

# 宏观

证券研究报告

2021 年 07 月 27 日

## 下半年没有“财政后置”

上半年财政的最大特点就是“慢”：财政支出进度慢、专项债发行进度慢，“稳增长压力较小”是一个基础，根本意图在于新一轮财政纪律整顿。

考虑到今年还有 63%（约 2.3 万亿）的新增专项债空间有待释放，央行资产负债表显示财政存款也有较大增幅，有观点认为下半年会有财政的明显后置。我们认为下半年财政滞后提速和基建改善的空间有限，一是下半年稳增长压力暂时不大仍然是一个基础，二是要保证今年整顿财政纪律政策导向的延续性。

在财政纪律规范化的中长期要求下，要看到财政由“慢”到“快”，需要“稳增长压力较小”这个必要条件发生变化，预计时间窗口在明年上半年。明年开始适度宽信用/宽财政，也符合经济和政策需要。

预计今年新增专项债可发行全年额度的 90%左右，但今年年底发行筹集的债券资金和未发完的债券额度可能会腾挪到明年使用，这给明年投资稳增长提供了更多财政储备。

**风险提示：**财政纪律整顿力度和持续性超预期；下半年经济下行压力超预期；专项债发行进度不及预期

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520060003  
zhaohonghe@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：如何看待高景气行业的景气度走势？——6 月行业景气度更新》 2021-07-22
- 2 《宏观报告：风险定价-成长股的短期拥挤度接近年初消费股的拥挤水平-7 月第 4 周资产配置报告》 2021-07-20
- 3 《宏观报告：7 月资产配置报告》 2021-07-20

## 内容目录

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 一、上半年财政的最大特点就是“慢” .....      | 3 |
| 二、下半年没有财政后置 .....            | 4 |
| 三、财政由“慢”到“快”的窗口期在明年上半年 ..... | 4 |

## 图表目录

|                                         |   |
|-----------------------------------------|---|
| 图 1：上半年一般公共预算支出进度偏慢 .....               | 3 |
| 图 2：1-7 月新增专项债发行进度偏慢 .....              | 3 |
| 图 3：今年新增专项债仍可发行全年额度的 90%左右 .....        | 5 |
| 表 1：央行工作论文测算的 2021-2025 年我国潜在产出增速 ..... | 4 |

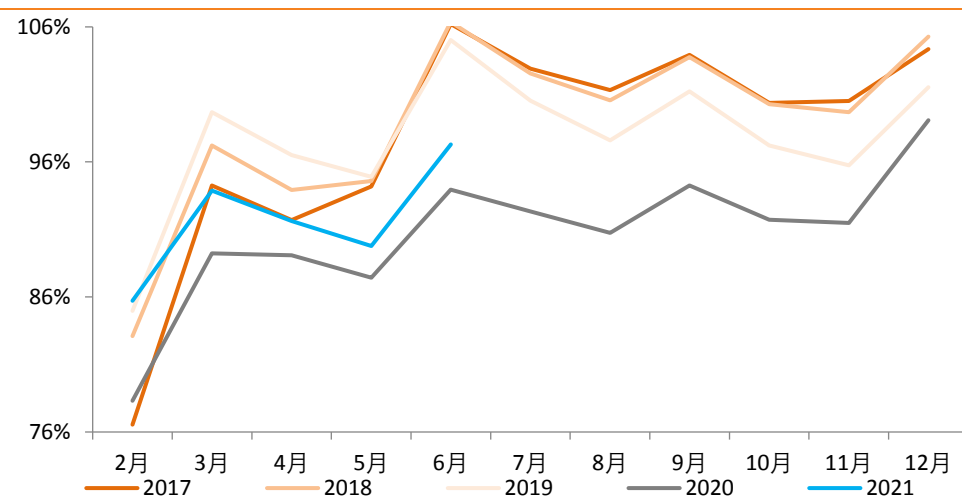
## 一、上半年财政的最大特点就是“慢”

### 具体有多慢？

**第一，财政支出进度慢。**上半年一般公共预算支出的序时进度是 97%，在最近五年中仅高于 2020 年。2020 年财政支出偏慢有疫情限制的被动因素，今年继续偏慢则可能存在支出规范化等主动因素。

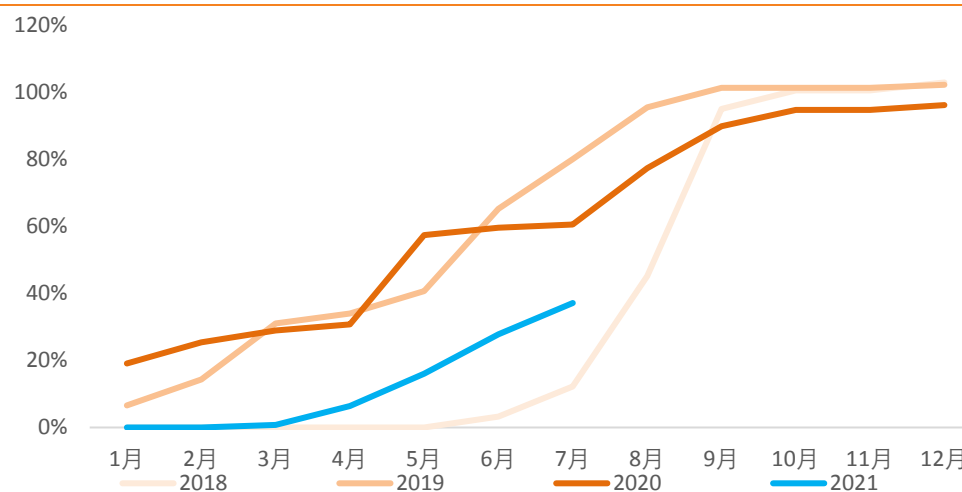
**第二，专项债发行进度慢。**1-7 月新增专项债仅发行了今年额度的 37%，进度远低于 2019 和 2020 年同期；不仅如此，专项债的实际发行规模还明显低于地方披露的发行计划，说明地方有发债意愿但没有落实，专项债发行偏慢的主导因素可能在更高层次。

图 1：上半年一般公共预算支出进度偏慢



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：1-7 月新增专项债发行进度偏慢



资料来源：WIND，天风证券研究所

**上半年财政“慢”的原因？“稳增长压力较小”是一个基础，根本意图在于新一轮财政纪律整顿。**

早在 3 月 15 日，国常会就提出“政府杠杆率要有所降低”，基本明确了今年财政政策的基调。具体来看，2017 年中央启动地方隐性债务摸排，2018 年开始大力整顿，2019-2020 年受贸易战、疫情等影响力度稍缓，今年经济回到正轨后力度重新加码。

同时，作为地方举债“前门”的专项债，每年新增额度从 2017 年的 8000 亿快速扩张到 2021 年的 3.65 万亿，使用过程中出现了项目不规范、资金闲置等问题。7 月 1 日财政部发布《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，标志着对专项债的规范化管理进入新

的阶段。

## 二、下半年没有财政后置

考虑到今年还有 63%（约 2.3 万亿）的新增专项债空间有待释放，央行资产负债表显示财政存款也有较大增幅，有观点认为下半年会有财政的明显后置，进而看好基建反弹、担忧利率债的供给压力。我们认为下半年财政滞后提速和基建改善的空间有限。

**第一，下半年稳增长压力暂时不大仍然是一个基础。**6 月经济数据表现尚可，当前正处于本轮经济复苏的赶顶期。根据央行在今年 3 月发表的工作论文中的测算，“十四五”期间我国潜在产出增速在 5.0%-5.7%，2 季度实际 GDP 两年同比为 5.5%，可见当前经济正处于潜在增速附近。下半年经济面临下行压力，但初始阶段回落斜率相对平缓（详见报告《临近年中，宏观层面正在发生哪些变化》），因此宽信用/宽财政政策尚不到发力的时候。

**第二，保证今年整顿财政纪律政策导向的延续性。**过去三年，三大攻坚战取得了决定性成果，但受疫情等因素影响，部分领域的金融风险化解工作仍需要持续推进，地方政府债务风险就是其中之一。因此在稳增长压力不大的基础之上，今年财政纪律整顿、政府部门降杠杆等政策执行会有延续性。

表 1：央行工作论文测算的 2021-2025 年我国潜在产出增速

|      | 各要素拉动（%） |     |      |     | 潜在产出增速（%） |
|------|----------|-----|------|-----|-----------|
|      | 固定资本     | 劳动力 |      | TFP |           |
|      |          | 质量  | 数量   |     |           |
| 2021 | 3.6      | 0.5 | -0.1 | 1.7 | 5.7       |
| 2022 | 3.6      | 0.5 | -0.1 | 1.7 | 5.5       |
| 2023 | 3.5      | 0.5 | -0.2 | 1.8 | 5.5       |
| 2024 | 3.4      | 0.6 | -0.2 | 1.8 | 5.3       |
| 2025 | 3.1      | 0.6 | -0.3 | 1.7 | 5.1       |

资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

## 三、财政由“慢”到“快”的窗口期在明年上半年

在财政纪律规范化的中长期要求下，要看到财政由“慢”到“快”，需要“稳增长压力较小”这个必要条件发生变化，预计时间窗口在明年上半年。

**一条关键线索来自发改委。**根据 21 世纪经济报道，近期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”；“对于拟新开工项目，要在依法合规前提下，加快推进征地拆迁、工程招投标、水电气接入等前期准备工作，确保明年年初一大批项目前期工作成熟、具备开工条件”。类似表述曾在 2019 年 4 季度前后出现过，背景是经济下行压力+2020 年全面建成小康社会；今年提前半年即提出相似要求，可见政策有为明年蓄力之意。

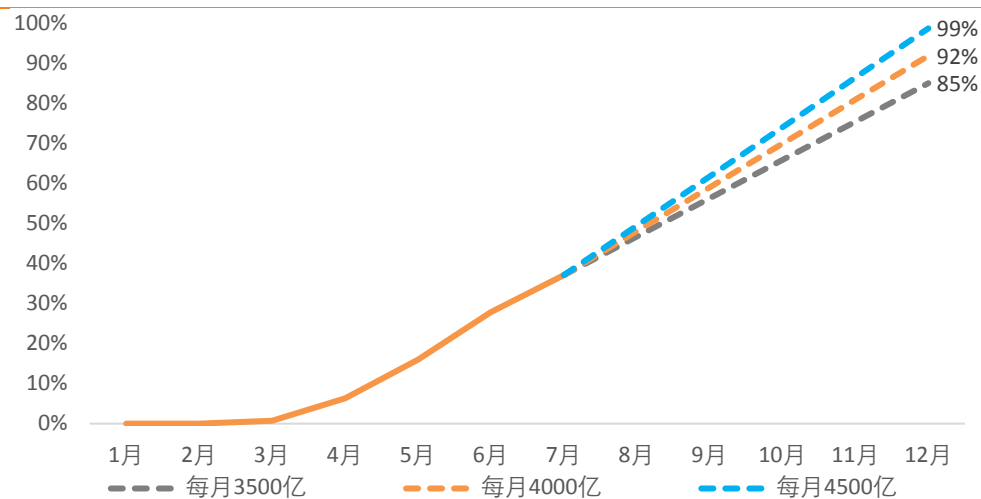
**明年开始适度宽信用/宽财政，也符合经济和政策需要。**一方面，明年经济周期性下行压力更大；另一方面，明年是“二十大”召开之年，稳增长诉求提升。近期的全面降准可能已经有未雨绸缪、前瞻应对之意。7 月 12 日经济形势座谈会上的几点表述值得关注：1）立足当前，着眼长远，做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险；2）要统筹今年下半年和明年经济运行，着力保持在合理区间；3）保持宏观政策连续性稳定性，坚持不搞“大水漫灌”，同时增强前瞻性精准性。

**虽然财政真正发力可能要到明年，但预计今年的新增专项债额度仍将大部分在年内发行，少量滞后到明年。**财政部长刘昆在《关于 2020 年中央决算的报告》中提到“适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏”，假设 8 月-12 月每个月都有专项债发行，按照最近 3 个月 3500-4500 亿/月的发行进度，今年新增专项债可发行全年额度的 90%左右。照此来看，如果发行窗口适当延长，下半年专项债发行节奏无需明显加快，货币政策也大

概率会给予配合，流动性仍将保持合理充裕。

考虑到专项债从发行、到缴款、再到落实投资需要一定时间，今年年底发行筹集的债券资金和今年未发完的债券额度可能会腾挪到明年使用，这也给明年投资稳增长提供了更多财政储备。

图 3：今年新增专项债仍可发行全年额度的 90%左右



资料来源：WIND，天风证券研究所

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\\_22379](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22379)

