

宏观经济专题研究

财政政策力度指数构建（下）

核心观点

在上篇中，我们初步建立了月频的财政力度指数，并发现其逆周期性与对基建的部分领先性。本篇进一步探讨该指数的有效性及内涵，并进行拓展探讨。

首先对拐点进行统计，可以看到近几年财政政策力度指数对基建投资的走势领先性较为明显，平均领先 2-3 个月左右。由于基建投资的主要资金来源之一为国家预算内资金，因此财政投向基建领域的支出自然而然对基建投资具有领先效果。

将财政力度指数与货币供给和社融数据对比，发现财政力度指数与 M2 增速正相关性较强，且领先于货币供给。其原因可能是财政存款反向影响基础货币，从而导致与货币供给的负相关，即财政支出强度与货币供给增速正相关。其次社融存量的同比增速与财政政策力度有一定相关性，但并不明显，或与近期货币政策传导不畅有关。单独观察社融中的政府债则明显更为相关。

讨论了财政政策力度指数的有效性后，一个自然而然的问题是，力度指数是否纵向可比？我们认为财政力度更多的是方向性的指引，而非在于绝对值水平。一方面我国财政发力方式和支出结构发生变动，专项债使用范围持续扩大；另一方面经济结构剧烈变动，基建投资边际收益下降，财政拉动经济的抓手和效率都在变化。

随后本文构建当月版本的财政政策力度指数。基础的指数底层指标均为累计同比变动，将底层指标全部替换为当月同比，归一化后运用与原指标相同权重，建立一个基于当月同比的财政力度指数（当月），可以看到该指标的波动性提高并围绕原指标波动。

对比三个常见的用于观察财政力度的备选指标，即财政脉冲、广义财政支出与政府融资与财政存款的变动，可以发现我们的基础指标从理论上更加全面，效果较好。

最后尝试将底层指标简化。分别从收入、支出和赤字三个方面选取广义财政收入累计同比、广义财政支出累计同比、广义赤字率同比三个底层指标，运用熵值法重新计算权重并合成，与原指数进行比较，可以看到简化版的财政政策力度指数在走势上与原指数较为相似，但波动相对更大。

风险提示：政策不及预期，经济增速下滑。

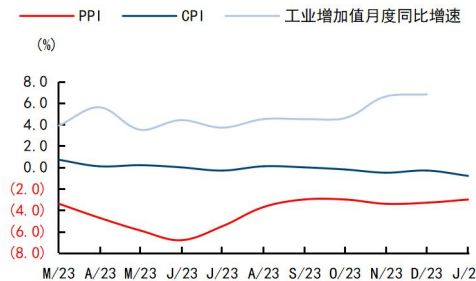
经济研究 · 宏观专题

证券分析师：董德志 联系人：王奕群
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn wangyiqun1@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	3.00
社零总额当月同比	7.40
出口当月同比	2.30
M2	8.70

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济专题研究-国信宏观扩散指数对于短频股债交易的指引》——2024-02-27
- 《宏观经济专题研究-风物长宜放眼量——美国互联网产业带给中国高新技术产业发展的启示》——2024-02-22
- 《宏观经济专题研究-3%与 60%红线的历史溯源》——2024-02-01
- 《宏观经济专题研究-财政政策力度指数的构建（上）》——2024-01-22
- 《宏观经济专题研究-宏观经济回顾和展望 2024》——2024-01-03

内容目录

政策力度与宏观指标	4
财政政策力度指数-当月	7
其他备选指标探讨	8
风险提示	10

图表目录

图 1: 月频财政政策力度指数是季度指数的高频替代	4
图 2: 财政政策力度指数前瞻于基建投资	5
图 3: M2 滞后于财政力度	6
图 4: 社融与财政力度走势有一定相关性	6
图 5: 专项债投向	6
图 6: 财政支出结构	6
图 7: 特殊再融资债发行	7
图 8: 特殊再融资债余额	7
图 9: 城投债存量下降	7
图 10: PSL 近期投放 5000 亿	7
图 11: 当月与累计财政政策力度	8
图 12: 财政脉冲与财政力度指数	9
图 13: 财政脉冲与基建投资	9
图 14: 广义财政支出与财政力度指数	9
图 15: 广义财政支出与基建投资	9
图 16: 财政融资与存款变动落后于财政政策力度	10
图 17: 财政融资存款变动与基建投资	10
图 18: 财政政策力度指数简化版	10
表 1: 近几年财政力度与基建拐点 (红色为方向向下)	5

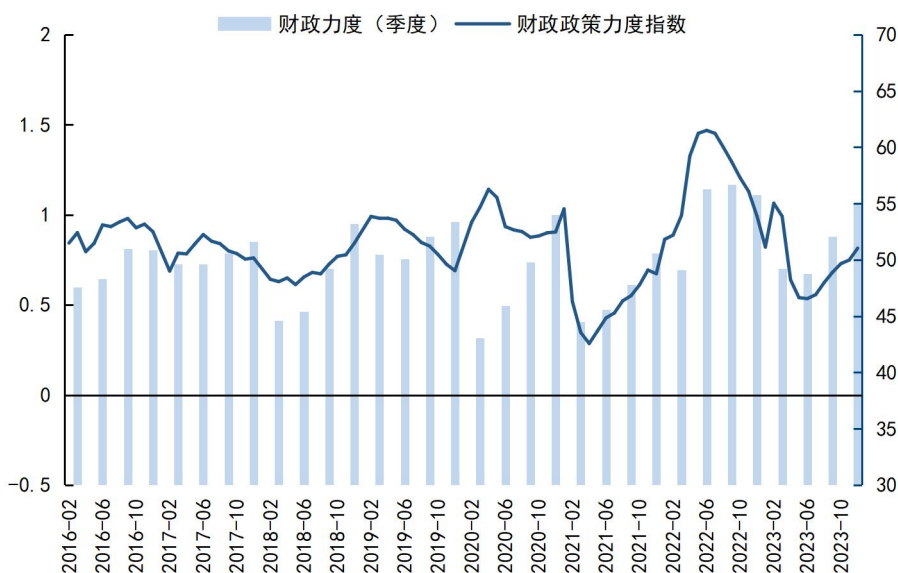
在前篇《财政政策力度指数构建（上）》中，我们初步建立了月频的财政力度指数，并发现其逆周期性与对基建的部分领先性。本篇进一步探讨该指数的有效性及内涵，并试着拓展讨论。

本文主要由三部分组成，第一节为财政政策力度指数与宏观指标的进一步探讨，第二节为当月力度指标的编制，第三节为备选指标和改进的讨论。

政策力度与宏观指标

首先观察月度指数与季度指数之间的关系。通过将月频财政政策力度指数与陈彦斌等（2024）中的季频财政力度指数对比，可以看到特别在 2020 年后，财政政策力度指数与季度指数的趋势吻合程度较高。

图1：月频财政政策力度指数是季度指数的高频替代



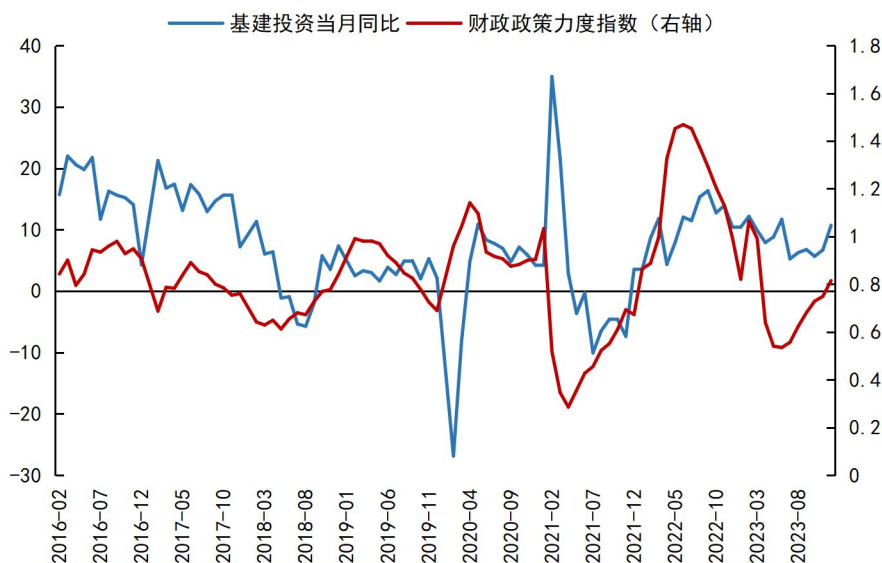
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

继续观察财政力度指数与基建投资的走势。对 2019 年底至今的拐点进行粗略统计，可以看到近几年财政政策力度指数对基建投资的走势领先性有所增强，平均领先 2-3 个月¹。由于基建投资的主要资金来源之一为国家预算内资金，因此财政投向基建领域的支出自然而然对基建投资具有领先效果。更详细的应为财政支出中投向基建相关领域资金的变动，或能更精准的解释对于基建投资的领先。

虽然基建投资是政府拉动经济的主要抓手，但并非财政刺激经济的全部途径。不管是对企业、个人进行的税收减免，还是发放的消费券、补贴，都能够直接或间接的影响经济增长。其区别是将资金用于公共投资和用于减免税收等其他途径的财政乘数或者效率高低。

¹ 由于基建投资累计同比增速走势较不明显，我们使用当月同比增速进行对比，理论上来说，当月同比走势比累计同比更早出现拐点。

图2: 财政政策力度指数前瞻于基建投资



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

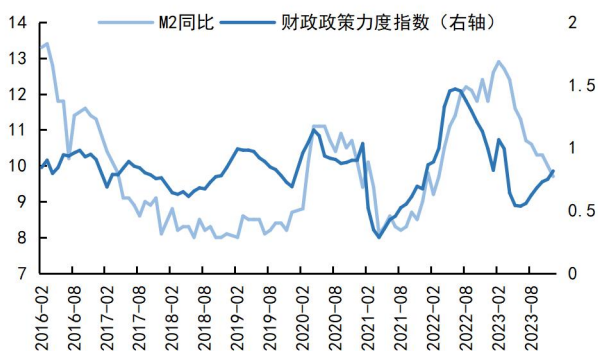
表1: 近几年财政力度与基建拐点 (红色为方向向下)

财政政策力度拐点	基建投资当月同比增速拐点	领先月数
2019-12	2019-12	0
2020-04	2020-05	1
2020-09	2020-12	3
2020-12	2021-02	2
2021-04	2021-07	3
2022-06	2022-09	3
2023-06	2023-07	1

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

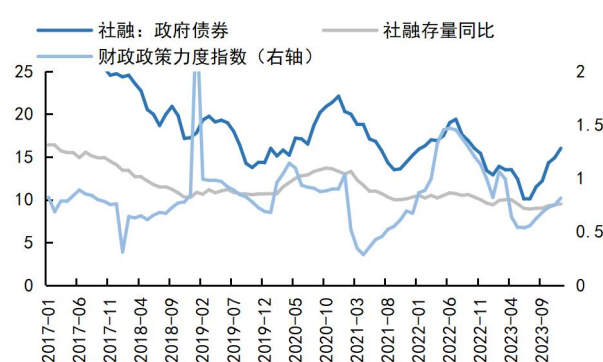
随后将财政力度指数与货币供给和社融数据对比。财政力度指数与 M2 增速正相关性较强, 且领先于货币供给。其原因可能是财政存款反向影响基础货币, 从而导致与货币供给的负相关, 即财政支出强度与货币供给增速正相关。其次社融存量的同比增速与财政政策力度有一定相关性, 但并不明显, 或与近期货币政策传导不畅通有关。单独观察社融中的政府债则明显更为相关。

图3: M2 滞后于财政力度



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

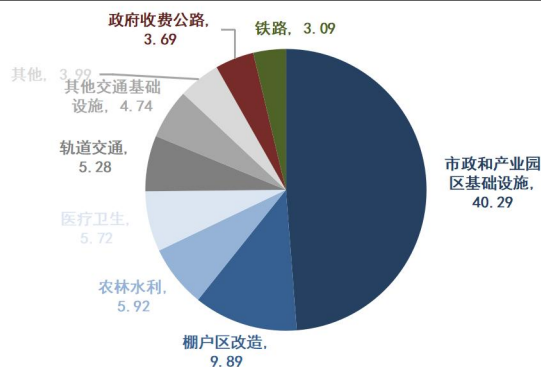
图4: 社融与财政力度走势有一定相关性



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

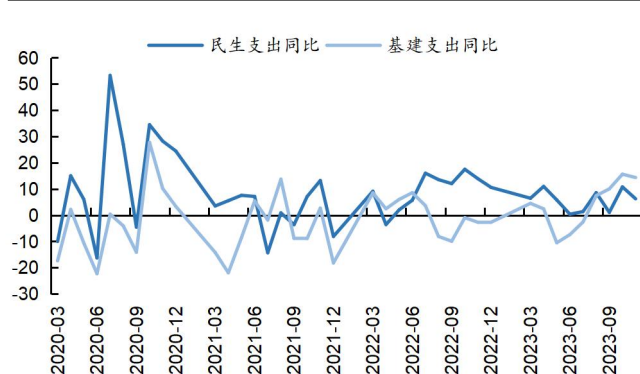
在展示了财政政策力度指数的有效性后, 一个自然而然的问题是, 力度指数是否纵向可比? 我们认为财政力度更多的是方向性的指引, 而非在于绝对水平。其原因大概总结为两点: 一方面我国财政收入支出结构在发生变动, 专项债使用范围也在持续扩围; 另一方面经济结构发生剧烈变动, 房地产相关行业持续下行, 基建投资的边际拉动效果有所下降, 财政拉动经济的乘数存在变化。因此我们认为, 不能说将当前的财政力度提高到与之前的某一个时期相同, 就可以帮助经济走出困境。上述问题更多与财政政策的效率相关, 但财政政策的效率总是较为滞后才能体现出来, 且必须考虑更多结构性而非总量的因素, 在当前的数据集合下讨论其效率存在一定困难。

图5: 专项债投向



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 财政支出结构

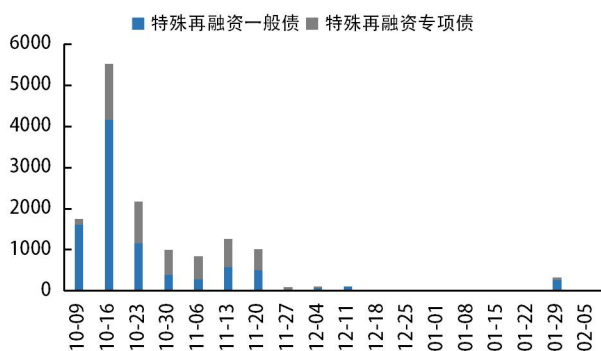


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

此外, 本文财政力度指数并未纳入但不能忽视的是一些隐性的或者类财政的工具, 如城投有息债务、PSL 和政策性金融性工具等。在当前持续化债的背景下, 城投债余额在 2023 年 10 月达到 12 万亿后开始持续下降, 到目前已经接近 11.7 万亿。与之相对的是特殊再融资债重启发行, 2024 年 2 月新发 330 亿用于置换隐性债务, 预计今年仍有万亿级别特殊再融资债下达。在这一背景下地方政府的隐性钱袋子进一步收紧, 其通过城投平台进行融资的难度增加, 对地方政府拉动经济的能力

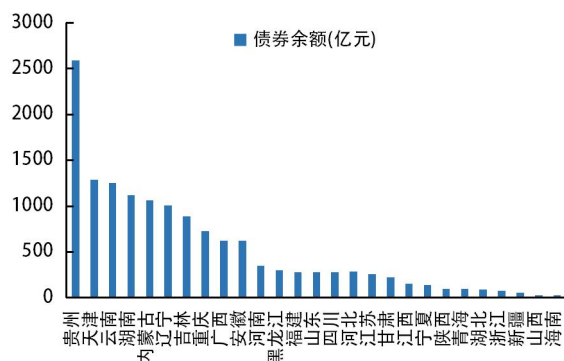
造成一定拖累。

图7: 特殊再融资债发行



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 特殊再融资债余额

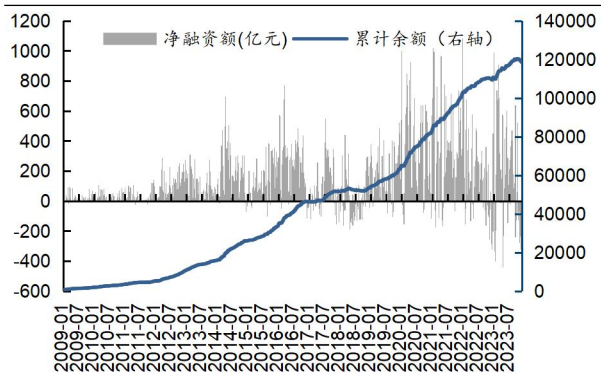


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

PSL 和政策性金融工具均具有货币政策和财政政策的双重属性，是否应该纳入财政力度值得讨论。从落地方式来看，两者均由政策性银行或央行增加政府外的特殊主体的贷款，并通过特殊主体（城投或基建基金）进行投资，其支出并不会反应在财政支出之中。

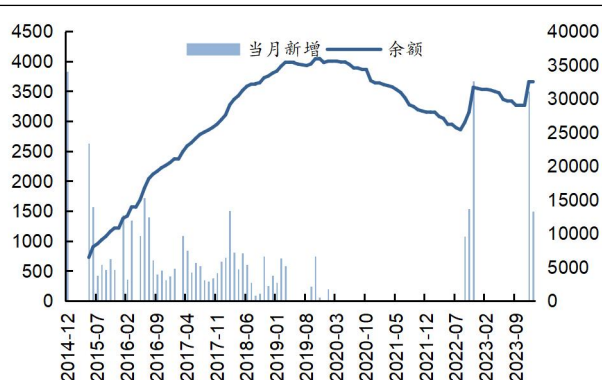
且三者的实质均为净融资。在预算约束中属于收入端，但无法估计其从收入形成支出甚至实物工作量的时间，因此全部计入将高估当前时点的财政力度²。

图9: 城投债存量下降



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图10: PSL 近期投放 5000 亿



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

财政政策力度指数-当月

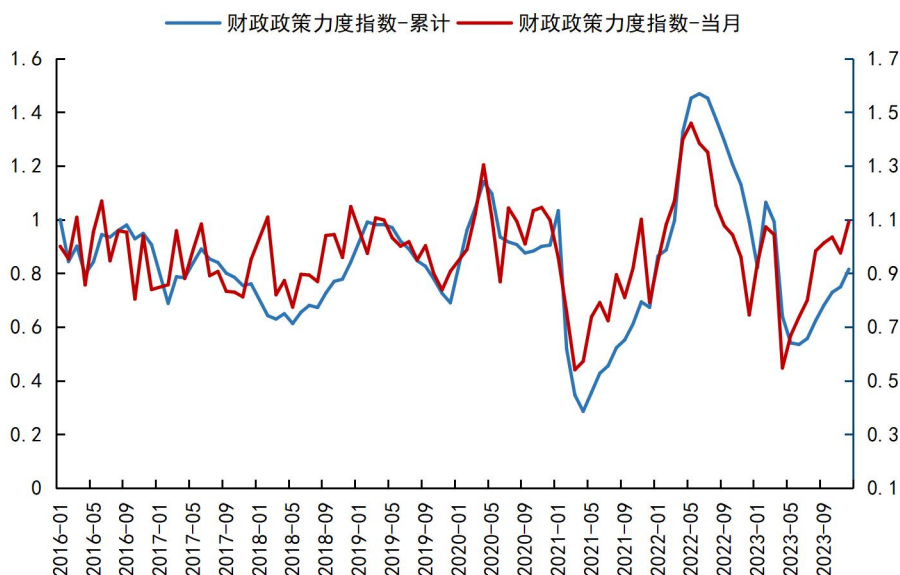
在基础的财政政策力度指数中，底层指标均为累计同比变动，因此其具有较强的趋势性与较低的波动性。

² 一个可以尝试的方法是假定其形成实物工作量的进度，分阶段加入财政力度的支出端。

现在将底层指标全部替换为当月同比³，归一化后运用与原指标相同权重，建立一个基于当月同比的财政力度指数（当月），可以看到该指标的波动性提高并围绕原指标波动。

回顾来看，当月指标比累计指标更快的出现拐点。但前瞻来看，由于其高频波动性，无法确定当前的拐点是否为真正的趋势性拐点。

图11：当月与累计财政政策力度



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

其他备选指标探讨

最后，本节简单展示并讨论几个常见的用于观察财政力度的备选指标，包括财政脉冲、广义财政支出与政府融资与财政存款的轧差。

财政脉冲即为每个月的广义财政支出与收入缺口的同比变动，我们参考前人研究，将财政净支出加上土地净收入后计算累计同比变动⁴。

从结果来看，财政脉冲的拐点与政策力度指数基本吻合，但必须考虑到特殊情况会导致其失真。想象一下，在经济周期下行时收入降速拖累支出，同时保持缺口基本不变，此时财政脉冲不变但财政力度实际上发生了一定变化。

³ 包括 GDP，用季度现价进行平均作为月度

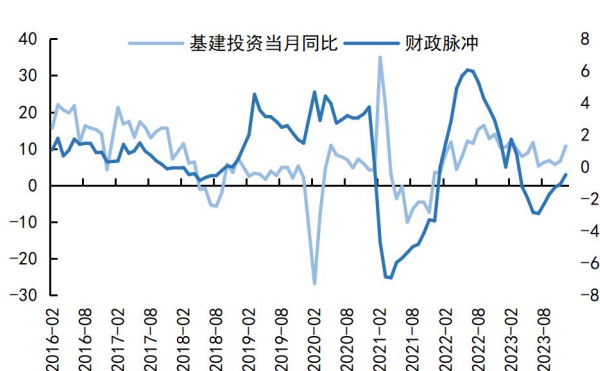
⁴ 在 IMF 的标准中，往往将土地出让收入视为政府资产组合的改变，而非当期收入流，因此在计算宏观税负时往往将其排除在外。

图12: 财政脉冲与财政力度指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

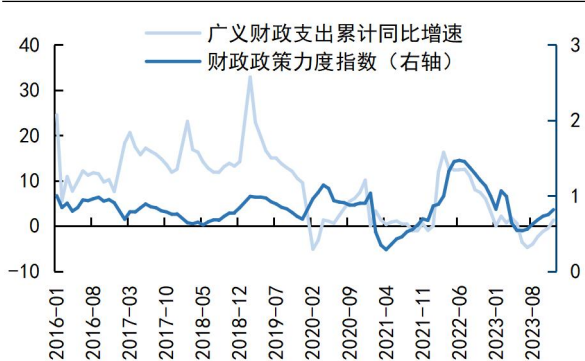
图13: 财政脉冲与基建投资



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

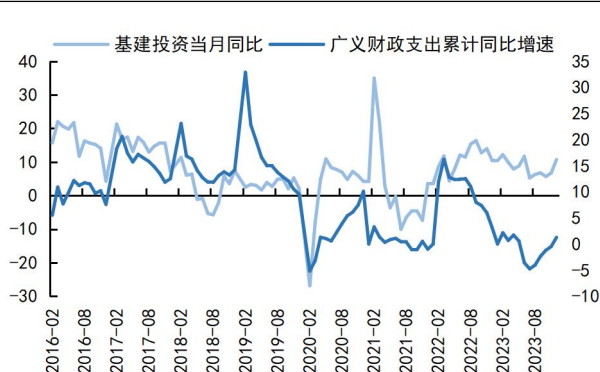
第二个较为常见的观测指标为广义财政支出，即一般公共预算与政府性基金预算支出之和的同比变动。但由于我们的底层指标中包含广义支出，因此相较于该指标，财政力度指数能够反应更多增量信息。此外广义财政支出的波动更大，与基建投资的相关性更差。

图14: 广义财政支出与财政力度指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图15: 广义财政支出与基建投资



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

第三个常见的观察财政力度的方法是通过金融数据中的政府融资与财政存款的轧差观察财政发力程度。

理论上，我们可以将政府当期的预算约束简单写为

$$\text{财政收入} + \text{政府净融资} = \text{财政支出} + \text{财政存款增加}$$

移项后为

$$\text{政府净融资} - \text{财政存款增加} = \text{财政支出} - \text{财政收入}$$

因此其实质偏向于每期的财政缺口水平。在过去的半年中，政府债成为社融的主要支撑力量之一。虽然金融数据公布较早，但在记录收入支出项目和资金进出国库之间存在一定的时滞性，因此我们可以看到其累计同比变动的拐点基本落后于

基于财政数据的力度指数。

图16: 财政融资与存款变动落后于财政政策力度



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

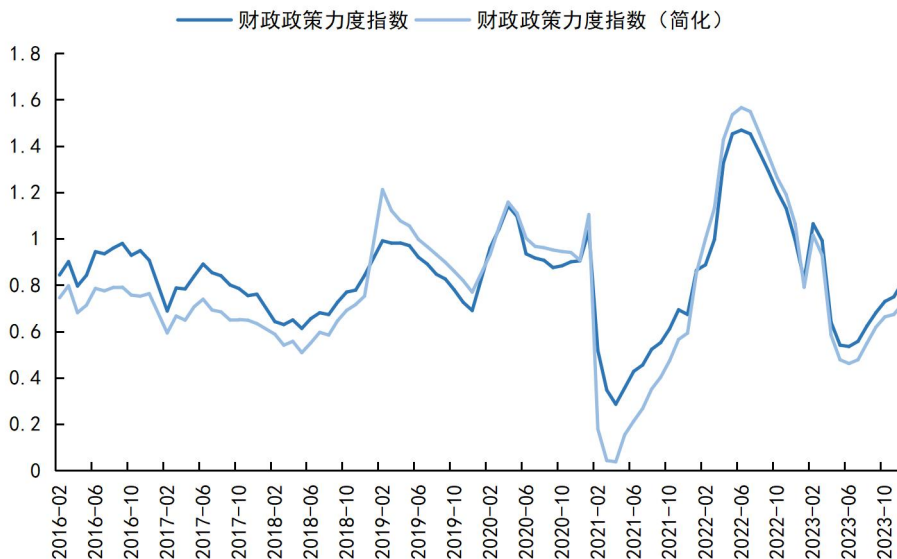
图17: 财政融资存款变动与基建投资



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

最后我们尝试简化基础指数的底层指标。分别从收入、支出和赤字三个方面选取广义财政收入累计同比、广义财政支出累计同比、广义赤字率同比三个底层指标,运用熵值法重新计算权重并合成,计算得到财政政策力度指数的简化版。与原指数进行比较,可以看到简化版的财政政策力度指数在走势上与原指数较为相似,但波动相对更大。

图18: 财政政策力度指数简化版



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

风险提示

经济恢复不及预期

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032