

## 财政有待进一步发力

事件：

12月17日，财政部公布11月财政数据。1-11月累计，全国一般财政收入同比增长12.8%、支出同比2.9%，政府性基金收入同比5.4%、支出同比-4.8%。

点评：

### ■ 11月一般财政收入放缓、支出加快，全年财政“超收减支”的概率或较高

一般财政收入增长放缓，累计收入接近完成预算规模。11月，一般财政收入增长明显放缓，当月同比-11.2%（两年复合-7.1%），低于前值的-0.1%（两年复合1.4%）。前11个月，一般财政收入占全年预算比重达96.8%，12月收入只要达到6400亿元即可完成全年预算，而过去8年12月财政收入最低为9500亿元。

一般财政支出连续2个月加快，但总体支出进度仍处于近年来同期较低水平。11月，一般财政支出同比8.5%（两年复合12.1%），高于前值的2.9%（两年复合10.7%）；前11个月，一般财政支出占全年预算比重为85.5%，略高于2020年同期的83.9%，但低于过去5年正常年份同期均值的90.1%，累计赤字2.3万亿元、低于全年预算赤字的3.57万亿元，一般财政全年结转结余或超2020年。

### ■ 收入端税收和非税均回落，支出端民生支出维持高位、基建投入有所加快

税收和非税均有拖累，地产和出口相关税收回落明显。11月，税收和非税收入同比分别为-13.1%（两年复合-1.2%）、-1.6%（两年复合-24.7%），两年复合增速分别较上月回落5.5和7.5个百分点；主要税种中，国内增值税和企业所得税两大税两年复合增速分别较上月回落3.6和2.2个百分点，土地增值税等地产相关税收合计下降超9个百分点，关税等出口相关税收合计下降超13个百分点。

民生相关支持维持较高增长，交运等基建相关支出小幅回升、仍处较低水平。11月，社会保障、卫生健康支出两年复合增速分别达24.1%和30.8%，较上月变化在2个百分点以内；农林水、交通运输支出两年复合增速转正、分别达2.3%和6.3%，出现一定发力迹象；债务付息年末未明显增长、两年复合增速达25.7%。

### ■ 专项债发行加快下，政府性基金支出明显加快，但形成实物工作量或待来年

土地财政收入依然低迷，专项债发行加快推动政府性基金支出加快。11月，政府性基金收入同比-8.7%（两年复合7.8%），好于前值的-13.4%（两年复合-4.4%）；其中土地出让收入同比-9.9%（两年复合-5.1%），略好于前值。11月，政府性基金支出同比29.3%（两年复合32.4%），明显高于前值的-8.4%（两年复合-0.7%），地方政府性基金支出拉动明显，或主因专项债募资大规模下拨。前11月，政府性基金收支差额-1.4万亿元，绝对值小于专项债额度的3.65万亿元。

综合来看，11月广义财政支出增速明显跳升，但较难改变全年低支出结局。11月，广义财政收入同比-10%（两年复合-0.7%），低于前值的-4.1%（两年复合-0.3%）；支出同比15.8%（两年复合18.9%），明显高于前值的-0.9%（两年复合6.7%），累计支出同比0.5%（两年复合3.9%），低于全年预算支出增速的2%。

重申观点：2021年财政“超收减支”、资金拨付后置等，有利于2022年财政发力前置。地方债务压制下，财政发力靠专项债或“独木难支”，中央财政赤字扩张和优质国企市场化融资，或是重要补充。财政发力首要或在“三保”，加大减税降费、民生投入等力度；适度超前基建投资，尤其是跟交通强国等相关。“十四五”规划下，补链强链相关产业突围项目，也可能成为稳增长重要抓手之一。

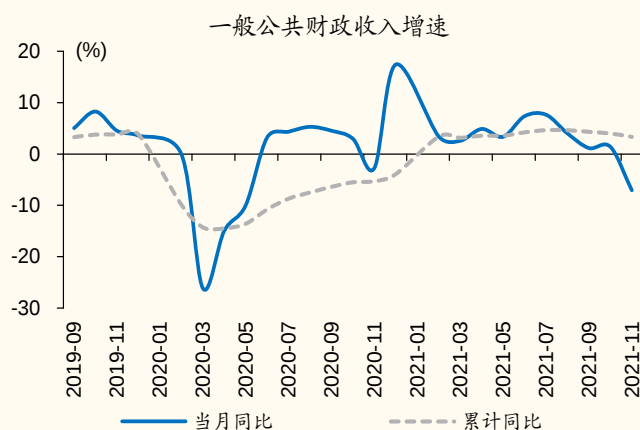
风险提示：债务风险加速暴露、项目落地不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

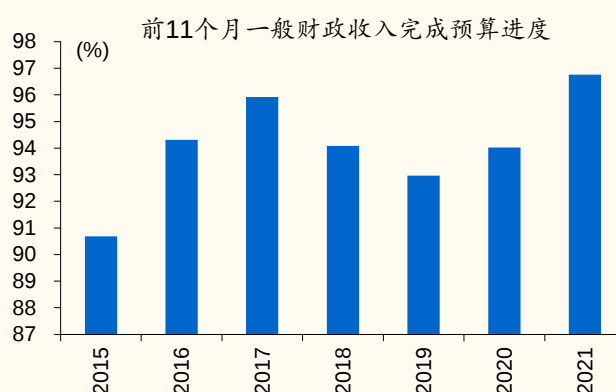
马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

图表 1：一般财政收入增速明显回落



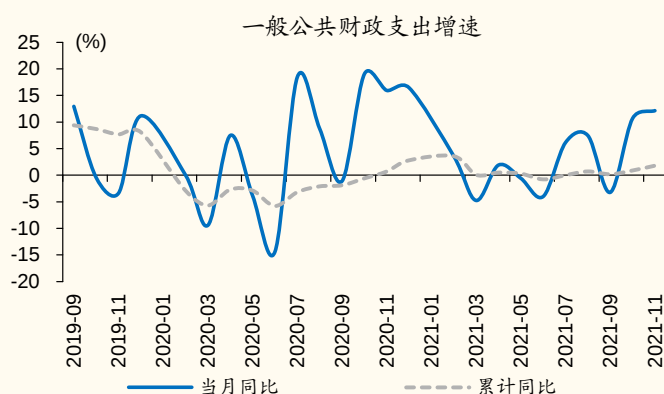
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：前 11 个月一般财政收入接近完成全年预算



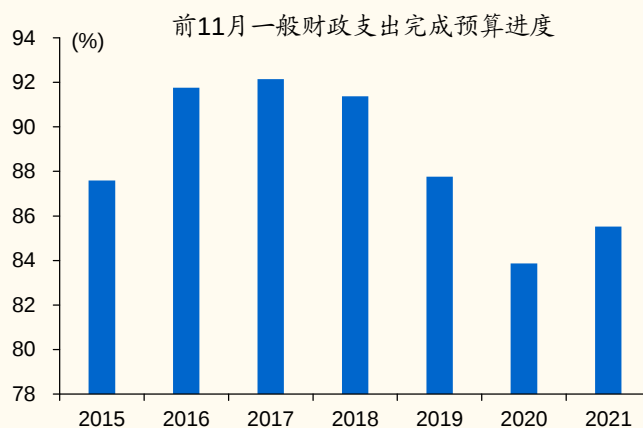
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：一般财政支出连续 2 个月高增长



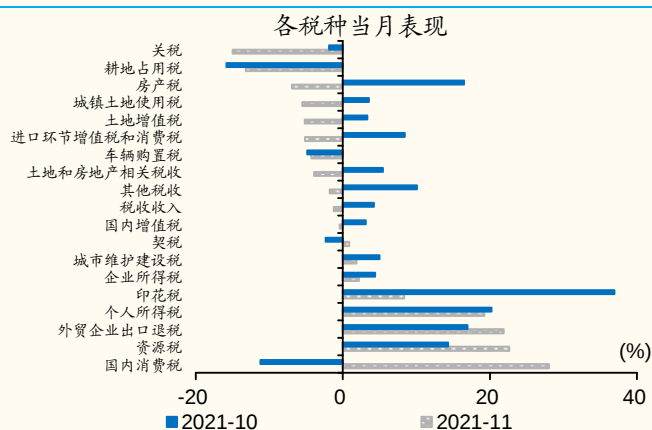
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：前 11 个月一般财政支出完成进度偏低



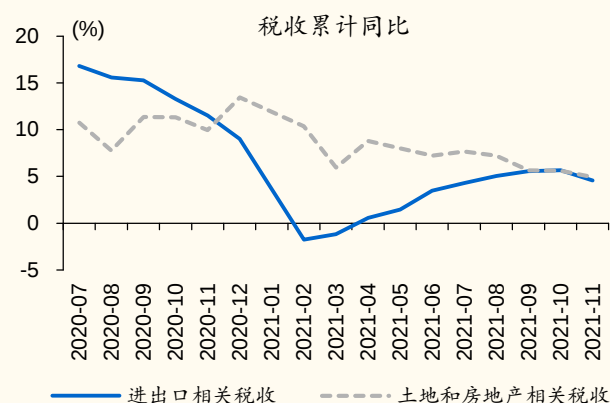
来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：主要税种增速均较上月回落



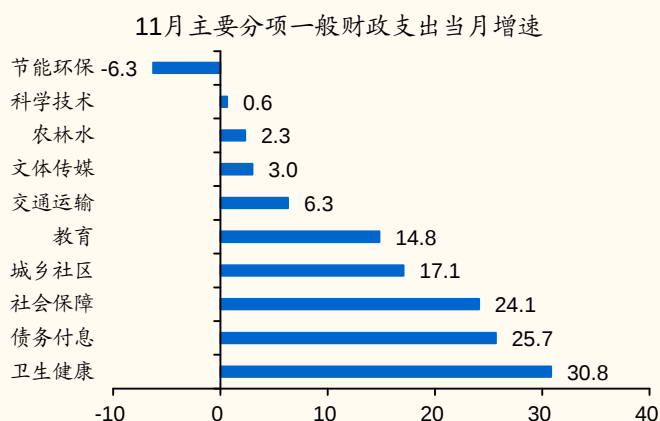
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：出口和地产相关税收回落



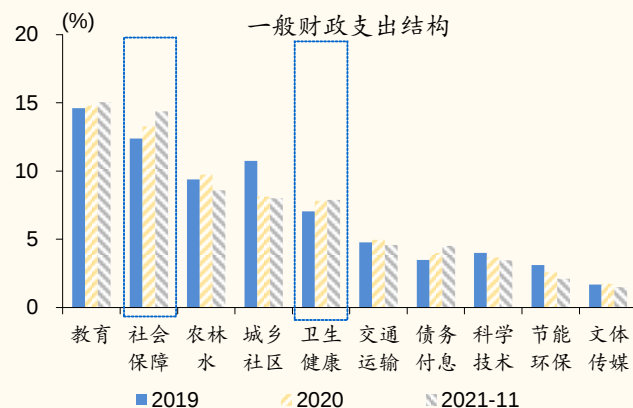
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：卫生健康、债务付息支出增速居前



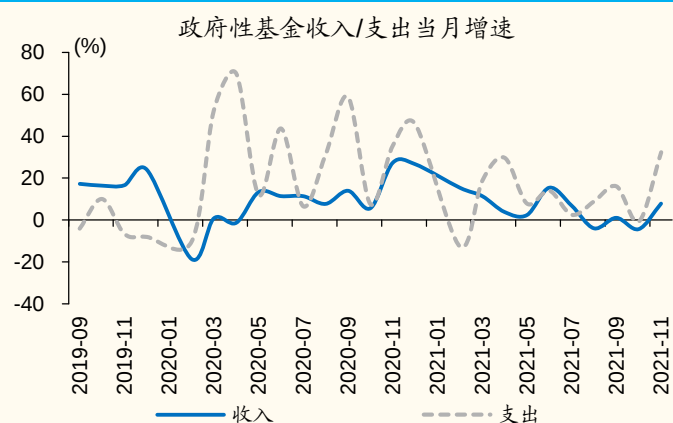
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：近年来，民生领域支出持续增加



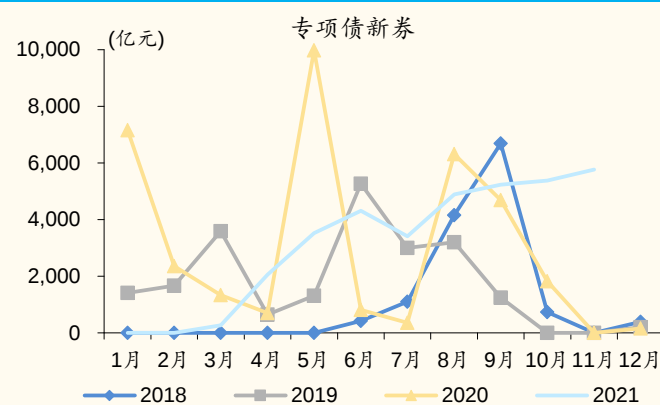
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：政府性基金支出加快



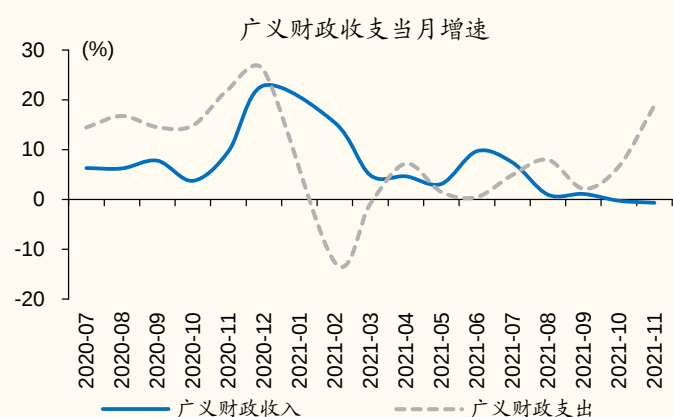
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：近几个月，专项债发行加快



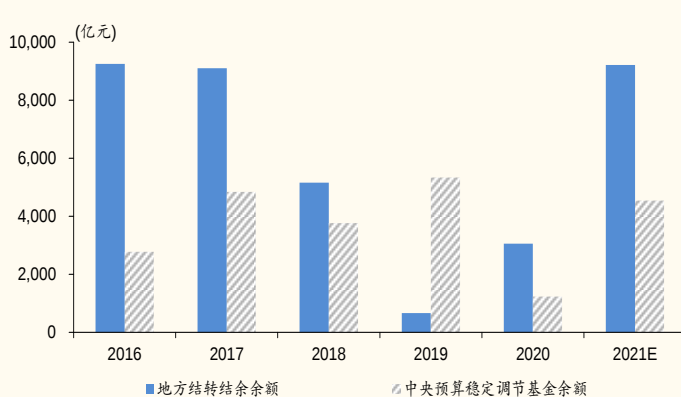
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：广义财政支出明显加快



来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：2021 年财政结余资金或明显高于 2020 年



来源：财政部、国金证券研究所

### 风险提示：

- 1、债务风险加速暴露；
- 2、项目落地不及预期。

## 特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

## 上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

## 北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

## 深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402

**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\\_31494](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31494)

