



张瑜谈财政基调的理解：债 在今年，爱在明年



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜、高拓、杨轶婷



主要观点

一、上半年的财政有多“佛系”

“佛系”之一：一季度几乎没发新增地方债，三年来首次。

“佛系”之二：上半年新增专项债发行进度仅完成不到 30%，三年来最慢。

“佛系”之三：广义财政收支 5 月还是盈余，上半年收入增速远超支出，财政收支形势三年来最好。

“佛系”之四：专项债项目审批出乎意料的严与慢。

二、上半年财政“佛系”的原因？

原因之一：去年专项债的钱，或有万亿规模留到了今年年初花。

原因之二：中央角度看，由于上半年外需强劲+经济增速高+大宗涨价，督促财政前倾的意愿低。

原因之三：地方角度看，地方财政“不缺钱”，抢发债意愿低。

原因之四：疫情后财政纪律重塑，债务防风险重要性被拔高，“法定债务谨慎发、隐性债务稳妥化”已成为地方提升政治站位的现实需要。

三、下半年财政背后的逻辑？

一句话总结：债（发债）在今年，爱（投资）在明年：

债在今年——蓄力在年底：预计今年下半年地方债+国债净融资额约 4.6 万亿，高于去年疫情下的 4.4 万亿，供给压力不容小觑（考虑到预算的严肃性，专项债发不完的体量很难超过 3000 亿，因此大部分专项债仍将于今年发行完毕）。

爱在明年——形成投资在明年年初：专项债大概率会发行到 12 月，预计四季度新增发行规模近万亿，四季度发债形成投资额大概率在 2022 年年初。这和冬季施工条件受限的直观认知及政治局会议“推动今年底明年年初形成实物工作量”的政策导向均符合。

下半年财政蓄力为哪般？三方面考虑：一是今年对单纯“增速”的诉求不高，今年 GDP 增速保守估计都有 8% 左右；二是为二十大“开好年”（明年一季度基本奠定全年增长中枢的大致区间）；三是中美明年料将迎来强政治周期碰撞+经济货币双周期背离，要保证中美谈判博弈要价关键点，中国经济不能太差，更不能出内部系统性风险，用货币托底容易滋生资产泡沫、面对美联储收紧可能扛不住（2015、2018 年教训仍在），财政托底是更可能的手段，需预留空间。

政治局强调“统筹今明两年经济工作”其实就是意味着明年经济工作的难度和关注度都已经比下半年更高了。

四、财政“佛系”的资产影响几何？

由于财政佛系操作“债在今年，爱在明年”，我们预计下半年财政对流动性的影响大于对基建投资的影响，下半年利率债“天量”供给或使流动性回归紧平衡，但基建投资难有明显回升。

债券市场利率三季度存回调压力，权益市场三季度压估值风险窗口仍在，基建板块难有持续行情。

风险提示：经济回落超预期，专项债发行进度超预期。

报告目录

一、上半年的财政有多“佛系”？	5
二、上半年财政“佛系”的原因？	6
三、下半年财政背后的逻辑？	7
四、财政“佛系”的资产影响几何？	8

报告正文

一上半年的财政有多佛系？

上半年财政的“佛系”，四个事实足见：

“佛系”之一：一季度几乎没发新增地方债，三年来首次。

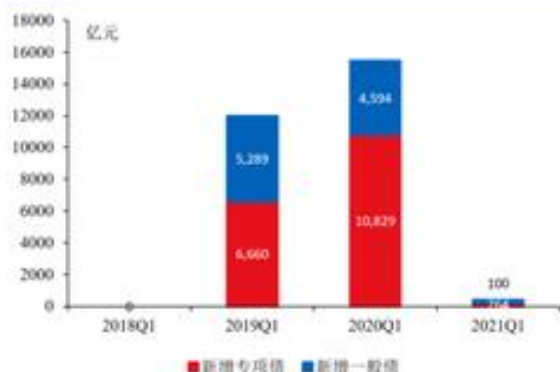
“佛系”之二：上半年新增专项债发行进度仅完成不到 30%，三年来最慢。

“佛系”之三：广义财政收支 5 月还是盈余，上半年收入增速远超支出，财政收支形势三年来最好。

“佛系”之四：专项债项目审批出乎意料的严与慢。三个佐证：一是 21 世纪经济报道《监管要求储备 2022 年专项债项目，拟投向 9 大领域》中提及西部某省今年上报新增专项债项目的项目、资金审减率均达 60%[1]；二是青海在预算调整方案中提到“专项债券项目发行前需由财政部审核，对审核未通过的项目列入不具备发行条件清单，清单内项目不得安排发行，各省调整完善后，于 7 月底前一次性集中报送财政部审核把关”；三是上半年财政收支发布会中，财政部侧面确认“会同发展改革委从项目成熟度、

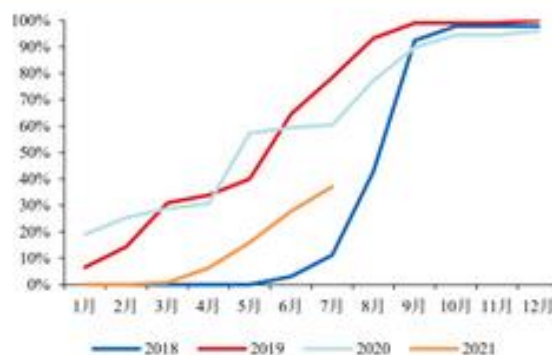
合规性和融资收益平衡等角度，加强对地方申报专项债券项目的把关”。

图表 1 Q1 新增地方债接近“零发行”，三年来首次



资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 上半年新增专项债发行明显慢于近两年同期



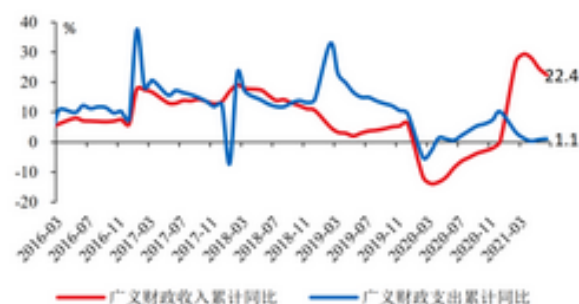
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 前五个月财政支出仍为盈余，三年来首次



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 上半年广义财政收入增速远超支出



资料来源: Wind, 华创证券

二上半年财政“佛系”的原因？

主要也有四点：

原因之一：去年专项债的钱，或有万亿规模留到了今年年初花。证据是一季度财政收支发布会上财政部提及“全国各地新增地方政府专项债券发行进度较前两年有所放缓，主要是 2020 年发行的专项债券规模较大，政策效应在今年仍会持续释放”，结合 2019、2020 年年初新增专项债偏强的支出强度和 2020 年下半年专项债偏慢的支出效率来看，去年到 10 月

份发完的 3.55 万亿新增专项债中，或有万亿规模留到今年年初形成支出，“顶”上了今年一季度的进度。这和冬季施工条件受限的直观认知亦符合。

原因之二：中央角度看，由于上半年外需强劲+经济增速高+大宗涨价，督促财政前倾的意愿低。来自财政部的证据是财长刘昆在去年年底的全国财政工作会议和今年 6 月初《关于 2020 年中央决算的报告》中两次提及“适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏”；来自发改委的证据是上半年发改委项目审批的进度比 2018 年紧信用大年还要慢；均与 7 月中央政治局会议“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度”的说法相互印证。

原因之三：地方角度看，地方财政“不缺钱”，抢发债意愿低。“不缺钱”一体现在能力，如上文展示的财政收支形势为三年来最佳（其中不乏大宗涨价带来的财政“东风”，详见《大宗上涨是地方财政的“急救包”吗？》），二体现在意愿：各省预算调整方案中，北京、广东提出建立分批分期发行机制，重庆、天津预留限额后续发行，均响应了中央财政对“合理把握发行节奏”的号召（详见附表 1）。

原因之四：疫情后财政纪律重塑，债务防风险重要性被拔高，“法定债务谨慎发、隐性债务稳妥化”已成为地方提升政治站位的现实需要。对于法定债务，去年在疫情冲击下，空前困难的地方财政竞相争夺专项债资金，使得项目质量问题和“钱等项目”现象充分暴露，各地审计报告显示部分专项债资金闲置仍严重，甚至违规用于发工资、买理财，引发财政部

高度重视，也使今年的专项债政策告别“大干快上”思路，展现出“均衡节奏+加强监管”两大导向（详见附表 2）。对于隐性债务，去年年底以来财政部措辞和执行双趋严，如今年 4 月《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》提出“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩”、7 月 15 号文强调金融端配合等（详见附表 3）。

图表 5 今年上半年，发改委项目批复进度偏慢



资料来源：国家发改委，华创证券

三下半年财政背后的逻辑

一句话总结：债（发债）在今年，爱（投资）在明年。参考我们在《财

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_34077

