

基建加速对地方政府信用不一定全是好事

报告要点:

- 基建的修复应该是接下来一段时间的一个重要线索。
- 基建加快大概率带来财政支出的增加，然而财政支出的增加对地方政府不一定是好事，只有财政支出能有效带来足额的财政收入的地方政府，当地的债务风险才会因财政开支的加快而减少，否则这种快速的财政支出将徒增风险。
- 我们用财政支出比率(GDP/公共财政支出)去粗略衡量财政的乘数效应。
- 一个逃不开的宏观背景是：基建的经济性越来越差，财政支出对经济的拉动作用在逐年下滑，这也是一个符合瓦格纳法则的事情。
- 以省份为维度看，财政支出比率高于 5 应该算高值，福建、江苏、山东、广东、浙江等发达地区的财政支出比率都高于 5；财政支出比率低于 3 应归为偏低，吉林、海南、贵州、黑龙江、宁夏等欠发达地区的财政支出比率是偏低的。
- 若以城市为维度看，泉州、常州、佛山、东莞、莆田的财政支出比率最高，而阿里、那曲、昌都、克孜勒苏州、日喀则的财政支出比率最低。
- 我们用财政收入比率(GDP/(公共财政收入+转移性收入))去描述多高的 GDP 才能带来单位财政收入，从宏观上看，这个指标在最近 6 年内有所上升，应与减税降费政策有关：

转移性收入不能逆天改命，若以省为维度，福建、江苏、河南、山东、广东的财政收入比率最高，而西藏、青海、甘肃、海南、新疆的财政收入比率较低；若以城市为维度，安庆、泉州、泰州、扬州和南通的财政收入比率最高，而阿里、那曲、昌都、日喀则和山南的财政收入比率均在 1 以下。

- 财政收支效率指数(财政支出比率/财政收入比率)反映的是单位财政支出能够最终产生的财政收入，这个指标也反映了财政支出的经济性：

1) 有 13 个省财政收支比率低于 1 (财政支出会加剧政府风险)，贵州、河南、陕西、天津、河北、青海是典型代表，其余省份的财政收支比率是高于 1 的，浙江、福建、辽宁、江苏、重庆、湖北为典型代表；

2) 以城市为维度看，马鞍山、湖州、大兴安岭、杭州和梅州的财政收支效率指数最高，而财政收支效率指数不足 1 的城市共有 26 个，代表性城市为：中山、盐城、乐山、郑州、扬州、长沙、长春、呼和浩特、青岛、贵阳、大连、厦门。

- 对于我们有价值的结论，应该是以省为维度的：

1) 财政收支效率越高的省份，信用利差更可能越低，反之亦然；
2) 城市的财政收支比率指数与信用利差相关性并不显著，一个可能的解释是：在样本足够多的情况下，城市利差的定价除了会参考财政收支比率这种动态指标之外，还会参考城市负债率等其他静态指标。

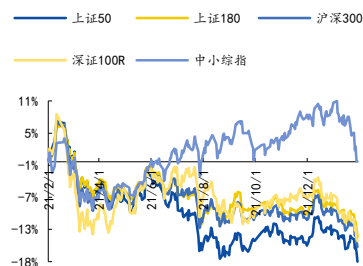
- 如果接下来基建加速成为一个重要环境的话，那至少对于某些中西部省份来说，城投风险并无太多利好(贵州、河南、陕西、天津、河北、青海、安徽、甘肃、黑龙江、宁夏、新疆、内蒙古和西藏)，这也意味着，地区经济的雁行理论不一定是成功的。

风险提示：数据统计偏差，经济及货币政策超预期。

主要数据:

上证综指:	3361.44
深圳成指:	13328.06
沪深 300:	4563.77
中小盘指:	4448.87
创业板指:	2908.94

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

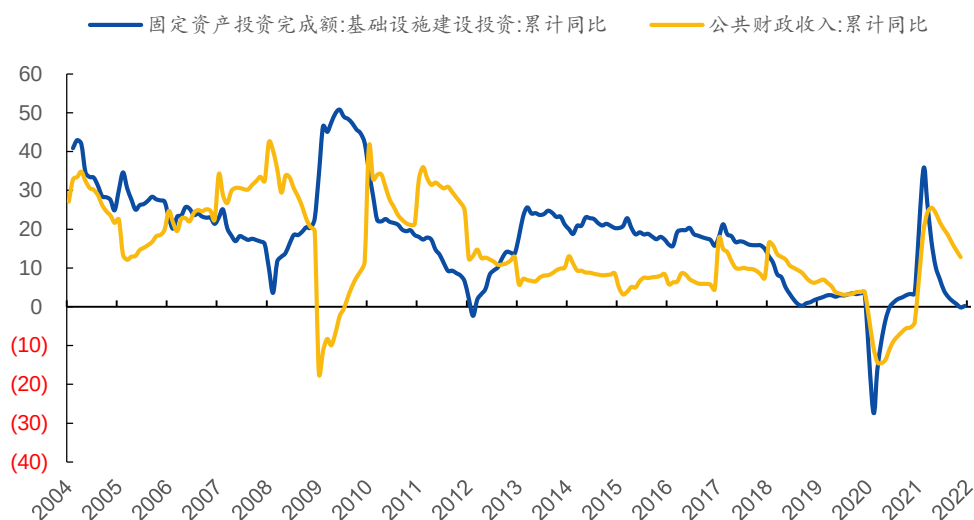
报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	王宇辰
邮箱	wangyuchen@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

1. 财政支出的增加对地区经济的影响

基建的修复应该是接下来一段时间的一个重要线索。基建加快大概率带来财政支出的增加，然而财政支出的增加对地方政府不一定是好事，只有财政支出能有效带来足额的财政收入的地方政府，当地的债务风险才会因财政开支的加快而减少，否则这种快速的财政支出将徒增风险。

图 1：基建加快大概率带来财政支出的增加



资料来源：Wind，国元证券研究所

我们用财政支出比率（GDP/公共财政支出）去粗略衡量财政的乘数效应。一个逃不开的宏观背景是：基建的经济性越来越差，财政支出对经济的拉动作用在逐年下滑，这也是一个符合瓦格纳法则的事情。

随着经济体量的增长，财政支出对经济的拉动作用呈现边际下滑态势。GDP/公共财政支出的比值由高点 9.1 回落至当前的 4.1。GDP 与财政支出均为流量概念，但 GDP 是受基数影响的。因此，随着 GDP 绝对值的增长，财政支出对经济的拉动效应在减弱。

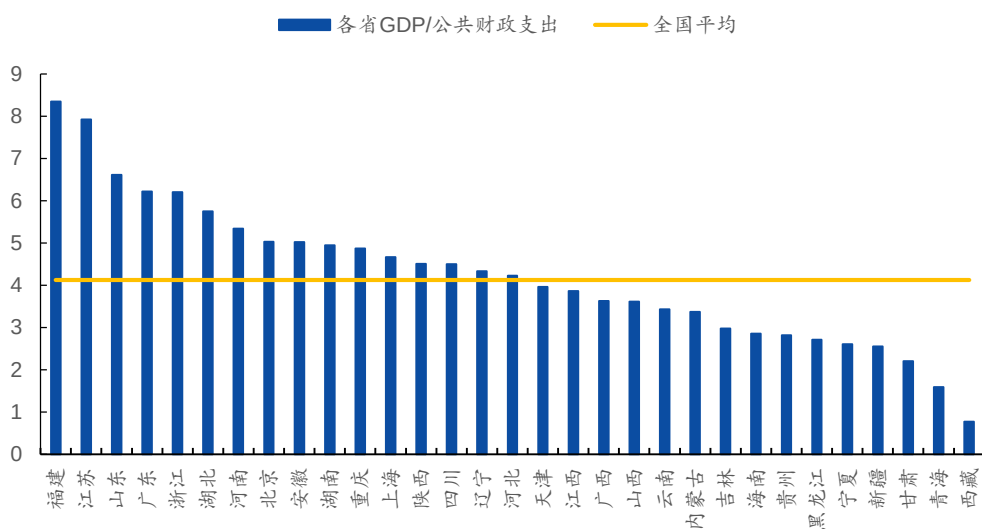
图 2：财政支出对经济的拉动整体呈边际下滑态势



资料来源：Wind，国元证券研究所

以省份为维度看，财政支出比率高于 5 应该算高值，福建、江苏、山东、广东、浙江等发达地区的财政支出比率都高于 5；财政支出比率低于 3 应归为偏低，吉林、海南、贵州、黑龙江、宁夏等欠发达地区的财政支出比率是偏低的。

图 3：各省财政支出对经济的拉动作用分化明显

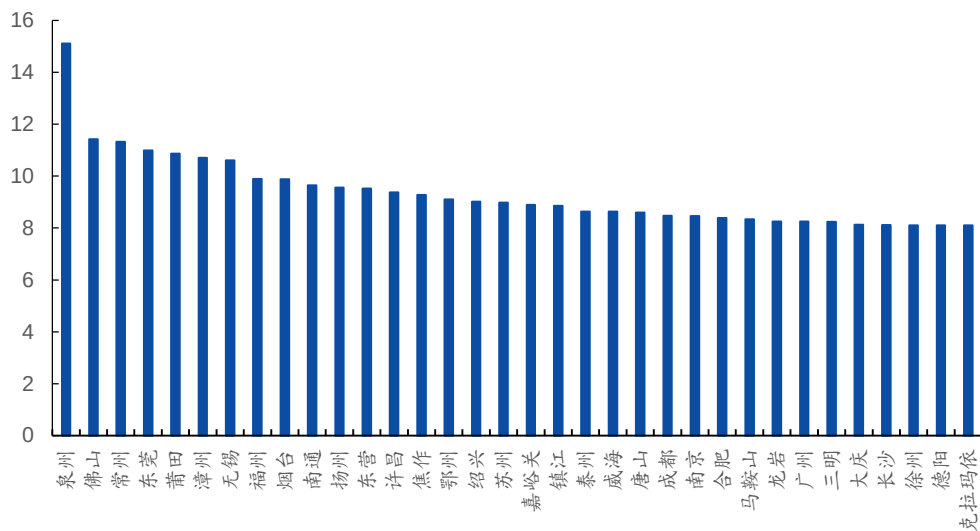


资料来源：Wind，国元证券研究所

若以城市为维度看，泉州、常州、佛山、东莞、莆田的财政支出比率最高，而阿里、那曲、昌都、克孜勒苏州、日喀则的财政支出比率最低。300 个城市中有 34 个 GDP/

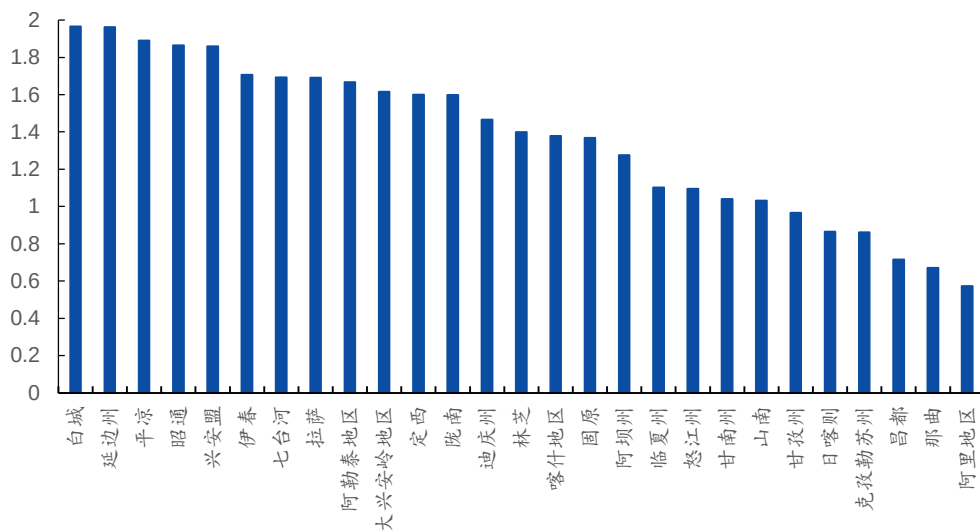
公共财政支出比值在 8 以上，有 27 个 GDP/公共财政支出比值低于 2。

图 4：GDP/公共财政支出比值在 8 以上的城市



资料来源：Wind，国元证券研究所

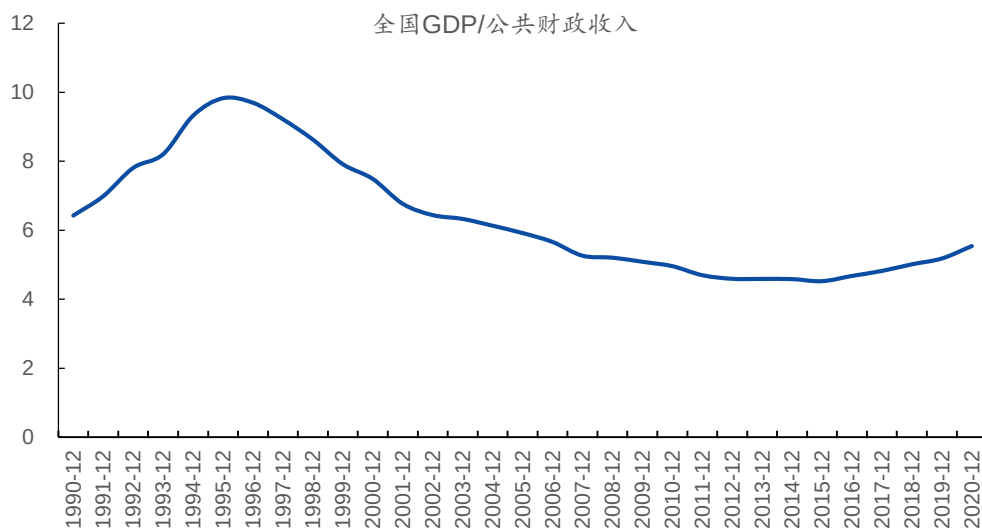
图 5：GDP/公共财政支出比值低于 2 的城市



资料来源：Wind，国元证券研究所

我们用财政收入比率（GDP/（公共财政收入+转移性收入））去描述单位财政收入要靠多高的 GDP 才能带来，从宏观上看，减税降费政策使得财政收入比率在最近 6 年内有所上升。

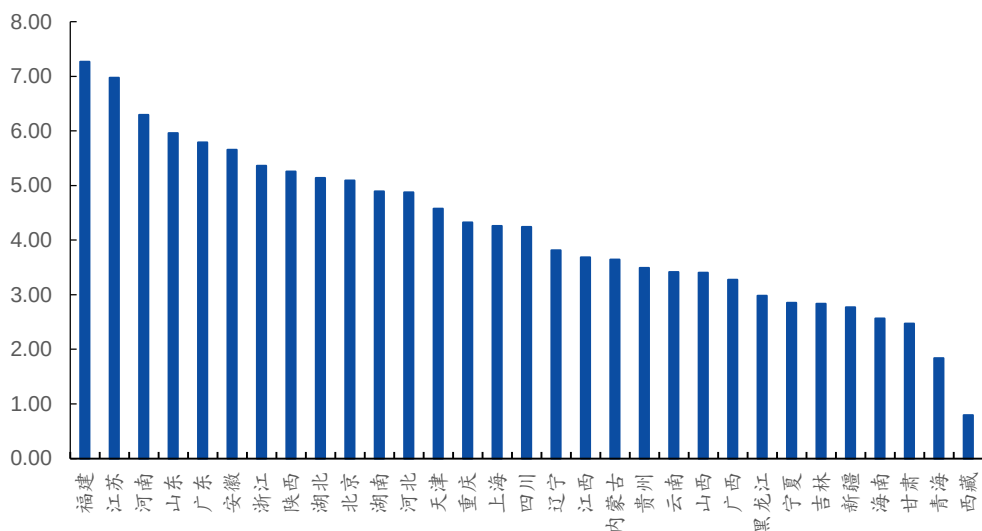
图 6：减税降费政策使得财政收入比率在最近 6 年内有所上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

若以省为维度，福建、江苏、河南、山东、广东、安徽和浙江财政收入比率最高，而西藏、青海、甘肃、海南、新疆、吉林、宁夏和黑龙江的财政收入比率则较低。

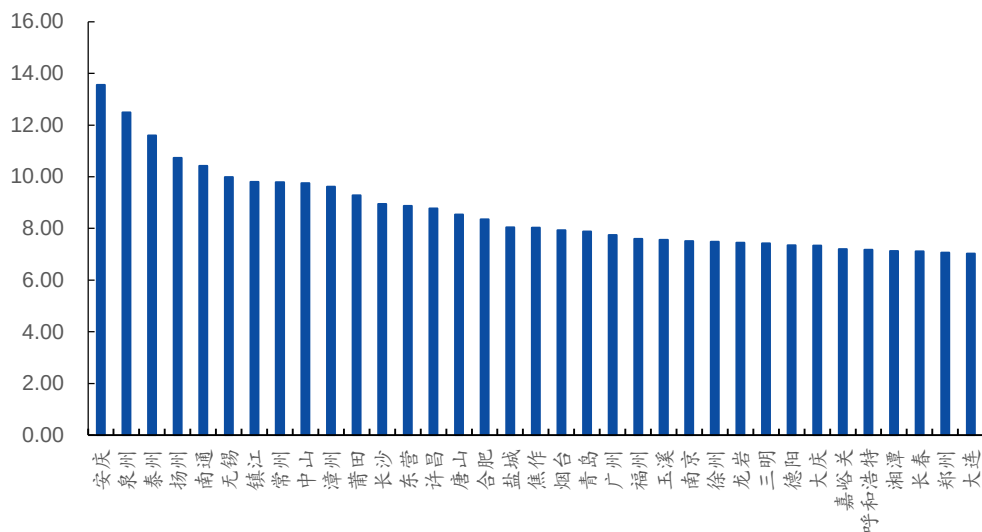
图 7：各省份财政收入比率



资料来源：Wind，国元证券研究所

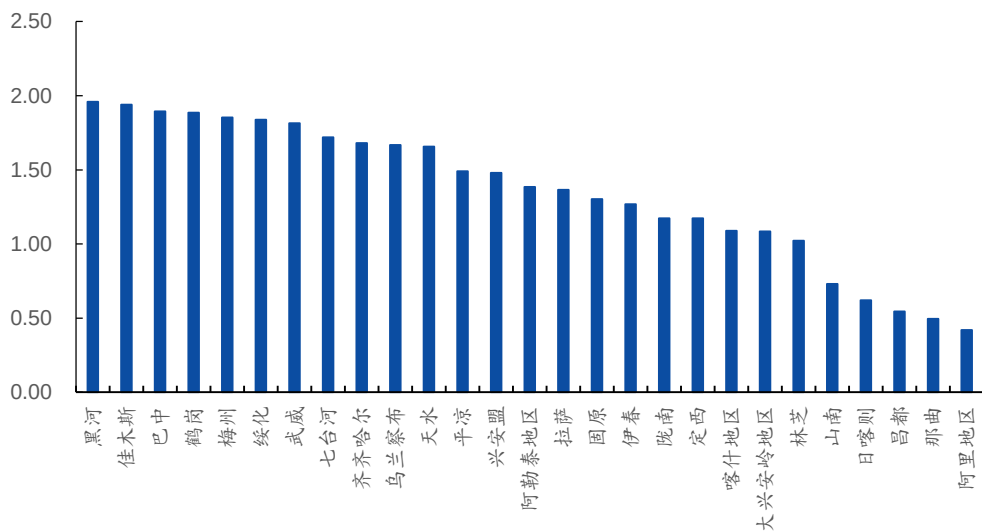
若以城市为维度，安庆、泉州、秦州、扬州和南通的财政收入比率最高，而阿里、那曲、昌都、日喀则和山南的财政收入比率均在 1 以下。

图 8：财政收入比率排名靠前的城市



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：财政收入比率排名靠后的城市



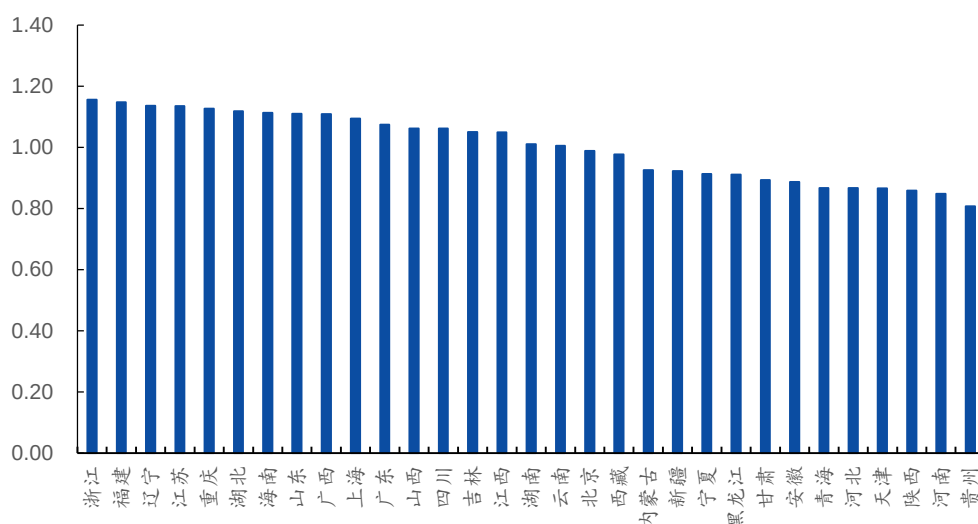
资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 财政收支效率指数反映出财政支出的经济性

财政收支效率指数（财政支出比率/财政收入比率）反映的是单位财政支出能够最终产生的财政收入，这个指标也反映了财政支出的经济性。

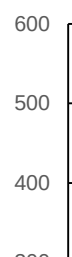
以省为维度看，有 13 个省财政收支比率低于 1（财政支出会加剧政府风险），贵州、河南、陕西、天津、河北、青海是典型代表，其余省份的财政收支比率是高于 1 的，浙江、福建、辽宁、江苏、重庆、湖北为典型代表。

图 10：各省财政收支比率指数位于 0.8-1.2 之间



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：财政收支比率越高的省份，信用利差更可能越低



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_37116

