

2021年09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

经济下行影响持续显现

——8月财政数据点评

相关报告

《8月经济数据点评：经济增长继续低迷》——2021-09-15

《8月贸易数据点评：出口金额年内或难以显著下行》——2021-09-07

《8月PMI数据点评：订单加速回落值得关注》——2021-08-31

《7月工业企业利润数据点评：工业企业利润增速下行过程中的小反弹》——2021-08-31

事件：

8月全国一般公共预算收入同比增长2.7%，剔除基数效应后较上月显著回落，也明显弱于去年四季度增长水平，经济下行的负面影响持续显现。8月份一般公共预算支出同比增速6.2%，剔除基数效应后与上月基本相当，延续了上半年财政支出偏低的状态，但支出完成预算进度与2018、2019年同期的差距正逐渐缩小，支出完成进度略有加快。剔除基数后，8月政府性基金收入持续下滑，地产下行压力有所体现；基金支出处于低位震荡状态；其中新增专项债发行进度仍落后于往年水平，部分与财政的跨年度调节有关，为明年的财政稳增长留出余地。

投资要点：

■ 财政收入增速显著回落，预算完成进度仍处十年新高

财政收入增速较7月显著回落。8月公共财政收入增速录得2.7%。如果假设去年8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较7月显著回落，也明显弱于去年四季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。具体而言，上半年中央财政收入增速（剔除基数）虽有波动，但整体较为低迷8月再度明显回落；地方财政收入月度波动较大，8月也出现明显下滑。

税收、非税收入双双下滑。财政收入中税收收入当月同比增长8.1%，剔除基数后较7月有明显下滑，且远弱于去年四季度15%的平均增速——经济的下滑对税收的影响持续显现。非税收入当月同比增长-19.8%，剔除基数效应后也较7月大幅下降。

企业所得税明显下降，拖累税收收入。从税收收入细项来看，与6、7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）在剔除基数后高于去年四季度水平；而国内消费税、增值税、个人所得税剔除基数后弱于去年四季度水平。不同的是，8月企业所得税增长水平出现了大幅的下滑，是拖累税收收入明显放缓的主要原因。

三大非基本面因素不再，非税收入回落。上月非税收入居于较高水平并非受到基本面支撑，而是主要由三方面因素拉动，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。因此，我们认为 8 月非税收入的回落也在情理之中，可能意味着 7 月三大因素的影响已经消退。

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 75.9%，仍位于近十年来的新高，主要是由于 2021 财政收入预算增速剔除基数处于极低的水平。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，则后 2021 年的财政收入预算同比较去年财政收入剔除基数效应后下降约 1.9%，处于非常低的水平。

■ 财政支出保持平稳，预算完成进度如期加快

财政支出整体保持平稳，处于较低水平。8 月财政支出同比增长 6.2%，剔除基数效应后，与 7 月增速水平相当，延续了上半年财政支出的放缓节奏，当然明显弱于去年四季度——本轮经济复苏产出缺口最高时期的增速水平。具体而言，剔除基数效应后，中央、地方财政支出增速均与 7 月大体相当。

从支出分项来看，剔除基数效应后，8 月增速强于去年四季度水平的细项除上月唯一的节能环保外，新增科学技术与农林水事务。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依旧持续拖累着财政支出的增速。

进度较疫情前差距如期缩小。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，1-8 月财政支出完成了全年预算的 62.1%，与 2018、2019 年的差距如我们之前预期有所逐渐缩小（6、7、8 月差距依次为 4.2%、4.1%、3.9%），说明支出进度有所加快。

■ 政府性基金收入持续下滑，基金支出低位震荡

8 月全国政府性基金收入 6,726 亿元，同比增长-14.4%，剔除基数效应后，延续上月大幅下滑的态势，且明显弱于去年四季度水平。主要由于 8 月土地出让金收入增速持续回落，约为-17.5%（7 月 0.01%，8 月 18.1%），与近期土地市场偏冷相一致，地产投资在政府调控下的下行压力有所体现。

全国政府性基金支出自 3、4 月持续回升至 5 月的相对高点后，便处于低位震荡状态，剔除基数后除 5 月外均弱于去年四季度增速水平。8 月全国政府性基金支出 9,847 亿元，同比增长-9.7%，剔除基数后较上月明显回落，可能部分地与专项债加快仍不及预期有关。其中，

8月中央本级政府性基金支出增速剔除基数后大幅回落,而地方政府性基金支出也有所放缓。

专项债发行进度仍落后,今年发行节奏或有所变化。虽然8月新增专项债发行4,884亿元,在发行量上延续了6-7月较快的发行节奏,较上半年有所加速,但由于年初专项债发行速度较慢,今年新增专项债发行进度仍明显落后于19、20年:1-8月完成全年限额的50%,远不及2020年同期的77%与2019年的93%。

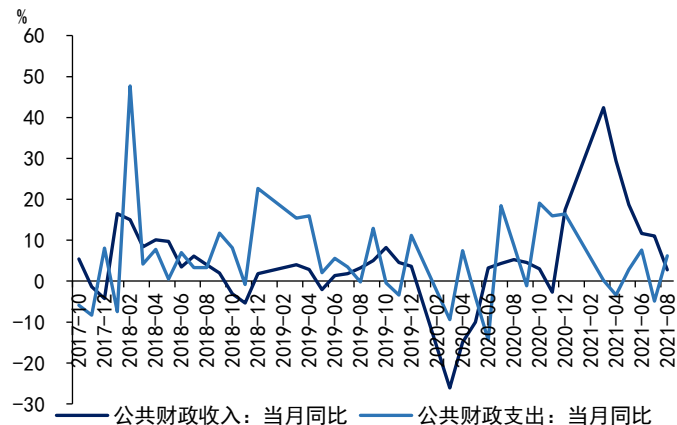
同时,8月单月完成预算进度明显慢于往年同期也导致了专项债发行进度与前两年差距的再度拉大(约3%)。我们认为,这可能与专项债的跨年度调节有关¹——不同于往年12月发债较少,今年12月专项债发行量很有可能占总额度比重不小。

我们预计9月新增专项债发行或加速,带动政府性基金支出增速有所回升。此外,考虑到8月新增专项债发行规模仍高于政府基金预算赤字的规模,一些发债收入可能仍没有完成支出。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

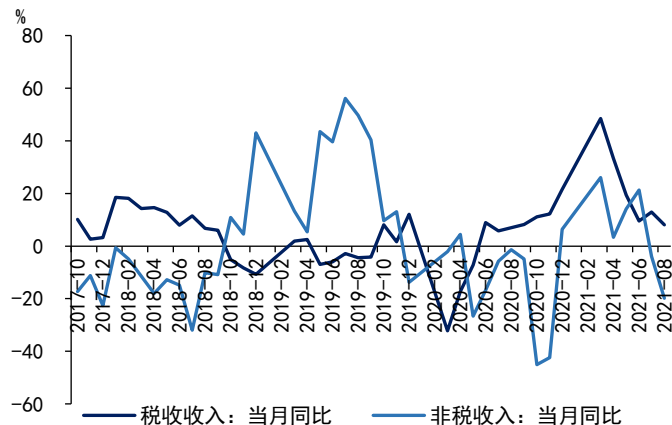
¹ 近期,四川、重庆、浙江等地财政厅等均发布预算调整方案,将“统筹安排今明两年新增地方政府债券,按照财政部统一部署,适当预留部分2021年新增债券额度于12月发行并结转至2022年使用,确保2022年一季度重大项目资金需求”——四川省财政厅,《2021年预算调整方案及1至6月预算执行情况的报告》。

图表 1: 公共财政收支增速



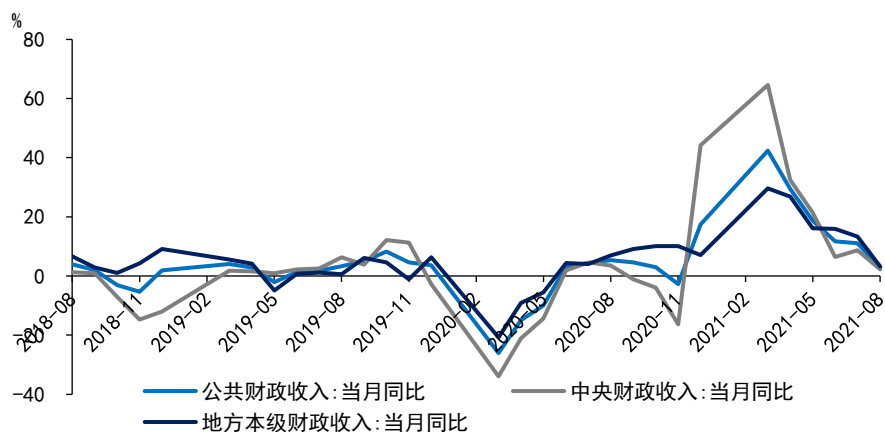
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 2: 税收收入与非税收入增速



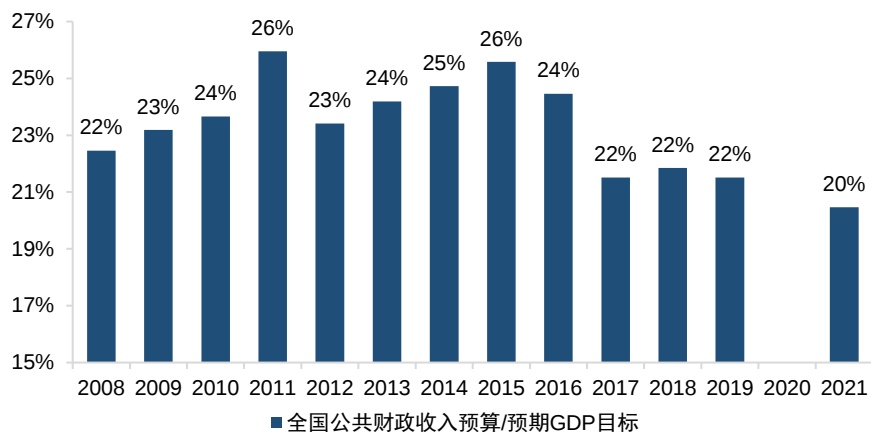
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 3: 财政收入细项



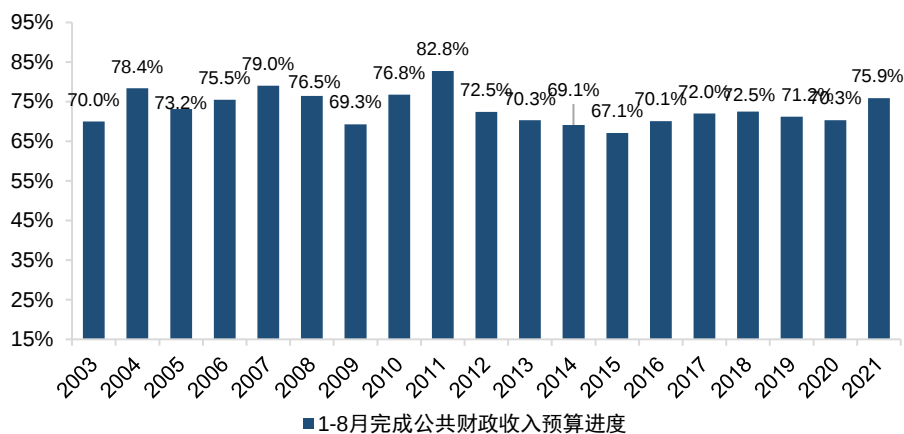
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 2021 年公共财政收入预算目标占 GDP 目标比重下降



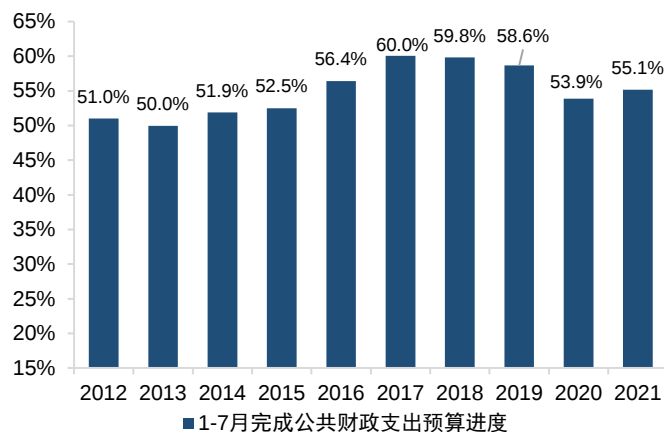
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5：2021 年 1-8 月完成财政收入预算进度快于往年



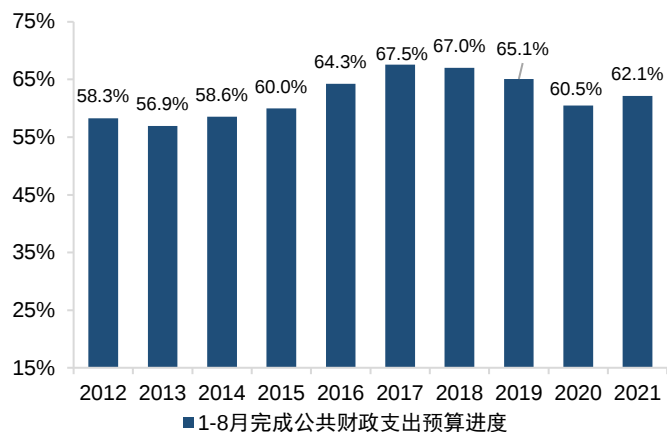
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：2021 年 1-7 月完成财政支出预算进度



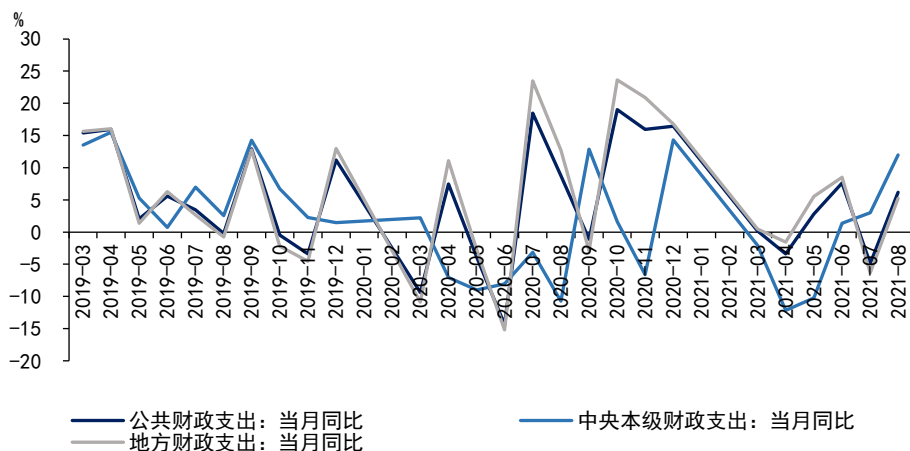
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：2021 年 1-8 月完成财政支出预算进度



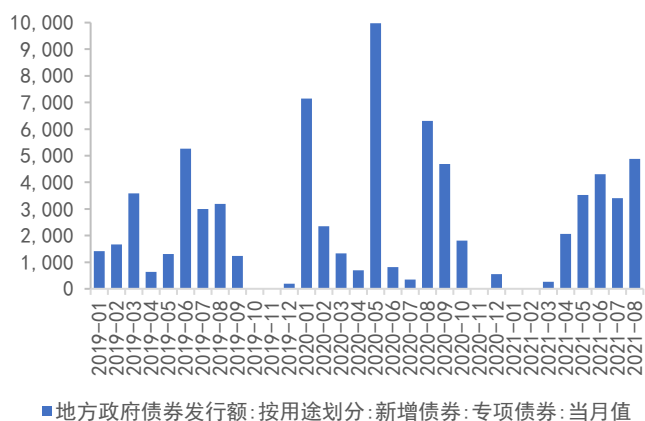
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：财政支出细项



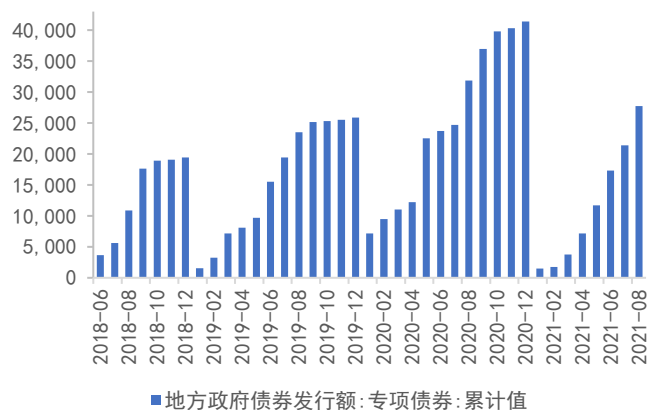
资料来源：Wind，国海证券研究所

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_26778

