



# 王涵：货币降准后，财政下半年要发力吗？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 王涵

## 投资要点

近期货币政策进行全面降准后,财政政策下半年会发力吗? 2021 年已经过半,本文中,我们首先回顾今年上半年向“正常化回归”的财政节奏,并试图对下半年的财政进行展望。

上半年财政收支节奏平稳,基本符合季节性规律。今年 1-5 月地方政府收支稳中有升,基本符合季节性规律。一般公共预算收入和支出分别已经完成全年预算的 49%和 37%,略快于 2020 年的支出节奏。2021 年上半年财政支出在社保和教育领域发力明显,财政支出进一步向民生倾斜。

但地方政府债发行节奏偏慢,再融资占比较高。今年上半年地方政府债发行结构与之前年份明显不同。与 2019、2020 年相比,2021 年新增专项债占比明显降低,新增专项债发行的进度较慢,而再融资债的发行占比明显上升,再融资债发行总额占地方政府债总发行额度的一半以上。今年再融资债券发行增量的原因可能有两方面因素: 1) 2021 年到期应偿还债务高于往年,再融资债发行需求上升; 2) 2021 年上半年再融资债券额度与政府债到期额度差距进一步拉大,或体现再融资债券化解地方隐性债务压力的“置换”需求。

隐性债务化解取得一定成效,但仍任重道远。为了实现 3 月 15 日国常会提出的 2021 年“政府杠杆率要有所降低”的目标,我们估算 2021 年

隐性债务规模的增速可能需要控制在 10.7%以下,2021 年一季度同口径下隐性债务增速约为 15.7%,虽然较前几年更低,但仍高于目标增速。当前政府杠杆率增长已得到控制,然而离降低政府整体杠杆率的目标仍有一定的距离,今年下半年控制隐性债务规模或仍任重而道远。

2021 年下半年展望:财政政策留有空间,或将继续“开新窗,关歪门”。上半年地方专项债投放节奏较慢,已发行地方政府专项债仅占专项债下达额度的 29%。专项债发行较慢可能主要是由于避免资金闲置以及上半年托底经济的必要性不强。随着经济增速逐渐向中长期回归,且存量债务化解等“历史遗留问题”也或在下半年继续推进,信用风险压力可能上升,下半年财政政策也留有发力的空间。但正如货币全面降准并不意味着“大水漫灌”,财政政策的扩张或也将相机决策、与经济增速相配合,助力宏观政策从疫情时期的“对冲”逻辑向关注中长期问题的“转型”逻辑回归。

风险提示:疫情的不确定性,国内外经济形势及政策调整超预期变化。

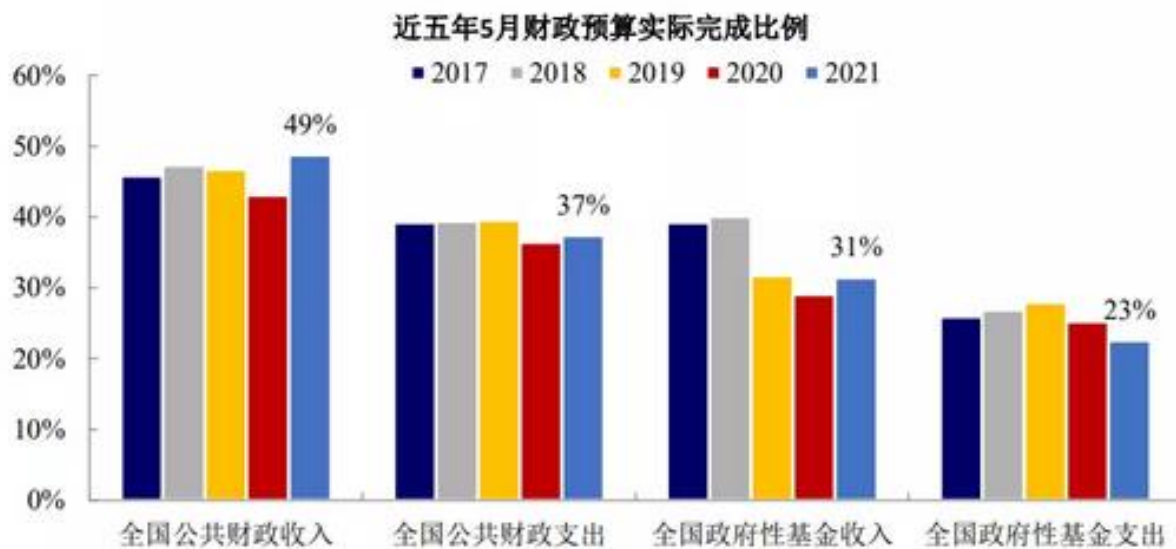
## 正文

财政收支节奏平稳,基本符合季节性规律

今年 1-5 月地方政府收支稳中有升,基本符合季节性规律。1-5 月公共财政收入持续高速增长。公共财政收入累计同比增长 24.2%,公共财政支出累计同比增长 3.6%,公共财政支出持续保持正向增长。剔除 2020 年的低基数效应,从绝对值来看,2021 年 1-5 月的公共财政收入水平绝对值

也高于往年的季节性，而一般公共财政支出的绝对值基本与往年持平，符合季节性规律。一般公共财政收入和支出分别已经完成全年预算的 49% 和 37%，略快于 2020 年的支出节奏。

图表 1: 2021 年前五个月财政收支节奏平稳



数据来源: Wind, 财政部, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2: 1-5 月公共财政支出增速较高



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: 1-5 月政府性基金支出累计同比为负



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 上半年公共财政收入水平高于往年季节性



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5: 上半年公共财政支出水平基本符合季节性



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年上半年财政支出在社保和教育领域发力明显。从累计支出分项来看，农林水事务为公共财政支出的主要拖累，稳定经济和社会发展用途的社会保障和就业支出继续维持稳定增长，教育连续四个月实现较快增长，5月当月教育支出增速为 12.1%。在非急需非刚性支出持续压减的背景下，地方“三保”支出和教育支出增长较快，财政支出进一步向民生倾斜。

图表 6: 社保和教育持续正向拉动上半年公共财政支出增长



数据来源: Wind, 财政部, 兴业证券经济与金融研究院整理

地方政府债发行节奏偏慢，再融资占比高

今年上半年地方政府债发行结构与之前年份明显不同。2021 年前六个月地方政府债发行总量略低于 2020 年的水平，但发行的结构呈现出了与之前明显的不同。与 2019、2020 年相比，2021 年新增专项债占比明显降低，新增专项债发行的进度较慢，而再融资债的发行占比明显上升，再融资债发行总额占地方政府债总发行额的一半以上。

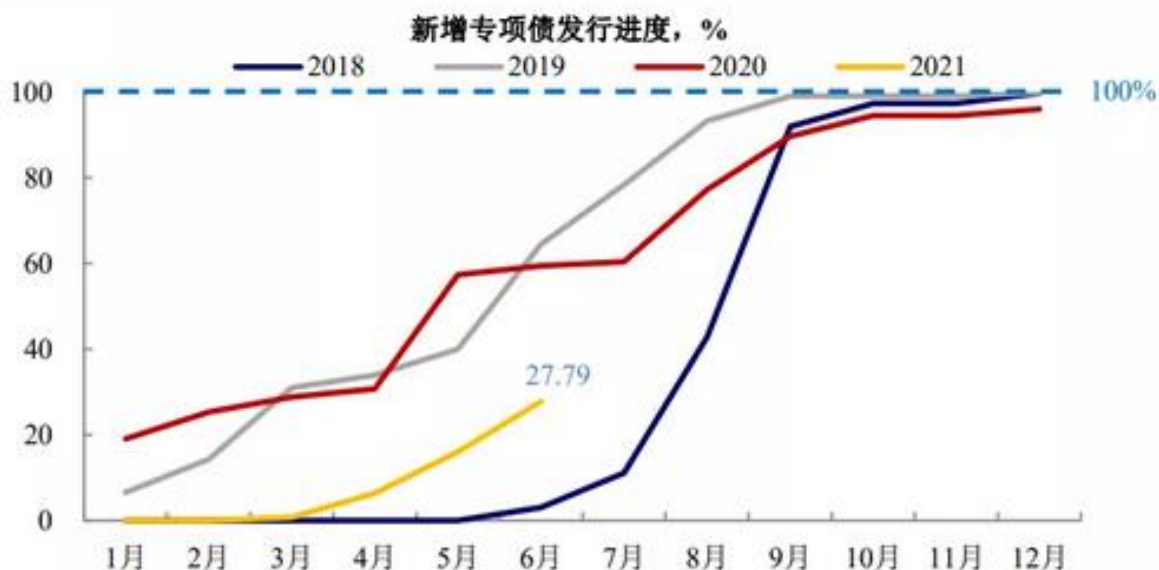
图表 7：今年上半年地方政府债发行中新增专项债占比较低



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

上半年地方债发行特点之一：新增专项债发行节奏较慢。截至 2021 年 6 月 30 日，今年上半年已发行的新增专项债占全年新增专项债目标额度的 28%，远低于 2019 年和 2020 年的专项债发行进度。从往年发债经验来看，三季度为新增专项债发行的高峰期，每年十月之前已发行新增专项债进度便可接近全年额度的 90%，且 12 月之前基本可以用完当年的新增专项债额度。当前新增专项债发行进度较慢，三季度或快速放量。

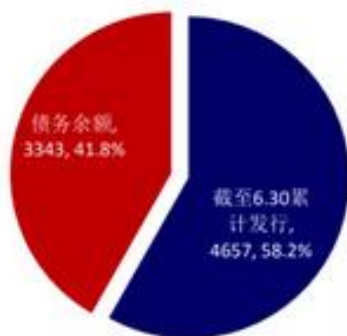
图表 8: 2021 年新增专项债发行进度缓慢



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9: 一般债额度已使用一半以上

地方政府已下达一般债余额使用情况, 亿元



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10: 但专项债额度仅使用不到 30%

地方政府已下达专项债余额使用情况, 亿元



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

上半年地方债发行特点之二: 再融资债券发行占比高。2021 年上半年在融资债券发行总额占地方政府债发行额度的 55.7%, 再融资债券发行额度也较 2020 年翻了一倍。今年再融资债券的明显放量与地方隐性债务化解有关, 且受到了今年到期债务偿还量增加的影响。

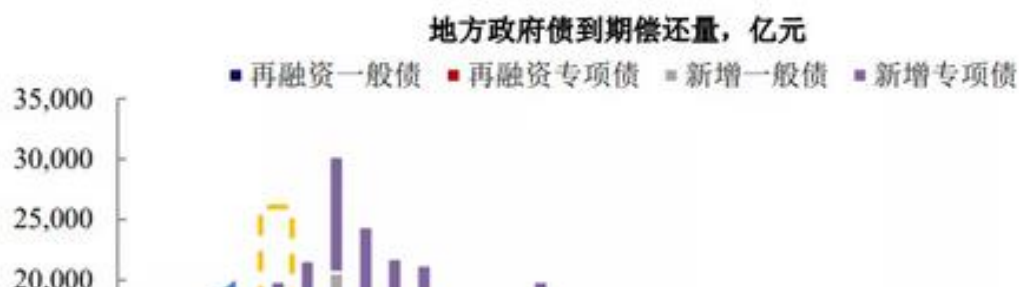
图表 11: 2021 年再融资债券发行量较高



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年到期应偿还债务高于往年,再融资债发行需求上升。根据 2015 年至今发行的地方政府债务到期统计,今年地方政府债到期偿还量高于往年。到期债务的偿还量的增加一定程度上推升了再融资债券的发行。

图表 12: 2021 年全年地方政府债到期偿还量高于往年



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\\_33133](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33133)

