

2021年8月25日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com



如何理解财政发力？

内容提要

上半年稳增长压力不大叠加地方政府隐性债务监管趋严，财政进度明显偏慢，基建支撑减弱。而随着出口+地产两大部门动能衰减，中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升，7月政治局会议指出“积极的财政政策要提升政策效能，推动今年底明年初形成实物工作量”，财政政策需要更有作为。

如何理解“今年底明年初形成实物工作量”？与以财务支出法计量的固定资产投资不同，“实物工作量”是以实物计量单位表示的实际完成工作量，并且由于财政积极向项目开工和产出的传导链条存在时滞，因此“今年底明年初形成实物工作量”并不意味着财政要到今年底明年初才发力，而是需加快债券发行并积极拨付和投入到年内开工项目中，以形成一定的年内实物工作量。

因此，下半年政府债发行节奏将明显加快。从财政预算的纪律性上来说，年内专项债额度仍需基本发行完毕，中央和地方政府用足专项债限额的意愿较强，且历年地方债实际发行完成度也均在96%以上。这意味着8-12月将有2.3万亿新增专项债和2.37万亿左右的国债净融资额度需要发行，政府债发行压力较大。预计8、9月大概率是专项债发行小高峰，部分新增专项债额度预留至四季度、尤其是12月发行，以往发行淡季的四季度政府债同比增量较高，将形成另一小高峰。

我们认为，“合理把握进度及推动形成实物工作量”表述对应下半年财政进度和专项债发行加快，为四季度和明年初实际投资蓄力，央行当前也将财政节奏作为下半年的关注重点。预计在前期较严的项目审核和匹配制度下，资金使用效率也将相应抬升，“财政发力→实物工作量”的传导时滞有望缩短，伴随专项债发行加快以及四季度同比增量的放大，四季度至明年一季度的基建投资将受到一定提振。不过年内经济增速诉求不高，政策兼顾今明两年风险下财政发力仍需保留一定空间，年内温和托底概率更高，基建改善但不高估，明年财政发力前倾特征更明显。而地方隐性债务监管的强度也将影响投资的斜率。

预计下半年财政节奏加快对流动性影响大于基建，银行间流动性转为“被动紧平衡”，利率短期面临扰动和冲击，权益市场三季度仍面临压估值风险，仍以结构性机会为主，四季度社融增速望小幅企稳反弹，宏观流动性回暖下指数压力有望逐步缓解。

风险提示：经济下行压力超预期，新增地方债发行节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

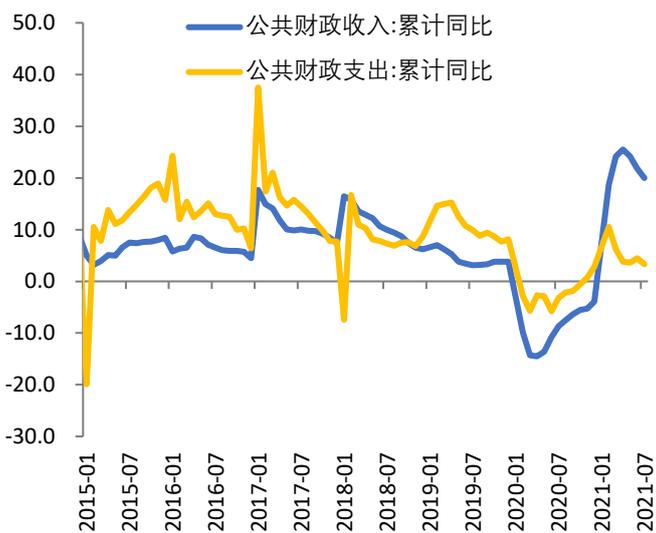
一、今年上半年财政进度偏慢，基建投资偏弱	3
二、中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升	5
三、如何理解“今年底明年初形成实物工作量”？	7
四、下半年财政进度加快，基建温和托底	8
1. 年度专项债额度大概率实现完全发行	8
2. 下半年政府债发行提速	9
五、四季度社融有望企稳并小幅反弹	12
重要声明	14

一、今年上半年财政进度偏慢，基建投资偏弱

上半年稳增长压力不大叠加地方政府隐性债务监管趋严，今年财政进度明显偏慢，基建支撑减弱。年初以来财政进度明显偏慢，公共财政赤字和专项债发行进度远低于往年，1-7月一般公共预算支出增速远不及收入增速，公共财政赤字进度仍仅为0.4%，明显慢于往年，同时1-7月地方专项债累计发行1.35万亿，仅占当年新增限额的37.1%，显著低于去年同期的60.4%和前年同期的78.4%。

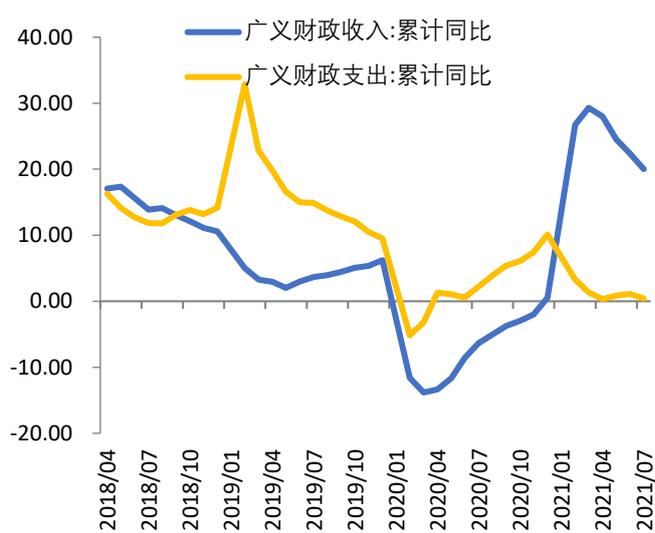
财政进度偏慢的原因主要由于，一方面，半年外需强劲+地产韧性，经济稳增长压力不大，基建诉求不强，叠加大宗涨价过快，财政前倾意愿低。另一方面，疫情后重塑财政纪律，债务防风险定位下地方政府隐性债务监管趋严，严控杠杆率要求下需要适当控制地方政府融资增量。并且，专项债告别去年“大干快上”的模式，今年政策加强项目审批、强化“资金跟着项目走”，避免专项债资金的闲置，在这样的背景下也导致今年地方政府项目储备不足，专项债发行也因而难以放量。

图 1：公共财政支出增速远低于收入增速（%）



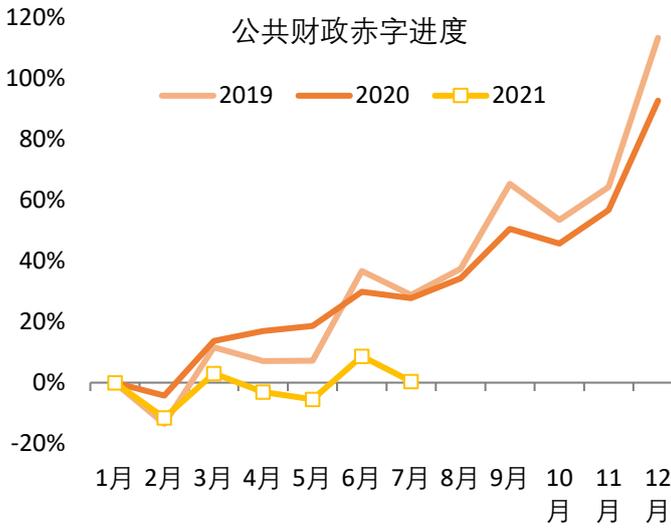
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：广义财政支出增速接近零值（%）



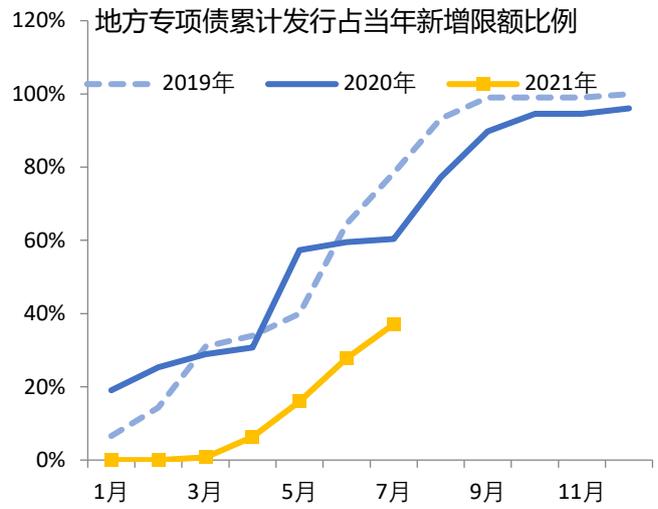
资料来源：Wind，优财研究院

图 3: 财政赤字进度明显慢于前两年 (%)



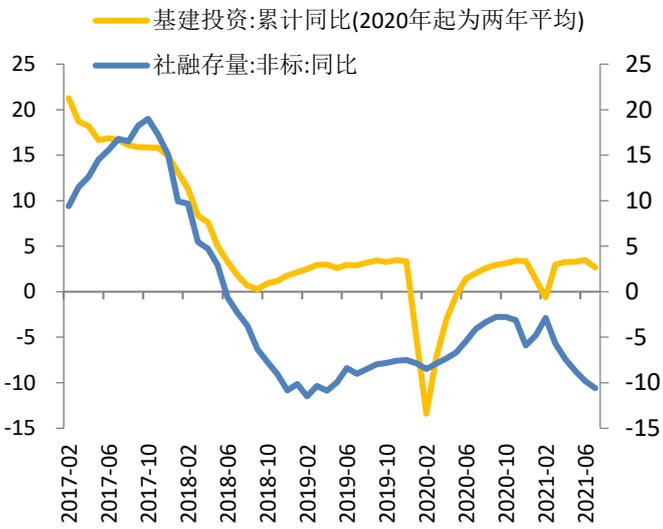
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 专项债发行进度偏慢 (%)



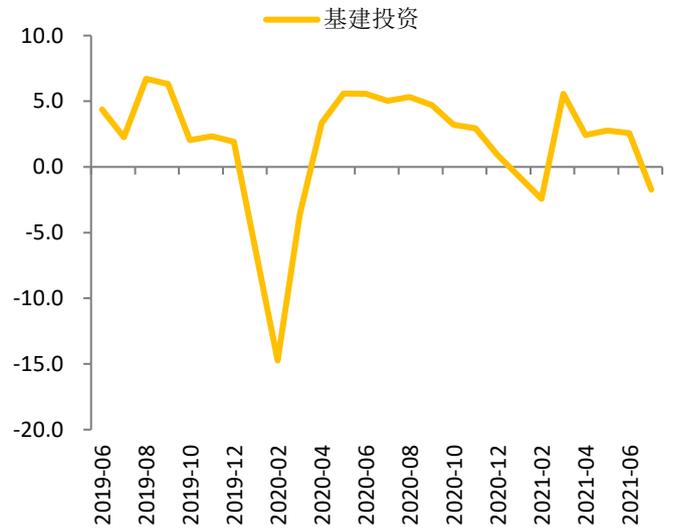
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 非标走弱下基建投资持续偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

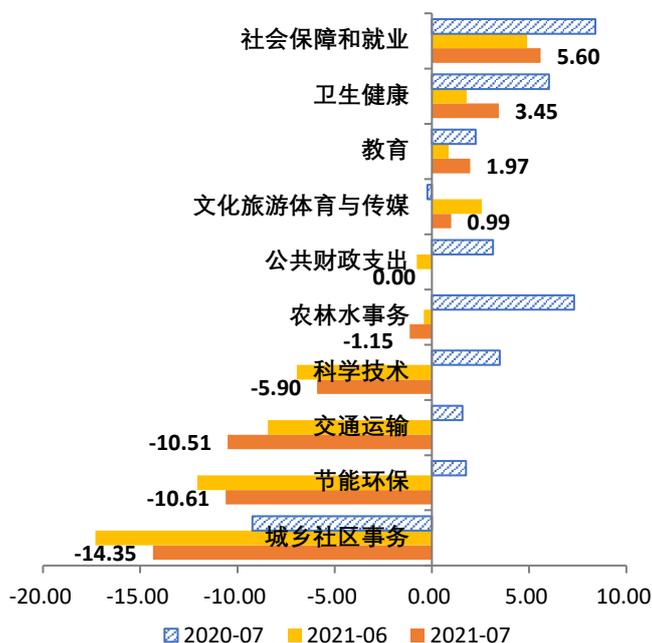
图 6: 基建投资 (%，2020 年起为两年复合增速)



资料来源: Wind, 优财研究院

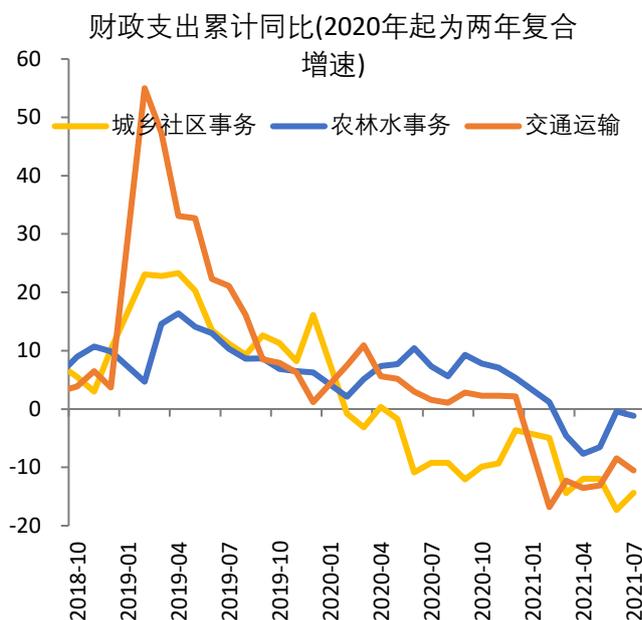
财政支出向民生领域倾斜，预算内资金对基建支撑较弱。从今年的财政支出结构来看，财政支出持续向民生领域倾斜，社保就业、教育、卫生健康增速居前，而相反的是，基建相关财政支出持续负增长，尤其是交通运输以及城乡社区事务年内复合降幅超 10%，今年以来财政预算内资金对基建支撑较弱。

图 7：财政支出：累计同比(两年复合增速%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：基建领域支出偏弱(2020 年起为复合增速%)



资料来源：Wind，优财研究院

二、中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升

7 月经济数据全面回落并不及预期，短期扰动和中期隐忧交错。短期层面，一方面，局部地区疫情和防控升温、洪涝灾害天气、以及钢铁等领域限产和多地限电的影响下，生产和消费冲击较大，内需放缓较为明显；另一方面，地方政府隐性债

务监管和财政进度偏慢下，基建投资增速仍然偏弱，叠加近期房地产监管持续趋严下地产开发投资进一步降温。

中期层面，出口+地产动能衰减，周期性风险压力加大。一方面，出口脉冲动能或边际减弱，7月出口仍维持较强的韧性，但一定程度上也受到了价格因素的支撑，随着后续美国财政补贴退坡下居民收入效应减弱、三季度末群体免疫的到来、以及海外替代效应和补库需求的弱化，出口动能或将走弱，近期新出口订单已率先回落。

另一方面，房地产严监管下从前端拿地、开工到中后端销售以及资金链条都出现弱化，地产投资下行的压力仍在加大，出口+地产两大经济增长因子动能衰减下，叠加中美不确定性加大，中期“周期性风险”的担忧在加大。

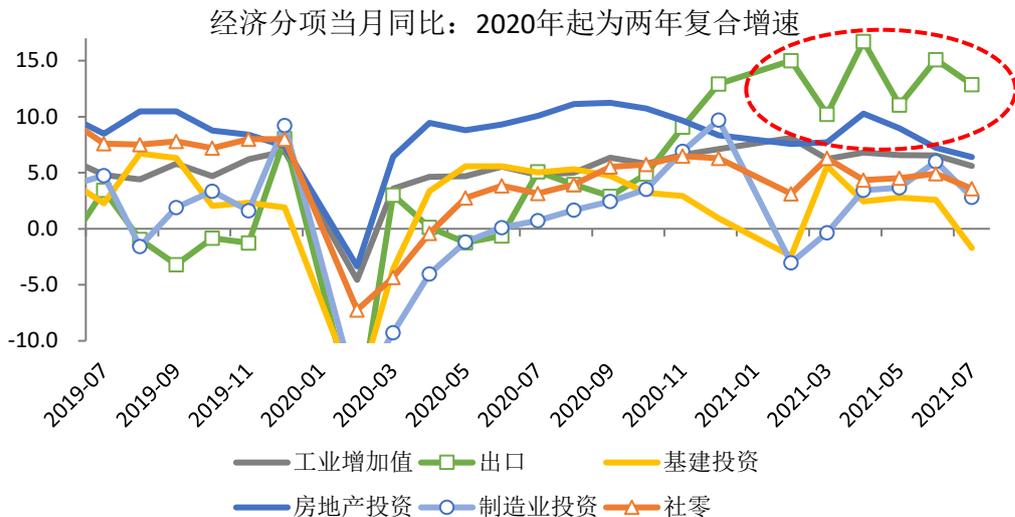
周期性风险压力加大下稳增长必要性抬升，财政政策需要更有作为。政治局会议财政政策定调更偏积极，强调“积极的财政政策要提升政策效能，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，8月16日国常会上也再次指出“针对经济运行新情况，加强跨周期调节”，较7月的“做好跨周期调节”更显紧迫，周期性风险压力加大下财政适度发力必要性抬升。

图9：宏观经济热力图

指标	同比	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01	20-12	20-11	20-10	20-09	
工业增加值	当月同比% (两年平均)	5.6	6.5	6.6	6.8	6.2	8.1		7.1	6.6	5.8	6.3	
固定资产投资		1.9	5.7	4.7	5.7	4.0	1.7		6.7	7.4	6.5	6.2	
基建		-1.7	2.6	2.8	2.4	5.6	-2.4		0.9	2.9	3.2	4.7	
房地产		6.4	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		8.3	9.7	10.7	11.2	
制造业		2.8	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0		9.7	6.9	3.5	2.4	
社消零售		3.6	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1		6.3	6.5	5.7	5.5	
出口金额		12.9	15.1	11.1	16.7	10.2	23.0	10.1	13.0	9.1	4.9	2.9	
进口金额		12.8	18.8	12.5	10.8	17.0	12.9	5.9	12.0	2.7	-0.8	2.0	
CPI		当月同比%	1.0	1.1	1.3	0.9	0.4	-0.2	-0.3	0.2	-0.5	0.5	1.7
PPI		当月同比%	9.0	8.8	9.0	6.8	4.4	1.7	0.3	-0.4	-1.5	-2.1	-2.1
M1	%	4.9	5.5	6.1	6.2	7.1	7.4	14.7	8.6	10.0	9.1	8.1	
M2	%	8.3	8.6	8.3	8.1	9.4	10.1	9.4	10.1	10.7	10.5	10.9	
社融	存量同比%	10.70	11.00	11.00	11.70	12.30	13.30	13.00	13.30	13.60	13.70	13.50	
失业率	城镇调查	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.5	5.4	5.2	5.2	5.3	5.4	

资料来源：Wind，优财研究院

图 10：经济数据全线回落（%）



三、如何理解“今年底明年初形成实物工作量”？

7月30日政治局会议中提出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。”那么如何理解“今年底明年初形成实物工作量”这一表述呢？

首先，“实物工作量”作为工程学词汇，是以实物计量单位表示的实际完成工作量，这与当前以财务支出法计量的固定资产投资有所不同，因此今年底明年初形成实物工作量并不等同于财政等到今年底明年初才发力，两者存在一定传导时滞。财政政策积极信号需要通过地方债发行、资金拨付、以及项目开工的链条传导来形成实物工作量，其中已发行债券的资金拨付效率及已拨付资金的产出效率是影响形成实物工作量的重点，因此项目质量也尤为重要，这也是今年专项债项目审核趋严

的背景，严格的项目审核和匹配制度对于抬升资金使用效率并有效形成实物工作量尤为关键。

因此，“今年底明年初”的表述意味着年内发行的债券仍需积极拨付并投入到年内开工项目中，以形成一定的年内实物工作量，尽可能减少财政资金的闲置。另外按照政策部署，部分专项债额度将预留至12月发行，这部分资金将投入到明年年初的开工投资中。

我们认为，“合理把握进度及推动形成实物工作量”表述对应下半年财政进度或将加快，专项债发行加快，为四季度和明年初实际投资蓄力，央行二季度货币政策执行报告也指出将财政节奏作为下半年的关注重点，预计年内至明年一季度的基建投资将受到一定提振，不过地方隐性债务监管的强度仍将会影响投资的斜率。

四、下半年财政进度加快，基建温和托底

1. 年度专项债额度大概率实现完全发行

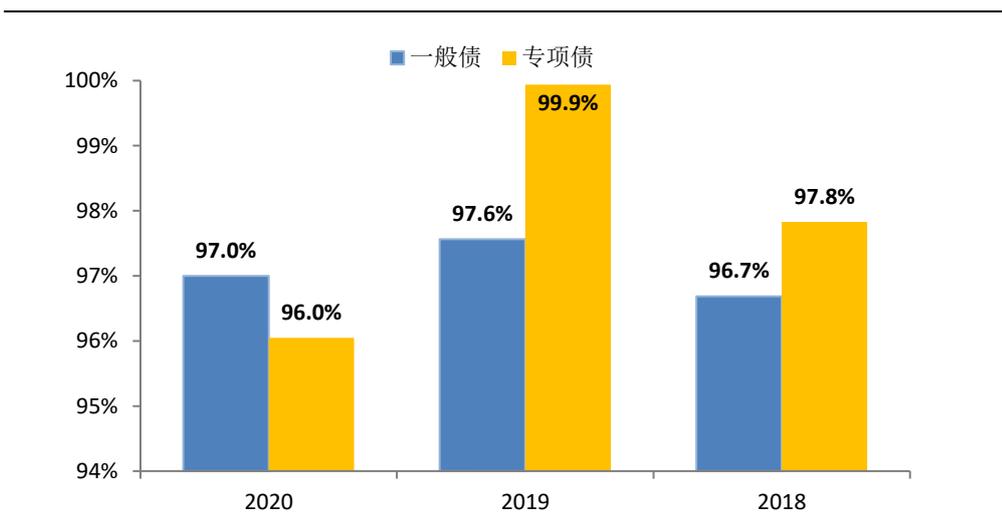
1-7月地方专项债累计发行1.35万亿，仅占当年新增限额的37.1%，显著低于去年同期的60.4%和前年同期的78.4%，年内剩余待发额度高达2万亿以上，因此此前市场对于专项债年内限额是否会发行完毕形成了一定分歧。

我们认为，首先从财政预算的纪律性上来说，年内3.65万亿的专项债额度仍将基本发行完毕，中央和地方政府用足专项债限额的意愿较强，1) 作为财政预算的一部分，专项债新增限额是经人大审议并具有法律效应的，从财政预算的纪律性上来说，中央有必要督促地方完成预算，如2018年专项债迟迟未见发行下，财政部发文督促地方政府9月底累计新增专项债需达到当年限额的80%。2) 地方政府下一年的专项债新增额度与当年发行情况挂钩，2019年《关于做好地方专项债券发行及配套项目融资工作的通知》指出，财政部在分配各省债务限额时，需考虑上年度该地区的债券发行使用情况，适当在下一年度额度分配上向当年发行进度、使用情况较好的地区倾斜。

其次，从过去的历史经验来看，每年专项债净融资额基本等于或略小于年度新增限额，年内未发满的额度均不超过 2000 亿，全年地方债实际发行完成度均在 96% 以上。

近期 21 世纪经济报关于预留 12 月专项债发行额度的新闻也对此有所验证，部分新增专项债将预留至四季度、尤其是 12 月发行，这部门资金主要用于形成明年年初投资额，多省已明确预留年底发行额度用于明年一季度使用。21 世纪报援引中部省份某地市财政局和南方某省财政厅人士的发言，称年内发完所有新增专项债额度但不要求用完，且预留部分专项债额度在 12 月发行，这部分资金需求在明年年初支出形成工作量。

图 11：年度地方债实际发行完成度（%）



资料来源：Wind，优财研究院

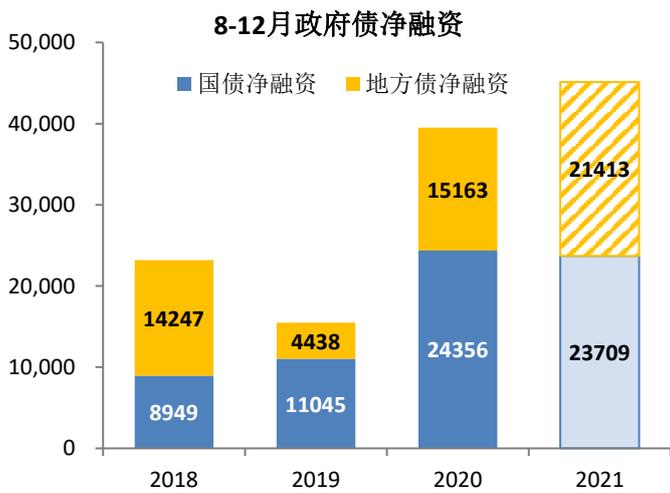
2. 下半年政府债发行提速

在年内新增专项债额度用完的前提下，8-12 月政府债净融资压力较大，增量主要来源为专项债，政府债四季度同比增量较高。从当前发行进度看，今年 1-7 月，地方一般新增债发行了 5287 亿，新增专项债发行了 1.35 万亿，那么 8-12 月新增专项债剩余发行额度为 2.3 万亿，新增一般债剩余发行额度 2913 亿，合计约 2.59 万亿。除此之外，8-12 月还有高达 2.37 万亿左右的国债净融资额度，不过由于去年 7、

8月万亿特别国债发行的高基数因素，国债净融资额整体与去年基本相当。

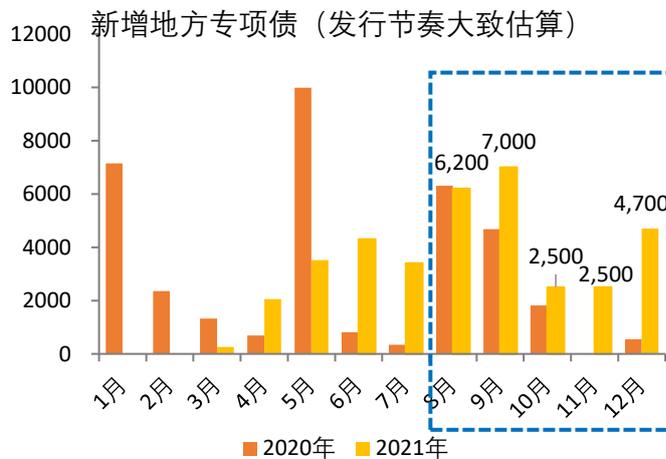
从节奏上看，财政部反复强调合理把握发债节奏下预计月度发行较以往更加平滑，部分新增专项债额度将预留至四季度、尤其是12月发行，以形成明年年初实物工作量，不过8、9月大概率仍会形成一定的发行小高峰。我们预计8-12月新增专项债分别为6200、7000、2500、2500、4700亿元，8月上旬专项债发行仍慢，预计8月中下旬和9月仍是专项债发行小高峰，也为传统的发行旺季，这部分资金有望形成四季度的投资额。另一小高峰预计将集中于年底，10、11月大概率也会小幅发行，受历年四季度发行淡季的影响，四季度同比增量或超7000亿，这部分资金占用今年专项债额度，但将用于形成明年年初的实物工作量。

图 12: 8-12 月政府债净融资压力较大 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

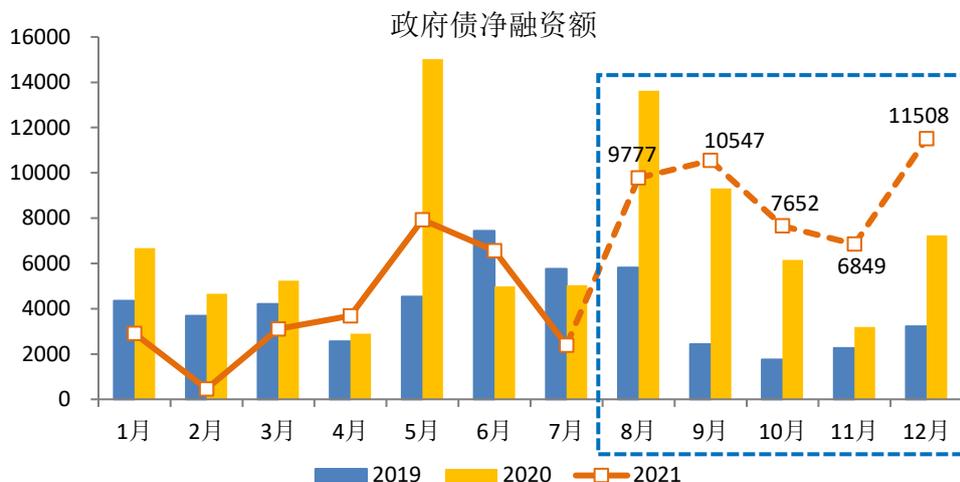
图 13: 专项债发行节奏估算 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

考虑地方一般债和国债基本维持季节性发债节奏，对应8-12月政府债净融资规模或分别为：0.98、1.05、0.77、0.68、1.15万亿，同去年同期相比，供给增量逐月增加，尤其四季度同比供给增量较大，供给压力逐月放大。

图 14: 政府债净融资节奏估算 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

我们认为,“合理把握进度及推动形成实物工作量”表述对应下半年财政进度或将加快,专项债发行加快,为四季度和明年初实际投资蓄力,央行二季度货币政策执行报告也指出将财政节奏作为下半年的关注重点。预计在前期较严的项目审核和匹配制度下,资金使用效率也将相应抬升,“财政发力→实物工作量”的传导时滞也有望缩短,伴随专项债发行加快以及四季度同比增量的放大,四季度至明年一季度的基建投资将受到一定提振。

不过,当前内生需求短期仍有韧性,年内经济增速诉求不高,政策兼顾今明两年风险下财政发力仍需保留一定空间,年内温和托底概率更高,基建有望改善但不高估,基建扩张主要在于两年衔接时点,为明年平稳开局蓄力,明年财政发力前倾特征更明显。

同时,地方隐性债务监管的强度也将持续影响投资的斜率,今年后疫情时代财政纪律重塑,债务防风险重要性抬升,财政为防风险留余力,将对稳增长发力空间构成掣肘。7月30日财长刘昆出席财政支持全面建成小康社会新闻发布会时提及“确保不发生区域性、系统性的风险”,8月18日财政部副部长许宏才作《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》时也强调:“抓实隐性债务风险化解工作,指导地方统筹各类资金资源,稳妥化解隐性债务存量。”

五、四季度社融有望企稳并小幅反弹

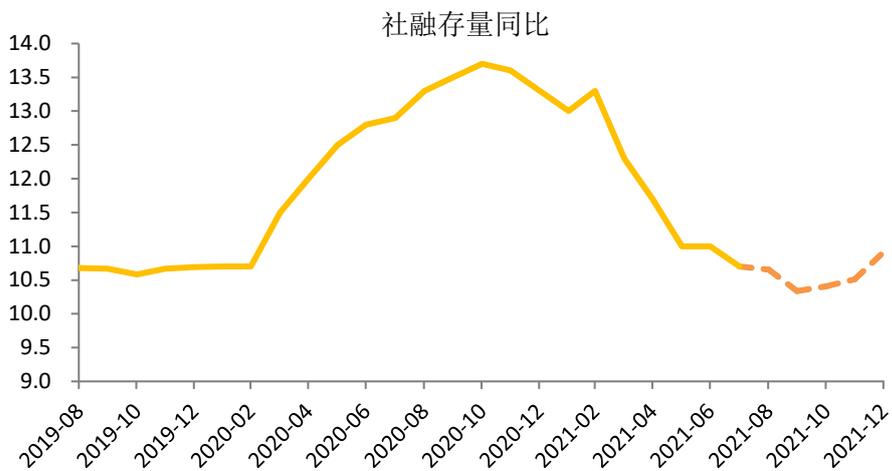
财政发债加快下，下半年对银行间流动性的影响或大于基建端，流动性被动紧平衡下对于当前降息预期高企的债券市场来说存在一定扰动和冲击。根据前文分析，8-12月面临天量政府债发行，但年内经济增速诉求不高下，财政部分为明年年初蓄力，政策兼顾今明两年风险，因此预计基建投资仍以温和托底为主。而其对流动性的影响或大于对基建投资的影响，狭义流动性从上半年财政进度偏慢下的超预期“被动宽松”，向下半年发债进度加快下的“被动紧平衡”转变，这对于当前降息预期高企的债券市场来说存在一定扰动和冲击。

货币政策并未转向，跨周期调节框架下存在预调微调空间，经济与潜在增速匹配下降息缺乏触发剂。货币政策特征并不明朗，央行年中工作会议整体定调依然中性为主，并没有转向明显宽松的信号，保持合理充裕仍然是整体基调。跨周期调节框架下货币政策的前瞻性增强，结构性导向概率更大，四季度降准补充流动性及置换MLF或再现，但当前经济和潜在增速基本匹配下降息仍缺乏触发剂。

政府债供给放量叠加基数效应，四季度社融增速有望小幅企稳反弹。随着四季度政府债同比增量逐渐放大，叠加去年同期表外融资的低基数，社融增速有望四季度小幅企稳反弹，预计2021年社融新增规模31万亿左右，全年同比增速11%，三季度仍有下行压力，下半年社融与M2同比剪刀差或也将触底回升。

以“M1-PPI”为代表的剩余流动性预计四季度企稳，权益市场三季度仍面临压估值风险，仍以结构性机会为主，四季度剩余流动性回暖下指数压力有望逐步缓解。一方面，M1增速短期仍受到商品房销售回落以及财政发力后倾的负面影响，预计四季度逐渐企稳；另一方面，PPI三季度大概率仍将高位徘徊，四季度下行加快。因此“M1-PPI”下行拐点预计也将有望在四季度得到确认，剩余流动性好转。

图 15: 社融增速有望在四季度企稳并小幅反弹 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。