

## 总量研究

## 收入降速但全年增速不低，支出偏慢亟待加快

## ——2021年9月财政数据点评兼债市观点

## 要点

## 事件

2021年1-9月财政收支情况：1) 2021年1-9月全国一般公共预算收入16.40万亿元，同比增长16.3%；其中税收收入同比增长18.4%，非税收增长5.4%。2) 2021年1-9月全国一般公共预算支出17.93万亿元，同比增长2.3%；3) 2021年1-9月全国政府性基金预算收入6.10万亿元，同比增速为10.5%；政府性基金预算支出7.14万亿元，同比下降8.8%。

## 点评

**一般公共预算收入：财政收入连续两个月明显下降，增值税、个税增速也呈持续回落态势，是当前经济探底的反映；全年财政收入增速预计可达12%以上，与年初预算相比，大约可额外提供0.75万亿财政资金。**9月全国一般公共预算收入为1.39万亿，当月同比增速为-2.1%，年内增速首次转负；增值税、个税均出现明显回落，这与当期经济增速下行压力较大紧密联系。即使比较悲观的场景下，2021年一般公共预算收入全年增速也将超过12%，能够实现财政收入比预算多增加0.75万亿左右。

**一般公共预算支出：9月增速支出明显下降，多增的财政收入将支撑支出突破预算安排，全年增速达到4.8%左右；预算内基建投资领域支出明显偏慢，后续需加快。**9月全国一般公共预算支出2.39万亿元，当月同比-5.3%。从数据表现来看，9月财政支出明显降速，在经济探底过程中，对经济的支撑作用有限；而从结构来看，主要是地方财政支出明显减速（9月地方政府财政支出增速为-7.8%）带来。如果按照前文提到的财政多收0.75万亿，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25.75万亿，全年支出增速将达到4.8%。其中，城乡社区事务、农林水事务、交通运输等预算内基建投资领域是亟待加大支出的领域，而目前财政支出整体上仍偏慢，需要加快。

**政府性基金预算：土地出让收入连续两个月明显下降，土地出让相关支出也同样出现快速下降。**9月当月地方政府性基金收入和土地出让收入增速分别为-10.5%、-11.2%，仍维持在快速下降通道中。9月当月地方政府基金支出、土地出让相关支出同比增速-17.1%、-18.5%。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，此前地方政府性基金预算支出偏慢主要是因为专项债对应的支出偏慢带来，但9月土地出让相关领域支出也同样出现了快速下降，说明地方政府性基金预算支出偏慢是全方位的，亟待加快。

## 债市观点

后续影响债市走势的重要因素，基本面方面，目前经济处在探底阶段，但政策处于加快发力阶段。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，继续保持均值回复的思维。

## 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@ebsecn.com

分析师：危玮肖

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

分析师：李枢川

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

联系人：方钰涵

010-56513071  
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030  
maozhenqiang@ebsecn.com

## 相关研报

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（2021-09-18）

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 10 月 22 日财政部公布 2021 年 1-9 月财政收支情况：

- 1) 2021 年 1-9 月全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.3%；其中税收收入同比增长 18.4%，非税收增长 5.4%。
- 2) 2021 年 1-9 月全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.3%；其中，中央本级支出同比下降 1.6%，地方支出同比增长 3%。
- 3) 2021 年 1-9 月全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增速为 10.5%，其中土地出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.7%；政府性基金预算支出 7.14 万亿元，同比下降 8.8%，其中土地出让相关支出 5.14 万亿元，同比增长 7.9%。

## 2、点评

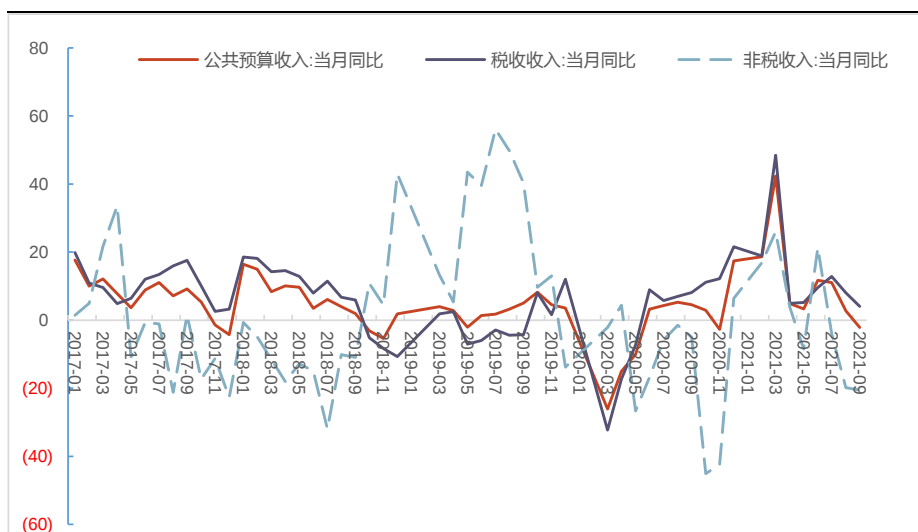
**2.1、一般公共预算收入：财政收入连续两个月明显下降，增值税、个税增速也呈持续回落态势，是当前经济探底的反映；预计全年财政收入增速可达 12%以上，与年初预算相比，大约可额外提供 0.75 万亿财政资金**

2021 年 1-9 月全国一般公共预算收入 16.40 万亿元（完成预算进度的 83%，2020 年同期为 77.1%，进度明显偏快），同比增长 16.3%，两年平均增长 4.3%（前值为 4.6%）。其中税收收入同比增长 18.4%（两年平均增速为 5.2%，前值为 5.2%），非税收入同比增长 5.4%（两年平均增速为 1%，前值为 1.3%），税收收入增速仍维持在较高位置。

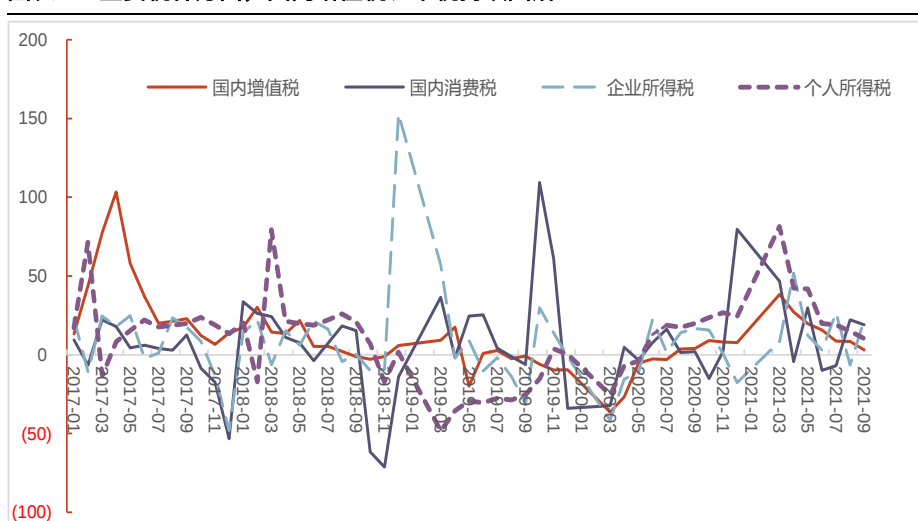
当月表现方面，测算下来，9 月全国一般公共预算收入为 1.39 万亿，当月同比增速为-2.1%，年内增速首次转负；税收收入当月同比 4.1%（比 8 月下降 4 个百分点），非税收入当月同比-20.5%（降幅比 8 月扩大 0.7 个百分点）。从近几个月财政数据表现来看，8、9 月财政收入增速出现明显下降，这与当前基本面表现较弱是比较匹配的，9 月财政收入增速偏低与去年同期基数较高有关，扣除基数因素仍低于当前经济增速，说明经济回落是主要因素。

从主要税种来看，9 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 3.1%、19.1%、22.2%、10.2%（8 月分别为 8.5%、22.3%、-6.5%和 15.1%）。从中可以看到，增值税、个税均出现明显回落，这与当期经济增速下行压力较大紧密联系。企业所得税本月回升明显，主要因为临近缴税月有关。

图表 1：9 月财政收入增速再次明显回落



图表 2：主要税种方面，国内增值税、个税持续回落



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 83%，明显快于往年。去年 10-12 月，公共预算收入是 4.19 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 10-12 月，公共预算收入只需要完成 2.37 万亿（=18.77-16.40），同比增速为-43.5%，显然不切实际。

我们假设 3 种场景观察后续 10-12 月财政收入情况：

第一种场景是，今年 10-12 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 20.59 万亿（=16.40+4.19），全年一般公共预算收入增速将达到 12.6%；

第二种场景是，今年 10-12 月公共预算收入增速降至 7% 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 20.88 万亿，全年增速将达到 14.2%。

第三种场景是，今年 10-12 月公共预算收入增速与 9 月当月增速持平（-2.1%），则全年财政收入规模将达到 20.5 万亿，全年增速将达到 12.1%。

综合来看，即使是比较悲观的场景下，2021 年一般公共预算收入全年增速也将超过 12%，能够实现财政收入比预算多增加 0.75 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。

## 2.2、一般公共预算支出：9 月支出增速明显下降，多增的财政收入将支撑支出突破预算安排，全年增速达到 4.8% 左右；预算内基建投资领域支出明显偏慢，后续需加快

2021 年 1-9 月全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.3%（比 1-8 月下降 1.3 个百分点）；其中中央本级支出 2.41 万亿元，同比下降 1.6%（1-8 月为 -3.6%）；地方支出 15.51 万亿元，同比增长 3%（1-8 月为 4.8%）。

测算下来，9 月全国一般公共预算支出 2.39 万亿元（比 8 月多支 0.66 万亿），当月同比 -5.3%（3、4、5、6、7、8 月分别为 1.5%、-3.3%、2.8%、7.6%、-5%、6.2%）。从数据表现来看，9 月财政支出明显降速，在经济探底过程中，对经济的支撑作用有限；而从结构来看，主要是地方财政支出明显减速（9 月地方政府财政支出增速为 -7.8%）带来。

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）基本会发行完毕；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 0.75 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 25.75 万亿，全年支出增速将达到 4.8%。

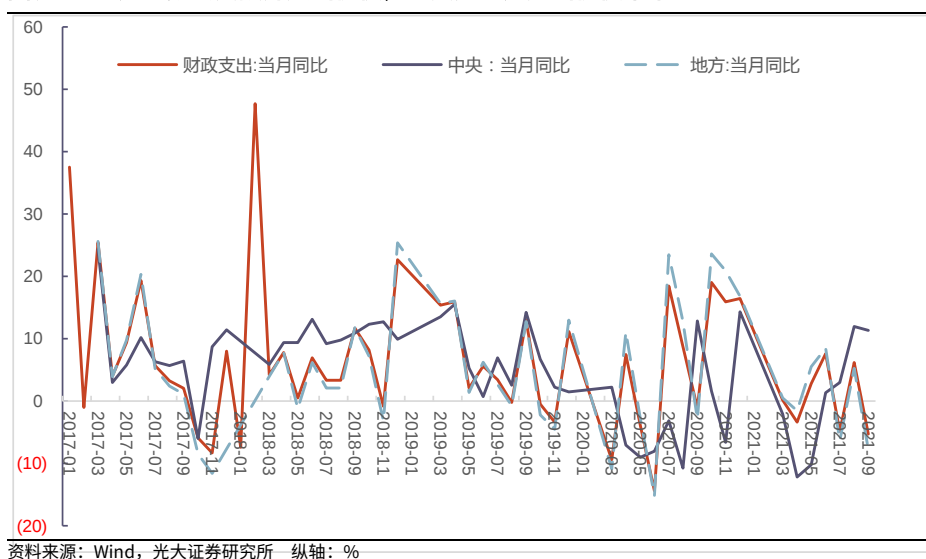
2020 年 10-12 月，一般公共预算支出增速分别达到了 19.0%、15.9% 和 16.5%，四季度平均增速是 16.8%。如果按照上文提到的全年 4.8% 的增速支出，那么今年四季度一般公共预算支出将达到 7.82（=25.75-17.93）万亿元，四季度一般公共预算支出增速预计将达到 10.6%，支出增速并不高。而如果按照全年 1.8% 的增速安排后续支出，一方面全年财政将积累大量资金，另一方面四季度增速也将不到 1%，也不符合当前积极财政政策的方向。

对于需要加大投向的领域，我们可以这样观察：

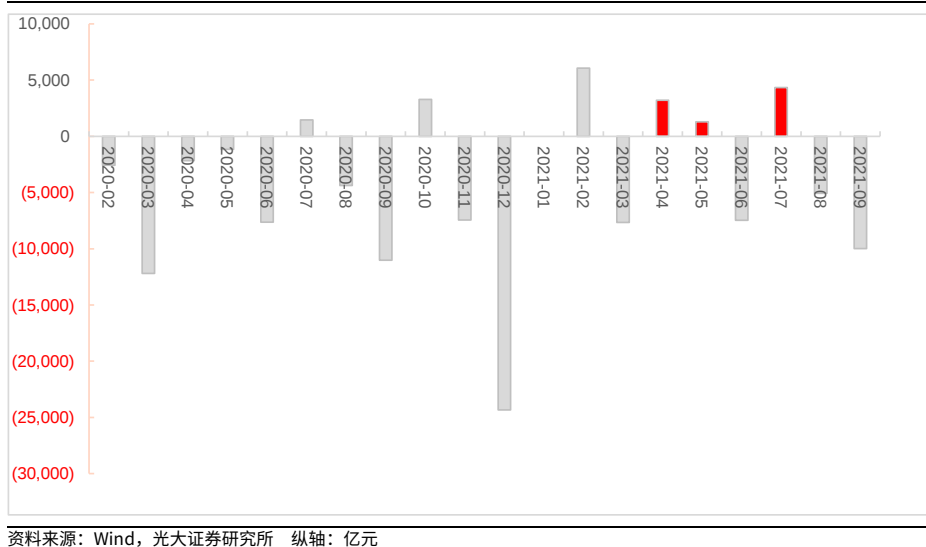
- 1) 1-9 月节能环保、城乡社区、农林水、交通运输支出分别较去年同期下降了 8.3%、1.2%、4.5%、4.3%，预算内基建投资领域支出明显偏慢。
- 2) 9 月当月，财政支出主要项中，教育、科技、社会保障和就业、节能环保、城乡社区、农林水、交通运输等当月支出同比增速分别为 -8.8%、9.3%、7.8%、-10.3%、-9.1%、-12.1%、-1.5%，预算内基建投资领域支出同样明显偏弱。

综合可以看到，城乡社区事务、农林水事务、交通运输等预算内基建投资领域是亟待加大支出的领域，而目前财政支出整体上仍偏慢，需要加快。

图表 3：9 月一般公共预算支出偏慢，主要是地方支出偏慢带来



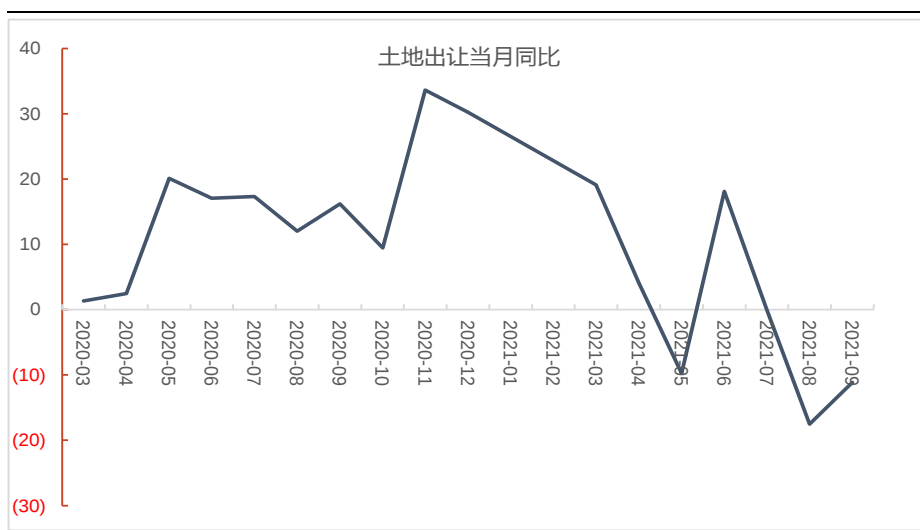
图表 4：9 月当月财政收支差接近 1 万亿元



## 2.3、 政府性基金预算：土地出让收入连续两个月明显下降，土地出让相关支出也同样出现快速下降

政府性基金预算收入方面，1-9 月全国政府性基金预算收入累计 6.1 万亿元，同比增长 10.5%；地方政府性基金收入为 5.78 万亿，同比增长 10%，其中土地出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.7%。9 月当月，地方政府性基金收入和土地出让收入增速分别为-10.5%、-11.2%（8 月分别为-15.9%和-17.5%），仍在快速下降通道中。

图表 5：8、9 月土地出让收入当月同比增速均低于-10%



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

政府性基金预算支出方面，1-9 月全国政府性基金预算支出 7.13 万亿元，同比增速为-8.8%；地方政府基金支出 6.93 万亿元，同比下降 9.4%，其中土地出让相关支出 5.14 万亿元，同比增长 7.9%。9 月当月地方政府基金支出、土地出让相关支出同比增速-17.1%、-18.5%（8 月分别为-6.5%和 18.4%）。

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，此前地方政府性基金预算支出偏慢主要是因为专项债对应的支出偏慢带来，但 9 月土地出让相关领域支出也同样出现了快速下降，说明地方政府性基金预算支出偏慢是全方位的，亟待加快。

### 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，今年 2 月以来至今，DR001、DR007 整体处在区间变动；国债收益率方面，8 月中旬以来，长短端利率均有一定程度上升，10 月 22 日 1Y 品种到期收益率为 2.35%，较 8 月初低点 2.13%上升 22bp，但 9 月中旬以来波动不大；国庆假期之后，长端利率上升幅度不小，10 月 22 日 10Y 品种到期收益率为 3.0%，较 8 月初低点 2.80%上升 20bp。

后续影响债市走势的重要因素，基本面方面，目前经济处在探底阶段，但政策处

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\\_28119](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28119)

