



# 罗志恒：经济强基固本 依赖 财政还是货币



文/新浪财经意见领袖专栏作家 罗志恒



中国二季度 GDP 同比 7.9%，预期增 8.5%，两年平均增长 5.5%。6 月规模以上工业增加值同比增 8.3%，预期增 7.8%，两年平均增速 6.5%；1-6 月固定资产投资同比增 12.6%，预期增 12.6%，两年平均增速 4.4%；1-6 月全国房地产开发投资同比增长 15%，两年平均增速 8.2%；6 月社会消费品零售总额同比增 12.1%，预期增 10.8%，两年平均增速 4.9%。

总体判断：经济恢复但环比放缓，政策重在强基固本，财政有空间但可能更依赖货币政策

1、经济在持续恢复，但环比显示边际放缓，且结构性问题突出，固本培元、维护经济稳定需要逆周期调节政策和更大力度的改革开放。二季度 GDP 当年同比增速从 18.3%回落至 7.9%；但两年平均增速从一季度的 5.0%

上升到 5.5%，说明经济仍处恢复状态。从环比看，二季度环比 1.3%，弱于历年同期水平（2015-2019 同期为 1.8%、1.8%、1.7%、1.5%和 1.0%）。疫情反复和大宗商品上涨干扰了经济恢复的节奏，对中小企业产生冲击，同时房企债务、政府隐性债务风险、青年失业率高企的问题仍较突出。制造业 PMI 扩张速度连续 3 个月放缓，消费和制造业仍相对低迷，房地产投资已回落，出口可能高位回落。

2、下阶段经济形势的关键是出口是否会高位回落以及财政能否支撑基建发力，我们的判断是：出口可能会高位回落，但过程相对缓慢；财政仍有空间但主要在专项债，基于支出结构改善，专项债与基建的关系在弱化，对基建的拉动作用不可高估。

判断的分歧加大主要是各大动能既有支撑因素又有制约因素，同时从整体及边际角度、从同比和环比角度都能得出不同的结论。当前经济支撑动力仍以房地产和出口为主，消费、制造业投资在低迷中缓慢回升，要成为主导拉升力量仍需时间。从同比看，二季度 GDP 两年平均增速和 6 月出口、投资、消费增速均较上期上升；从环比看，GDP、生产和投资均弱于历史同期。

目前相对确定的是房地产回落，消费、制造业整体看偏低，但边际看向好。城乡消费逐步走向均衡，乡村消费两年平均增速连续两个月高于城镇消费，但边际消费倾向均没有恢复到疫情前，农村居民收入中位数/平均数低于城市，意味着农村居民收入分化更大；制造业投资面临产能利用率

高、利润改善、中长期贷款同比多增的有利条件，但同时利润改善部门主要是受到产能压制的部门、中下游利润受大宗商品上涨的挤压。

目前相对不确定的是基建和出口。今年财政支出进度偏慢尤其是专项债发行和使用偏慢，市场期待财政后置能否发力。对此我们认为：

1) 下半年财政相对仍有空间，但空间不在一般公共预算支出，而在专项债。1-5月一般公共预算支出增速3.6%，根据全年预算规模，7-12月的一般公共预算支出增速为-0.6%。考虑到专项债的情况，1-5月（一般公共预算支出+专项债）的同比增速是-11.1%，7-12月（一般公共预算支出+专项债）的同比增速是7.9%。

2) 财政空间是否变为现实来托底经济，取决于地方政府的风险权衡：一是不发专项债难以完成稳增长的风险，二是发专项债但因偿债难、绩效低而被问责的风险，尤其考验地方政府。但是稳增长是当下之事，控制债务及债务偿还是相对中长期的事情，考虑到今年是地方政府换届年，专项债发行完成是大概率事件。

3) 当前财政收支形势紧平衡的态势没有改变，支出结构从基建转向民生社保领域，专项债与基建的直接关系在弱化，更多投向有一定收益的产业园区等项目，故不能对财政后置拉升基建抱有太大期望。

4) 经济走势的关键变量取决于出口。如果出口增速维持高位，则稳增长压力相对小，如果出口增速快速下滑，则稳增长压力大。疫情后中国出

口占全球市场份额上升，这主要是中国的强大生产满足全球需求，当疫情后全球主要经济体生产恢复、需求从商品转移到服务且开启产业链去中国化，我国出口将回到常态，增速边际下行。当然产业链去中国化是个漫长的过程，不会一蹴而就，因此下半年出口可能是缓慢下行态势。

3、政策在发生微妙的变化，从抓住改革窗口期、防风险到继续固本培元，由于财政压力仍大，下半年可能更加依赖货币政策。

1) 从短期看经济恢复仍在进行，但速度始终较缓，且内生动能未大幅反弹，当局担心经济动能弱化并继续固本培元，这可能是前期降准的最主要原因，PPI 的回落是较好的契机。在选择财政和货币政策时，考虑到财政形势严峻，且财政支出结构变化导致用于稳增长的空间缩小。财政风险与金融风险的权衡可能在此时选择了扩大金融风险，因为今年一季度宏观杠杆率稳中有降，这提供了支撑。

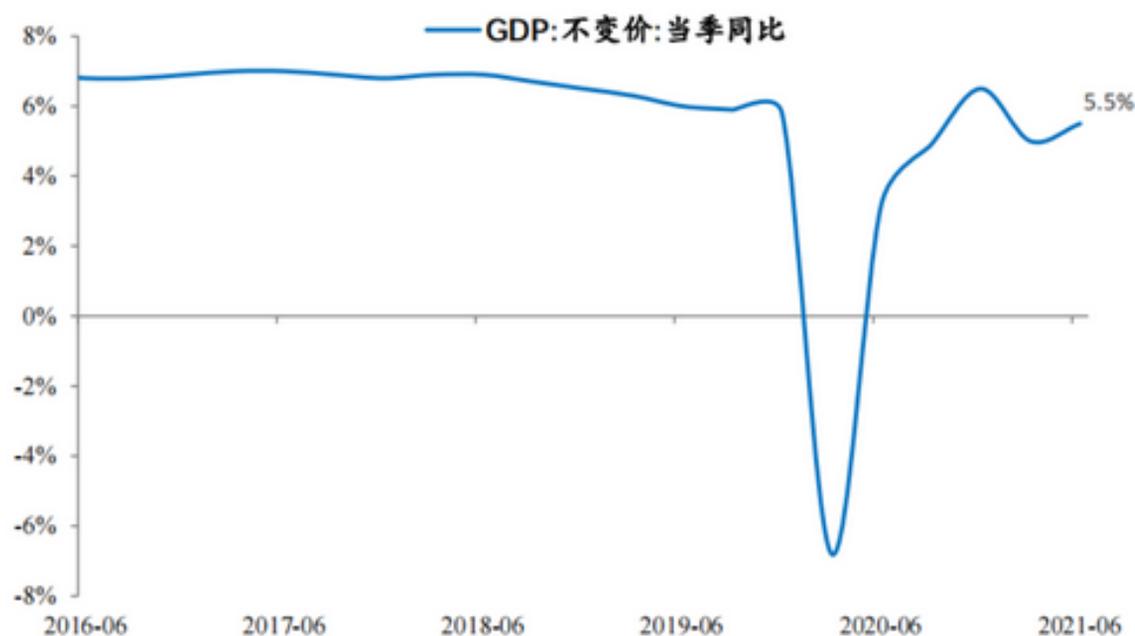
2) 从中长期看，国内学区房整治、校外培训整顿、房地产税试点吹风、反垄断和防止资本无序扩张、浙江共同富裕示范区，实际上均指向发展的逻辑发生变化：从发展到安全、从效率到公平、从先富到共富、从侧重资本到保护劳动，一句话，即国际国内环境发生变化后的战略调整，背后是劳资关系的彻底逆转。改革开放之初，劳动过剩、资本稀缺，故财税、产业和金融政策均侧重资本，当前劳动稀缺、资本过剩，故财税开始房地产税吹风、产业领域反垄断等。

GDP 经济持续恢复，但增速略低于预期，结构仍呈分化态势

2021 年二季度 GDP 同比增 7.9%，两年平均增长 5.5%，较上季度提高 0.5 个百分点。同时，2021 年二季度 GDP 环比增长 1.3%，整体低于 2015-2019 年一季度 GDP 环比均值的 1.6%。

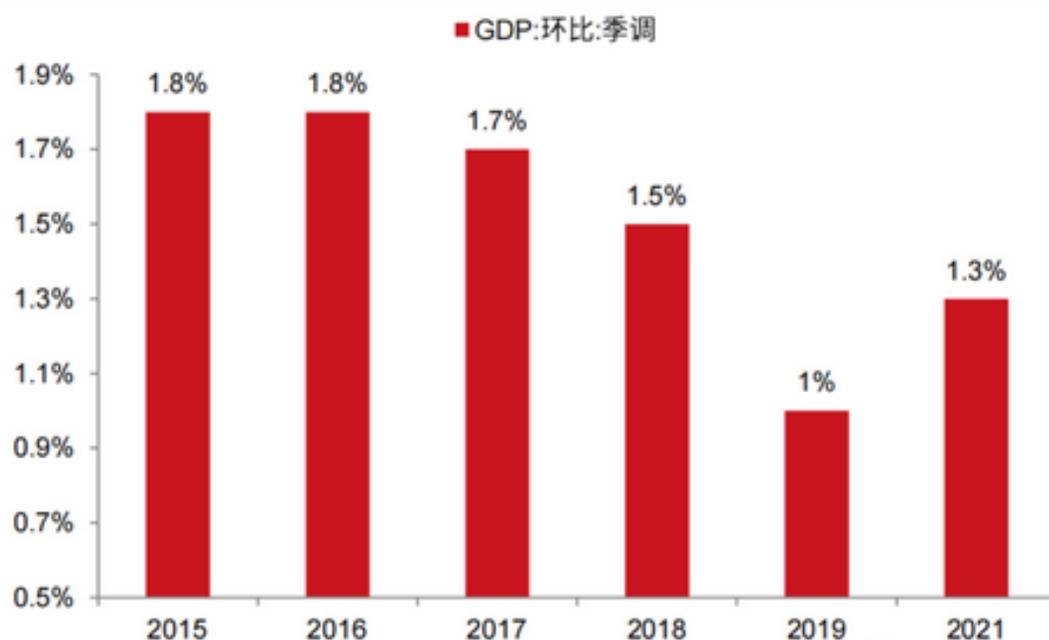
从产业结构看，2021 年二季度第一、二、三产业增速分别为 7.6%、7.5%和 8.3%，两年平均增速分别为 5.4%、6.1%和 5.1%，分别较 2021 年一季度提高 3.1、0.1 和 0.4 个百分点，其中第二产业回升幅度偏低，或与二季度大宗商品价格加速上涨侵蚀中下游企业利润、碳达峰碳中和执行力度较强导致部分工业生产放缓有关。同时，二季度规模以上工业增加值增速（8.9%）高于 GDP 中第二产业同比（7.5%），反映规模以下企业生存状况有待进一步改善。

图表1: 2021 年二季度 GDP 延续恢复态势



资料来源: wind、粤开证券研究院, 注: 2021 年 GDP 增速已调整为两年平均增速

图表2: 2021 年二季度环比仍低于往年同期平均水平



资料来源: wind、粤开证券研究院

基建增速边际放缓, 下半年财政发力意愿和能力改善, 基建有望反弹  
但力度有限

1-6 月份固定资产投资 255900 亿元，同比增长 12.6%，两年平均增速为 4.4%，较 1-5 月提高 0.2 个百分点。其中，1-6 月制造业、房地产、基建（不含电力）投资累计同比增长分别为 19.2%、15%和 7.8%，两年平均增速分别为 2%、8.2%和 2.4%，较 1-5 月分别变化+1.4、-0.4、-0.2 个百分点，反映 6 月制造业投资回暖，房地产及基建投资有所放缓。

1-6 月基建投资两年平均增速 2.4%，较上月下降 0.2 个百分点，今年上半年基建投资增速偏低主要受到稳增长压力不大、专项债发行偏慢等因素影响，下半年基建投资预计将有所反弹，主要有三大原因：

一是下半年财政仍有一定发力空间，主要是专项债发行提速，而非一般公共预算支出。2021 年新增专项债发行额度及一般公共预算支出预算数分别为 3.65 万亿元和 25.01 万亿元。2020 年四季度中央并未提前下达专项债额度，导致专项债发行速度较往年放缓。2021 年 1-5 月新增专项债、一般公共预算支出规模分别为 5840 亿元和 93553 亿元，同比增速分别为 -72.8%和 3.6%，新增专项债+一般公共预算支出合计增速为-11.1%，财政资金来源不足是拖累上半年基建低迷的重要原因之一。

**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\\_33155](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33155)

