

## 政策发力受限，还是预留空间

### 核心观点：

1. 与美欧大幅刺激不同，疫情以来我国财政表现出相对克制。尤其是今年上半年，在财政收入偏快的情况下，财政支出进度却为过去 9 年来最慢。在疫后经济尚未痊愈的大背景下，“积极的财政政策”是否没有预期中的积极？财政发力究竟遭遇到了怎样的现实掣肘，抑或是主动为未来预留空间？

2. 随着今年坚决遏制隐性债务等政策基调不断强化，地方政府举债的意愿与能力难免不受影响。“举债必问效、无效必问责”，专项债发行进度偏慢不足为奇。尽管城投“刚兑”仍未打破，但历史上每当监管趋严的时期，以信用利差为代表的城投融资成本往往明显抬升，从而进一步抑制其融资规模。

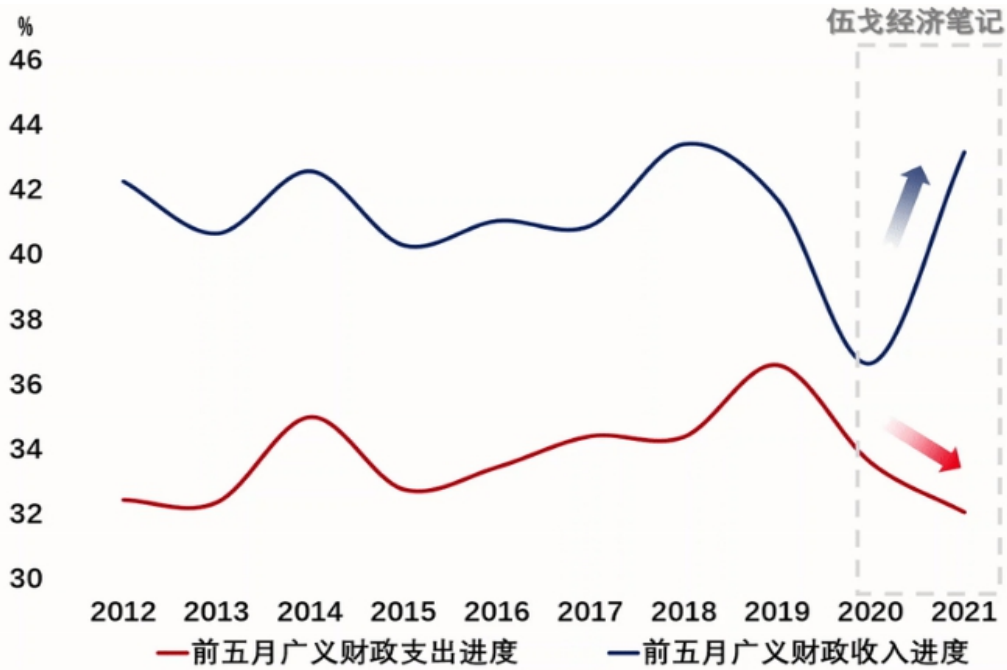
3. 作为逆周期调节手段，财政发力与否和外需强弱有着“天然”的镜像关系。今年上半年我国出口增速为近十年来历史最高，稳增长的压力自然较小。值得一提的是，历史上财政发力程度与五年换届周期之间似乎存在着某些关联。为明年及未来预留更多的政策空间，或许也是今年财政的应有之义。

4. 展望未来，随着我国贸易份额回落叠加海外经济筑顶，三四季度出口有望趋缓，经济下行压力之下财政料将比上半年更积极。不过，考虑到趋紧的债务约束以及为明年预留空间的可能性，财政发力程度或将温和。结合历史看，财政后置的年份，政策往往只是托底经济，而难以改变其趋缓方向。

### 正文：

与欧美接连进行大幅财政刺激不同的是，疫情以来我国财政刺激总体较为克制。尤其是今年上半年在财政收入偏快的情况下，广义财政支出进度却为过去 9 年来最慢。政府性基金支出与历史相比明显偏低，前五个月完成的进度比历史均值低了 5 个百分点。高频数据显示，6 月、7 月专项债发行仍未明显提速，目前全年专项债额度仅用了 25% 左右。在疫后经济尚未完全恢复的大背景下，“积极的财政政策”是否没有预期中的积极？财政发力究竟遭遇到了怎样的现实掣肘，抑或是主动为未来预留空间？

图 1：今年上半年财政发力明显趋弱



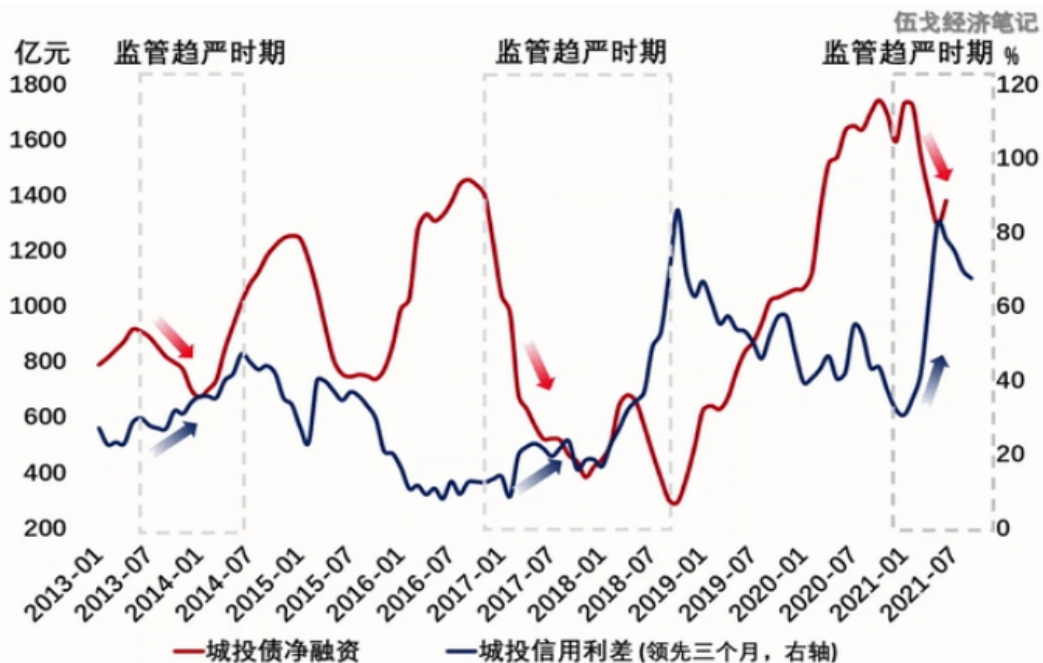
数据来源：WIND

注：广义财政包含一般公共预算与政府性基金预算等。

### 一、财政发力受限？

在遏制地方隐性债务的政策导向下，城投公司面临的融资约束明显加强。今年城投发债开始实行分档管理，高负债地区城投发债受限，贷款和非标渠道的融资也严于以往。历史上，每次地方债务及城投融资监管趋严时，以信用利差为代表的城投融资成本本往往明显抬升，并进一步制约其融资。特别地，今年强、弱资质城投的融资成本明显分化，强资质城投融资成本回落，但弱资质则飙升至历史高位，并拖累整体城投融资。

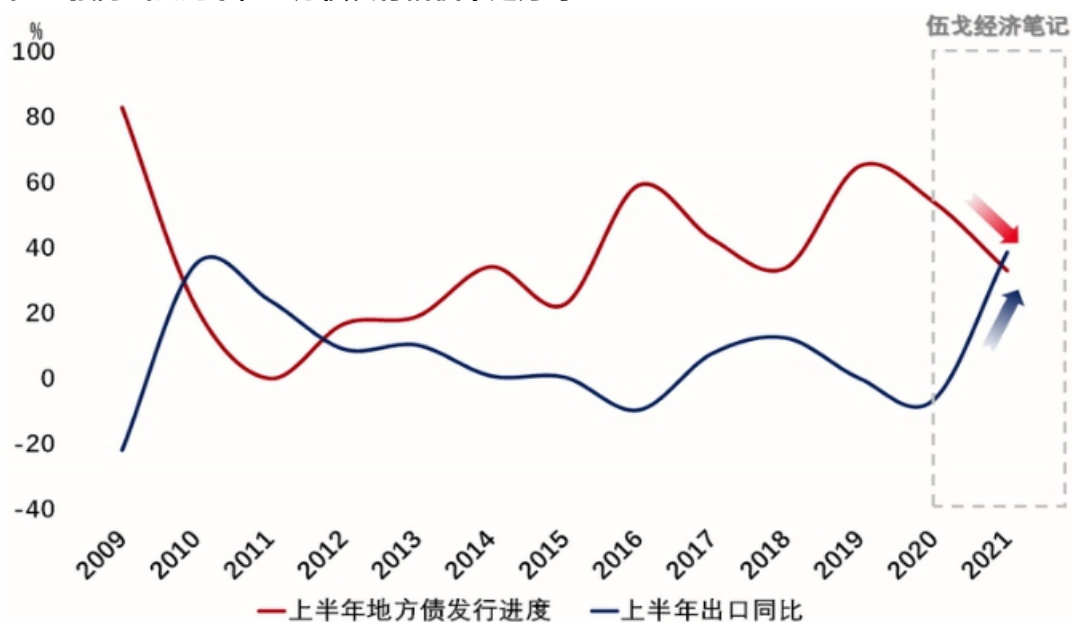
图 2：监管趋严下，城投融资成本抬升并抑制融资



数据来源：WIND

作为逆周期调节的手段，财政发力与否与我国外需的强弱有天然的镜像关系。今年上半年我国出口增速为近十年来历史最高，稳增长压力自然较小。事实上，**近年地方投资意愿已大不如前。今年4月和6月地方债监管措施相继出台，专项债发行进度偏慢也不足为奇。**

图 3：强势出口之下，地方债发行偏慢不足为奇

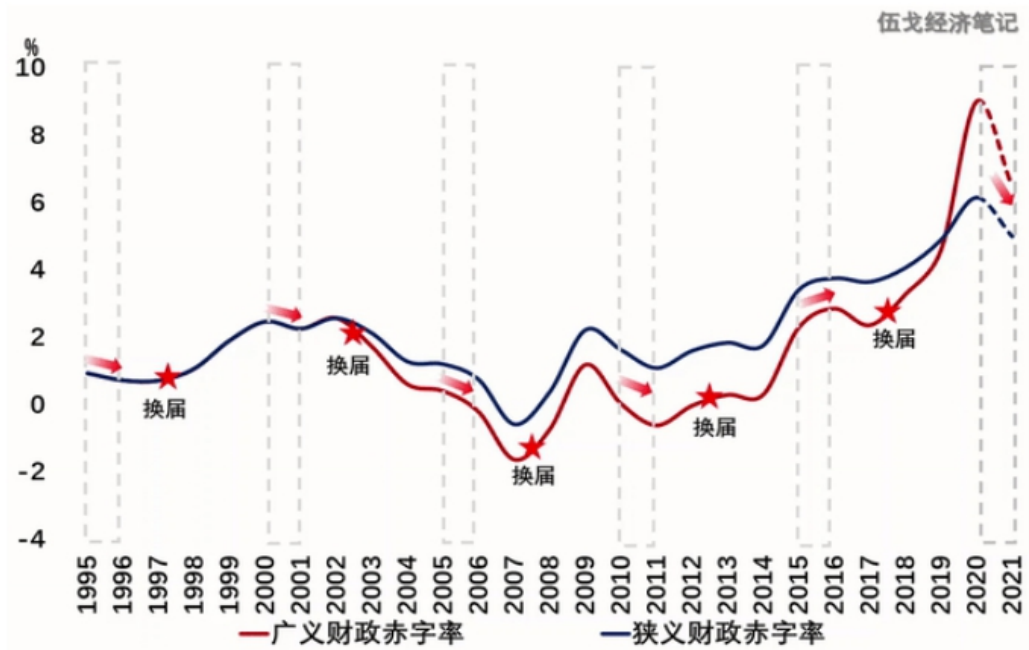


数据来源：WIND

## 二、财政预留空间？

除了上述债务、外需等影响因素外，历史上财政表现与五年换届周期之间似乎也存在着某些关联。**每轮重大换届会议召开的前年，财政赤字率都呈现下降或趋缓，而换届后赤字率则大多转为上升。**从这些角度看，为明年及未来预留更多的政策空间，或许也是今年财政的应有之义。

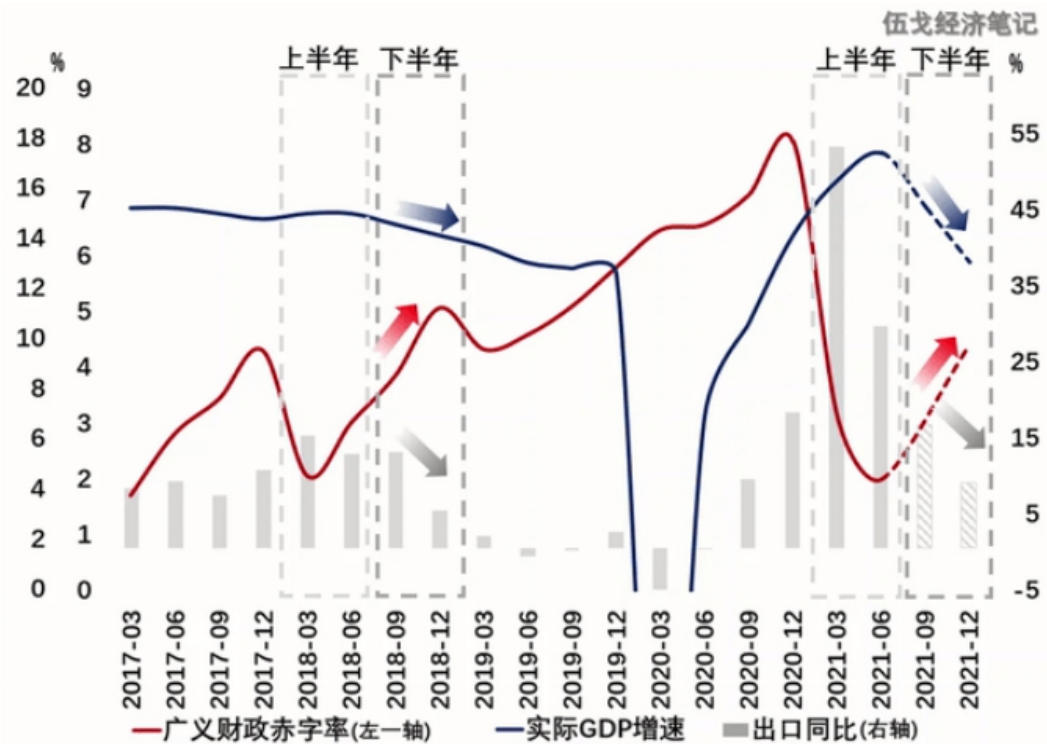
图 4：换届过渡期内，财政或将预留一定空间



数据来源: WIND

**展望未来**, 随着我国贸易份额回落叠加海外经济筑顶, 三四季度出口有望趋缓, 经济下行压力之下财政料将比上半年更为积极。不过, 考虑到趋紧的债务约束以及为明年预留空间的可能, 财政发力幅度或较温和。结合历史来看, 财政后置的年份, 政策往往只是托底经济, 而难以改变其趋缓方向。

图 5: 财政托底但难改经济趋缓方向



数据来源: WIND

### 三、基本结论

**一是**随着今年遏制隐性债务等政策基调不断强化，地方政府举债的意愿与能力难免不受影响。“举债必问效、无效必问责”，使得专项债发行进度偏慢不足为奇。尽管城投“刚兑”仍未打破，但历史上每当监管趋严的时期，以信用利差为代表的城投融资成本往往明显抬升，从而进一步抑制其融资规模。

**二是**作为逆周期调节手段，财政发力与否和外需强弱有着“天然”的镜像关系。今年上半年我国出口增速为近十年来历史最高，稳增长的压力自然较小。值得一提的是，历史上财政发力程度与五年换届周期之间似乎存在着某些关联。为明年及未来预留更多的政策空间，或许也是今年财政的应有之义。

**三是**展望未来，随着我国贸易份额回落叠加海外经济筑顶，三四季度出口有望趋缓，经济下行压力之下财政料将比上半年更积极。不过，考虑到趋紧的债务约束以及为明年预留空间的可能性，财政发力程度或将温和。结合历史看，财政后置的年份，政策往往只是托底经济，而难以改变其趋缓方向。

#### 【作者】

**伍戈**：长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”获得者，“远见杯”中国经济、全球市场预测双冠军。

**徐剑、文若愚**：长江证券研究员。

**高童、涂方林**：长江证券实习研究员。

#### 近期研究：

1. **焦点转移：涨价到增长**，2021年7月4日
2. **货币退潮：祸兮？福兮？** 2021年6月24日
3. **成本冲击：几家欢乐几家愁？** 2021年6月14日
4. **利率跟谁走？** 2021年6月3日
5. **谁在抵抗涨价？** 2021年5月27日
6. **通胀的长度**，2021年5月16日
7. **房地产紧平衡**，2021年4月27日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



伍戈经济笔记