

总量研究

支出如期提速，但后续仍需继续加快

——2021年8月财政数据点评兼债市观点

要点

事件

2021年1-8月财政收支情况：1) 2021年1-8月全国一般公共预算收入15.01万亿元，同比增长18.4%，其中税收收入同比增长19.8%；2) 2021年1-8月全国一般公共预算支出15.54万亿元，同比增长3.6%；3) 2021年1-8月全国政府性基金预算收入5.37万亿元，同比增速为14.2%；政府性基金预算支出5.92万亿元，同比下降7.3%。

点评

一般公共预算收入：8月当月增速已经明显下降，与当前基本面情况大致匹配；全年预计增速可达15%左右，与年初预算相比，大约可额外提供1.2万亿财政资金。8月全国一般公共预算收入为1.24万亿，当月同比增速达到了2.7%（比7月下降近9个百分点），收入增速已经出现明显下降，这与当前基本面表现较弱是比较匹配的。我们假设了3种场景观察后续9-12月财政收入情况，认为一般公共预算收入全年增速大致在15%左右，能够实现财政收入比预算多增加1.2万亿左右。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：8月如期提速，多增的财政收入将支撑支出突破预算安排达到6.7%；预算内基建投资如期加快，后续财政支出仍需加快。8月全国一般公共预算支出1.73万亿元（比7月多支1200亿），当月同比6.2%，8月财政支出已经开始加速，8月当月财政收支出现了5000亿的缺口。如果全年财政多收1.2万亿，全年一般公共预算支出总额将达到26.21万亿，支出增速将达到6.7%，收支都将明显突破预算安排。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，而财政目前整体支出仍偏慢，需要整体加快。

政府性基金预算：土地出让收入增速下滑明显，支出偏慢主要是由于专项债收支偏慢带来。8月当月土地出让收入增速分别为-17.5%，增速下降非常明显（前值为-0.1%）。8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-6.5%和18.4%，8月地方政府性基金预算支出仍然偏慢，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

后续影响债市走势的重要因素，基本面方面，7月经济数据整体较弱，但8月经济数据整体并没有进一步滑坡，结合政策端表现，基本面有触底的迹象；宏观政策方面，我们认为，下一阶段货币政策将是稳健的，即MLF利率较难出现变化，DR007利率也仍将继续以7D OMO利率为中枢波动，财政政策对经济的托底作用也将逐渐显现。**对于后续债券投资，建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回归的思维，我们认为10Y国债收益率回到3%以上是大概率事件。**

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@ebcn.com

分析师：危玮肖

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

分析师：李枢川

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

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebcn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebcn.com

相关研报

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（2021-08-20）

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）

1、事件

2021年9月17日财政部公布2021年1-8月财政收支情况：

- 1) 2021年1-8月全国一般公共预算收入15.01万亿元，同比增长18.4%；其中税收收入同比增长19.8%，非税收增长10.4%。
- 2) 2021年1-8月全国一般公共预算支出15.54万亿元，同比增长3.6%；其中，中央本级支出2.05万亿元，同比下降3.6%；地方支出13.5万亿元，同比增长4.8%。
- 3) 2021年1-8月全国政府性基金预算收入5.37万亿元，同比增速为14.2%，其中土地出让收入4.71万亿元，同比增长12.1%；政府性基金预算支出5.92万亿元，同比下降7.3%，其中土地出让相关支出4.43万亿元，同比增长13.8%。

2、点评

2.1、一般公共预算收入：8月当月增速已经明显下降，与当前基本面情况大致匹配；全年预计增速可达15%左右，与年初预算相比，大约可额外提供1.2万亿财政资金

2021年1-8月全国一般公共预算收入15.01万亿元（完成预算进度的75.6%，2020年同期为69.3%，进度明显偏快），同比增长18.4%，两年平均增长4.6%（前值为4.7%）。其中税收收入同比增长19.8%（两年平均增速为5.2%，前值为5.0%），非税收入同比增长10.4%（两年平均增速为1.3%，前值为2.8%），税收收入增速仍维持在较高位置。

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%，目前完成的进度超过了75%。去年9-12月，公共预算收入是5.61万亿。而如果公共预算收入按照全年8.1%的增速测算，则今年9-12月，公共预算收入只需要完成3.76万亿（=18.77-15.01），同比增速为-33%，显然不切实际。

我们假设3种场景观察后续9-12月财政收入情况：

第一种场景是，今年9-12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20.62万亿（=15.01+5.61），全年一般公共预算收入增速将达到12.7%；

第二种场景是，今年9-12月公共预算收入增速降至8%左右（与下半年名义GDP大致相同），则全年财政收入规模将达到21.07万亿，全年增速将达到15.2%。

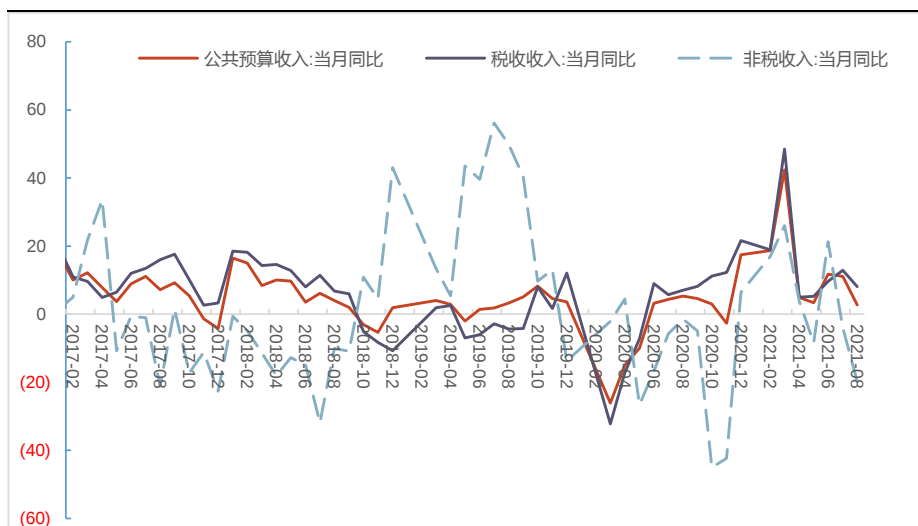
第三种场景是，今年9-12月公共预算收入增速降至5%左右（比下半年名义GDP大致低），则全年财政收入规模将达到20.9万亿，全年增速将达到14.3%。

综合来看，2021年一般公共预算收入全年增速大致在15%左右，能够实现财政收入比预算多增加1.2万亿左右。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。

当月表现方面，测算下来，8月全国一般公共预算收入为1.24万亿，当月同比增速达到了2.7%（比7月下降近9个百分点），两年平均增速为4%（前值为7.6%）；税收收入当月同比8.1%（两年平均增速达到了7.6%），非税收入当月同比-19.8%（两年平均增速为-11.1%）。从上述数据表现来看，8月财政收入增速已经出现明显下降，这与当前基本面表现较弱是比较匹配的。

从主要税种来看，8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8.5%、22.3%、-6.5%和15.1%。从中可以看到，目前增值税和消费税仍保持在较高增速，这主要受益于国内工业品端尤其是上游居高不下的价格水平；而企业所得税增速出现了明显下降（7月当月为26.7%），这与当期经济增速下行压力较大紧密联系。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 1：8月财政收入增速出现了明显下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、一般公共预算支出：8月如期提速，多增的财政收入将支撑支出突破预算安排达到6.7%；预算内基建投资如期加快，后续财政支出仍需加快

2021年1-8月全国一般公共预算支出15.53万亿元，同比增长3.6%（比1-7月上升0.3个百分点）；其中中央本级支出2.05万亿元，同比下降3.6%（1-7月为-5.5%）；地方支出13.49万亿元，同比增长4.8%（1-7月为4.8%）。

测算下来，8月全国一般公共预算支出1.73万亿元（比7月多支1200亿），当月同比6.2%（3、4、5、6、7月分别为1.5%、-3.3%、2.8%、7.6%、-5%）。从数据表现来看，8月财政支出已经如政策要求开始提速，也使得8月当月财政收支出现了5000亿的缺口。

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1.2万亿，这些资金全部用于当年的财政支出，则一般公共预算支出总额将达到26.21万亿，全年支出增速将达到6.7%，收支都将突破明显突破预算安排，因此我们预计后续各地将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：

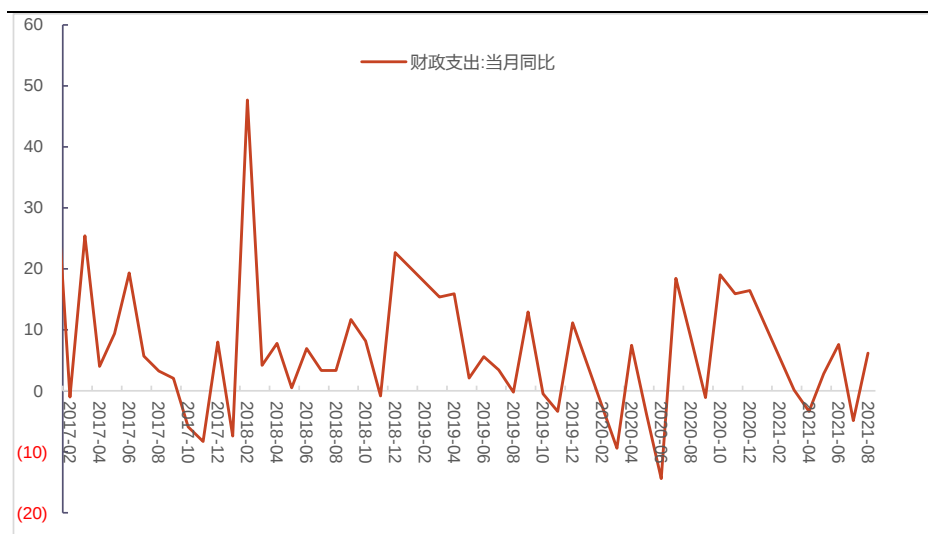
1) 教育、科学技术、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务、交通运输是目前财政支出的重点领域。我们对比今年1-8月与2020年1-8月这些领域的支出累计值，分别变动1691、-43、546、49、-409、492亿元（1-7月的情况

为 1719、-114、607、-113、-754、-394 亿元），说明科学技术、城乡社区事务、农林水事务、交通运输方面支出均有所加快，这个与我们此前关于预算内基建投资加速的判断是一致的。

2) 另外，我们还可以从支出占比情况来看。2020 年 1-8 月，这 6 个领域占全年预算支出的比值分别为 8.7%、1.9%、9.4%、5%、5.5%、3%。如前文所述，如果今年全年公共预算支出总额达到 26.21 万亿，则上述领域 1-8 月支出占全年比重分别为 8.8%、1.8%、9.1%、4.7%、5.0%、2.7%，除交通运输之外，其他项支出均比 2020 年同期支出要少，说明财政支出是整体偏慢的。

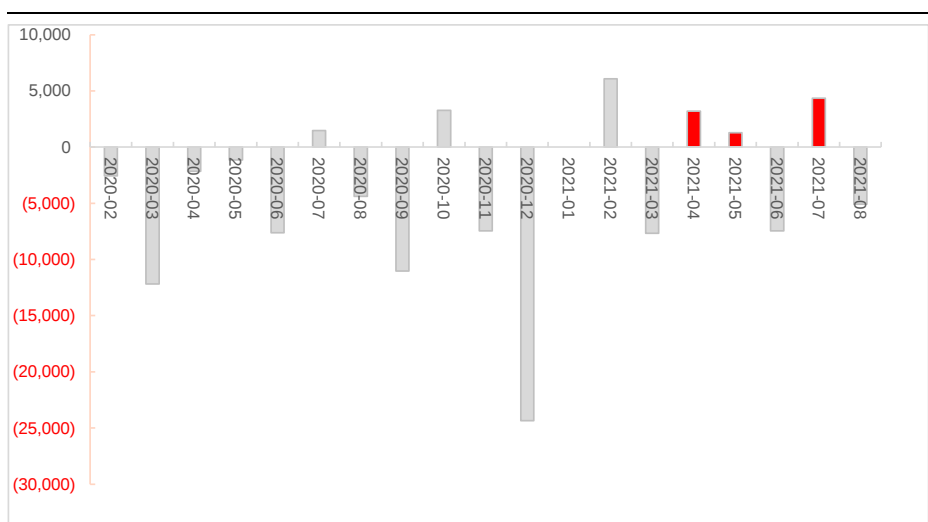
综合上述两个观察维度，可以看到，城乡社区事务、农林水事务、交通运输是亟待加大支出的领域，而财政目前整体支出仍偏慢，需要整体加快。

图表 2：8 月一般公共预算支出进度提速



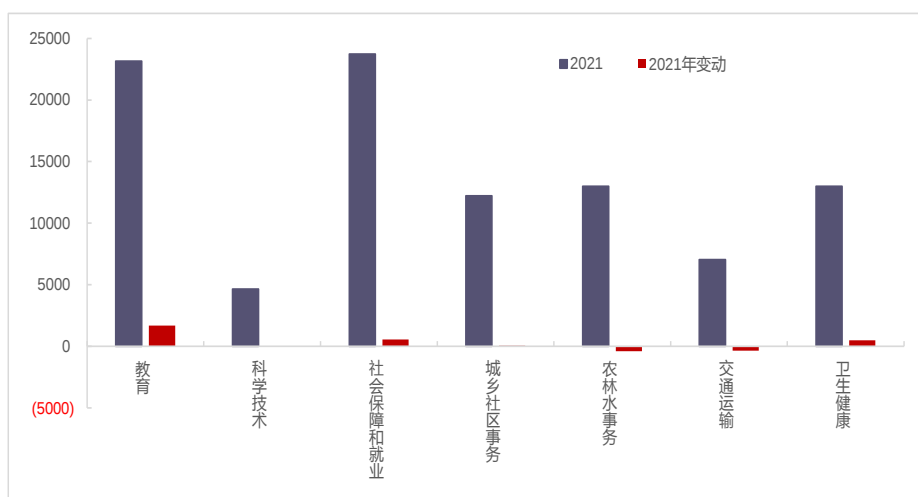
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：8 月当月财政收支出现 5000 亿的缺口



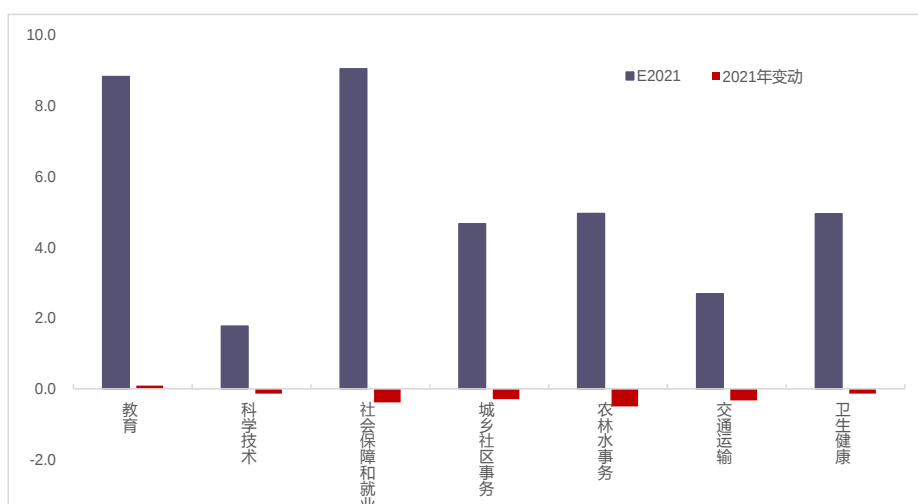
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：亿元

图表 4：今年 1-8 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 5：今年 1-8 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：土地出让收入增速下滑明显，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，1-8 月全国政府性基金预算收入累计 5.4 万亿元，同比增长 14.2%；地方政府性基金收入为 5.08 万亿，同比增长 13.6%，其中土地出让收入 4.71 万亿元，同比增长 12.1%。8 月当月，地方政府性基金收入和土地出让收入增速分别为-15.9%和-17.5%，均出现了明显下降，土地出让收入当月增速持续下降，且 8 月增速下降非常明显（前值为-0.1%）。

政府性基金预算支出方面，1-8 月全国政府性基金预算支出 5.92 万亿元，同比增速为-7.3%；地方政府基金支出 5.76 万亿元，同比下降 7.6%，其中土地出让相关支出 4.43 万亿元，同比增长 13.8%。8 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-6.5%和 18.4%，8 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。土地出让对应的支出，我们可以看到 1-8 月同比增速为 13.8%，8 月当月增速为 18.4%，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

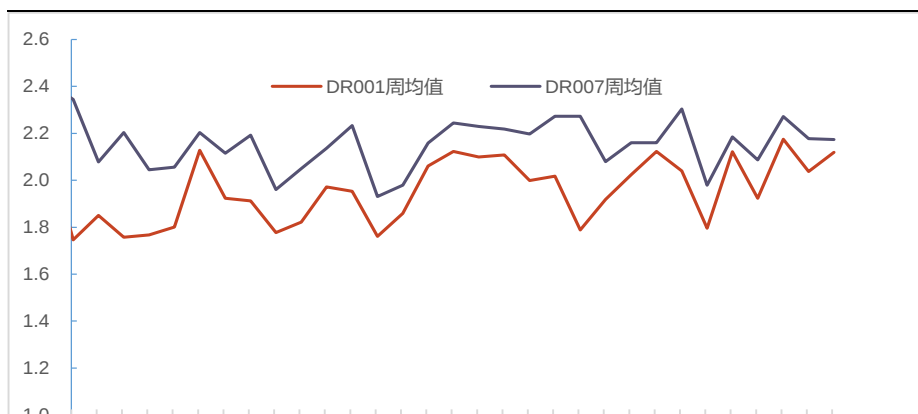
回溯今年三季度以来债券市场的走势，资金市场方面，7 月下旬以来 DR001、DR007 整体处于窄幅波动状态，近期有所攀升，但持续向上或向上的情况并没有出现；国债收益率方面，8 月中旬以来，短端利率持续向上（9 月 17 日 1Y 品种到期收益率为 2.40%，较 8 月初低点 2.13% 上升 27bp），但长端利率上升有限（9 月 17 日 10Y 品种到期收益率为 2.88%，较 8 月初低点 2.80% 上升 8bp），期限利差持续下降。

后续影响债市走势的重要因素，基本面方面，7 月经济数据整体较弱，但 8 月经济数据整体并没有进一步滑坡，结合政策端表现，基本面有触底的迹象。

宏观政策方面，9 月 7 日国务院政策例行吹风会上，央行强调判断流动性最重要的指标是观察市场利率，特别是 DR007，在目前的条件下，可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行；财政政策方面，8 月以来政府债供给提速，本周（9 月 13-19 日）政府债券净融资则创年内第二高，财政支出从 8 月起有加快迹象，后续继续加快的可能性较大。我们认为，下一阶段货币政策将是稳健的，即 MLF 利率较难出现变化，DR007 利率也仍将继续以 7D OMO 利率为中枢波动，财政政策对经济的托底作用也将逐渐显现。

因此，对于后续债券投资，我们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，我们认为 10Y 国债收益率回到 3% 以上是大概率事件。

图表 6：7 月下旬以来资金市场利率整体在区间波动



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_26782

