

2021 年 06 月 20 日

财政“后置”，对经济的影响

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

穆仁文（联系人）

murenwen@kysec.cn

证书编号：S0790121060023

2021 年，财政“后置”明显，背后的原因，及对经济的影响，本文可供参考。

● **一问：年初财政支出偏慢，受专项债拖累明显，与地方债监管加强等有关**
年初广义财政支出明显偏慢，受专项债拖累明显。1-5 月，广义财政支出占全年预算的比重为 32.3%、创 2016 年来同期新低。其中，一般财政支出占全年预算的比重为 37.4%、略高于 2020 年同期，政府性基金支出占全年预算的比重为 22.6%，低于过去两年同期 25%以上占比。政府性基金支出偏慢，与专项债有关，1-5 月专项债新券发行占全年额度的 16.0%、低于过去两年同期 40%以上占比。专项债发行节奏偏慢，与政策重心回归、额度下达较晚、项目审核趋严等因素有关。经济加快正常化下，政策重心回归“调结构”、“防风险”，财政“维稳”必要性和紧迫性下降；财政部在 3 月才下达首批地方债新增额度、明显晚于前两年，也没有设定明确的发行进度要求。同时，当局加强地方政府债务监管，严格专项债项目质量审核和风险把控；项目质量不过关等，使得专项债实际发行低于计划。

● **二问：财政支出偏慢，对在建项目资金和施工影响有限**
优质项目、尤其是产业项目，对财政资金依赖度较低，开工和完工情况好于疫情前同期。2021 年，26 省市重大项目计划投资规模达 11.3 万亿元、较 2020 年增长 20.6%，重大项目质量较高、产业项目较多（数量占比达 52.9%），对财政资金依赖度较低，因而项目投资进度受财政支出变化的影响相对较小。山东、江西等省市公布的数据显示，一季度重大项目开工率和投资完成率均高于 2019 年同期。政府主导的在建项目优先获得专项债支持、受项目审核影响较小，且年初仍有前期募资支持。过去几年专项债扩容，使得在建项目累积较多，2021 年政策明确强调专项债优先支持在建项目，前 5 个月在建项目占比达 64%、较 2020 年上半年提升 13 个百分点。受 2020 年项目开工较晚等影响，前期募资使用或偏慢、仍对年初项目施工形成支持；5 月以来专项债发行加快，一定程度接续项目融资需求。

● **三问：财政“后置”，可能影响经济斜率，或较难改变趋势**
财政优先支持民生和产业，对传统基建投资支持下降；而项目质量、债务压力等，决定了财政资金的杠杆效应有限。政策“退潮”下，财政重在“三保”、加快推动产业转型等，一般财政投向社会保障等民生领域明显增加，专项债投向社会事业等领域占比上升、基建相关占比下降。项目质量、债务压制等，使得财政资金撬动的杠杆有限，例如专项债项目的募资，90%以上来自专项债和财政资本金。结合历史经验来看，财政并非经济核心驱动，财政“后置”可能影响经济斜率、较难改变趋势。政策加快经济转型下，传统基建投资增速中枢明显下移、对经济增长的拉动明显减弱；过去几年经验显示，财政支出加快，并没有改变经济原有增长趋势。年内来看，经济高点已过、趋势显现，前期修复较快的出口、房地产投资需求见顶，而内生动能修复分化，仅靠财政支出或较难改变下半年经济趋势。

● **风险提示：**债务风险暴露，项目储备不足。

相关研究报告

《宏观经济专题-粮价大涨，全球通胀的又一推手》-2021.6.19

《宏观经济点评-财政支出，仍然偏慢》-2021.6.18

《宏观经济点评-趋势已定》-2021.6.16

目 录

1、 财政“后置”，对经济的影响.....	4
1.1、 年初财政支出偏慢，受专项债拖累明显	4
1.2、 财政支出偏慢，对在建项目资金和施工影响有限.....	5
1.3、 财政“后置”，可能影响经济斜率，或较难改变趋势	7
2、 高频数据跟踪	10
2.1、 通胀观察：蔬菜价格季节性回落、猪肉价格延续下跌.....	10
2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元贬值.....	10
2.3、 大宗商品：商品价格普遍下跌，贵金属指数领跌.....	11
3、 中观行业跟踪	11
3.1、 下游：商品房成交下跌，土地市场量价齐升	11
3.2、 中游：钢铁、水泥价格下跌	13
3.3、 上游：国际原油价格上涨，动力煤价格上涨.....	15
4、 风险提示	16

图表目录

图 1： 年初以来，广义财政和政府性基金支出明显偏慢.....	4
图 2： 专项债发行进度慢于过去两年	4
图 3： 2021 年地方债额度下达晚于前两年	4
图 4： 2021 年 1-5 月，地方债实际发行规模低于此前计划	5
图 5： 2021 年，重大项目计划投资规模增长较快	5
图 6： 2021 年重大项目以产业发展为主	5
图 7： 2021 年一季度重大项目开工率高于 2019 年同期.....	6
图 8： 2021 年一季度投资完成率高于 2019 年同期	6
图 9： 2021 年前 5 个月专项债在建项目占比明显提升.....	6
图 10： 2020 年 5 月开始，专项债发行明显放量	7
图 11： 2021 年 5 月中旬，专项债发行开始加快.....	7
图 12： 2021 年交通运输、城乡社区等财政支出占比下降.....	7
图 13： 2021 年专项债投向基建占比明显回落	7
图 14： 本轮基建投资高点出现在 2020 年 5 月	8
图 15： 2021 年，交通类基建计划投资规模下降	8
图 16： 专项债项目资金大部分来自财政	8
图 17： 2021 年城投债“借新还旧”比例升至 86%.....	8
图 18： 财政支出与经济增长并不必然相关	9
图 19： 基建投资中枢下移、对经济影响下降	9
图 20： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格回落	10
图 21： 农业部猪肉平均批发价继续回落	10
图 22： 人民币对美元贬值，美元指数上涨	10
图 23： 人民币对欧元升值、日元贬值	10
图 24： 美元兑人民币即期-中间日均价差为-14 基点.....	11
图 25： 离岸、在岸人民币日均价差-11 基点	11
图 26： 30 大中城商品房成交面积下跌	12
图 27： 30 大中城商品房一线城市成交面积下跌	12

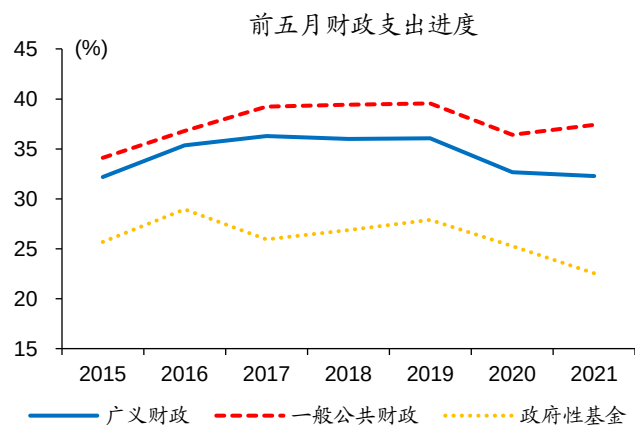
图 28: 30 大中城商品房二线城市成交面积下跌	12
图 29: 30 大中城商品房三线城市成交面积下跌	12
图 30: 100 城供应土地占地面积上涨	13
图 31: 100 城供应土地挂牌均价上涨	13
图 32: 100 城住宅类用地成交土地溢价率上涨	13
图 33: 三线城市住宅类用地成交土地溢价率上涨	13
图 34: 线材、长材价格指数均下跌	14
图 35: 上周全国高炉开工率下跌	14
图 36: 水泥价格指数下跌	14
图 37: 玻璃期货价格回落	14
图 38: 长江有色市场铜、铝价格下跌	15
图 39: 长江有色市场铅、锌价格下跌	15
图 40: 上期所铜、铝库存均减少	15
图 41: 上期所铅、锌库存减少	15
图 42: 焦煤价格走平、动力煤上涨	16
图 43: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率下跌	16
图 44: 国际原油期货结算价格上涨	16
图 45: LME3 个月铜、铝价格均下跌	16
表 1: 2021 年没有设定明确的地方债发行进度要求	4
表 2: 部分省审计报告显示, 专项债资金存在“闲置”	5
表 3: 政策强调专项债优先支持在建项目	6
表 4: 商品期货市场核心品种多数下跌	11
表 5: 商品期货市场细分品种中, 豆粕指数领跌	11

1、财政“后置”，对经济的影响

1.1、年初财政支出偏慢，受专项债拖累明显

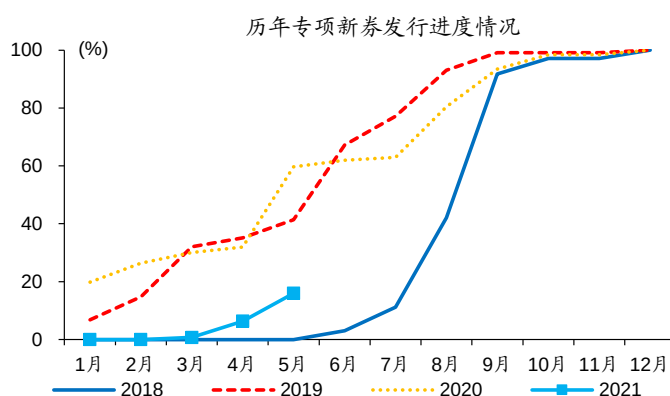
年初广义财政支出明显偏慢，受专项债拖累明显。1-5月，广义财政支出两年复合增速仅0.9%、低于收入增速的4.9%，支出占全年预算的比重为32.3%、创2016年来同期新低。其中，一般财政支出占全年预算的比重为37.4%、略高于2020年同期，政府性基金支出占全年预算的比重为22.6%，低于过去两年同期25%以上占比。政府性基金支出偏慢，与专项债有关，1-5月专项债新券发行占全年额度的16.0%、低于过去两年同期40%以上占比（详细分析参见《财政支出偏慢，原因及影响》）。

图1：年初以来，广义财政和政府性基金支出明显偏慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：专项债发行进度慢于过去两年



数据来源：Wind、开源证券研究所

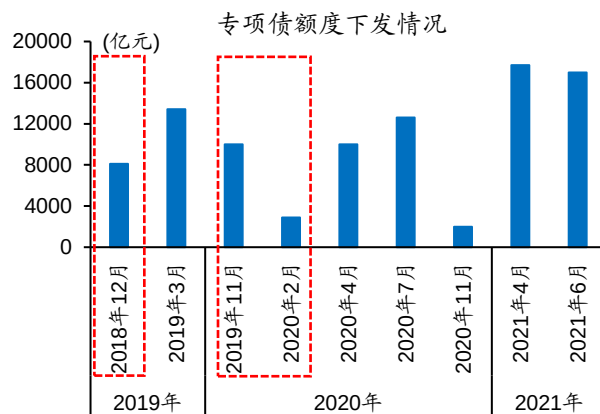
专项债发行节奏偏慢，或与政策重心回归、额度下达较晚等因素有关。经济加快正常化下，政策重心回归“调结构”、“防风险”，财政“维稳”必要性和紧迫性下降。财政部在3月才下达首批地方债新增额度、明显晚于前两年，而2019年和2020年首批额度均在前一年底提前下达；同时，财政部也没有设定明确的发行进度要求，而过去三年要求在9月或10月前基本完成发行。

表1：2021年没有设定明确的地方债发行进度要求

年份	专项新券发行进度相关要求
2018	今年地方政府债券发行进度不受季度均衡要求限制，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。
2019	各地应当合理把握发行节奏，切实加快债券发行进度，2019年6月底前完成提前下达新增债券额度的发行，争取在9月底前完成全年新增债券发行。
2020	妥善做好稳投资稳增长和维护债券市场稳定工作，确保专项债券有序稳妥发行，力争在10月底前发行完毕。加快新增专项债券资金使用进度，合规调整新增专项债券用途。赋予地方一定的自主权，应当于9月底前完成。
2021	科学设计地方债发行计划，合理选择发行时间窗口，适度均衡发行节奏，既要保障项目建设需要，又要避免债券资金长期滞留国库。

资料来源：财政部、开源证券研究所

图3：2021年地方债额度下达晚于前两年



数据来源：财政部、开源证券研究所

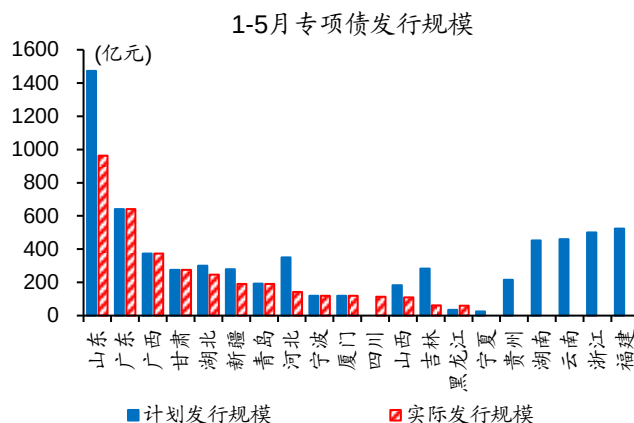
前期专项债资金尚有“闲置”、项目审核趋严等，也可能影响专项债发行节奏。部分省审计报告显示，专项债资金存在一定的“闲置”现象，例如，2019年广东专项债资金有7.8%当年未使用，福建和四川当年未使用比例更高、超过25%；2021年地方债发行通知明确要求，“要避免债券资金长期滞留国库”。当局对地方债的监管也明显加强，实行项目“穿透式”管理，对项目收益能否覆盖本息、准备工作是否完备、投向领域是否精准等方面的审核趋严。在此背景下，项目质量不过关等，使得部分地区专项债实际发行规模低于此前计划。

表2：部分省审计报告显示，专项债资金存在“闲置”

省份	年份	专项债发行规模(亿元)	闲置规模(亿元)	占比(%)
广东	2018	999	139	13.9
陕西	2018	258	2	0.6
四川	2019	980	276	28.1
福建	2019	676	175	25.9
广东	2019	2169	169	7.8
陕西	2019	379	26	6.8
广西	2019	526	9	1.7

数据来源：各省财政厅、开源证券研究所

图4：2021年1-5月，地方债实际发行规模低于此前计划

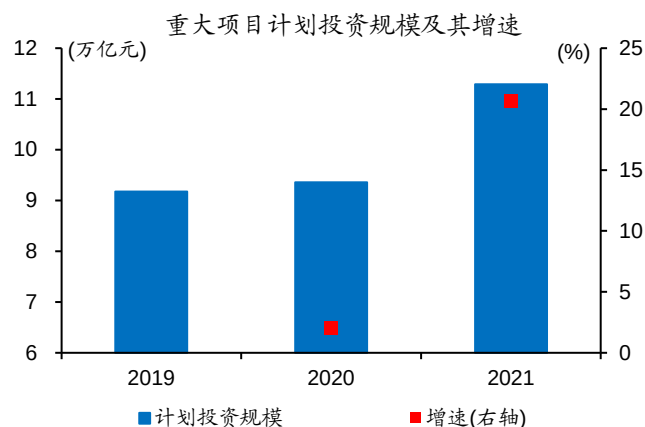


数据来源：中国债券信息、开源证券研究所

1.2、财政支出偏慢，对在建项目资金和施工影响有限

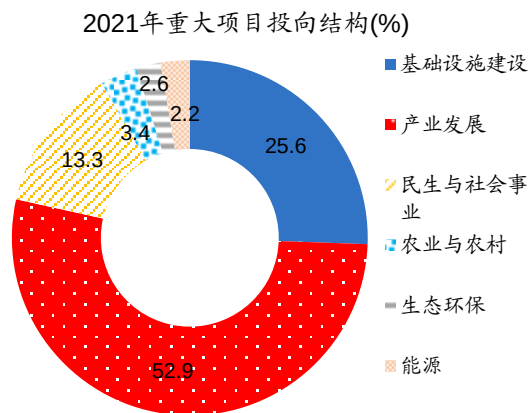
优质项目、尤其是产业项目，对财政资金依赖度较低，开工和完工情况好于疫情前同期。2021年，26省市重大项目计划投资规模达11.3万亿元、较2020年增长20.6%，重大项目质量较高、产业项目较多（数量占比达52.9%），对财政资金依赖度较低，因而项目投资进度受财政支出变化的影响相对较小。山东、江西等省市公布的数据显示，一季度重大项目开工率和投资完成率均高于2019年同期。

图5：2021年，重大项目计划投资规模增长较快



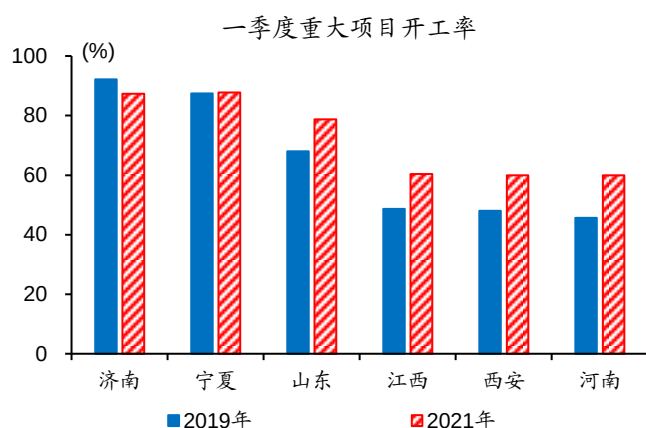
数据来源：各地发改委、开源证券研究所

图6：2021年重大项目以产业发展为主



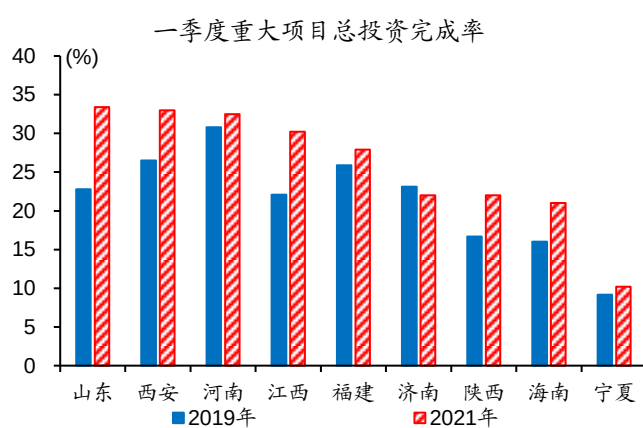
数据来源：各地发改委、开源证券研究所

图7：2021年一季度重大项目开工率高于2019年同期



数据来源：各地发改委、开源证券研究所

图8：2021年一季度投资完成率高于2019年同期



数据来源：各地发改委、开源证券研究所

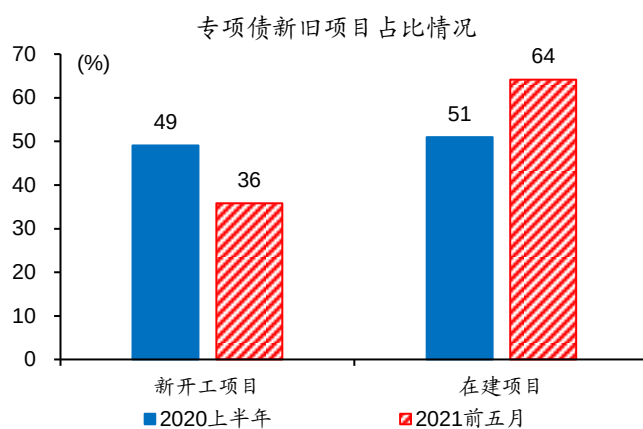
政府主导的在建项目优先获得专项债支持、受项目审核影响较小。过去几年专项债扩容，使得在建项目累积较多，2021年政府工作报告明确强调，专项债优先支持在建项目，前5个月在建项目占比达64%、较2020年上半年提升13个百分点。部分地区公布的数据显示，2021年前5个月专项债项目开工率平均达95%，或意味着在建项目受专项债发行偏慢的影响有限。

表3：政策强调专项债优先支持在建项目

时间	文件	内容
2021-03-05	政府工作报告	今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元， 优先支持在建工程，合理扩大使用范围 ...继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。
2021-05-06	国务院常务会议	支持基层“三保”的要求，专项债资金将继续聚焦疫后经济发展及短板， 优先支持存量项目建设 ，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，并向惠及面广的民生项目倾斜。
2021-05-20	国家能源局	各类存量项目应在规定时限内建成投产 ，对于超出核准（备案）有效期而长期不建的项目，各省级能源主管部门应及时组织清理，对确实不具备建设条件的，应及时予以废止。 各省2021年保障性并网规模主要用于安排存量项目。

资料来源：新华网、中国政府网、开源证券研究所

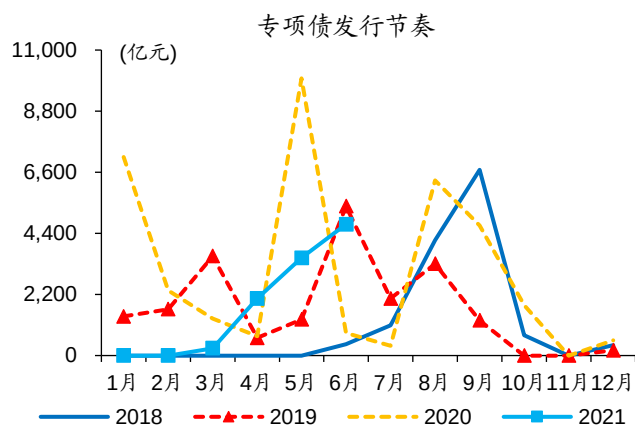
图9：2021年前5个月专项债在建项目占比明显提升



数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

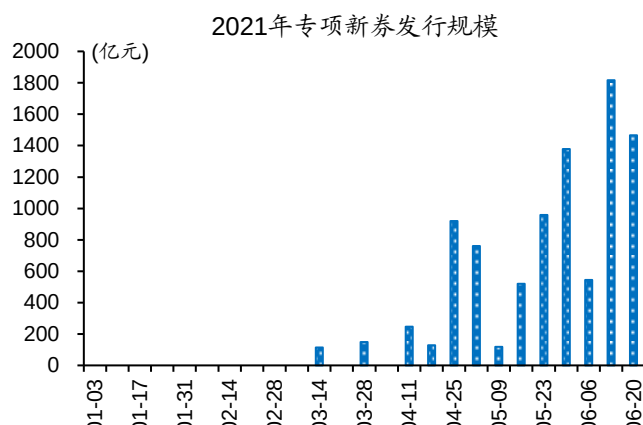
财政支出对在建项目的影响或有限，前期募资或仍对年初项目施工有支持。疫情背景下，2020年专项债项目开工相对较晚，同时专项债规模在明显放量，结合前几年经验来看，2020年专项债资金或存在一定比例的“闲置”，对2021年年初项目施工形成支持。专项债项目平均建设周期在3-5年左右、施工期间每年融资，结合过往专项债募资来看，在建项目融资需求5月开始逐步释放，带动专项债发行加快。

图10: 2020年5月开始, 专项债发行明显放量



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2021年5月中旬, 专项债发行开始加快

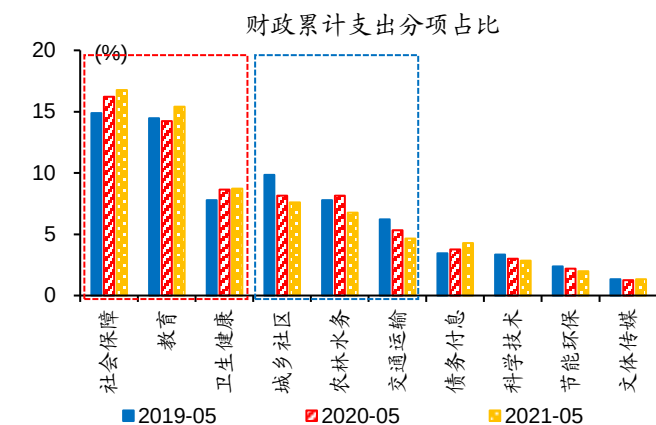


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、财政“后置”，可能影响经济斜率，或较难改变趋势

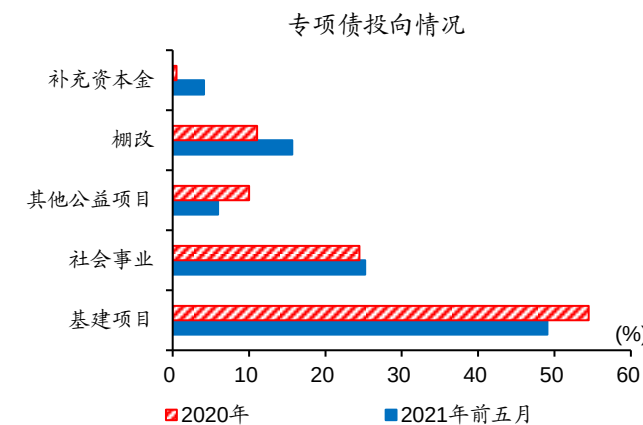
财政优先支持民生和产业, 对传统基建投资支持下降。财政政策退出方向明确, 重在保就业、保民生、保市场主体; “用好稳增长压力较小的窗口期”, 加大对科技创新、教育等领域投入, 加快推动产业转型升级, 对传统基建投入下降。年初以来, 一般财政投向教育、社会保障、卫生健康等民生领域明显增加; 专项债投向基建相关占比下降, 而投向社会事业、棚改等领域占比上升。

图12: 2021年交通运输、城乡社区等财政支出占比下降



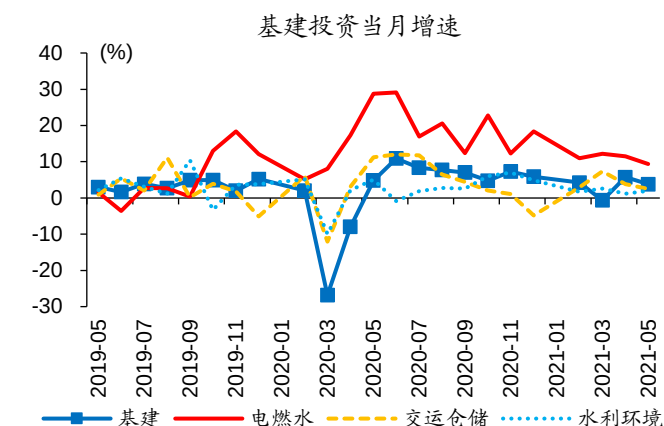
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2021年专项债投向基建占比明显回落



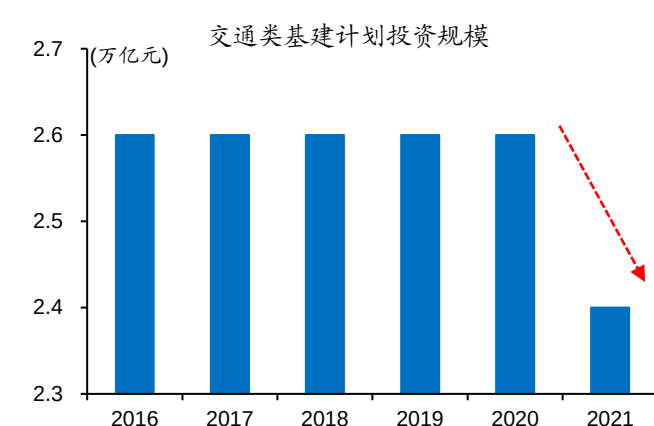
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 本轮基建投资高点出现在 2020 年 5 月



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2021 年, 交通类基建计划投资规模下降



数据来源: 交通运输部、开源证券研究所

项目质量、债务压力等, 决定了财政资金的杠杆效应有限。2021 年前 5 个月, 专项债项目募资, 90%以上来自专项债和财政资本金, 意味着项目基本没有外部融资。专项债项目杠杆效应有限, 一方面缘于项目质量, 专项债项目收益偏低, 较难吸引社会资金; 另一方面与城投平台债务压制增强有关, 前 5 个月城投债募资注明用于“借新还旧”的比例高达 86%、较 2020 年抬升 5 个百分点。

图16: 专项债项目资金大部分来自财政

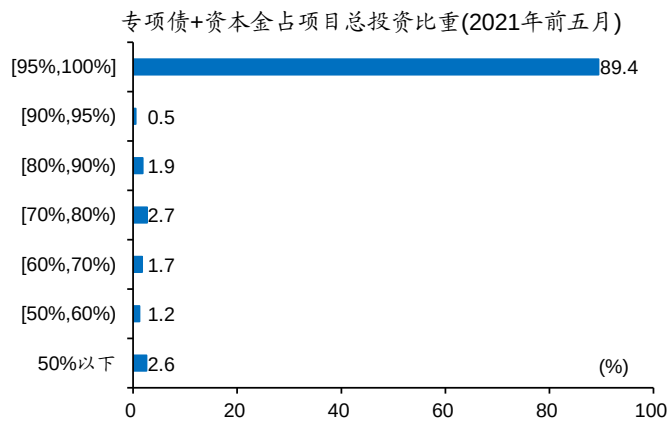
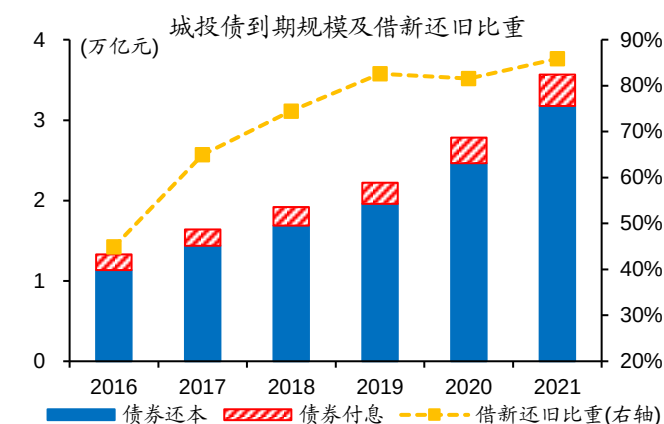


图17: 2021 年城投债“借新还旧”比例升至 86%



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_20251

