2021 年 06 月 18 日

财政支出，仍然偏慢

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

穆仁文（联系人）
murenwen@kysec.cn
证书编号：S0790121060023

● **财政收入增速下滑，非税收入拖累明显，税收延续改善、各税种表现分化**

一般公共财政收入增速下滑，非税收入拖累明显。5 月，财政收入当月增速 18.7%，两年复合增速达 3.4%、较上月回落 1.5 个百分点。其中，税收收入两年复合增速 5.2%，改善趋势延续；非税收入两年复合增速-8.5%、较上月大幅回落 12.3 个百分点，对财政收入拖累明显。5 月，财政收入累计同比增长 3.6%，较上月走平。

税收收入延续改善，各税种表现分化，增值税、消费税等改善明显，出口退税大幅回落。5 月，消费税、增值税两年复合增速分别为 12.0%和 6.4%，分别较上月抬升 11.8 和 10.0 个百分点，主要受益于国内生产以及消费的逐步修复。此外，个人所得税、印花税、资源税等收入增速较上月同样出现不同幅度改善。而反映外需的外贸企业出口退税两年复合增速为 0.4%、较上月大幅回落 11.7 个百分点。

● **财政支出小幅回落、时序进度仍然偏慢，基建类支出偏慢对整体支出拖累显著**

财政支出小幅回落，支出进度仍然偏慢。5 月，财政支出当月增速 2.8%，两年复合增速-0.6%、再度落入负增长区间。从支出进度来看，5 月单月财政支出（1.71 万亿元）占全年预算规模（25 万亿元）的 6.9%，低于 2016 年以来均值的 7.9%，支出进度明显偏慢。5 月，财政支出累计同比 0.3%、较上月回落 0.2 个百分点，累计支出占全年财政预算规模的 37.4%、较 2016 年以来的均值低 0.9 个百分点。

基建类支出大幅回落，民生相关支出仍保持较高增速。5 月，节能环保、城乡社区事务、交通运输财政支出两年复合增速分别为-22.6%、-11.8%和-11.2%，是财政支出进度偏慢的主要拖累项。民生相关的社会保障、卫生等增速仍然居前，与政策“退潮”下，财政加大对民生相关投入有关。后续伴随财政支出加快，直达资金对民生支持力度加大，未来民生相关领域支出增速或将继续保持较高水平。

● **政府性基金支出偏慢拖累广义财政支出进度，后置发力对经济支持不宜高估**

政府性基金收支分化，支出增速抬升、但时序进度仍偏慢，拖累广义财政支出进度。5 月，政府性基金收入同比下降 7.6%，其中土地出让收入同比下降 9.8%、拖累政府性基金收入下滑 8.7 个百分点；政府性基金支出增速由负转正、同比增长 3.9%，但累计支出进度 22.6%，明显低于 2016 年以来均值的 27.0%。基金支出拖累下，5 月广义财政累计支出进度仅为 32.3%，为 2016 年以来的最低水平。

财政支出后置或较难改变年内经济趋势。政策“退潮”下，财政重在“三保”、加快推动产业转型等，对传统基建的支持力度下降。项目质量、债务压制等使得财政资金撬动杠杆有限，如专项债项目的募资，90%以上来自专项债和财政资本金。同时，过去几年经验显示，财政支出加快，并没有改变经济原有增长趋势。年内来看，经济高点已过、趋势显现，仅靠财政支出或较难改变下半年经济趋势。

● **风险提示：**财政支出进度不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-趋势已定》-2021.6.16
《宏观经济专题-10Y 美债利率下破 1.5%的真实原因》-2021.6.13
《宏观经济点评-信用“收缩”新变化》-2021.6.10

目　录

1、 税收收入延续改善，非税拖累明显 3
2、 支出进度偏慢，基建类支出仍是主要拖累 3
3、 基金收支增速分化，收入大幅回落 4
4、 风险提示 6

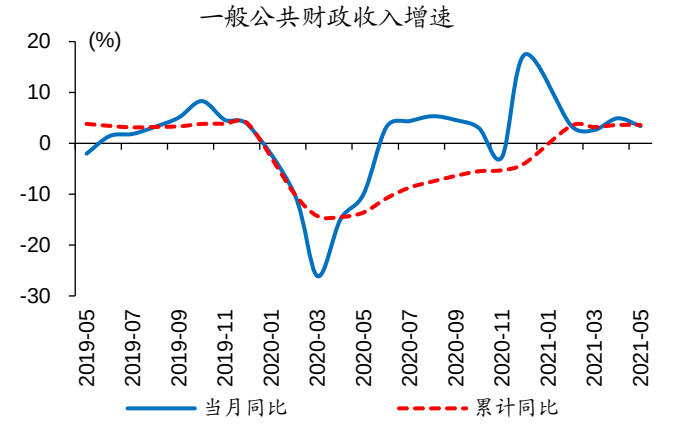
图表目录

图 1: 5 月，一般公共财政支出增速有所回落 3
图 2: 5 月，非税收入拖累明显 3
图 3: 5 月，契税、个税、车购税等增速较高 3
图 4: 年初以来，出口增速持续回落 3
图 5: 5 月，财政支出增速小幅回落 4
图 6: 5 月，一般财政支出占全年预算比重 4
图 7: 5 月，基建类支出拖累显著 4
图 8: 年初以来，民生相关支出增速居前 4
图 9: 政府性基金收支分化 5
图 10: 年初来，土地成交回落、拖累土地收入 5
图 11: 10 广义财政收支增速延续修复 5
图 12: 7 月以来，广义财政支出增速维持高位 5
图 13: 专项债项目资金来源显示财政能撬动杠杆有限 6
图 14: 财政支出与经济增长并不必然相关 6

1、 税收收入延续改善，非税拖累明显

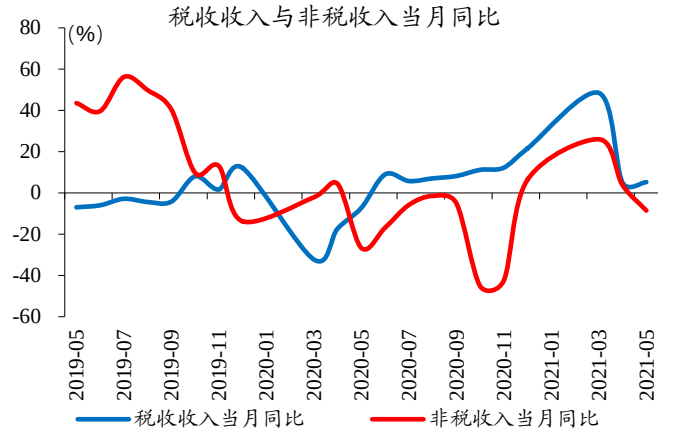
一般公共财政收入增速下滑，非税收入拖累明显。5 月，财政收入当月增速 18.7%，两年复合增速达 3.4%、较上月回落 1.5 个百分点。其中，税收收入两年复合增速 5.2%，改善趋势延续；非税收入两年复合增速-8.5%、较上月大幅回落 12.3 个百分点，对财政收入拖累明显。5 月，财政收入累计同比增长 3.6%，较上月走平。

图1：5 月，一般公共财政支出增速有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

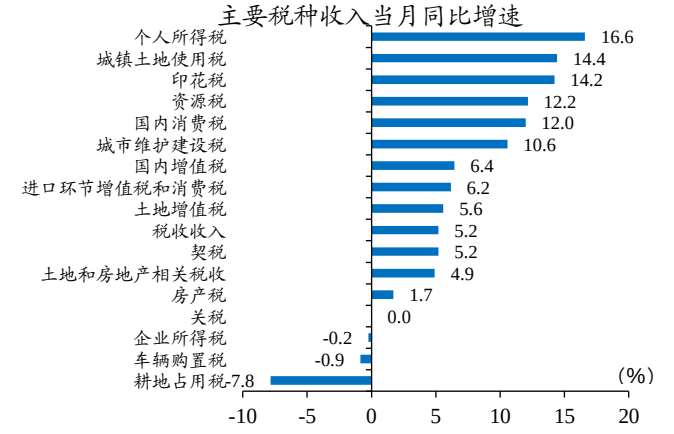
图2：5 月，非税收入拖累明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

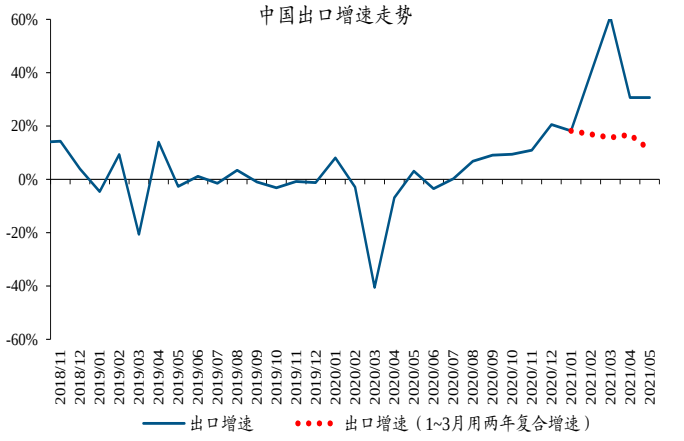
税收收入延续改善，各税种表现分化，增值税、消费税等改善明显，出口退税大幅回落。5 月，消费税、增值税两年复合增速分别为 12.0%和 6.4%，分别较上月抬升 11.8 和 10.0 个百分点，主要受益于国内生产以及消费的逐步修复。此外，个人所得税、印花税、资源税等收入增速较上月同样出现不同幅度改善。而反映外需的外贸企业出口退税两年复合增速为 0.4%、较上月大幅回落 11.7 个百分点。

图3：5 月，契税、个税、车购税等增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：年初以来，出口增速持续回落



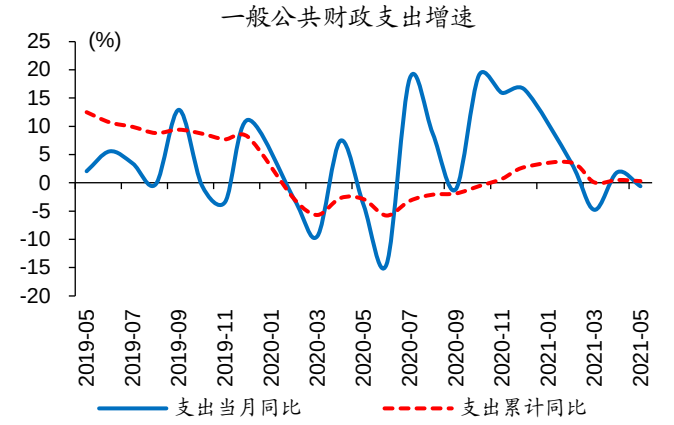
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 支出进度偏慢，基建类支出仍是主要拖累

财政支出小幅回落，支出进度仍然偏慢。5 月，财政支出当月增速 2.8%，两年

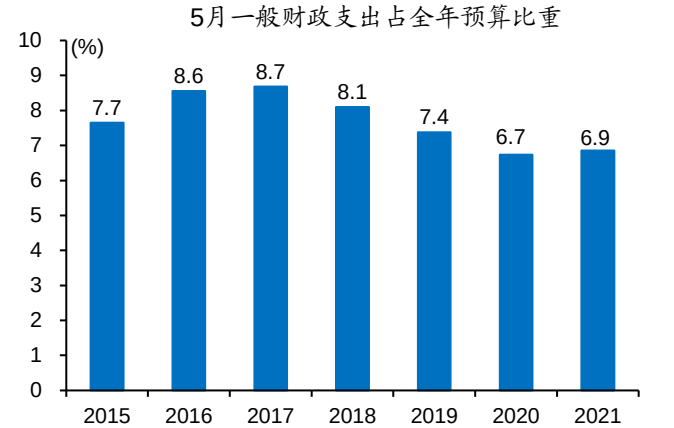
复合增速-0.6%、再度落入负增长区间。从支出进度来看，5 月单月财政支出（1.71 万亿元）占全年预算规模（25 万亿元）的 6.9%，低于 2016 年以来均值的 7.9%，支出进度明显偏慢。5 月，财政支出累计同比 0.3%、较上月回落 0.2 个百分点，累计支出占全年财政预算规模的 37.4%、较 2016 年以来的均值低 0.9 个百分点。

图5：5 月，财政支出增速小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

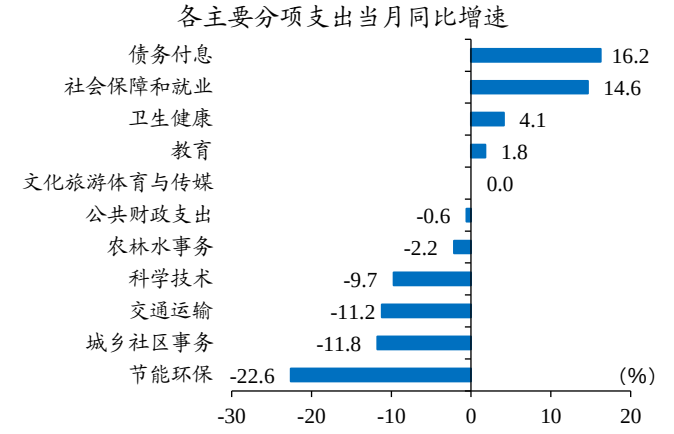
图6：5 月，一般财政支出占全年预算比重



数据来源：Wind、开源证券研究所

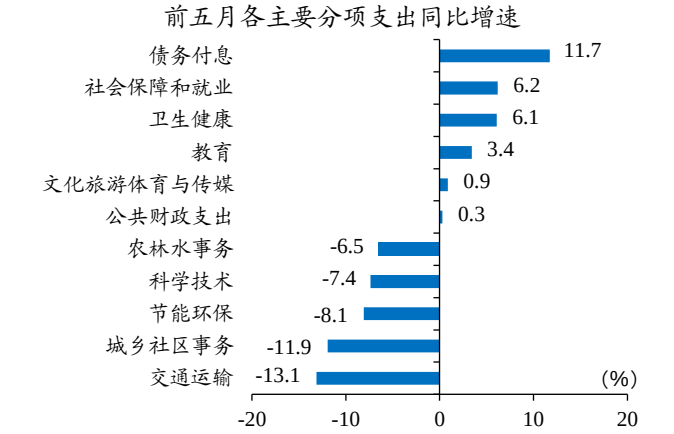
基建类支出大幅回落，民生相关支出仍保持较高增速。5 月，节能环保、城乡社区事务、交通运输财政支出两年复合增速分别为-22.6%、-11.8%和-11.2%，是财政支出进度偏慢的主要拖累项。民生相关的社会保障、卫生等增速仍然居前，与政策“退潮”下，财政加大对民生相关投入有关。后续伴随财政支出加快，直达资金对民生支持力度加大，未来民生相关领域支出增速或将继续保持较高水平。

图7：5 月，基建类支出拖累显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：年初以来，民生相关支出增速居前



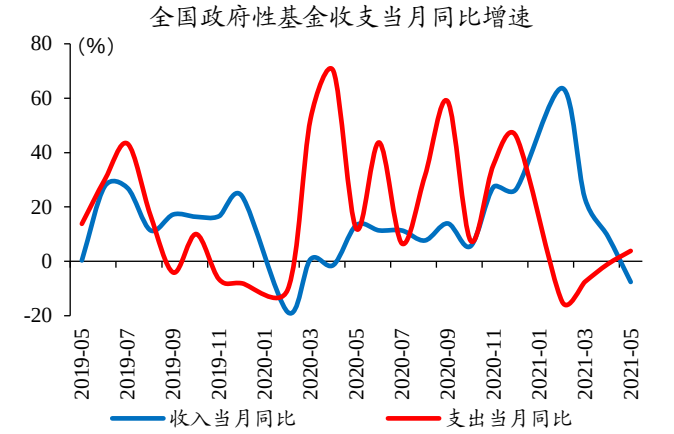
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 基金收支增速分化，收入大幅回落

土地出让金回落拖累下，政府性基金收入下滑；政府性基金支出增速抬升。5 月，政府性基金收入同比回落 7.6%，其中土地出让收入同比回落 9.8%、拖累政府性基金收入下滑 8.7 个百分点；政府性基金支出增速由负转正、同比增长 3.9%，或与地方

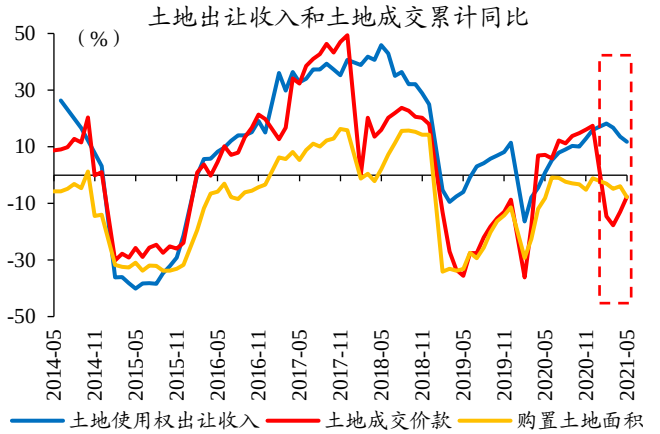
专项债发行节奏加快支持在建项目推进有关。

图9：政府性基金收支分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

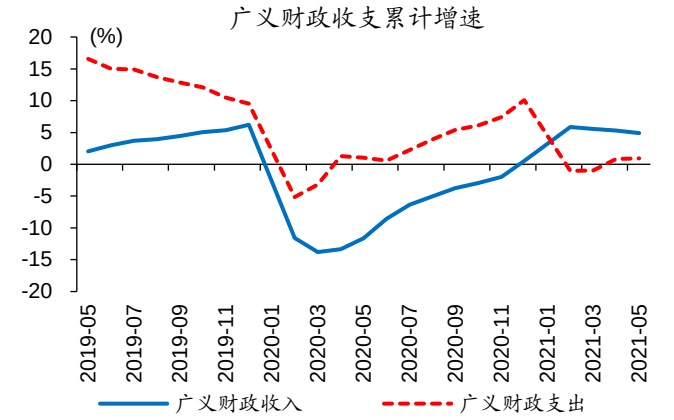
图10：年初来，土地成交回落、拖累土地收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

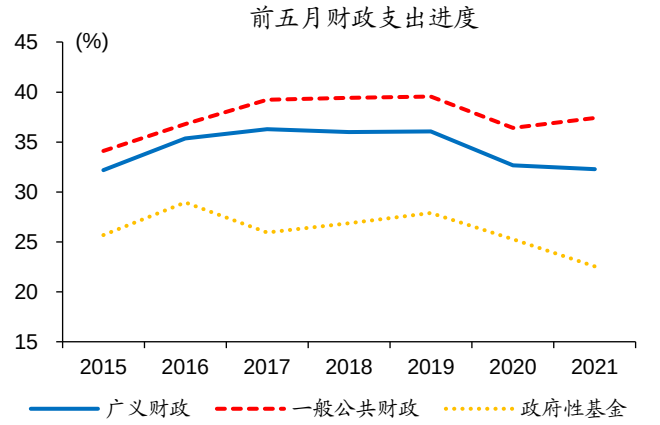
综合一般财政和政府性基金表现，广义财政支出依然偏慢。1-5 月，广义财政口径下支出累计同比仅为 0.9%、显著低于收入增速的 4.9%。从支出进度上来看，广义财政支出占全年预算的 32.3%，为 2016 年以来最低水平。其中，一般公共财政和政府性基金支出进度分别为 37.4%和 22.6%、均低于历史同期水平，但后者对于整体支出进度拖累更加明显。

图11：10 广义财政收支增速延续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

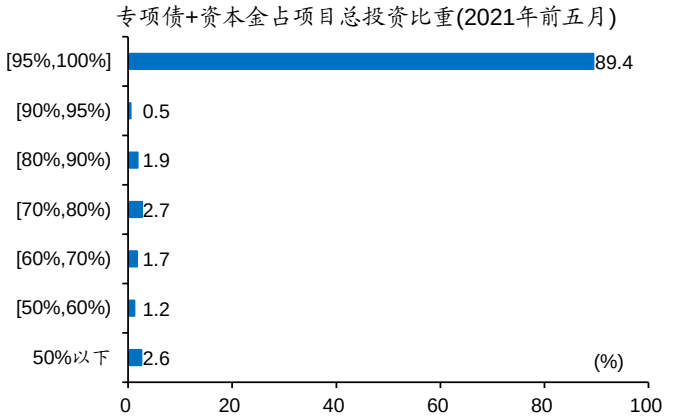
图12：7 月以来，广义财政支出增速维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

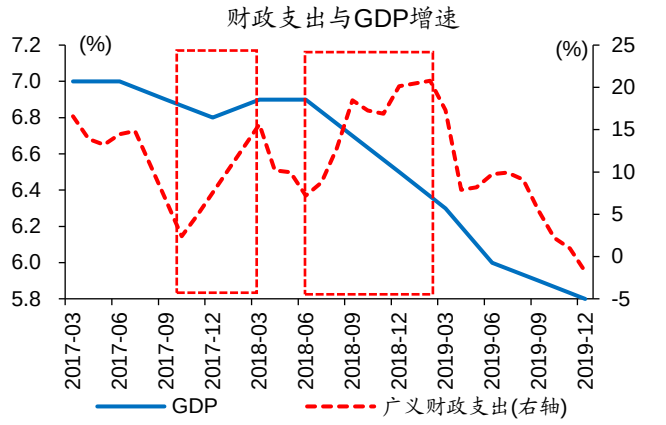
财政支出后置特征明显，但项目质量、债务压力等，决定了财政资金的杠杆效应有限，财政后置或较难改变经济趋势。财政重在“三保”、加快推动产业转型等，对传统基建支持力度下降。项目质量、债务压制等使得财政资金撬动杠杆有限。同时，过去几年经验显示，财政支出加快，并没有改变经济原有增长趋势。年内来看，经济高点已过、趋势显现，仅靠财政支出或较难改变下半年经济趋势。

图13：专项债项目资金来源显示财政能撬动杠杆有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：财政支出与经济增长并不必然相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

财政支出进度不及预期。

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_20264