



高瑞东：财政开始平滑发力， 基建投资如何演绎？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

7月30日政治局会议释放出经济恢复尚不均衡、未来财政更加积极的信号，我们预计下半年财政将进入平滑发力期，重心转向稳增长，为明年二十大保驾护航。财政的平滑发力，意味着年内专项债的加快发行，以及明年专项债额度的提前下达，下半年预留的财政空间也将积极发力，平滑经济波动。随着后续专项债发行提速，加之“十四五”重大项目的推进，预计支撑下半年基建投资持续反弹。

一、下半年财政重心逐步转向稳增长

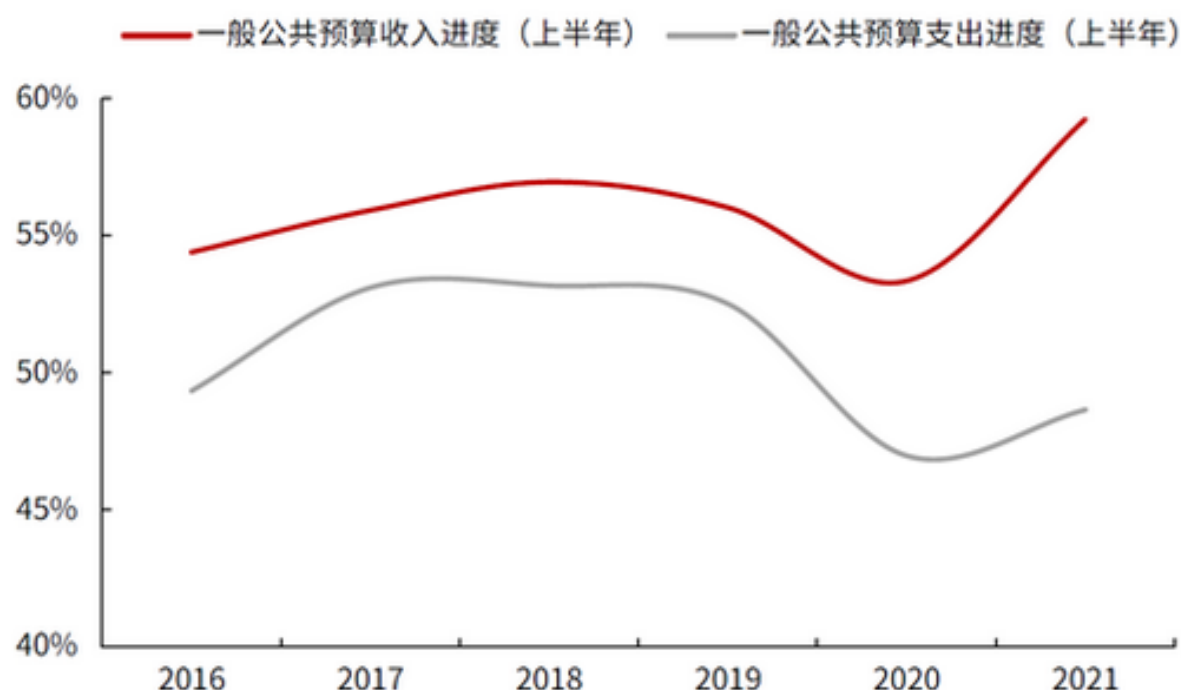
（一）上半年稳增长压力较小，财政重心为调结构与防风险

上半年财政发力不足，为下半年预留较大政策空间。一方面，上半年公共财政收入进度达到59%，明显高于正常年份水平（2017-2019年均值为56%，下同），而支出进度仅为49%，明显弱于正常年份水平（53%）；另一方面，上半年政府性基金支出进度为32%，低于同期收入进度41%。政府性基金支出疲弱，与土地出让相关支出安排放缓，专项债发行后置有关。其中，上半年土地出让金收入快速增长，而对应支出安排力度不足，收支结余资金不断上升；上半年专项债发行进度仅为全年下达额度的30%，2019-2020年同期均在60%以上。

跨周期调节背景下，上半年财政不急于发力，形成财政后置特征。通过移财政政策的发力期，不仅能够避免上半年经济过热，而且能够有效

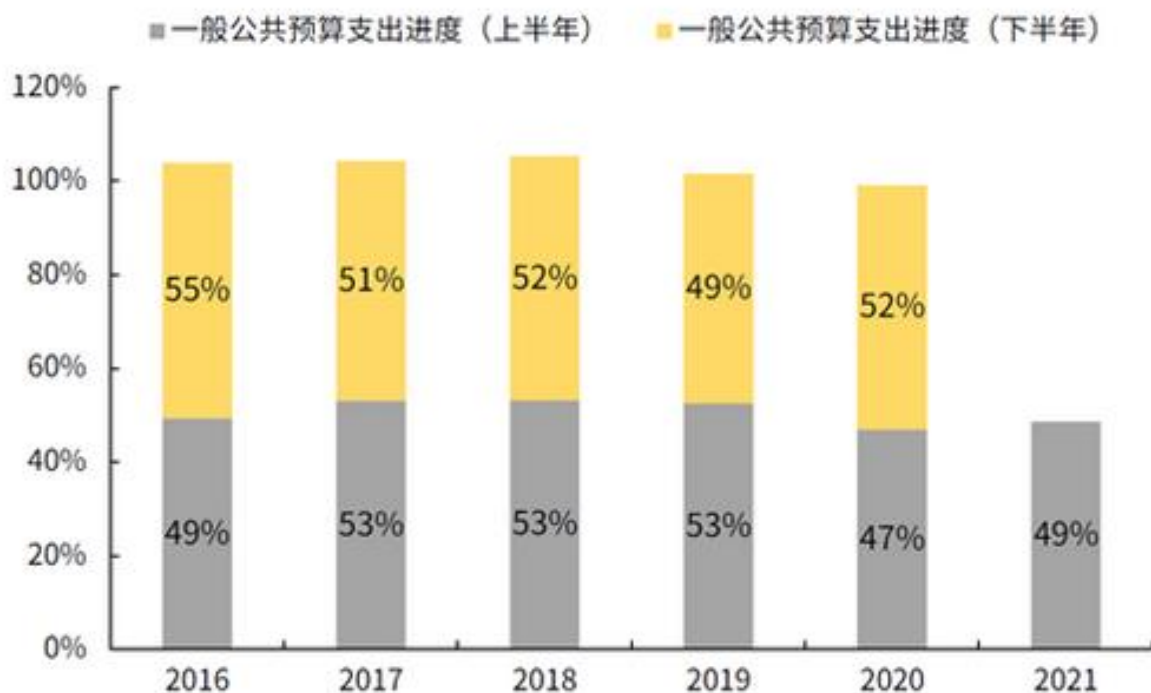
支撑下半年的总需求。今年3月5日，财政部部长刘昆表示，“今年的财政政策要与今后年份做好衔接，为今后应对风险挑战预留政策空间”，表明财政政策跨周期调节的意图。今年专项债发行后置，不仅与上年专项债资金留存至今年使用有关，而且也与专项债项目审批趋严、地方项目准备不充分有关，侧面反映出上半年在稳增长压力较小的窗口期，财政政策不急于发力。

图 1：今年上半年一般公共预算支出与收入进度走势分化



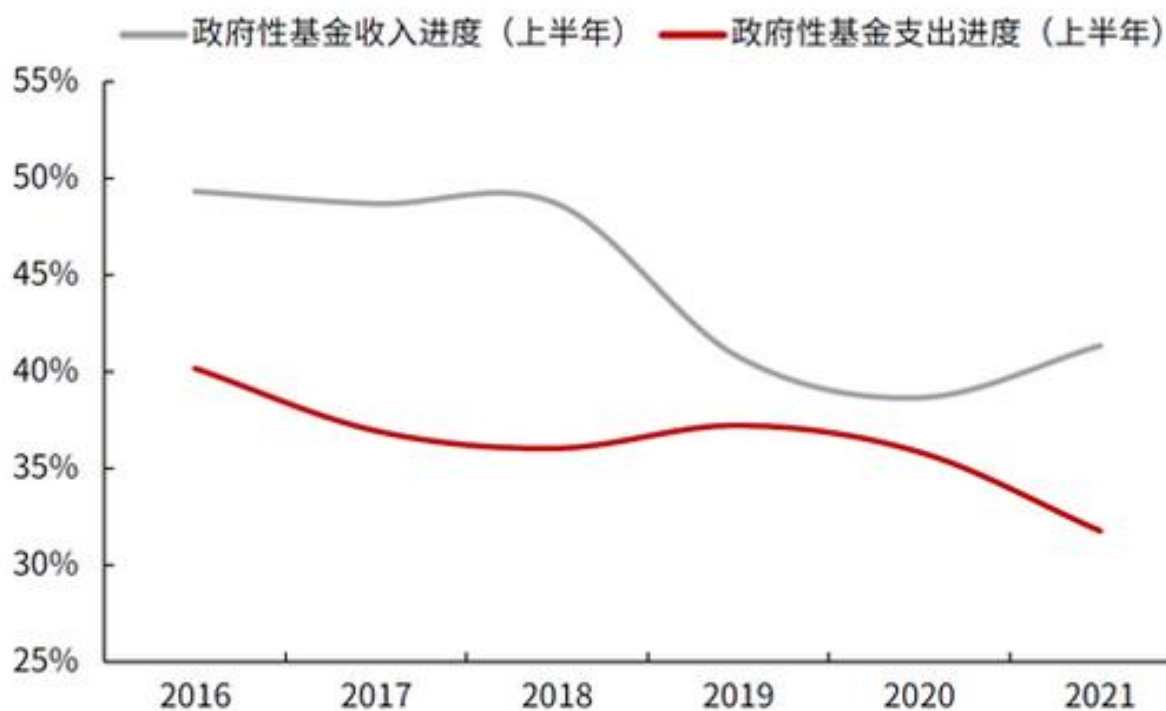
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：今年上半年一般公共预算支出进度低于正常年份水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：今年上半年政府性基金支出进度明显低于收入进度



资料来源：Wind，光大证券研究所

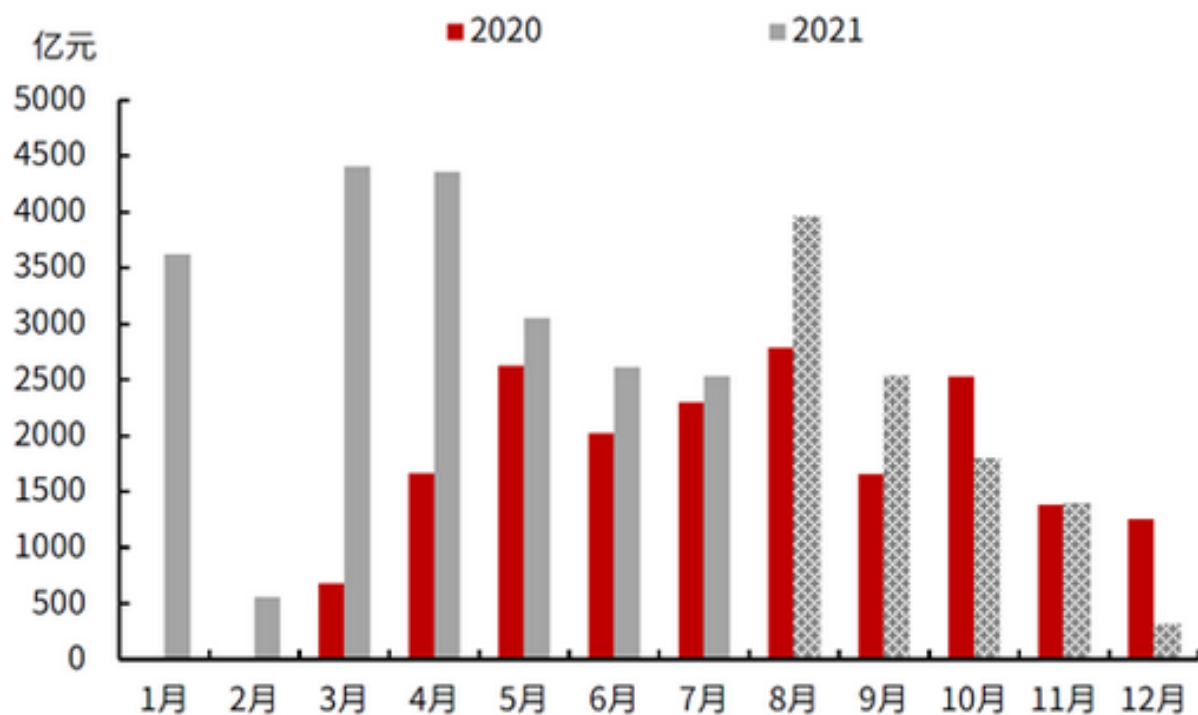
图 4：今年专项债发行后置约束上半年政府性基金支出



资料来源：Wind，光大证券研究所

上半年财政政策重心落在调结构与防风险。调结构方面，通过扩大直达资金规模和加强民生支出，兜牢基层“三保”底线，保障基层财力。今年上半年公共财政支出中投向教育、社会保障和就业的累计同比分别为 10.1%、8.6%，明显高于整体公共财政支出增速（4.5%）；防风险方面，体现在强化专项债项目监测及绩效管理，防范化解地方政府隐性债务风险，对应再融资债发行规模以及政府债务付息支出均大幅增加。今年上半年公共财政支出中，债务付息支出增速达到 14.5%，高于其他民生类支出增速；同时今年上半年再融资债发行量达到 1.86 万亿，基本达到去年全年的发行规模。

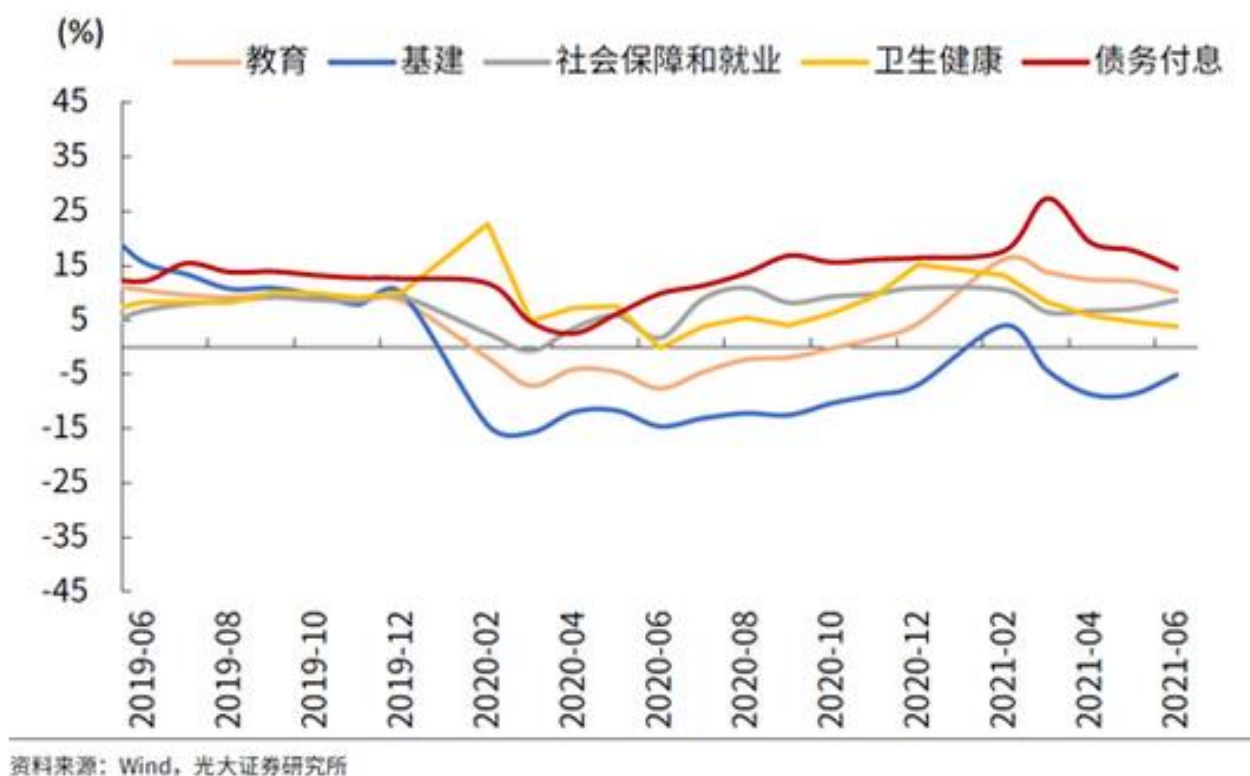
图 5：今年上半年再融资规模发行规模基本达到去年全年水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2021 年 8-12 月数据为地方政府债到期量

图 6：2020 年以来公共财政支出中债务付息累计增速保持高位



（二）下半年财政政策进入平滑发力期，重心转向稳增长

7 月政治局会议释放出财政更加积极发力的信号。7 月政治局会议对经济恢复节奏的态度趋于谨慎，未提 4 月份政治局会议的“用好稳增长压力较小的窗口期”，强调经济恢复仍然不稳固、不均衡，说明目前经济恢复进程阻力仍在，政策总基调依然要“稳中求进”。全球疫情持续演变的大背景下，经济工作重点落于对冲下半年和明年上半年经济压力上。

后置的财政发力有望持续至明年，平滑经济波动，发挥稳增长效力。7 月政治局会议提出，“统筹做好今明两年宏观政策衔接，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，目

的在于为明年二十大保驾护航。

表 1: 今年以来财政政策相关表态

时间	事件
2021 年 3 月 14 日	2021 年财政预算草案：积极的财政政策要提质增效、更可持续；保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，发挥财政资金在支持科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配等方面的重要作用；加强地方政府债务管理，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
2021 年 4 月 21 日	财政部 2021 年一季度财政收支情况网上新闻发布会：一是指导和督促地方做好项目前期准备，履行各项审批程序，确保专项债券发行一批、使用一批，尽快形成实物工作量，避免造成资金闲置。二是按照“资金跟着项目走”原则，要求各地将专项债券重点用于党中央、国务院确定的重点领域和重大区域发展战略，充分发挥专项债券扩大有效投资、促进宏观经济平稳运行等积极作用。
2021 年 4 月 30 日	4 月政治局会议：积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。
2021 年 7 月 12 日	李克强总理主持召开经济形势专家和企业座谈会时表示，支持用好地方政府专项债等资金，推进重大工程、基本民生项目等重点建设。
2021 年 7 月 16 日	据《21 世纪经济报道》报道，近期国家发改委向地方下发通知，要求做好 2022 年地方专项债项目前期工作。争取明年专项债券早发行、早使用、及早形成实物工作量，促进投资稳定增长。
2021 年 7 月 20 日	2021 年上半年财政收支情况新闻发布会：专项债发行进度较去年有所放缓，主要是今年专项债券恢复常态化管理，适当放宽地方发行时间要求，这样既不会影响重点项目建设进度和资金需求，也可以有效避免债券资金闲置。

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_34144

