



朱鹤：下半年宏观的 “胜负手”





二季度，中国经济最核心的特征莫过于在私人部门经济活力显著下降的同时，政府部门完成补位，基建投资和广义财政支出显著发力，在稳增长过程中发挥了决定性作用。在私人部门经济动能实质性启动之前，来自政府部门的支持对稳投资和稳增长来说格外重要。但是，受各种因素拖累，广义财政还要通过各种渠道增加 3 万亿左右的收入。

在“以收定支”的财政逻辑下，如果财政收入不能得到及时补充，财政支出就会被动向收入收敛。而如果财政收入能够得到有效补充，那么私人部门需求逐渐恢复叠加政府部门持续发力，即使外需走弱，内需也足以弥补外需缺口，实现新一轮的稳健复苏。无论是哪种情况，财政都是影响

下半年宏观经济运行的“胜负手”。

二季度政府部门发挥了

决定性的稳增长作用

受疫情冲击的影响，二季度中国宏观经济走出了小 V 字的形态。4 月的突发疫情同时对供给和需求造成冲击。随后，供给端开始快速改善，生产和物流都得到迅速修复。相比之下，需求端的恢复整体偏慢。除了供需层面的差异，宏观差异性还体现在私人部门和政府部门层面。

一方面，与私人部门相关的需求依然保持低迷。居民部门的经济活力显著下降。居民消费复苏明显比较缓慢；房地产行业仍在探底，从购地到投资、新开工，再到销售均未见实质性改善。在出口回落压力逐步加大的背景下，制造业投资也已经开始减速。

另一方面，政府部门明显发力，并对冲了相当程度的经济下行压力，在稳增长、稳信用方面发挥了重要作用。首先（图 1），年初至今的基建投资表现亮眼，5 月包括三大基建行业在内的基建投资累计同比增速达 8.2%，显著超过过去 5 年的平均水平，成为稳定投资、拉动总需求的重要力量。其次，一般公共财政支出增速和包含政府性基金支出在内的广义财政支出增速都达到并维持在较高的水平。最后，政府相关融资占社融的比例显著增加。

如图 2 所示，4-6 月政府债券（国债、地方债和专项债）和城投债占

当月社融的比例显著高于去年同期水平，二季度整体占比为 38%，而去年二季度这一比例为 30%。从增量角度来看，2022 年上半年新增社融比去年同期多 3.2 万亿元，其中 2.2 万亿元来自政府债券的增加。如果进一步考虑到还有相当规模的贷款与城投平台相关，广义政府部门对社融的贡献显然还要更高。

图 1 基建投资、广义财政支出和一般公共财政支出增速

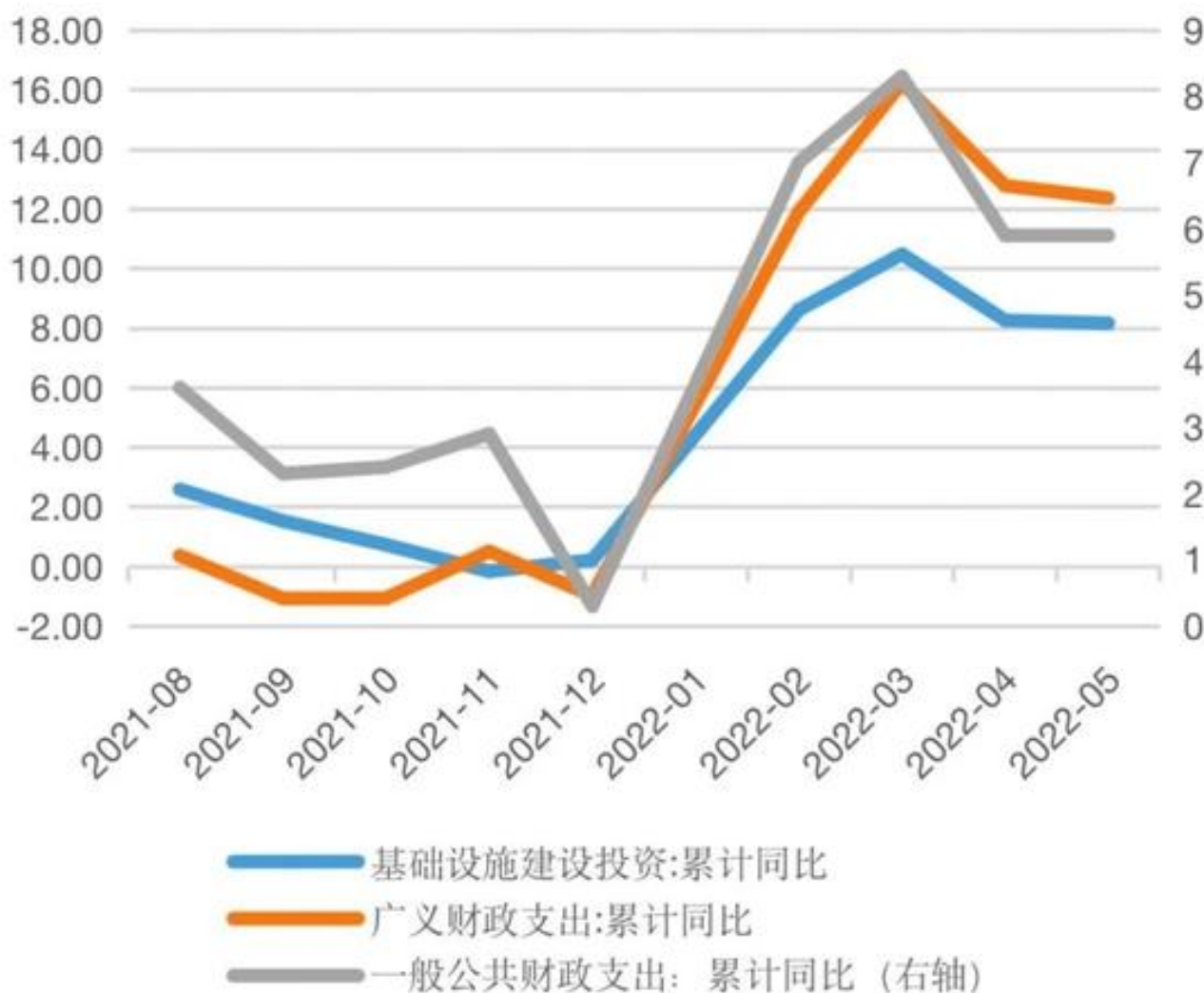


图 2 (政府债券+城投债) /当月社融增量



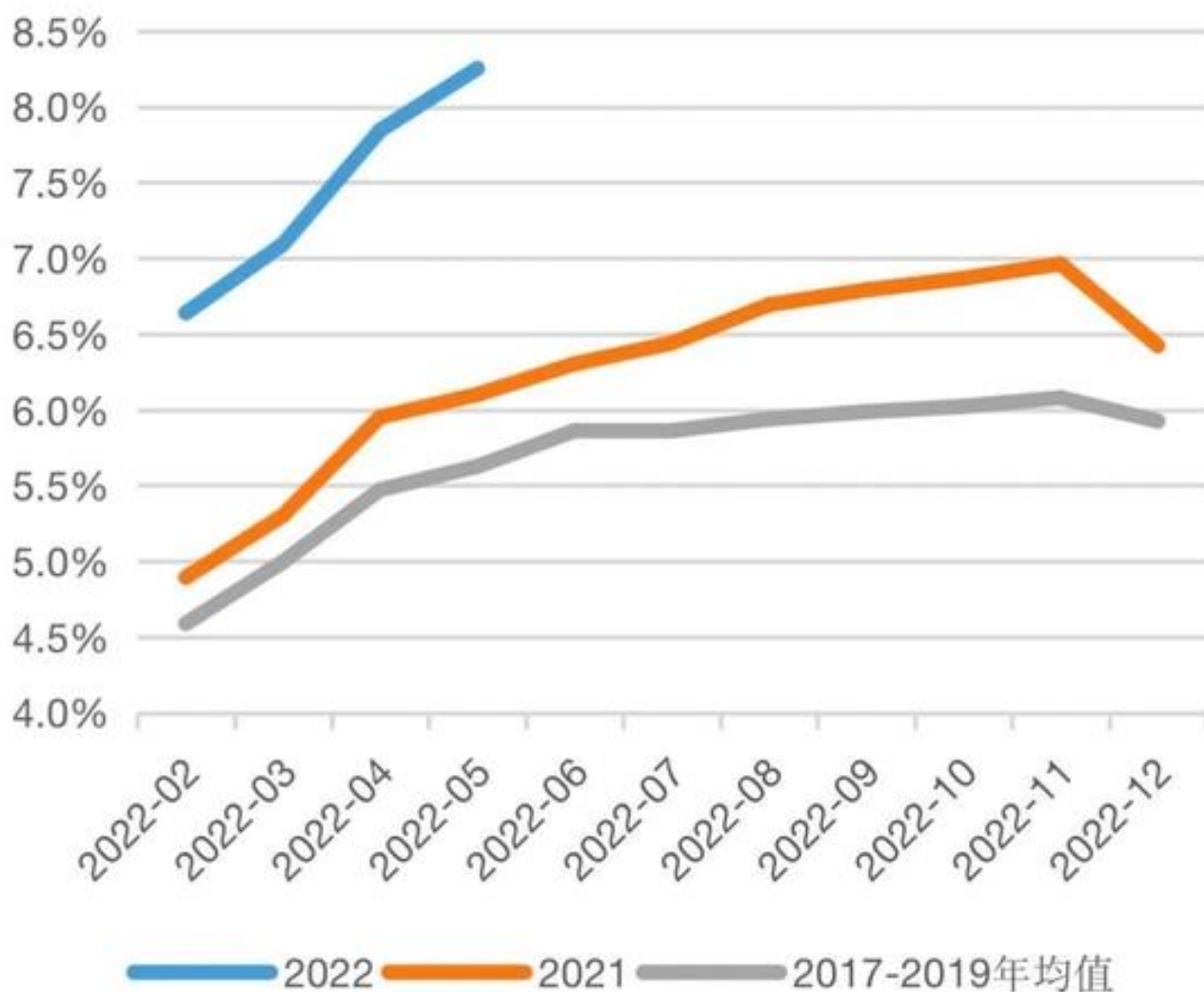
值得注意的是，本轮政府部门发力的过程中，基建投资与广义财政支出的联动性明显增强。在此之前，广义财政支出强度与基建投资的表现并无稳定的关系，前者并非后者的必要条件，更非充分条件。如图 3 所示，2013-2017 年，基建投资年均增速为 17.3%，而广义财政支出增速只有 10%左右，且个别年份还不到基建投资增速的一半。2018-2020 年，基建投资年均增速只有 2.8%，广义财政支出年均增速则达到 11.3%的水平。

图 3 基建投资和广义财政支出增速对比



2021年以来, 广义财政支出与基建投资的关联性似乎开始增强。一个比较直接的证据是, 预算内资金占固定资产投资资金来源的比例较过去 5 年有显著提高。如图 4 所示, 年初至今, 预算内资金占固定资产投资的比例系统性地提高了 2.5 个百分点。而在所有投资中, 毫无疑问基建相关的投资对应了更多的预算内资金。如果我们认为这些新增的预算内资金主要对应了基建投资, 那么按照 25% 的占比来看, 或许意味着预算内资金占基建投资的比重系统性地上升了 10 个百分点。

图 4 预算内资金占固定资产投资资金来源的比例



综上所述，二季度最主要的增量部分来自政府部门，广义财政支出的大幅增加直接支持了基建投资的扩张并弥补了私人部门的需求缺口。接下来，私人部门的恢复仍面临较多阻碍，居民收入改善缓慢依然抑制消费需求的复苏，外需转弱带动出口下行或影响到制造业投资，房地产企业普遍面临的债务问题则延长了整个行业的触底反弹。

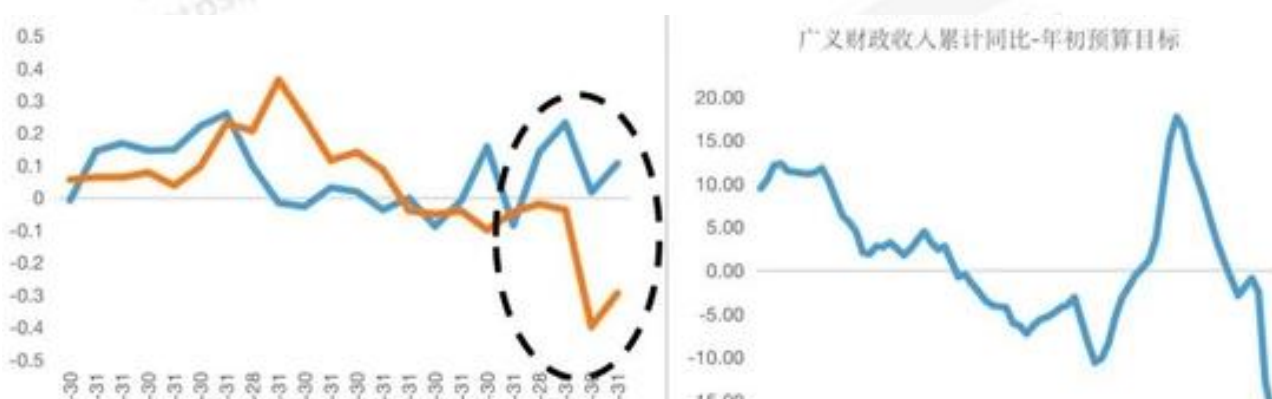
在私人部门经济动能实质性启动之前，来自政府部门的支持对稳投资

和稳增长来说就变得非常重要。这一点已经在第二季度的数据里得到充分体现。下半年，预计广义财政支出体现出的政府部门发力程度将继续担当宏观经济运行的“胜负手”。因此，有必要从全年的视角详细审视当前的广义财政收支状况，以判断政府部门发力的持续性究竟如何。

复杂环境下的广义财政收支状况

按照年初财政部在预算报告中提出的目标, 2022 年广义财政预算收入增速为 2.8%，广义财政支出增速为 12.8%。如图 5 所示，年初至今广义财政支出的表现大致等于预算目标水平，而广义财政收入的增速则大幅低于全年的预算目标水平，广义财政面临较大的收支缺口。

图 5 广义财政收支表现



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_44044

