

总量研究

财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度

——光大宏观周报（2021-10-24）

要点

本周聚焦：

公共财政方面，国内经济景气度回落，叠加高基数效应，拖累财政收入增速回落，但前三季度收入进度仍然远高于往年同期。财政支出增速转负，支出规模不及过去两年同期水平。

政府性基金方面，土地出让收入延续回落，专项债发行提速但整体进度依旧偏慢，拖累政府性基金支出表现，前三季度支出进度远不及往年同期。

整体来看，前三季度财政支出仍处于超收节支的状态，考虑到四季度经济增速下行压力加大，预计四季度财政将呈现积极发力状态。10月22日，财政部明确表示新增专项债尽量在11月底前发行完毕，将继续推动年内专项债发行提速，带动四季度政府性基金支出改善，支撑基建投资持续回升。我们预计四季度财政支出空间介于11.8万亿-12.5万亿，较去年同期高出近1万亿。

疫情观察：

全球新增确诊延续下行趋势。美国日均新增确诊7.51万例，日均新增确诊人数继续下降；英国日均新增确诊约为4.72万例，新增确诊人数持续上升；法国日均新增确诊4.89万例，日均新增确诊人数仍处在高位。

全球主要国家疫苗接种持续推进。截至10月23日，中国每百人新冠疫苗接种量为154.99剂，英国每百人新冠疫苗接种量为139.19剂，美国每百人新冠疫苗接种量为121.96剂，印度每百人新冠疫苗接种量为71.58剂。

全球央行：

鲍威尔重申即将开始缩减购债，供应链瓶颈及其推高的通胀可能持续到明年；欧洲央行表示目前的通胀飙升是暂时的；土耳其央行超预期降息200个基点；俄罗斯央行连续6次提高关键利率至7.5%。

海外政策：

拜登首度承认没有足够的票数支持大幅加税，预算案的支出规模很可能缩减一半；美国计划为5岁至11岁儿童接种新冠疫苗；英国公布最新净零排放计划，日本发布第六版能源基本计划。

国内观察：

上游：原油、动力煤均价环比涨幅扩大，焦煤、铝均价环比涨幅收窄。中游：高炉开工率下降，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降。下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价环比下跌、菜价、水果价格环比上涨。流动性：货币市场利率下行，债券市场利率上行。

国内政策：

国务院副总理刘鹤表示，金融系统要做好货币政策调节，房地产市场健康发展的整体态势不会改变；央行行长易纲表示，预计未来几个月PPI可能维持高位，但上涨压力有望于今年年底出现缓解；国常会表示依法打击煤炭市场炒作，科学实施有序用电，做好“压非保民”预案。

下周重点数据：

10月27日（周三）：09:30 中国9月工业企业利润；10月28日（周四）：19:45 欧洲央行利率决议、20:30 美国三季度实际GDP年化季率；10月29日（周五）：18:00 欧元区三季度实际GDP、20:30 美国核心PCE物价指数。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘星辰

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

两年复合增速见底，制造业和消费启动反弹——9月经济数据点评（20211019）

社融增速或将企稳，国债收益率3.0%震荡——9月金融数据点评（20211014）

“疫情防控红利”延续，推动出口持续超预期——9月贸易数据点评（20211013）

美方最新549项关税排除清单：缘由、内容、意图——《大国博弈》系列第十一篇（20211011）

预计三季度GDP5.1%，两年复合底部确认——2021年9月经济数据预测（20211010）

鲍威尔为Taper预热，维持暂时性通胀观点——光大宏观周报（20210828）

为什么共同富裕是中国式现代化的重要特征——《中央财经委员会第十次会议》精神学习体会（20210826）

降息宜早不宜迟——货币政策前瞻系列五（20210819）

财政平滑，货币放松，护航二十大——政治局会议学习体会——20210730政治局会议点评（20210731）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（20210722）

财政收入提速，支出减速——2021年6月财政数据点评（20210721）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——20210704光大宏观周报（2021-07-04）

目录

一、财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度	4
1.1 收入增速放缓，支出力度偏弱.....	4
1.2 经济景气度回落，税收收入增速普遍放缓.....	5
1.3 公共财政支出增速走低，发力程度弱于往年.....	6
1.4 土地出让收入延续回落，政府性基金支出表现疲弱.....	7
1.5 9月狭义、广义财政支出同步放缓.....	8
二、海外观察	9
2.1 海外疫情：全球疫情逐步缓和，疫苗接种稳步推进.....	9
2.2 金融与流动性数据：欧美日国债收益率同步上行.....	9
2.3 全球市场：全球股市多数上涨，大宗商品多数下跌.....	11
2.4 央行观察：鲍威尔重申即将开始缩减购债.....	12
2.5 海外政策：拜登表示加税计划难以推进，美国计划为5岁至11岁儿童接种新冠疫苗.....	13
三、国内观察	14
3.1 上游：原油、动力煤均价环比涨幅扩大，焦煤、铝均价环比涨幅收窄.....	14
3.2 中游：高炉开工率下降，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降.....	15
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价环比下跌、菜价、水果价格环比上涨.....	16
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率上行.....	17
3.5 国内政策：房地产市场健康发展的整体态势不会改变，国常会表示依法打击煤炭市场炒作.....	18
四、下周财经日历	19

图目录

图 1：9月公共财政收入、财政支出增速双双转负.....	4
图 2：9月政府性基金收入回落幅度放缓，支出增速持续走低.....	4
图 3：一般公共预算收入进度远高于往年同期.....	5
图 4：一般公共预算支出进度不及2019年同期.....	5
图 5：政府性基金收入进度略低于往年同期.....	5
图 6：政府性基金支出进度远低于往年同期.....	5
图 7：9月非税收入延续负增长、税收收入增速放缓.....	6
图 8：9月税收收入增速多数放缓.....	6
图 9：今年以来基建类支出累计增速仍未转正.....	7
图 10：基建、民生、债务付息支出增速普遍回落.....	7
图 11：9月土地出让收入再度承压.....	8
图 12：8月以来专项债发行提速.....	8
图 13：9月广义财政支出增速回落.....	8
图 14：各国新增确诊逐渐下降（7天移动平均）.....	9
图 15：疫苗接种比例持续上升.....	9
图 16：通胀预期推升美国10年期国债收益率上行.....	10
图 17：英、法、德、日10年期国债收益率同步上行.....	10

图 18: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差小幅上行	10
图 19: 美国投资级企业债利差走阔	10
图 20: 美联储资产规模小幅上升 (十亿美元)	11
图 21: 美、欧央行资产规模上升, 日央行资产规模下降	11
图 22: 全球股市多数上涨	11
图 23: 大宗商品价格多数下跌	11
图 24: 原油价格环比上涨	15
图 25: 动力煤价格环比涨幅扩大, 焦煤价格环比涨幅收窄	15
图 26: 铜价环比上涨, 库存同比上升	15
图 27: 铝价环比上涨, 库存同比下降	15
图 28: 高炉开工率环比下降	16
图 29: 水泥价格指数环比上升	16
图 30: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比下降	16
图 31: 钢坯库存同比上升	16
图 32: 商品房成交面积跌幅扩大	17
图 33: 土地供应面积同比增速下行	17
图 34: 猪价环比下跌、菜价、水果价格环比上涨	17
图 35: 乘用车日均零售销量跌幅扩大	17
图 36: 货币市场利率下行	18
图 37: 债券市场利率普遍上行	18

表目录

表 1: 美欧日央行官员表态	12
表 2: 美国经济热力图	13
表 3: 欧洲经济热力图	14
表 4: 英国经济热力图	14
表 5: 日本经济热力图	14
表 6: 下周全球经济数据热点	19

一、财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度

1.1 收入增速放缓，支出力度偏弱

9月公共财政收入增速回落，公共财政支出表现疲弱。9月公共财政收入同比增速为-2.1%，上月为2.7%；9月公共财政支出同比增速为-5.3%，上月为6.2%。其中，公共财政收入增速转负，受去年同期一次性收入抬高基数等影响较多，扣除一次性因素后增长4%。

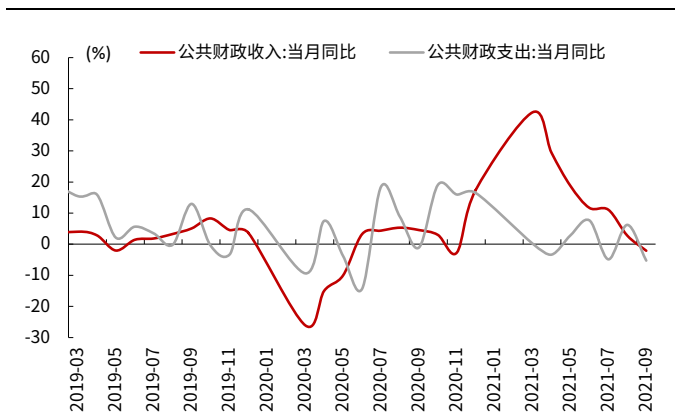
公共财政收入进度仍然远高于往年同期，支出进度不及2019年同期水平。1-9月，公共财政收入达到全年预算的83%，较2020、2019年同期均高出5个百分点。1-9月，公共财政支出达到全年预算的72%，较2020年同期高出1个百分点，但低于2019年同期4个百分点。

9月政府性基金收入延续回落，支出力度仍待加强。9月政府性基金预算收入同比增速为-10.4%，上月为-14.4%；政府性基金预算支出同比增速为-15.1%，上月为-9.7%。

政府性基金收入及支出进度仍不及往年同期。1-9月，政府性基金预算收入达到全年预算的65%，低于2020、2019年同期3个百分点。1-9月，政府性基金预算支出达到全年预算的54%，低于2020、2019年同期8个百分点。

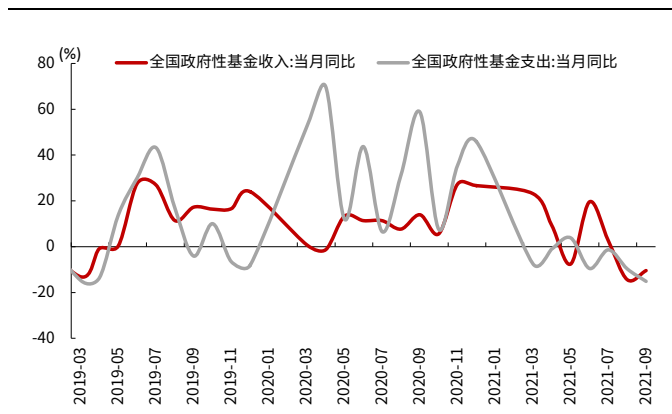
预计四季度财政支出空间介于11.8万亿-12.5万亿，较去年同期高出近1万亿。整体来看，前三季度财政支出仍处于超收节支的状态，考虑到当前地产投资加速下行，出口增速下行方向已定，四季度经济增速下行压力加大，预计四季度财政将呈现积极发力状态。公共财政支出方面，假定今年完成预算安排的100%，则四季度支出规模为7.1万亿，较去年四季度高出424亿元。政府性基金支出方面，假定四季度政府性基金收入同比增速持平于9月的-10%，年内3.65万亿专项债发行完毕，根据以收定支的原则，全年政府性基金支出可用空间达到13.2万亿，假定年内完成其中的90%-95%（2019、2020年政府性基金最终支出为预算安排的92%、94%），则四季度政府性基金支出规模介于4.7万亿-5.4万亿，较去年同期分别高出0.8万亿、1.4万亿。

图 1：9月公共财政收入、财政支出增速双双转负



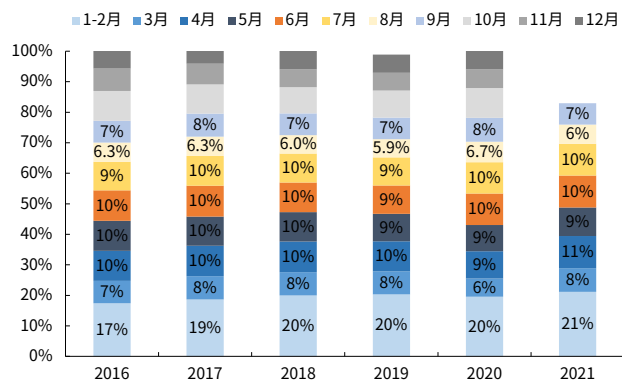
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：9月政府性基金收入回落幅度放缓，支出增速持续走低



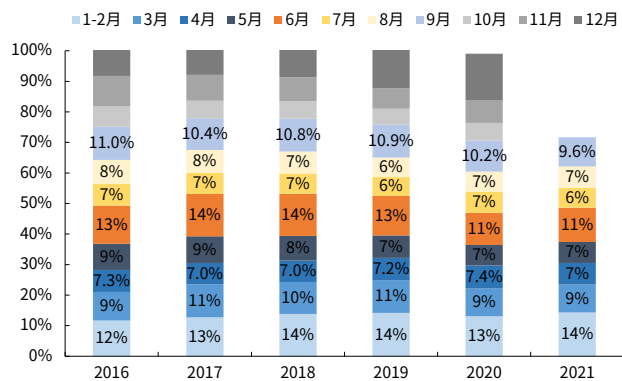
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：一般公共预算收入进度远高于往年同期



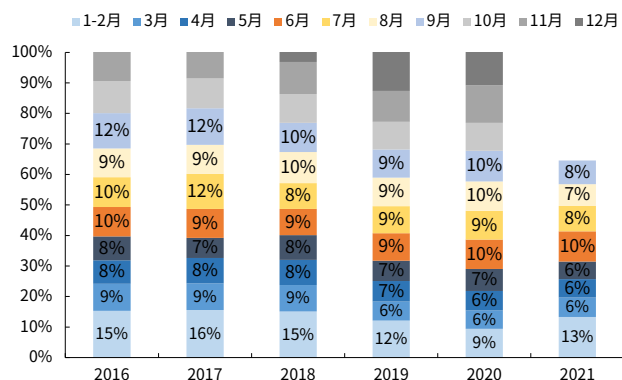
资料来源：Wind，光大证券研究所
 注：收入进度为当月实际收入/年初预算收入

图 4：一般公共预算支出进度不及 2019 年同期



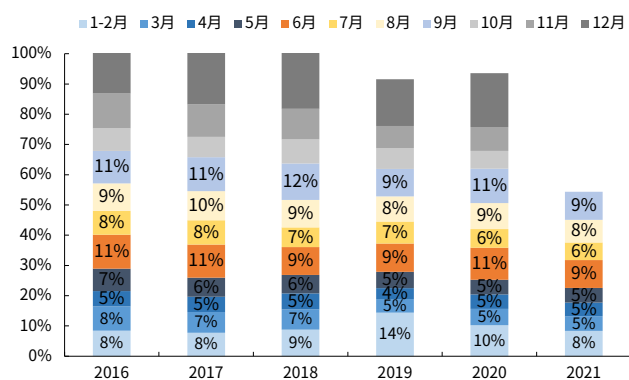
资料来源：Wind，光大证券研究所
 注：支出进度为当月实际支出/年初预算支出

图 5：政府性基金收入进度略低于往年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所
 注：收入进度为当月实际收入/年初预算收入

图 6：政府性基金支出进度远低于往年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所
 注：支出进度为当月实际支出/年初预算支出

1.2 经济景气度回落，税收收入增速普遍放缓

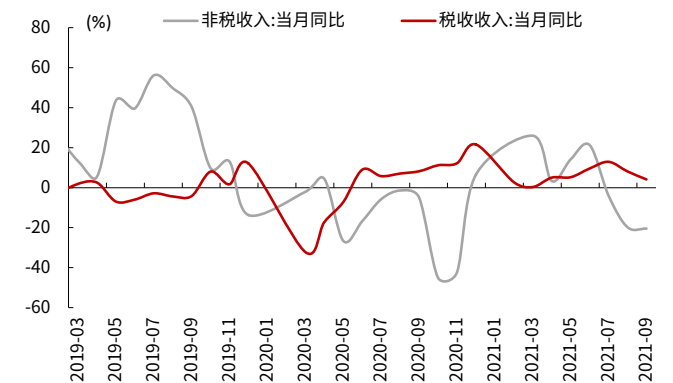
9 月财政收入增速转负，税收收入增幅普遍放缓，非税收入延续负增长。其中，非税同比增速下行至-20.5%，上月为-19.8%；税收收入增速自上月的 8.1%回落至 4.1%，是造成本月财政收入走低的主要原因。

税收收入放缓，主要受国内增值税、土地和房地产相关税收拖累，与当前国内房地产市场、工业生产景气度回落的情况相一致。9 月国内增值税同比增速为 3.1%，低于上月的 8.5%；契税同比增速为-26.3%，低于上月的 7.8%；城镇土地使用税同比增速为-12.4%，低于上月的 0%；土地增值税同比增速为-26.7%，低于上月的-24.6%。

居民收入和消费环节税收略有回落，但依然维持较高增速。9 月个人所得税同比增长 10.2%（上月为 15.1%），两年平均增长 14.9%（上月为 16.3%）；9 月国内消费税同比增长 19.1%（上月为 22.3%），两年平均增长 10.2%（上月为 11.4%）；受汽车供应不足影响，9 月车辆购置税同比增速较上月的-12.9%大幅回落至-25.4%。

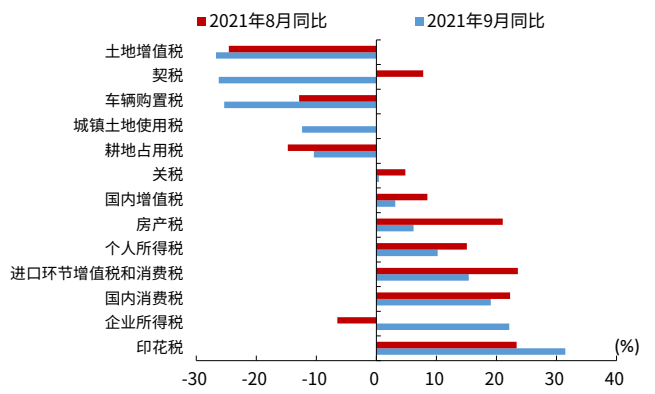
9月税收收入普遍性回落，但企业所得税大幅走高，主要受PPI持续走高影响，上游企业利润增长较快。9月企业所得税同比增速自上月的-6.5%大幅升高至22.2%。

图7：9月非税收入延续负增长、税收收入增速放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所

图8：9月税收收入增速多数放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3 公共财政支出增速走低，发力程度弱于往年

9月公共财政支出明显走弱，不及2020、2019年同期水平。今年9月公共财政支出同比增速自上月的6.2%回落至-5.3%。同2019年相比，两年复合增速自上月的7.5%回落至-3.2%。除社会保障和就业支出增速回升外，其余各类财政支出增速同步走低。

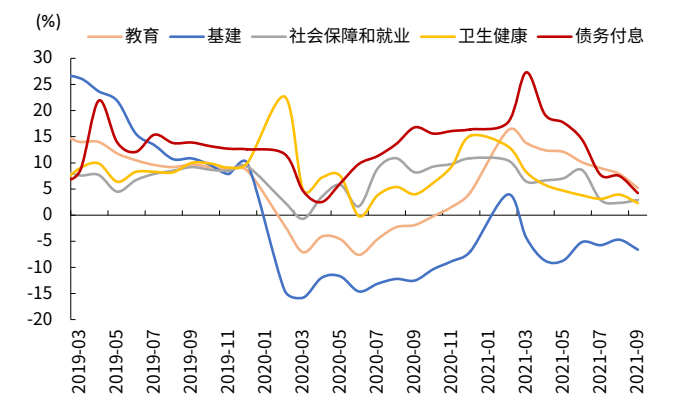
具体来看，

一是，基建类支出自上月反弹后，再度回落至负增长区间。预算内资金对基建的支持不足，是导致本月基建投资不及预期的原因之一。9月基建类支出同比增速为-8.7%，上月为14.9%。若同2019年相比，两年平均增速为-10.2%，8月、7月分别为5.1%、-1.2%。内部结构来看，城乡社区事务、农林水事务支出回落幅度较大，二者支出增速分别回落至-9.1%、-12.1%，上月分别为13.3%、21.4%。交通运输支出相对刚性，同比增速自上月的4.3%回落至-1.5%。

二是，民生类支出整体回落，教育、卫生健康支出增速走低，社会保障和就业支出反弹，表明当前保民生重心落在稳就业。9月教育、卫生健康支出、社会保障和就业同比增速分别为-8.8%、-8.7%、7.8%，上月分别为-1.2%、11.7%、-2.7%。

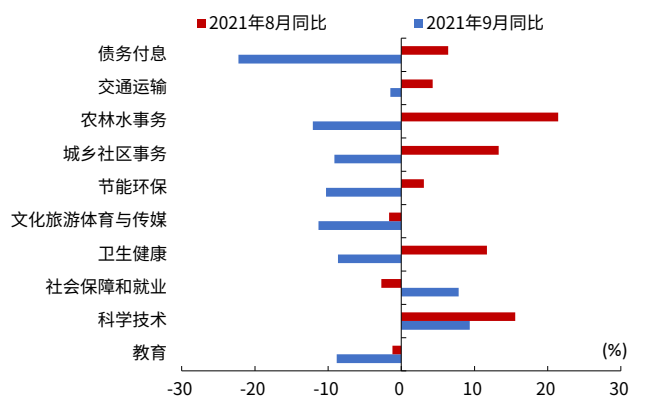
三是，高基数拖累债务付息支出增速转负，但地方还本付息压力仍在。9月债务付息支出同比增速为-22.2%，低于上月的6.4%。同2019年相比，9月债务付息支出两年平均增长8.2%，上月为17.8%。

图 9：今年以来基建类支出累计增速仍未转正



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：基建、民生、债务付息支出增速普遍回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

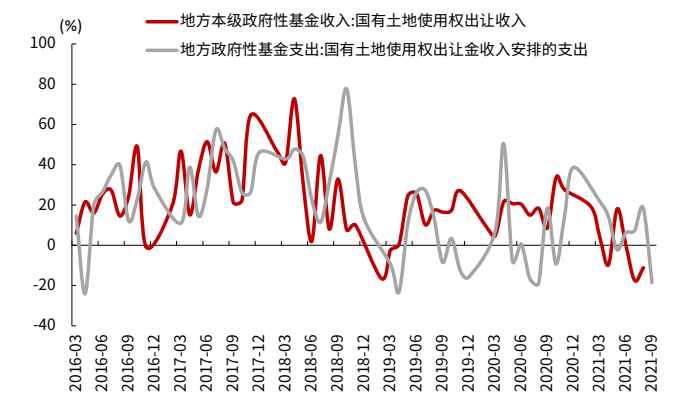
1.4 土地出让收入延续回落，政府性基金支出表现疲弱

9 月土地出让收入持续降温，与地产调控政策延续、开发商资金链条持续收紧、土拍政策调整有关。9 月国有土地使用权出让收入同比增速为-11.2%，上月为-17.5%。同期，全国政府性基金收入同比增速为-10.4%，上月为-14.4%。8 月以来的第二轮集中供地中，房企拿地积极性受挫，成交溢价率走低，土地流拍现象增多，广州、沈阳、重庆、济南、天津等均有多幅地块遭遇流拍或临时撤牌。

9 月政府性基金支出走弱，与专项债发行偏慢、土地出让收入减速有关。9 月，政府性基金支出同比增速为-15.1%，低于上月的-9.7%。其中，土地出让金收入安排的支出增速转负，9 月同比增速为-18.5%，上月为 18.4%；9 月专项债收入发行小幅提速，但整体发行进度仍然低于往年同期。今年 9 月，新增专项债发行 5231 亿元，高于上月的 4896 亿元，但前三季度发行进度仅为 61%，往年同期均在 80%以上。

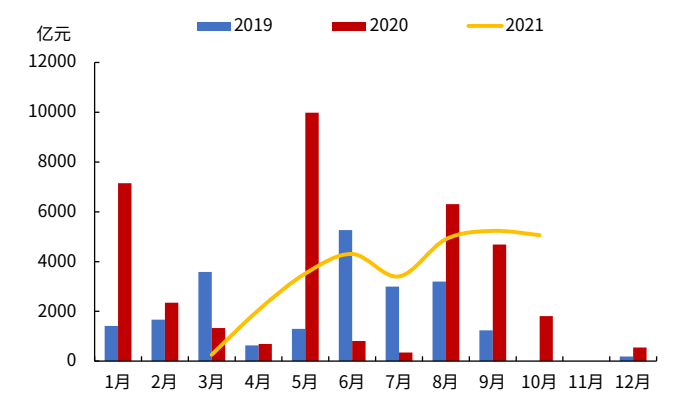
往前看，年内专项债发行仍在持续放量，带动四季度政府性基金支出改善，支撑基建投资持续回升。10 月 22 日，财政部明确表示，“2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕”。截至 10 月 29 日的发行安排，10 月新增专项债计划发行 5057 亿元，前三季度专项债共计发行 22167 亿元，年内大约剩余 9000 亿元专项债等待发行。根据财政部指示，我们预计 9000 亿元专项债额度中的大部分将在 11 月发行完毕，并在年内形成有效投资，少部分额度留至 12 月发行。整体来看，四季度剩余的 1.4 万亿专项债额度将多数集中在 10 月、11 月发行完毕，远超过去年同期的 2400 亿元发行规模，这部分增量资金将有力支持四季度基建投资持续回升。

图 11: 9 月土地出让收入再度承压



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 12: 8 月以来专项债发行提速



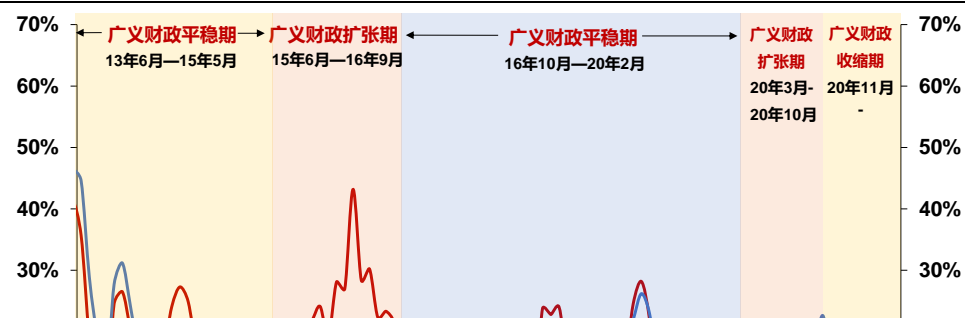
资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 今年 10 月专项债发行数据根据截至 10 月 29 日的发行安排预测

1.5 9 月狭义、广义财政支出同步放缓

9 月广义财政支出增速回落, 受狭义财政支出增速走低、城投债及政金债净融资规模回落影响。9 月广义财政支出增速回落至-7%, 上月为-3%。其中, 狭义财政支出增速(指公共财政支出与政府性基金支出)走低至-5%, 上月为 0%; 9 月城投债发行量回落, 带动城投债净融资规模降至 1142 亿元, 上月为 2183 亿元; 9 月政金债净融资规模为 641 亿元, 上月为 2511 亿元, 与到期量较高有关。

图 13: 9 月广义财政支出增速回落



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_28111

