

2021年08月21日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316
联系人：樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn
方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

经济下行影响或已显现

——7月财政数据点评

相关报告

《7月经济数据点评：经济回落的原因不止是疫情》——2021-08-16

《《二季度货币政策执行报告》点评：如何理解降准后仍“稳字当头”的货币政策？》——2021-08-12

《7月贸易数据点评：真实的基本面可能略强于数据》——2021-08-08

《7月30日政治局会议点评：政策调整的信号更加明显》——2021-08-01

《7月PMI数据点评：制造业景气程度持续回落》——2021-07-31

事件：

7月全国一般公共预算收入同比增长11.0%，剔除基数效应后延续了6月的较高增速，明显强于去年四季度增长水平，主要得益非税收入因为一些特殊原因的较高增长，经济下行对税收增长的负面影响已经有所体现。7月份一般公共预算支出同比增速-4.9%，剔除基数效应后，延续了上半年财政支出偏低的状态，但7月以前几个月出现的支出完成预算进度与2018、2019年同期的差距不断拉大的局面并未恶化。7月政府性基金收入仍旧偏强，受集中供地影响的土地出让收入暂时高速增长已如期消退；基金支出增速仍处于较低水平，基金预算整体出现盈余。其中新增专项债发行进度仍落后于往年水平，为下半年乃至明年的财政稳增长留出余地。

投资要点：

■ 财政收入增速稳定，预算完成进度仍位十年新高

财政收入增速与6月大体相当，略有上行。7月公共财政收入增速录得11.0%。如果假设去年7月份的财政收入增速与去年四季度的水平（5.9%左右）大体相当以剔除基数效应（方法下同），我们估算当前的收入同比增速强于去年四季度5.9%的平均增速水平，与6月增速大体相当，甚至略有上行。具体而言，中央财政收入当月同比增长8.7%，剔除基数后在上月基础上继续回升；地方财政收入当月同比13.4%，剔除基数后较6月有所回落。

税收收入延续6月水平，非税收入增速稍有回落，仍居高位。财政收入中税收收入当月同比增长12.9%，剔除基数后与6月增速水平大体相当，但弱于2020年四季度15%的平均增速——说明经济的下滑对税收是有影响的。反过来，非税收入当月同比增长-4.0%，剔除基数效应后，较6月的高增速稍有回落，但仍处于高位，显著高于去年四季度的增长水平-27%——财政收入整体剔除基数好于去年四季度主要与非税收入有关。

与6月相同，税收收入增速的延续主要受企业所得税及进出口相关税种支撑。从税收收入细项来看，与6月一致，占比较高的税种中，仍然是企业所得税与进口相关税种（进口环节增值税、外贸企业出口退税以及关税）在剔除基数后明显高于去年四季度水平，对税收

收入延续 6 月增速水平构成支撑；而国内消费税、增值税、个人所得税剔除基数后依然远远弱于去年四季度水平，其中国内消费税与个人所得税增速较 6 月有所回升，增值税则较 6 月回落。

非税收入居高并非受到基本面支撑，而是主要由三方面因素拉动。虽然 7 月经济整体回落，但非税收入仍维持了较高增速，在财政部解读上半年财政收支情况的新闻发布会上，财政部国库支付中心主任刘金云解释¹，主要有三种因素拉动了非税收入的高速增长，包括随增值税等附征的教育费附加等专项收入的快速增长，国有资源有偿使用收入的增长、对部分垄断行为的行政罚款等带动的罚没收入增长等，我们预计相关因素对 7 月非税收入增长也有较大贡献。

预算完成进度仍位十年新高。从财政收入实现全年预算收入的进度来说，今年上半年财政收入占全年预算收入的比率为 69.7%，位于近十年来的新高，主要是由于 2021 财政收入预算增速处于极低的水平。具体而言，若以假设 2020 年的前三个季度财政收入的同比增速与四季度相同来剔除基数效应，并以全年财政收入近似替代财政收入预算，则剔除基数效应后 2021 年的财政收入预算同比下降约 1.9%，处于非常低的水平。

■ 财政支出整体持续放缓，预算完成进度差距不再拉大

财政支出整体持续放缓。7 月财政支出同比增长-4.9%，剔除基数效应后，今年 7 月的支出增速延续了上半年财政支出的放缓节奏，明显弱于去年四季度增速水平。

具体而言，剔除基数效应后，中央财政支出依旧偏弱，低于 2020 年四季度 3.1% 的平均增速；地方财政支出增速也处于极低水平，远弱于 2020 年第四季度 20.5% 的增速。

从支出分项来看，剔除基数效应后，除节能环保外，其余支出细项增速均弱于 2020 年四季度水平，其中，6 月增速强于去年末的农林水事务再度走弱；总体而言，城乡社区事务、交通运输以及卫生健康支出的偏弱仍持续拖累财政支出的增长。

财政支出进度较疫情前差距拉大的趋势或受到控制。剔除基数效应后的财政支出弱于去年四季度平均增速，与预算收入安排增速较低以及财政赤字缩减——全年财政支出预算增速仅有 1.8%——整体来说相匹配。但就完成全年预算的进度而言，财政支出有所回升，1-7 月财政支出完成了全年预算的 55.1%，与 2018、2019 年差距不断拉大的局面受到控制（4、5、6、7 月差距依次为 1.3%、2.1%、4.2%、4.1%）。

¹ 2021 年上半年财政收支情况新闻发布会文字实录
http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202107/t20210720_3739270.htm

从7月需求与生产端疲弱的经济数据以及从政治局会议的部署来看，财政政策已发出调整的信号，财政支出进度或有望加快。

■ 政府性基金收入偏强，基金支出仍处于较低水平

7月全国政府性基金收入7,889亿元，同比增长2.5%，剔除基数效应后，强于去年四季度增速水平，但较上月明显回落，主要由于6月土地出让金高增带来的短期扰动已经消退，7月土地出让金收入增速如期回落，约为0%（前值18.1%）。我们在6月财政数据点评中的判断——由于下半年地产投资在政府调控下存在下行压力（《下半年宏观经济展望》），叠加前期集中供地影响消退，土地出让金的反弹可能仅仅是短期波动——得到一定的验证。

7月全国政府性基金支出7,667亿元，同比增长-1.4%，剔除基数效应后虽较6月有明显回升，但仍略弱于去年四季度增速水平，其中中央本级政府性基金支出增速再度加快，而地方政府性基金支出降幅虽有收窄，但仍弱于去年四季度水平——财政政策在政府基金预算下仍较为疲弱。由于收入偏强而支出偏弱，7月政府基金预算整体出现盈余。

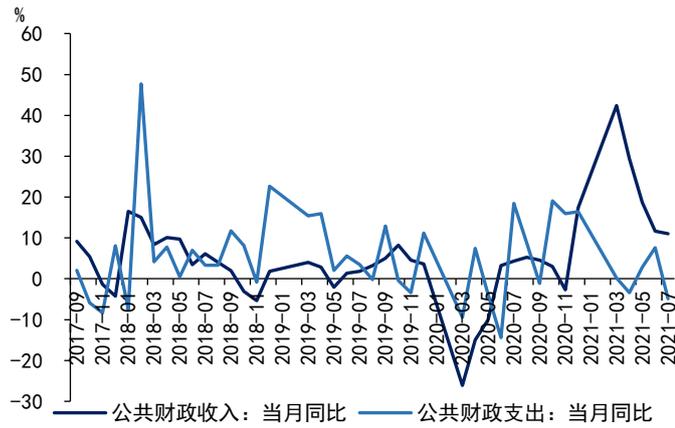
专项债发行进度仍落后但差距缩窄，今年发行节奏或有所变化。7月新增专项债发行3,403亿元，延续了6月较快的发行速度。但由于年初专项债发行速度较慢，目前今年新增专项债发行进度仍明显落后于19、20年。1-7月完成全年限额的37%，远不及2020年同期的60%与2019年的78%。当然，近两个月的加速发行导致与前两年同期发行进度平均值的差距已缩窄至-32%（6月为-34%）。近期，四川、重庆、浙江等地财政厅等均发布预算调整方案，将“统筹安排今明两年新增地方政府债券，按照财政部统一部署，适当预留部分2021年新增债券额度于12月发行并结转至2022年使用，确保2022年一季度重大项目资金需求”²，以对冲明年今年下行压力。因此不同于往年12月发债较少，今年12月专项债发行量很有可能占总额度比重不小。

我们预计8月新增专项债发行或继续加速，带动政府性基金支出增速持续回升。此外，考虑到7月新增专项债发行规模仍高于政府基金预算赤字的规模，一些发债收入可能没有完成支出。这些资金也为未来政府基金预算下的财政支出的增长提供了资金储备。

风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

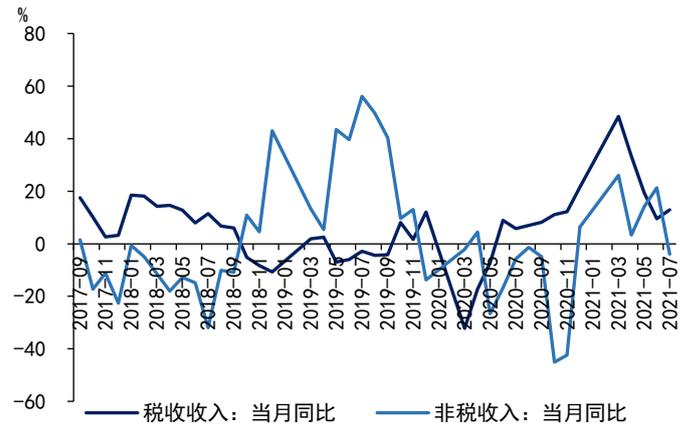
² 四川省财政厅，《2021年预算调整方案及1至6月预算执行情况的报告》

图表 1: 公共财政收支增速



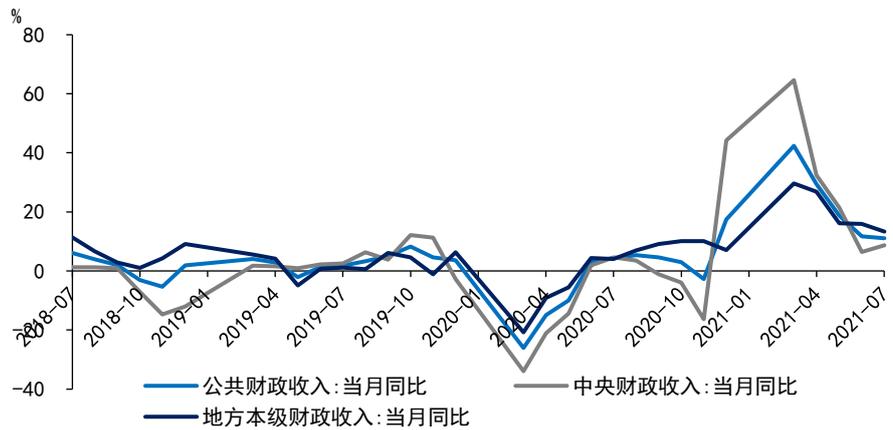
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 2: 税收收入与非税收入增速



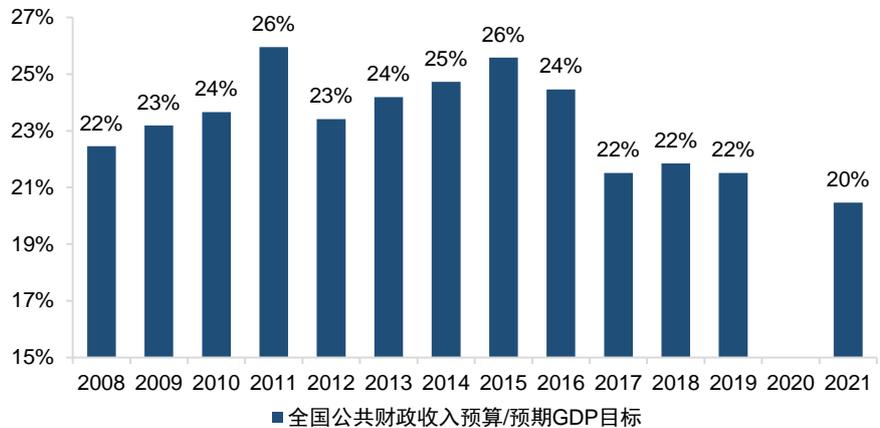
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 3: 财政收入细项



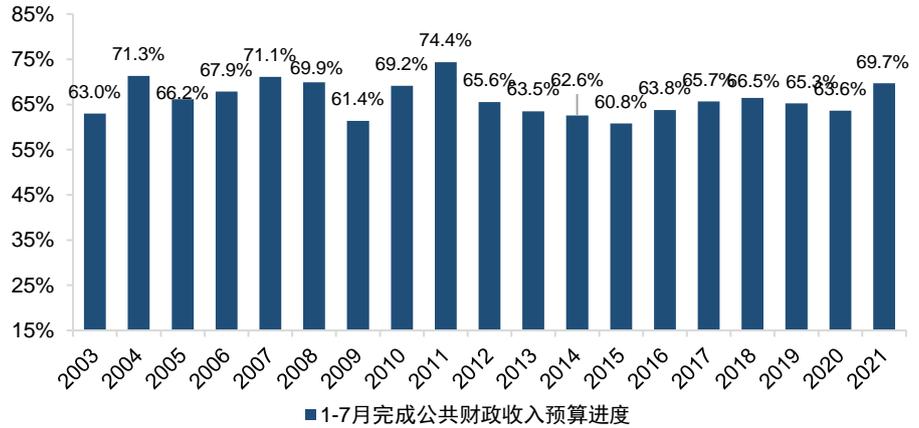
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 2021 年公共财政收入预算目标占 GDP 目标比重下降



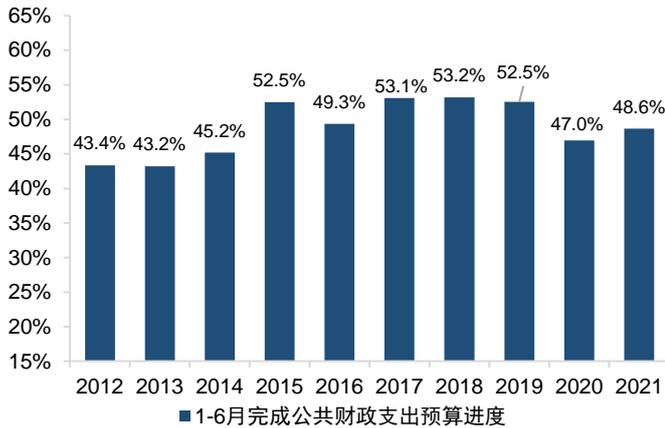
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 2021 年 1-7 月完成财政收入预算进度快于往年



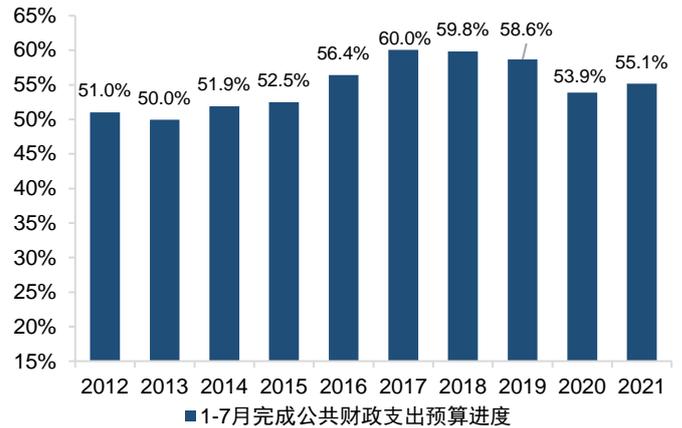
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: 2021 年 1-6 月完成财政支出预算进度



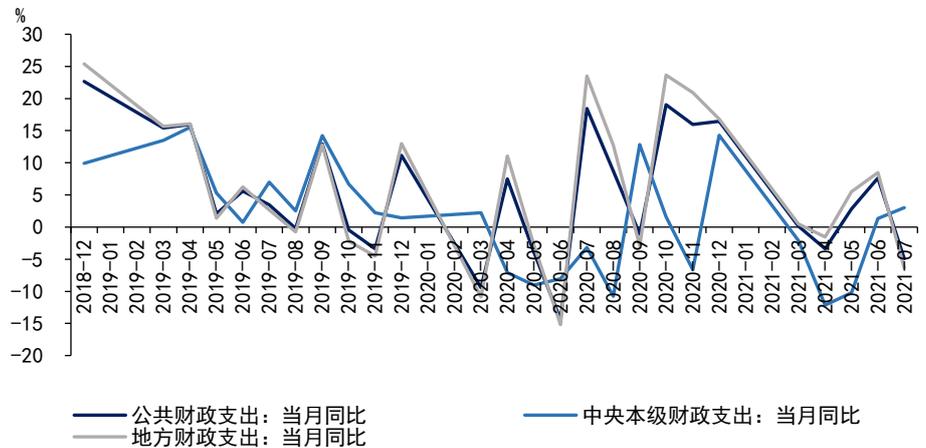
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 2021 年 1-7 月完成财政支出预算进度



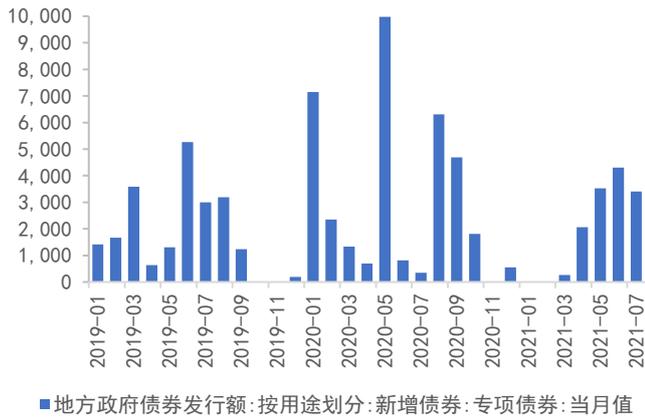
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 8: 财政支出分项



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 地方政府专项债当月新增发行额 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 10: 地方政府专项债累计发行额 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

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_25748



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>