

总量研究

全年公共预算支出增速可能突破预算安排达到 7.4%

——2021 年 7 月财政数据点评兼债市观点

要点

事件

2021 年 1-7 月财政收支情况：1) 2021 年 1-7 月全国一般公共预算收入 13.77 万亿元，同比增长 20%，税收收入同比增长 20.9%。2) 2021 年 1-7 月全国一般公共预算支出 13.79 万亿元，同比增长 3.3%，中央支出同比下降 5.5%；地方支出同比增长 4.8%。3) 2021 年 1-7 月全国政府性基金预算收入 4.70 万亿元，同比增速为 19.9%；政府性基金预算支出 4.94 万亿元，同比下降 6.8%。

点评

一般公共预算收入：继续维持高增长，全年预计增速可能达到 15.5%，与年初预算相比，可额外提供 1.36 万亿财政资金。我们假设了 3 种场景观察后续 8-12 月财政收入情况，认为今年 8-12 月公共预算收入增速降至 8% 左右的概率最大（与名义 GDP 大致相同），则全年财政收入规模将达到 21.13 万亿，全年增速将达到 15.5%，实现财政收入比预算多增加 1.36 万亿左右。这些新增的财政资金，将提供财政发力的额外力量，若能形成有效支出，对经济将形成有效支撑。

一般公共预算支出：多增的财政收入将支撑支出突破预算安排达到 7.4%，城乡社区事务、农林水事务、交通运输是亟待加大支出的领域，社会保障和就业也需要加大支出。在其他条件不变，假设财政多收 1.36 万亿，且全部用于当年的财政支出，则全年支出增速将达到 7.4%，收支都将突破明显突破预算安排，因此后续我们预计将看到各地出现预算调整的情况（参照往年时点，预计发生在 9、10 月）。综合两个观察维度，可以看到，城乡社区事务、农林水事务、交通运输是亟待加大支出的领域，而社会保障和就业同样也需要加大支出。

政府性基金预算：支出偏慢主要是由于专项债收支偏慢带来。7 月当月地方政府性基金收入和土地出让收入增速分别为 0.6% 和 -0.1%，均出现了明显下降；地方政府基金支出、土地出让相关支出同比增速分别为 -3.3% 和 7.1%，地方政府性基金预算支出仍然偏慢。地方政府性基金预算收支有两个重要项，专项债支出偏慢是地方政府性基金预算支出偏慢的主因。

债市观点

建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回复的思维，10Y 国债收益率重回 3% 以上是大概率事件。基本面方面，7 月经济数据整体稍弱决定政策需要适度发力。政治局会议召开后，政策动向逐渐清晰，财政政策加快发力是应有之义，政府债券正处于加快发行的通道中（本周政府债券净融资创年内新高），资金面已有趋稳收敛迹象。从中长期看，国债收益率取决于经济基本面的大逻辑没有变化，我国经济长期向好的基本面并没有变。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

相关研报

下半年是控制支出还是加快融资？——2021 年 6 月财政数据点评兼债市观点（2021-07-20）

财政是在后置支出吗？——2021 年 5 月财政数据点评兼债市观点（2021-06-20）

基建致投资环比下降较快，服务业带来消费修复提速——2021 年 5 月经济数据点评兼债市观点（2021-06-16）

财政状况尚处于恢复进程中——2021 年 3 月财政数据点评兼债市观点（2021-04-21）

1、事件

2021 年 8 月 20 日财政部公布 2021 年 1-7 月财政收支情况：

- 1) 2021 年 1-7 月全国一般公共预算收入 13.77 万亿元，同比增长 20%；其中税收收入同比增长 20.9%，非税收增长 14.7%。
- 2) 2021 年 1-7 月全国一般公共预算支出 13.79 万亿元，同比增长 3.3%；其中，中央本级支出 1.79 万亿元，同比下降 5.5%；地方支出 12.0 万亿元，同比增长 4.8%。
- 3) 2021 年 1-7 月全国政府性基金预算收入 4.70 万亿元，同比增速为 19.9%，其中土地出让收入 4.14 万亿元，同比增长 18%；政府性基金预算支出 4.94 万亿元，同比下降 6.8%，其中土地出让相关支出 3.80 万亿元，同比增长 13.1%。

2、点评

2.1、一般公共预算收入：继续维持高增长，全年预计增速可能达到 15.5%，与年初预算相比，可额外提供 1.36 万亿财政资金

2021 年 1-7 月全国一般公共预算收入 13.77 万亿元（完成预算进度的 69.7%，2020 年同期为 62.7%，进度稍快），同比增长 20%，两年平均增长 4.7%（前值为 4.2%）。其中税收收入同比增长 20.9%（两年平均增速为 5.0%，前值为 4.3%），非税收入同比增长 14.7%（两年平均增速为 3%，前值为 3.9%）。

今年年初两会，全年一般公共预算收入增速目标定的是 8.1%，目前完成的进度接近 70%。去年 8-12 月，公共预算收入是 6.82 万亿。而如果公共预算收入按照全年 8.1% 的增速测算，则今年 8-12 月，公共预算收入只需要完成 5.99 万亿，同比增速为 -12%，显然不切实际。

我们假设 3 种场景观察后续 8-12 月财政收入情况：

第一种场景是，今年 8-12 月公共预算收入与去年同期相同，则全年财政收入规模将达到 20.59 万亿，全年一般公共预算收入增速将达到 12.6%；

第二种场景是，今年 8-12 月公共预算收入增速与 1-7 月一致（也是 20%），则全年财政收入规模将达到 21.95 万亿；

第三种场景是，今年 8-12 月公共预算收入增速降至 8% 左右（与名义 GDP 大致相同），则全年财政收入规模将达到 21.13 万亿，全年增速将达到 15.5%。

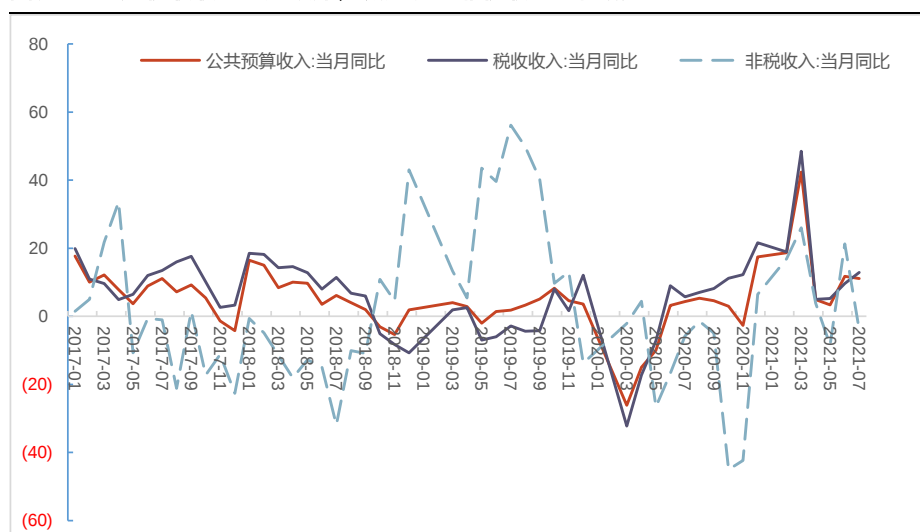
综合来看，第三种情况实现的概率最大，能够实现财政收入比预算多增加 1.36 万亿左右。这些新增的财政资金，将提供财政发力的额外力量，若能形成有效支出，对经济将形成有效支撑。

当月表现来看，测算下来，7 月全国一般公共预算收入为 2.06 万亿，当月同比增速达到了 11.1%（比 6 月下降 0.6 个百分点），两年平均增速为 7.6%（前值为 7.4%）；税收收入当月同比 12.9%（两年平均增速达到了 9.3%），非税收入当月同比 -4%（两年平均增速为 -4.9%）。从上述数据表现来看，税收收入的增速较高，整体来看税收恢复比较快，相应的也减少了对非税收入的征缴。

从主要税种来看，1-7 月国内增值税、消费税、企业所得税、个人所得税同比增速分别为 20.3%、10.3%、19.4% 和 24.1%。从中可以看到，目前增值税恢复情

况较好，这与我国经济供给端恢复较好的情况比较吻合；而消费税增长较慢，这与当前消费尚处于修复阶段。个税收入增速较快，则与 2019 年个税改革导致的基数相对较低有关。

图表 1：7 月税收收入增速较好，减少了对非税收入的征缴



2.2、一般公共预算支出：多增的财政收入将支撑支出突破预算安排达到 7.4%，城乡社区事务、农林水事务、交通运输是亟待加大支出的领域，社会保障和就业也需要加大支出

2021 年 1-7 月全国一般公共预算支出 13.79 万亿元，同比增长 3.3%（比 1-6 月下降 1.2 个百分点）；其中中央本级支出 1.79 万亿元，同比下降 5.5%（1-6 月为 -6.9%）；地方支出 12.0 万亿元，同比增长 4.8%（1-6 月为 6.4%）。

测算下来，7 月全国一般公共预算支出 1.63 万亿元（比 6 月少支出近 1.2 万亿，比 2020 年同期少支出 836 亿元），当月同比 -5%（3、4、5、6 月分别为 1.5%、-3.3%、2.8%、7.6%）。7 月财政支出明显偏慢，与一些领域的支出拨付时间比 2020 年有所延后有关。

当前，经济增速下行压力相对较大，后续需要财政加大发力：

首先，我们认为，今年两会设定的赤字债（中央赤字和地方一般债）基本会发完；第二，前文提到的今年财政收入端的良好表现，也将支撑支出突破之前设定的全年增速 1.8% 的计划安排。2020 年全年公共预算支出是 24.56 万亿元，按照 1.8% 增速安排，2021 年全年公共预算支出是 25.01 万亿。如果按照前文提到的财政多收 1.36 万亿，这些资金全部用于当年的财政支出，则公共预算支出总额将达到 26.37 万亿，全年支出增速将达到 7.4%，收支都将突破明显突破预算安排，因此后续我们预计将看到各地出现预算调整的情况（参照往年时点，预计发生在 9、10 月）。

对于需要加大投向的领域，我们可以这样观察：

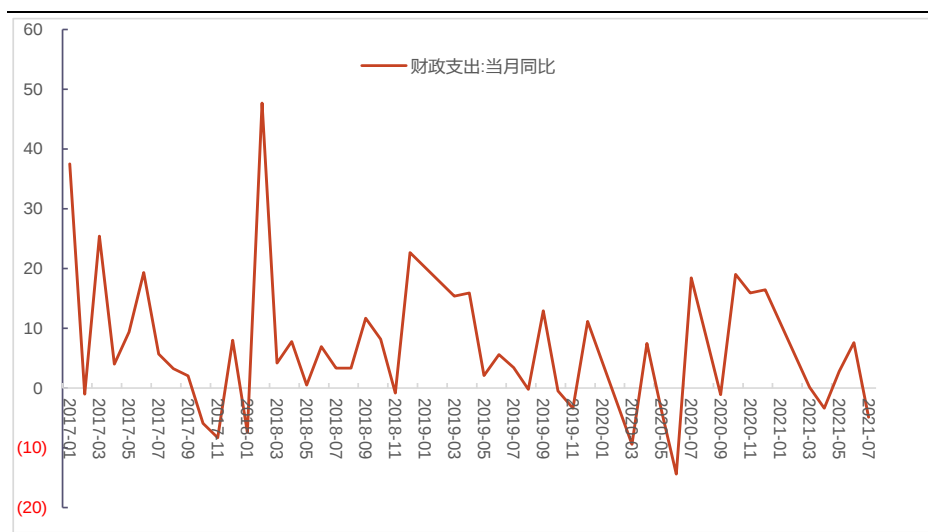
1) 教育、科学技术，社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务、交通运输是目前财政支出的重点领域。我们对比今年 1-7 月与 2020 年 1-7 月这些领域的

支出累计值，分别变动 1719、-114、607、-113、-754、-394 亿元，可以看出，科学技术、城乡社区事务、农林水事务、交通运输这些领域都需要加大支出。

2) 另外，我们还可以从支出占比情况来观察。2020 年 1-7 月，这 6 个领域占全年预算支出的比值分别为 7.8%、1.7%、8.5%、4.5%、4.8%、2.7%。如前文所述，如果今年全年公共预算支出总额达到 26.37 万亿，则上述领域 1-7 月支出占全年比重分别为 7.9%、1.6%、8.2%、4.1%、4.2%、2.3%，比 2020 年同期支出占比分别变动 0.12、-0.16、-0.36、-0.35、-0.62、-0.33 个百分点。社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务、交通运输均是需要加大支出的领域。

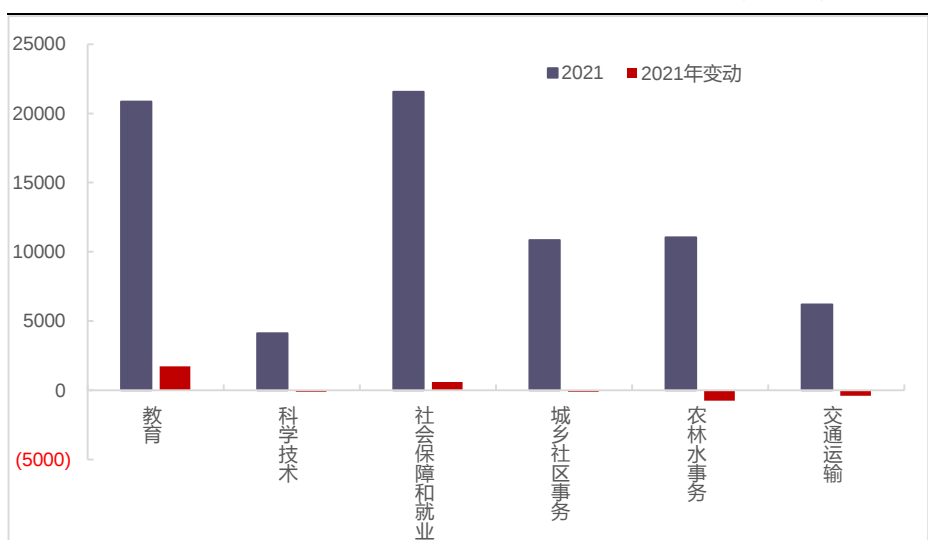
综合上述两个观察维度，可以看到，城乡社区事务、农林水事务、交通运输是亟待加大支出的领域，而社会保障和就业同样也需要加大支出。

图表 2：7 月一般公共预算支出进度偏慢



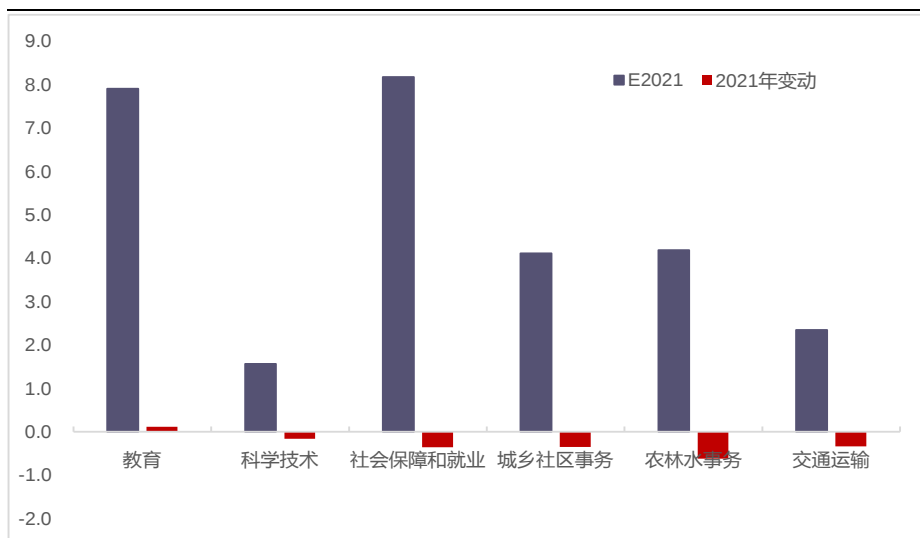
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：今年 1-7 月财政支出重要领域与去年同期支出相比变动情况（绝对值）



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：亿元

图表 4：今年 1-7 月财政支出重要领域占全年比重以及与去年同期相比变动情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：百分点

2.3、政府性基金预算：支出偏慢主要是由于专项债收支偏慢带来

政府性基金预算收入方面，1-7 月全国政府性基金预算收入累计 4.7 万亿元，同比增长 19.9%；地方政府性基金收入为 4.46 万亿，同比增长 19.4%，其中土地出让收入 4.14 万亿元，同比增长 18%。而 7 月当月，地方政府性基金收入和土地出让收入增速分别为 0.6%和-0.1%，均出现了明显下降。

政府性基金预算支出方面，1-7 月全国政府性基金预算支出 4.94 万亿元，同比增速为-6.8%；地方政府基金支出 4.81 万亿元，同比下降 7.9%，其中土地出让相关支出 3.80 万亿元，同比增长 13.1%。7 月当月地方政府基金支出、土地出让相关支出同比增速分别为-3.3%和 7.1%，7 月地方政府性基金预算支出仍然偏慢。

考虑到地方政府性基金预算收支有两个重要项，一个是土地出让的相关收支，另一个则是专项债对应的收支。土地出让对应的收支，我们可以看到 1-7 月同比增速为 13.1%，7 月当月增速为 7.1%，整体并不低，因此目前地方政府性基金预算支出偏慢，整体对应的应该就是专项债支出的偏慢。

3、债市观点

7 月以来，在资金面和情绪的推动下，10Y 国债收益率下降明显，7 月 30 日政治局会议召开后，政策动向逐渐清晰，叠加资金面趋稳收敛，国债收益率呈趋稳态势。

对于后续债券投资，我们仍建议继续保持均值回复的思维，对基本面、宏观政策要有理性的预期，10Y 国债收益率重回 3%以上是大概率事件。

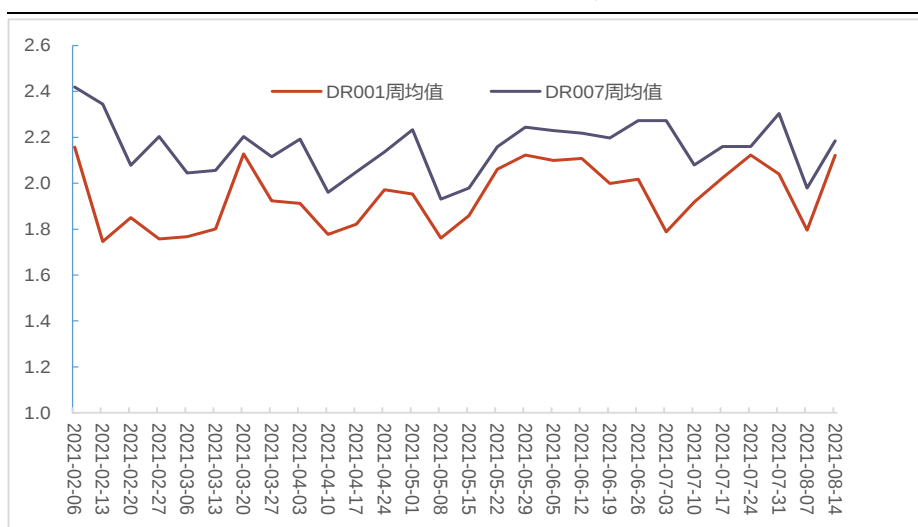
基本面方面，二季度 GDP 两年平均增速比一季度提高了 0.5 个百分点，环比增速比一季度提升 0.7 个百分点；名义 GDP 两年平均增速为 8%，从近 3 年表现来看也属于较高水平。7 月经济数据，如前文所述，整体相对疲弱，尤其是基建投资和服务类消费等领域。7 月核心 CPI 同比为 1.3%，比 6 月上升 0.4 个百分点，离疫情前只有一步之遥；环比为 0.3%，较 6 月提升 0.4 个百分点，提升幅

度为是 2018 年 4 月以来的高点。需要注意的是，二季度 GDP 平减指数达到了 5.7%，为 2017 年以来最高水平，说明通胀仍有一定压力。

宏观政策方面，7 月底政治局会议强调了“要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间”、“积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层‘三保’底线，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”、“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复”，后面几个月财政政策加快发力以经济形成一定支撑。

流动性方面，尽管当前流动性相对宽裕，但 8 月份 MLF 续作后，到年底还将有 3.05 万亿元 MLF 到期，且有大量的政府债券在等待发行，下半年流动性未必宽松。7 月下旬以来政府债供给提速。目前来看，政府债券正处于加快发行的通道中，本周政府债券净融资创年内新高。政府债券供给尽管不改变债市的趋势，但会在一定程度上对流动性形成干扰，投资者需要有此预期，做好流动性管理。

图表 5：2021 年 2 月以来资金市场利率整体在区间波动，近期资金有收敛迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 注：数据截至 2021 年 8 月 14 日

图表 6：8 月国债收益率呈趋稳态势



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_25408

