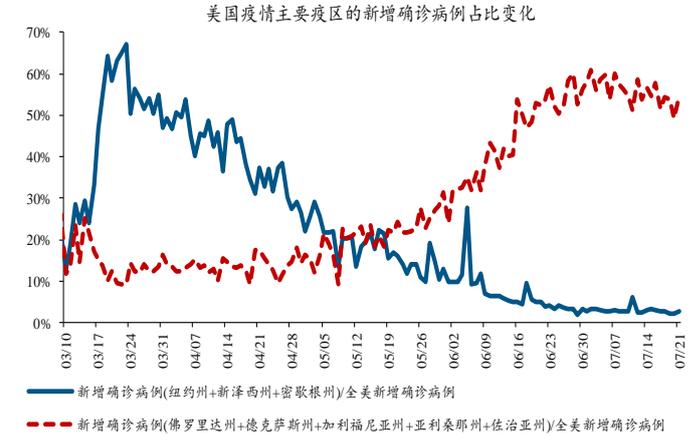
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2020年6月中旬以来, 美国新增确诊病例激增



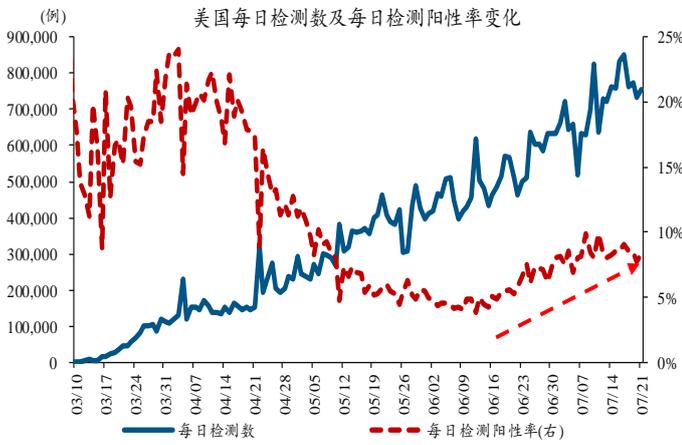
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 美国二次疫情在佛罗里达、德克萨斯等州爆发



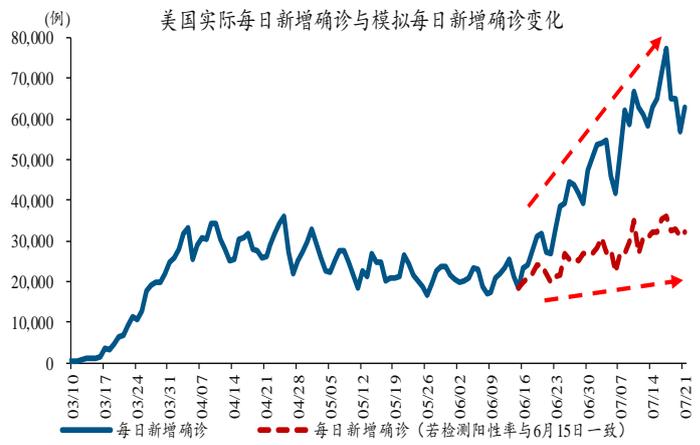
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2020年6月以来, 美国病毒检测阳性率持续反弹



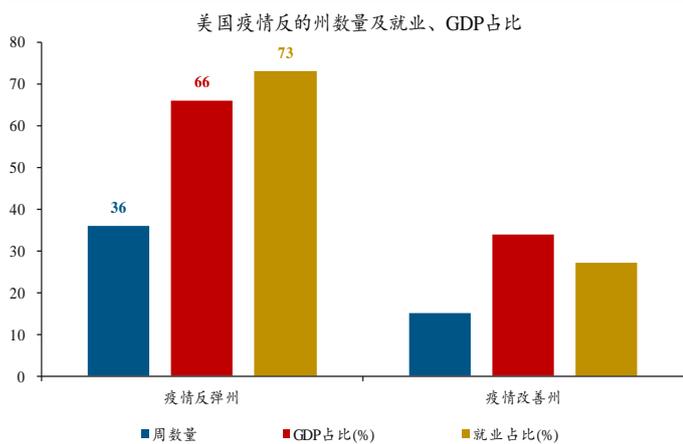
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 美国新增病例激增背后, 不仅仅是检测能力提升



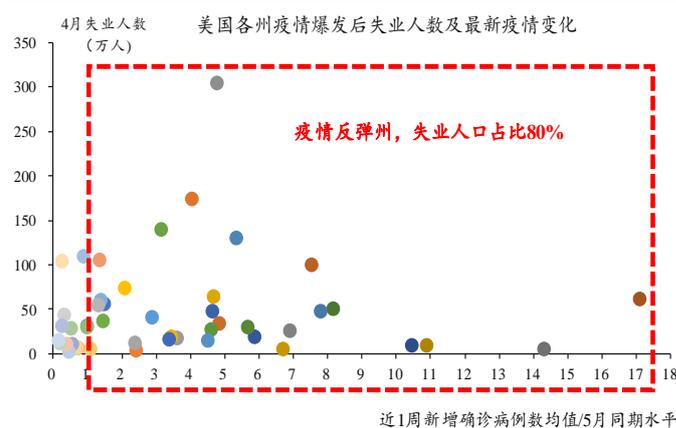
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 美国疫情反弹州超过一半, 就业、GDP 占比较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 美国疫情反弹的州, 前期失业情况更为严峻



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、风险提示

财政盘活存量或项目落地不及预期。

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\\_3686](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3686)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn