

总量研究

收入持续降速，支出有所回暖但仍然偏弱

——2021 年 10 月财政数据点评兼债市观点

要点

事件

2021 年 1-10 月财政收支情况：1) 1-10 月全国一般公共预算收入 18.15 万亿元，同比增长 14.5%；2) 1-10 月全国一般公共预算支出 19.40 万亿元，同比增长 2.4%；3) 1-10 月全国政府性基金预算收入 6.75 万亿元，同比增速为 7.7%；政府性基金预算支出 7.6 万亿元，同比下降 8.7%。

点评

一般公共预算收入：税收增速连续明显下降，增值税当月增速降至 1% 以下，消费税、企业所得税也呈明显回落态势，是当前基本面较弱的写照；预计全年财政收入增速仍可达 12% 以上。10 月全国一般公共预算收入当月同比增速为 -0.14%（前值为 -2.1%），连续两个月负增速；税收收入当月同比 -2.2%，前值为 4.1%，下降 6.3 个百分点。8-10 月财政收入增速出现连续明显下降，这与去年同期基数较高有关，与当前基本面较弱也是比较匹配的。从主要税种来看，10 月国内增值税、消费税、企业所得税均出现明显回落，且增值税降至 1% 以下，这与当前经济增速下行压力较大紧密联系。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。

一般公共预算支出：10 月支出增速稍有回升但仍然较低；预算内基建投资领域支出明显偏慢，后续需加快。10 月财政支出增速较 9 月有所回升，但与 6、8 月相比，增速仍然较低，且在经济探底过程中，对经济的支撑作用有限。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 3 个月下降超 10%，支出偏慢是全方位的，有待加快。10 月当月全国政府性基金预算收入、地方政府性基金收入和土地出让收入当月增速分别为 -13.4%、-13.5%、-13.1%，仍在快速下降通道中，且下降幅度有所拉大。10 月当月地方政府基金支出、土地出让相关支出同比增速 -7.8%、-12.1%（9 月分别为 -17.1%、-18.5%），降幅有所收窄。土地出让对应的支出，9 月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，但 9 月、10 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

维持 10 年期国债收益率在 3.0% 左右震荡难以形成趋势性机会的判断，利率债市场整体波动有限，风险也相对有限，亦建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期。目前经济处在底部修复阶段，但政策加快发力。资金面方面，今年 2 月以来，DR001、DR007 整体处在区间变动。美联储 Taper 靴子落地，叠加美国国内通胀升温，国内央行货币政策仍将以我为主，中国国债收益率不会跟随美国国债收益率上行。

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

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（2021-10-22）

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）

1、事件

2021 年 11 月 19 日财政部公布 2021 年 1-10 月财政收支情况：

- 1) 2021 年 1-10 月全国一般公共预算收入 18.15 万亿元，同比增长 14.5%；其中税收收入同比增长 15.9%，非税收增长 6.5%。
- 2) 2021 年 1-10 月全国一般公共预算支出 19.40 万亿元，同比增长 2.4%；其中，中央本级支出同比增长 0.8%，地方支出同比增长 2.7%。
- 3) 2021 年 1-10 月全国政府性基金预算收入 6.75 万亿元，同比增速为 7.7%，其中土地出让收入 5.94 万亿元，同比增长 6.1%；政府性基金预算支出 7.60 万亿元，同比下降 8.7%，其中土地出让相关支出 5.58 万亿元，同比增长 6%。

2、点评

2.1、一般公共预算收入：税收增速连续明显下降，增值税当月增速降至 1% 以下，消费税、企业所得税也呈明显回落态势，是当前基本面较弱的写照；预计全年财政收入增速仍可达 12% 以上

2021 年 1-10 月全国一般公共预算收入 18.15 万亿元（完成预算进度的 91.8%，2020 年同期为 86.7%，高 5.1 个百分点），同比增长 14.5%，两年平均增长 4.0%（前值为 4.3%）。其中税收收入同比增长 15.9%（两年平均增速为 5.2%，前值为 5.2%），非税收入同比增长 6.5%（两年平均增速为 1%，前值为 1%），累计税收收入增速仍维持在较高位置。

当月表现方面，测算下来，10 月全国一般公共预算收入为 1.75 万亿，当月同比增速为 -0.14%（前值为 -2.1%），连续两个月负增速；税收收入当月同比 -2.2%（前值为 4.1%，下降 6.3 个百分点），非税收入当月同比 24.7%（前值为 -20.5%）。从近几个月财政数据表现来看，8-10 月财政收入增速出现连续明显下降，这与去年同期基数较高有关，与当前基本面较弱也是比较匹配的。

而从主要税种来看，10 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 0.9%、-51.6%、-0.9%、21.9%（9 月分别为 3.1%、19.1%、22.2%、10.2%）。从中可以看到，国内增值税、消费税、企业所得税均出现明显回落，且增值税降至 1% 以下，这与当前经济增速下行压力较大紧密联系。

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 91.8%，明显快于往年。去年 11-12 月，公共预算收入是 2.44 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 1.61 万亿（=19.77-18.15），同比增速为 -34%，显然不切实际。

我们假设 3 种场景观察后续 11-12 月财政收入情况：

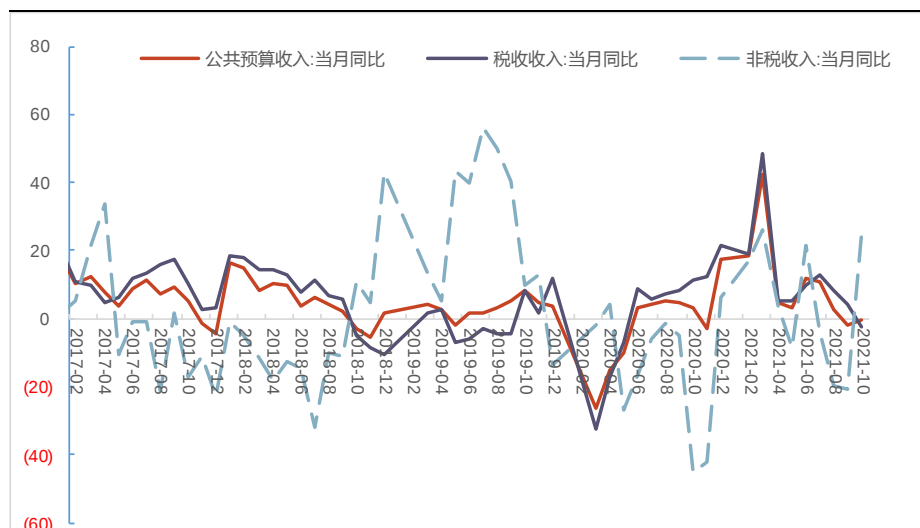
第一种场景是，今年 11-12 月公共预算收入与去年同期相同，则全年财政收入规模将达到 20.59 万亿（=18.15+2.44），全年一般公共预算收入增速将达到 12.6%；

第二种场景是，今年 11-12 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 20.76 万亿，全年增速将达到 13.5%。

第三种场景是,今年11-12月公共预算收入增速与10月当月增速持平(-0.14%),则全年财政收入规模将达到20.5万亿,全年增速将达到12.3%。

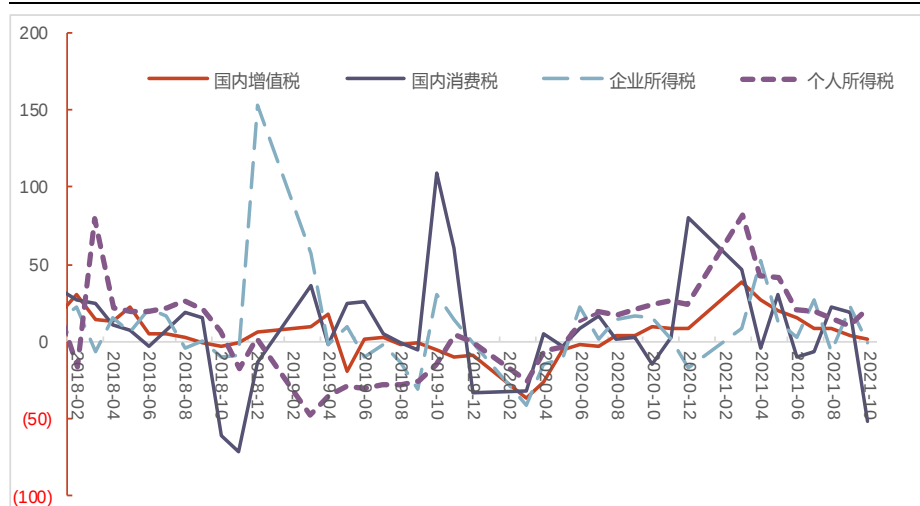
综合来看,即使是比较悲观的场景下,2021年一般公共预算收入全年增速也将超过12%,能够实现财政收入比预算多增加0.75万亿左右。这些新增的财政资金,将提供财政发力的额外力量,若能形成有效支出,对后续经济将形成有效支撑。

图表 1: 10 月财政收入增速再次明显回落



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 2: 10 月国内增值税、国内消费税、企业所得税出现明显回落



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

2.2、一般公共预算支出：10月支出增速稍有回升但仍然较低；预算内基建投资领域支出明显偏慢，后续需加快

2021年1-10月全国一般公共预算支出19.40万亿元，同比增长2.4%（1-9月为增长2.3%）；其中中央本级支出2.73万亿元，同比增长0.8%（1-9月为下降1.6%）；地方支出16.67万亿元，同比增长2.7%（1-9月为3%）。

测算下来，10月全国一般公共预算支出1.47万亿元（比9月少支0.93万亿），当月同比2.9%（6、7、8、9月分别为7.6%、-5%、6.2%、-5.3%）。从数据表现来看，10月财政支出增速较9月有所回升，但与6、8月相比，增速仍然较低，且在经济探底过程中，对经济的支撑作用有限；而从结构来看，10月财政支出增速提升，主要与地方财政支出增速下降幅度收窄有关（10月地方政府财政支出增速为-1.7%，9月为下降7.8%）。

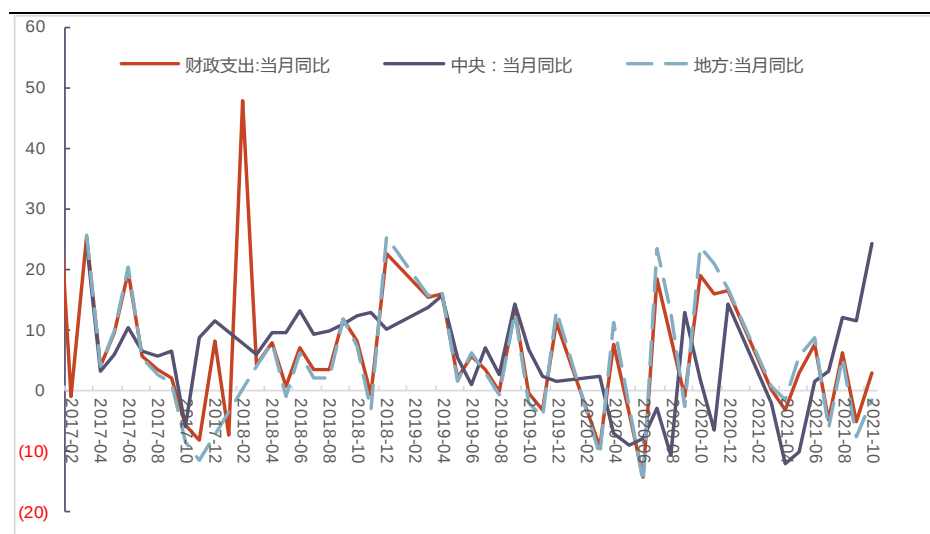
当前，经济增速下行压力相对较大，后续需要财政加大发力：

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%。

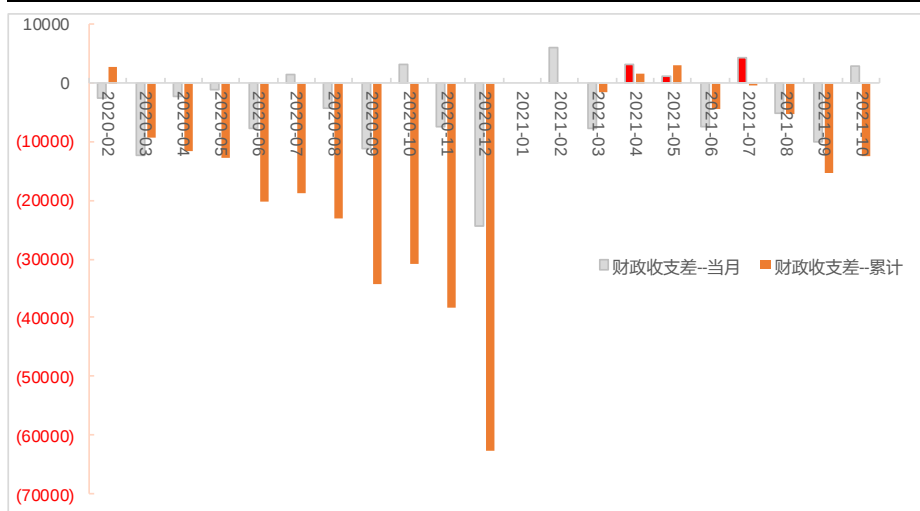
2020年10-12月，一般公共预算支出增速分别达到了19.0%、15.9%和16.5%，四季度平均增速是16.8%。如果按照上文提到的全年4.8%的增速支出，那么今年11、12月一般公共预算支出将达到6.75（=25.75-19.40）万亿元，11、12月一般公共预算支出平均增速将超过20%（2020年11、12月一般公共预算支出合计为5.61万亿元），支出增速较高。而如果按照全年1.8%的增速安排后续支出，可能导致全年财政将积累大量资金，不符合当前积极财政政策的方向。

对于需要加大投向的领域，1-10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7.1%、0.9%、6%、4.4%，预算内基建投资领域支出明显偏慢。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3：10月一般公共预算支出增速稍有提升但并不高



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

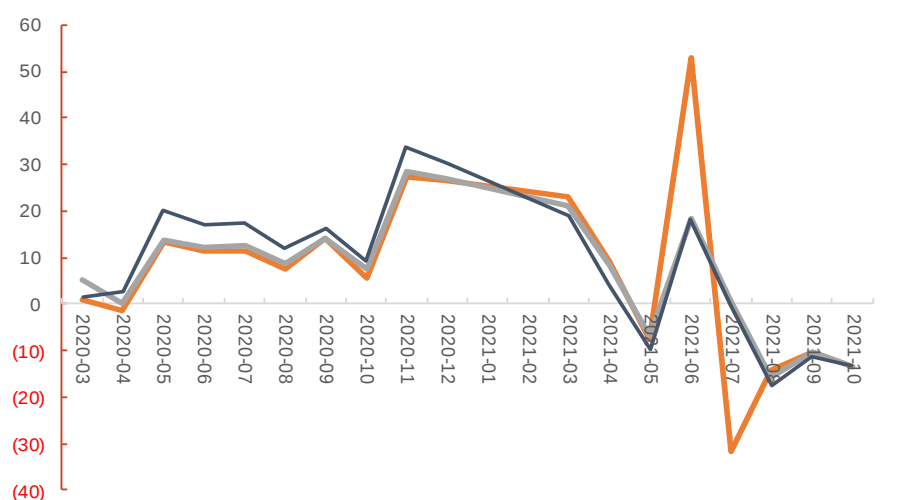
图表 4：截至 10 月底，当年财政收支差为 1.24 万亿元，较 9 月底有所缩减


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：亿元

2.3、 政府性基金预算：土地出让收入连续 3 个月下降超 10%，支出偏慢是全方位的，有待加快

政府性基金预算收入方面，1-10 月全国政府性基金预算收入累计 6.75 万亿元，同比增长 7.7%；地方政府性基金收入为 6.40 万亿，同比增长 7.2%，其中土地出让收入 5.93 万亿元，同比增长 6.1%。

10 月当月，全国政府性基金预算收入、地方政府性基金收入和土地出让收入当月增速分别为-13.4%、-13.5%、-13.1%（9 月分别为-10.4%、-10.5%、-11.2%），仍在快速下降通道中，且下降幅度有所拉大。

图表 5：8-10 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，1-10 月全国政府性基金预算支出 7.81 万亿元，同比增速为-8.7%；地方政府基金支出 7.60 万亿元，同比下降 9.2%，其中土地出让相关支出 5.58 万亿元，同比增长 6%。10 月当月地方政府基金支出、土地出让

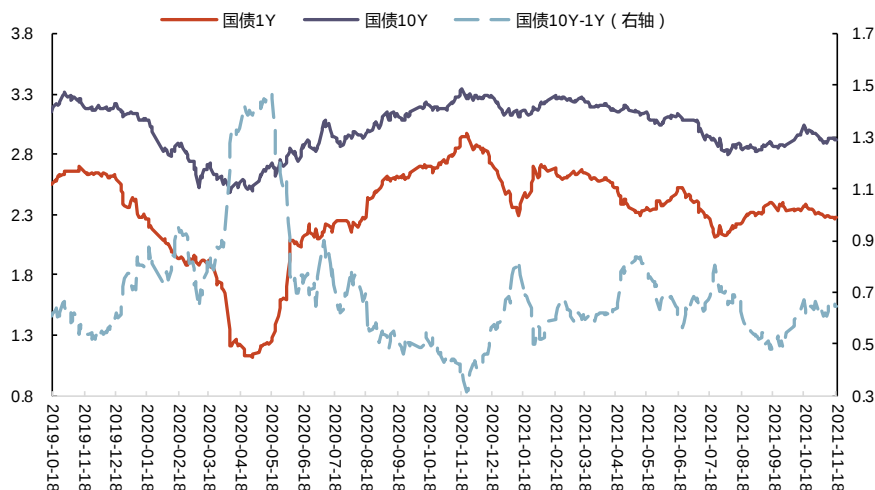
相关支出同比增速-7.8%、-12.1%（9月分别为-17.1%、-18.5%），降幅有所收窄。

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，今年9月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，但9月、10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

回溯近期债券市场走势，8月中旬以来，10Y国债收益率最高点为3.04%（10月18日），最低点为2.82%（9月1日），1Y国债收益率峰值为2.40%（9月14日），最低点为2.18%（8月10日），整体处于区间震荡态势，且震荡的区间并不大。

图表6：8月中旬以来长短端利率整体均处于震荡态势



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 注：数据截至2021年11月18日

对于后续债券市场的走势，我们维持10年期国债收益率在3.0%左右震荡，难以形成趋势性机会的判断，利率债市场整体波动有限，风险也相对有限，亦建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期。

基本面方面，目前经济处在底部修复期，政策处于加快发力阶段。国内通胀方面，

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_29787

