



伍戈：政策发力受限，还是预留空间？



意见领袖 | 伍戈（长江证券首席经济学家）



核心观点：

1. 与美欧大幅刺激不同，疫情以来我国财政表现出相对克制。尤其是今年上半年，在财政收入偏快的情况下，财政支出进度却为过去 9 年来最慢。在疫后经济尚未痊愈的大背景下，“积极的财政政策”是否没有预期中的积极？财政发力究竟遭遇到了怎样的现实掣肘，抑或是主动为未来预留空间？

2. 随着今年坚决遏制隐性债务等政策基调不断强化，地方政府举债的意愿与能力难免不受影响。“举债必问效、无效必问责”，专项债发行进度偏慢不足为奇。尽管城投“刚兑”仍未打破，但历史上每当监管趋严的时期，以信用利差为代表的城投融资成本往往明显抬升，从而进一步抑制

其融资规模。

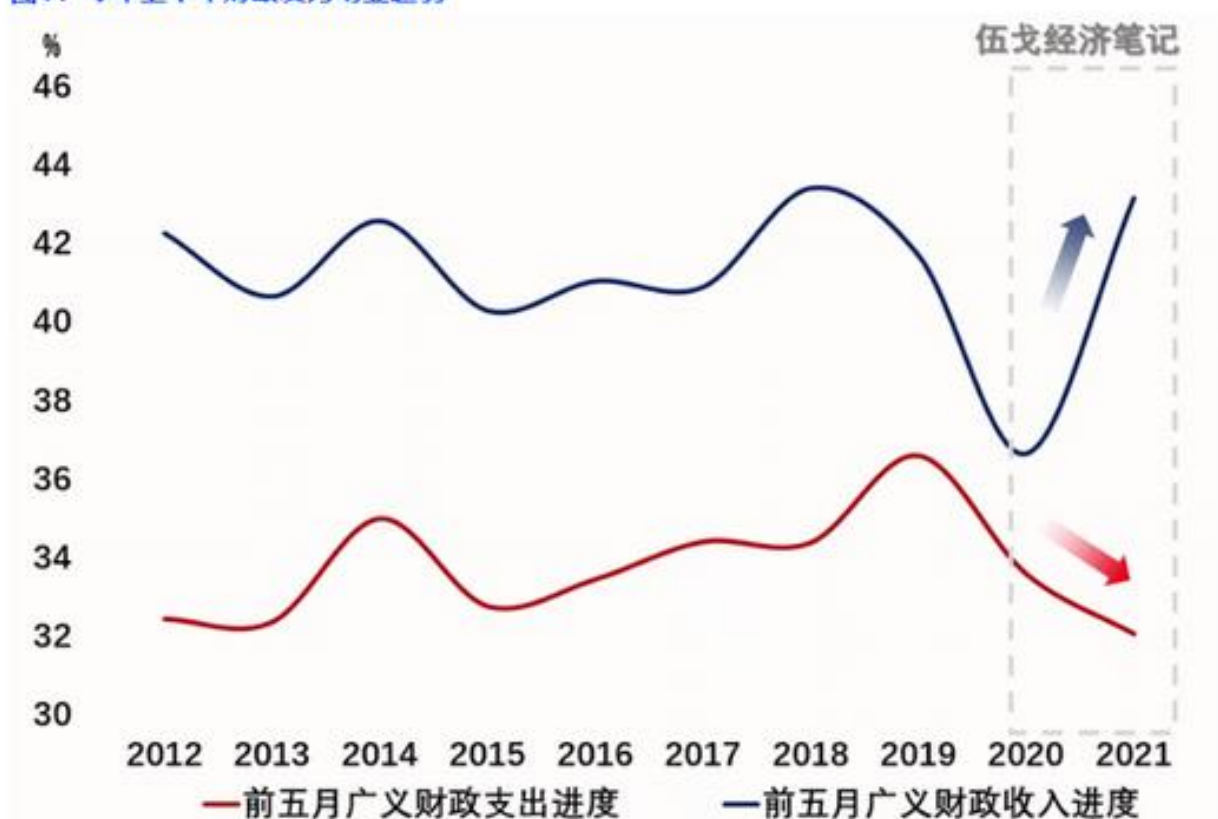
3. 作为逆周期调节手段，财政发力与否和外需强弱有着“天然”的镜像关系。今年上半年我国出口增速为近十年来历史最高，稳增长的压力自然较小。值得一提的是，历史上财政发力程度与五年换届周期之间似乎存在着某些关联。为明年及未来预留更多的政策空间，或许也是今年财政的应有之义。

4. 展望未来，随着我国贸易份额回落叠加海外经济筑顶，三四季度出口有望趋缓，经济下行压力之下财政料将比上半年更积极。不过，考虑到趋紧的债务约束以及为明年预留空间的可能性，财政发力程度或将温和。结合历史看，财政后置的年份，政策往往只是托底经济，而难以改变其趋缓方向。

正文：

与欧美接连进行大幅财政刺激不同的是，疫情以来我国财政刺激总体较为克制。尤其是今年上半年在财政收入偏快的情况下，广义财政支出进度却为过去 9 年来最慢。政府性基金支出与历史相比明显偏低，前五个月完成的进度比历史均值低了 5 个百分点。高频数据显示，6 月、7 月专项债发行仍未明显提速，目前全年专项债额度仅用了 25% 左右。在疫后经济尚未完全恢复的大背景下，“积极的财政政策”是否没有预期中的积极？财政发力究竟遭遇到了怎样的现实掣肘，抑或是主动为未来预留空间？

图1：今年上半年财政发力明显趋弱



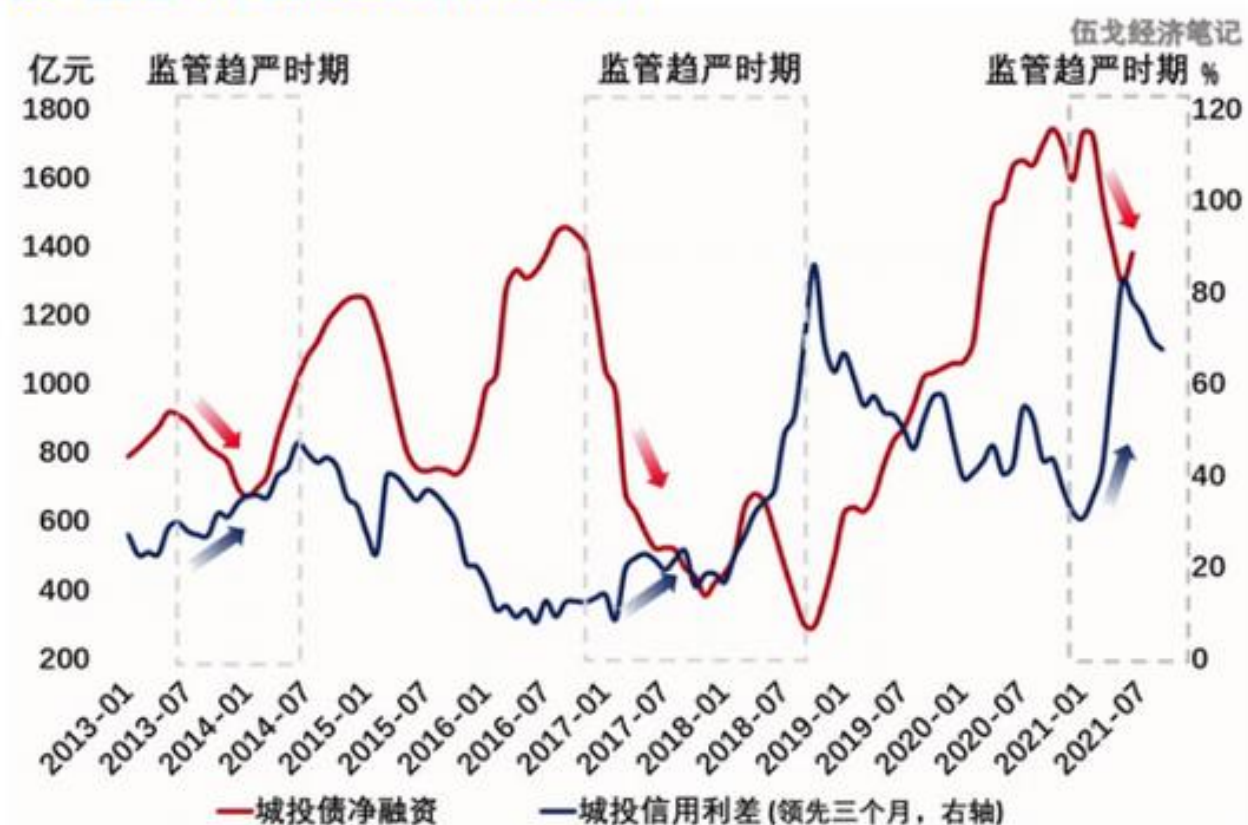
数据来源：WIND

注：广义财政包含一般公共预算与政府性基金预算等。

一、财政发力受限？

在遏制地方隐性债务的政策导向下，城投公司面临的融资约束明显加强。今年城投发债开始实行分档管理，高负债地区城投发债受限，贷款和非标渠道的融资也严于以往。历史上，每次地方债务及城投融资监管趋严时，以信用利差为代表的城投融资成本往往明显抬升，并进一步制约其融资。特别地，今年强、弱资质城投的融资成本明显分化，强资质城投融资成本回落，但弱资质则飙升至历史高位，并拖累整体城投融资。

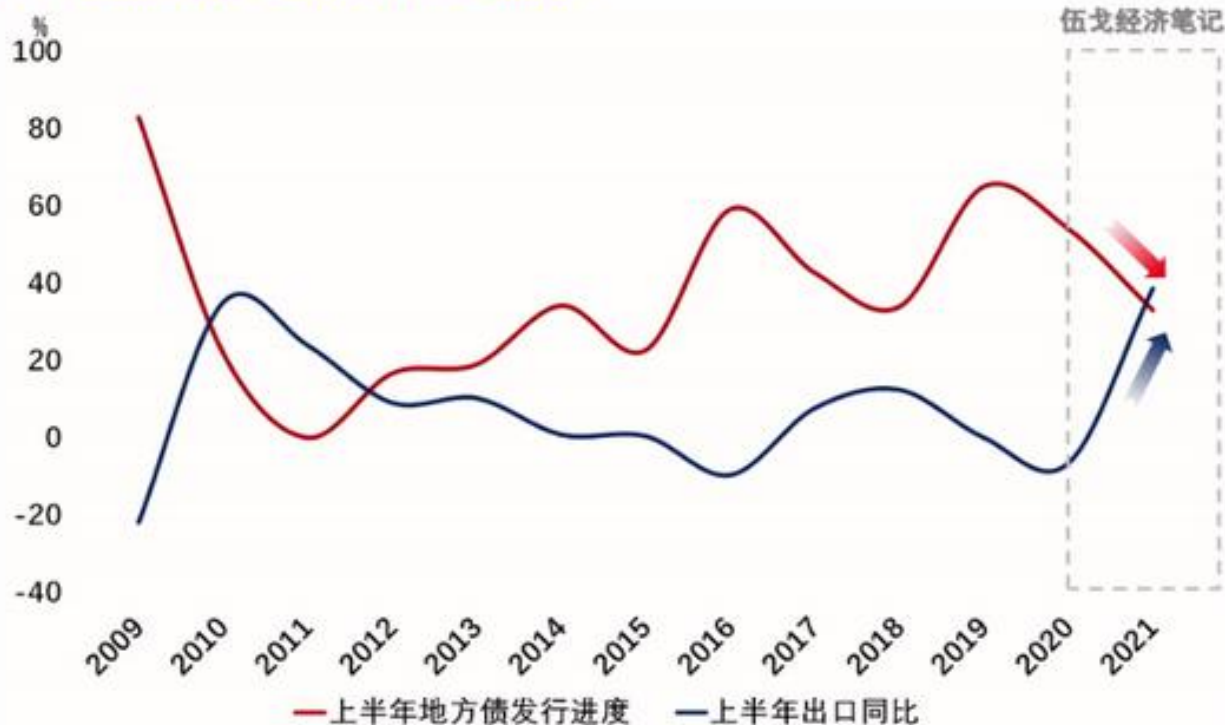
图2：监管趋严下，城投融资成本抬升并抑制融资



数据来源：WIND

作为逆周期调节的手段，财政发力与否与我国外需的强弱有天然的镜像关系。今年上半年我国出口增速为近十年来历史最高，稳增长压力自然较小。事实上，近年地方投资意愿已大不如前。今年4月和6月地方债监管措施相继出台，专项债发行进度偏慢也不足为奇。

图3：强势出口之下，地方债发行偏慢不足为奇



数据来源：WIND

二、财政预留空间？

除了上述债务、外需等影响因素外，历史上财政表现与五年换届周期之间似乎也存在着某些关联。每轮重大换届会议召开的前年，财政赤字率都呈现下降或趋缓，而换届后赤字率则大多转为上升。从这些角度看，为明年乃至未来预留更多的政策空间，或许也是今年财政的应有之义。

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_33212

