

2021 年 10 月 24 日

宏观研究

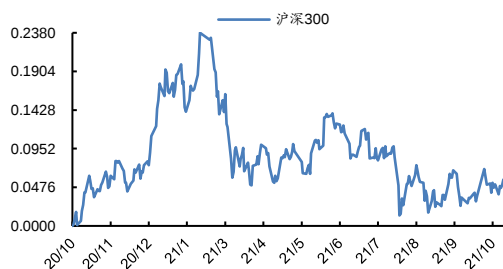
研究所

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

财政支出的积极性回升有限

——9 月财政数据点评

最近一年走势


事件：

9 月全国一般公共预算收入同比增长-2.1%，剔除基数效应后持续下滑，当然也明显弱于去年四季度产出缺口见顶时的水平，经济下行的负面影响持续显现。9 月份一般公共预算支出同比增速-5.3%，剔除基数效应后较上月大幅回落，支出完成预算进度与 2018、2019 年同期的差距再度拉大。剔除基数后，9 月政府性基金收入持续下滑，地产下行压力继续显现；基金支出增速则有所回升，其中新增专项债发行虽如期有所加速，但总体进度仍明显落后于往年水平，可能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：
相关报告

《—— 2021 年三季度经济数据及近期政策点评：供给约束限制政策宽松 *樊磊》——2021-10-20
 《—— 9 月贸易数据点评：航运改善或导致短期出口偏强 *樊磊》——2021-10-14
 《供给冲击的顶点到了吗？*樊磊》——2021-10-01
 《利润增速如期继续下行，上下游分化明显*樊磊》——2021-09-29
 《Taper 将至*樊磊》——2021-09-24

■ 财政收入增速持续下行，预算完成的领先程度收窄

财政收入增速持续下行。9 月公共财政收入增速录得-2.1%。如果假设去年 9 月的财政收入增速与去年四季度财政收入增速的平均水平（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上月继续显著下降，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，中央财政收入剔除基数增速今年以来整体较为低迷，并且自 7 月起持续下滑；而今年地方财政收入月度间波动较大，且自 6 月来也出现明显下滑的趋势。

税收、非税收入持续双双下滑。财政收入中，税收收入当月同比增长 4.1%，剔除基数后延续了 6 月以来的下滑趋势，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-20.5%，剔除基数效应后也自 6 月起持续下降。

从税收收入细项来看，与 6、7、8 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同比增速均弱于去年四季度本轮经济复苏产出缺口最高时期的水平。

预算完成进度虽仍位十年新高，但领先程度已有所缩窄。从财政收入实现全年预算收入的进度来说，今年前三季度财政收入占全年预算收入的比率为 83.0%，仍然可以说是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。¹但是，1-9 月预算完成进度较前五年平均水平的领先程度已有所下降（现值 4.4%，前值 4.7%）。

■ 财政支出大幅下降，预算完成进度再度落后

财政支出出现大幅下降，达到极低水平。9 月财政支出同比增长 -5.3%，剔除基数效应后，较 8 月出现大幅下降，当然也远弱于去年四季度——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，虽然中央财政支出增速有明显回升，但是占比较大的地方财政支出增速较上月出现了大幅下降。

从支出分项来看，剔除基数效应后，9 月增速强于去年四季度水平的细项除了上月的科学技术与农林水事务之外，新增了交通运输；而在 7、8 月保持强势的节能环保则出现大幅下滑。总体而言，城乡社区事务和卫生健康支出的偏弱持续拖累着财政支出的增速。

进度较疫情前差距再度拉大。虽然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%——整体来说是相匹配的。但是，就完成全年预算的进度而言，9 月财政支出整体的再度放缓或许超出了市场预期，1-9 月财政支出完成了全年预算的 71.7%，与 2018、2019 年的差距再度拉大（6、7、8、9 月差距依次为 4.2%、4.1%、3.9%、5.2%），意味着支出进度再度放缓。

■ 政府性基金收入持续下滑，基金支出有所回升

9 月全国政府性基金收入 7,325 亿元，同比增长 -10.4%，剔除基数效应后，延续了前两月显著负增长的趋势，且明显弱于去年四季度水平，与近期土地市场低迷相一致——卖地收入在地产调控下的下行压力持续显现。

9 月全国政府性基金支出 12,160 亿元，同比增长 -15.1%，剔除基数后较上月有明显回升，可能部分地与专项债如期略有加快相关。其中，9 月中央本级政府性基金支出增速剔除基数后大幅增长，而地方政府性基金支出也有所回升。

专项债发行进度仍落后，今年发行节奏或有所变化。虽然 9 月新增专项债发行 5,231 亿元，如我们所预期的有所加速，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：1-9 月完成全年限额的 65%，依然远不及 2020 年同期的 90%

¹ 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。

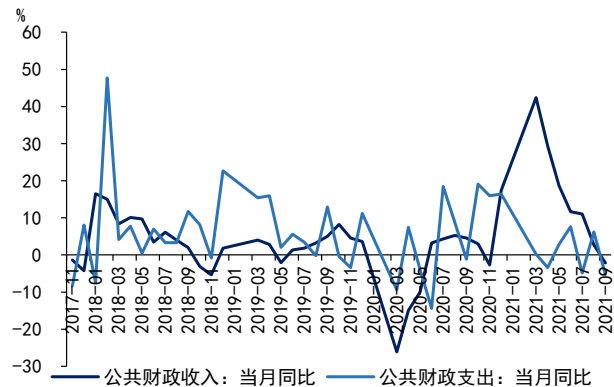
与 2019 年的 99%。我们认为，这可能今年专项债发行节奏有所变化有关——为了更好地配合专项债结转使用的跨年度调节²——不同于往年年底发债较少，今年 11 月专项债发行量很有可能占总额度比重不小。在财政部 2021 年前三季度财政收支情况新闻发布会上，预算司副司长李大伟也确认了，今年新增专项债券额度将尽量在 11 月底前发行完毕³。

风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

² 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》。

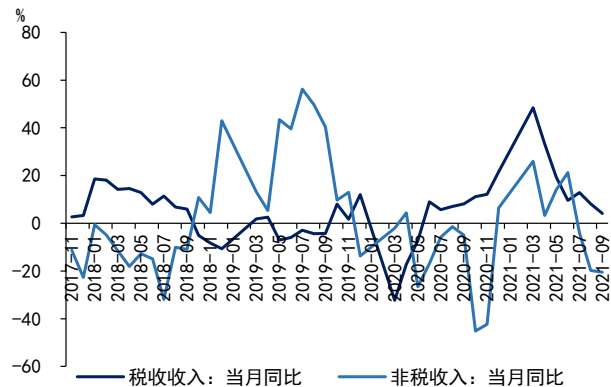
³ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward-15022475

图 1：公共财政收支增速



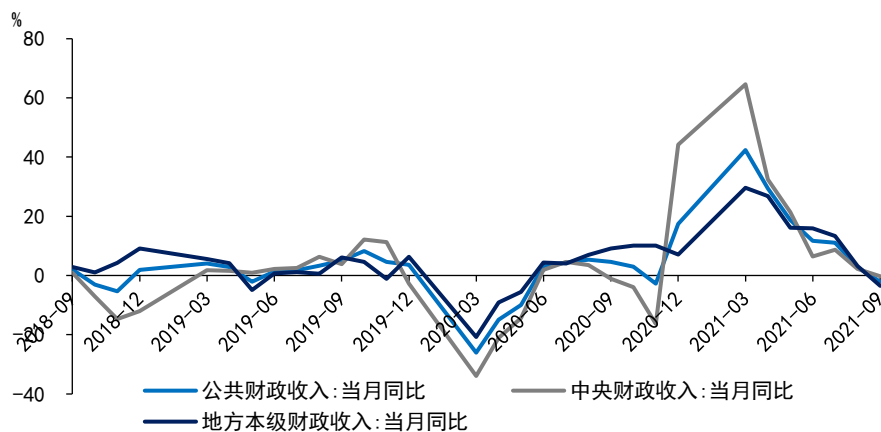
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：税收收入与非税收入增速



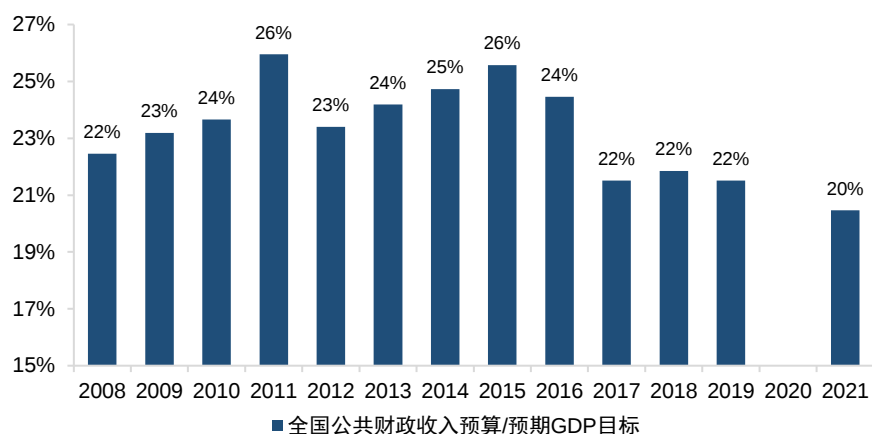
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：财政收入细项



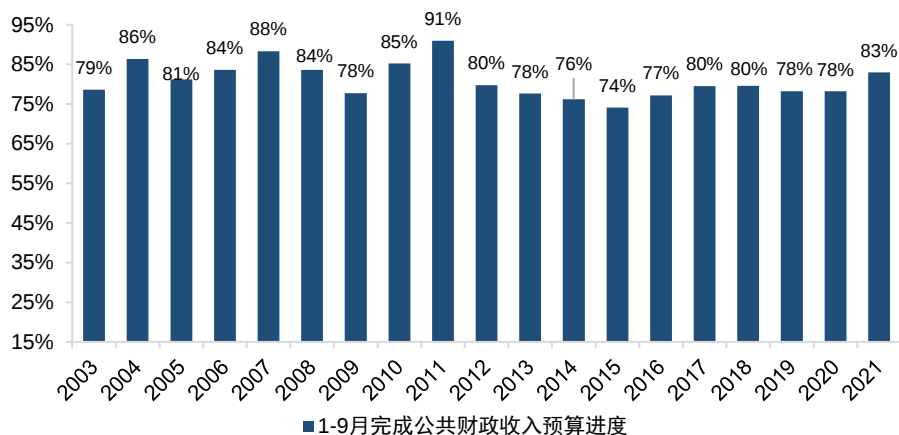
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：2021 年公共财政收入预算目标占 GDP 目标比重下降



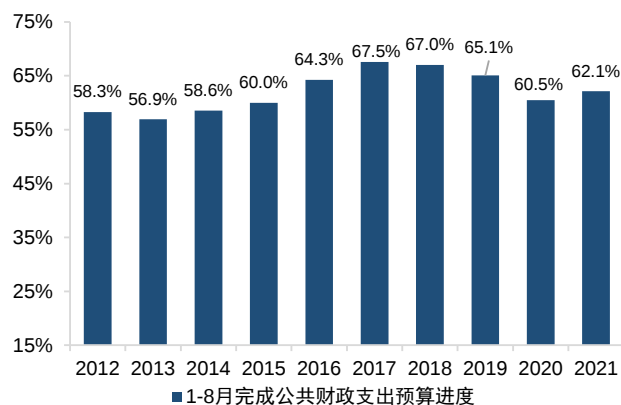
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5: 2021 年 1-9 月完成财政收入预算进度快于往年



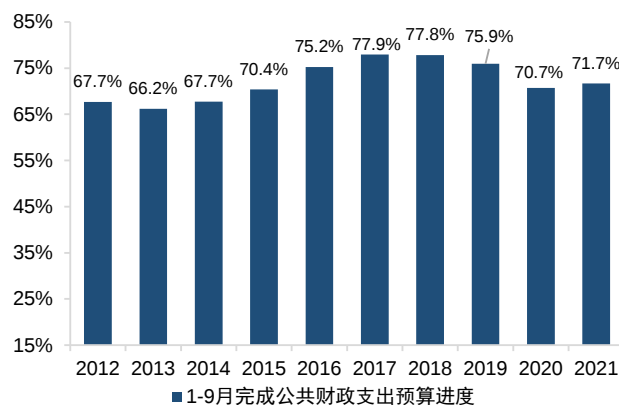
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: 2021 年 1-8 月完成财政支出预算进度



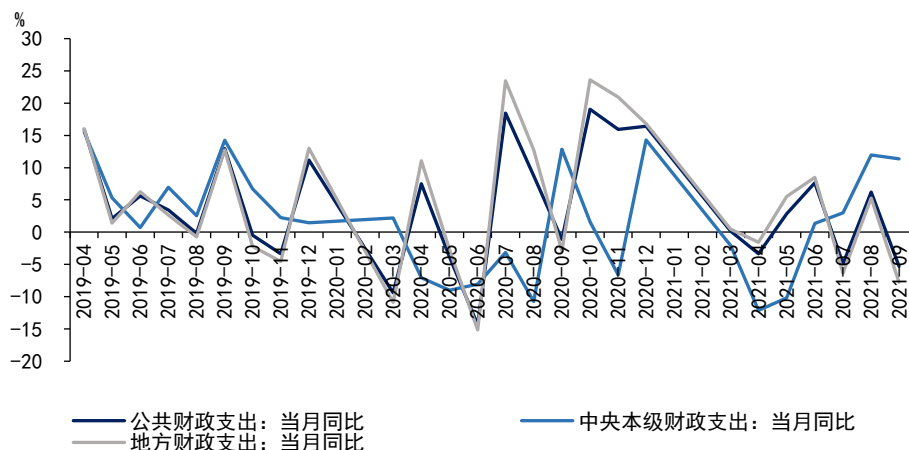
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 2021 年 1-9 月完成财政支出预算进度



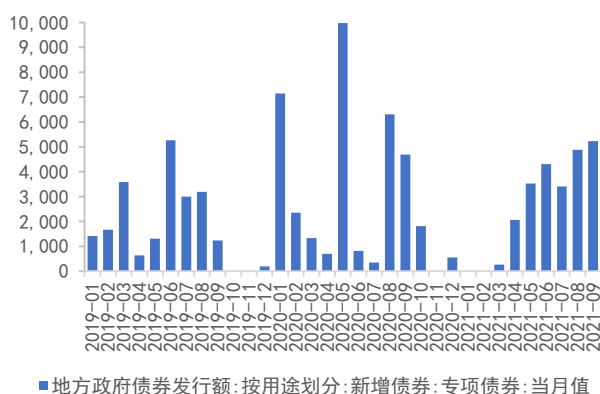
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 8: 财政支出细项



资料来源: Wind, 国海证券研究所

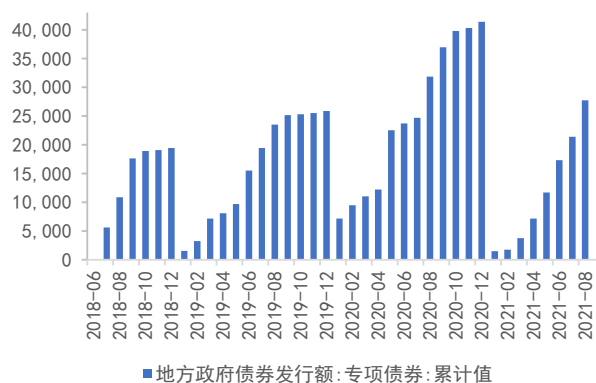
图 9: 地方政府专项债当月新增发行额 (亿元)



■ 地方政府债券发行额:按用途划分:新增债券:专项债券:当月值

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)



■ 地方政府债券发行额:专项债券:累计值

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_28110

