

财政在行动：关注城投债的估值压力

报告要点：

● 11月财政收支差进一步收敛

1) 11月当月，公共财政收入同比下降-11.23%，降幅较前一月增加11个百分点。当月公共财政支出同比增长8.45%，创下年内最快当月增速。财政收支差进一步收敛。

2) 截至11月末，今年以来公共财政收入19.13万亿，完成预算进度的96.8%。公共财政支出21.39万亿，完成预算进度的85.5%，财政支出仍慢于序时进度。

● 今年四季度财政支出的启动受到全年预算的加持

从历史经验看，过去几年公共财政的收支基本都能完成预算目标，完成度在99%-105%之间，如果假设今年的收支目标都能完成的话，12月的财政支出仍需进一步提速。

● 关于每年财政收支的节奏，监管层会根据序时进度来动态调节

1) 财政收入：延缴税款或是今年的主要调节工具。今年四季度，制造业中小微企业的税款，延期3个月缴纳。

2) 财政支出：四季度地方债发行加速，并尽快形成实物工作量。

● 政策面推动对明年财政前置的共识在形成

1) 中央经济工作会议明确指出，要保证财政支出强度，加快支出进度。适度超前开展基础设施投资。

2) 财政部领导在国新办吹风会上，提出了专项债发行的三个原则“早”“准”“快”。准备工作要“早”。我们将指导地方尽快将提前下达额度对应到项目上，今年年底前就着手编制发行计划，确保明年一季度有相当数量的专项债券发行使用；发行时机要“准”。专项债券的发行进度要和资金使用进度相匹配。资金使用要“快”。财政部将要求省级财政部门按月汇总统计专项债券实际使用进度。

3) 财政部近期已向各地提前下达了2022年新增专项债务限额1.46万亿，并将推动下达额度尽快形成实物工作量。

● 这对城投债未必是好事情，毕竟除了几个非常优质、财政收支乘数很高的省份之外，城投债的风险在边际上是增加的。

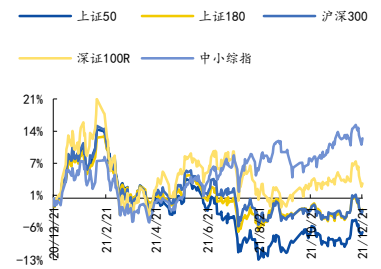
● 因此，财政支出的加速推动了城投债的分化，而总体上，若政府债的供应上来，且基建投资使得经济下行压力下降之后，后续大多城投债的估值风险会有所上升，城投债在下潜信用上应更加谨慎一些。

风险提示：数据统计偏差，经济及货币政策超预期。

主要数据：

上证综指：	3625.13
深圳成指：	14688.98
沪深300：	4913.49
中小盘指：	4943.51
创业板指：	3350.43

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《飞鸟和蝉——2022年城投年度展望》

2021.12.05

报告作者

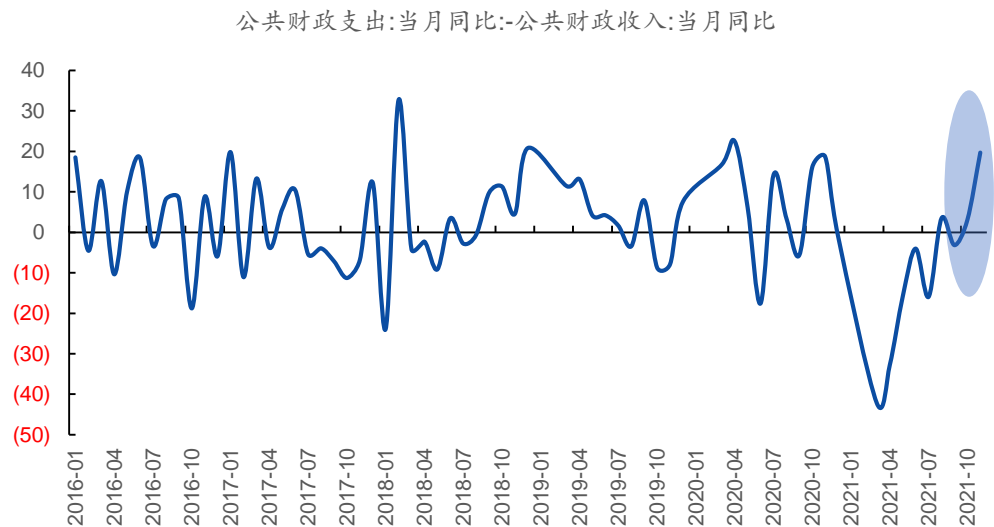
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	王宇辰
邮箱	wangyuchen@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

1. 11月财政收支差进一步收敛

11月当月，公共财政收入同比下降-11.23%，降幅较前一月增加11个百分点。当月公共财政支出同比增长8.45%，创下年内最快当月增速。财政收支差进一步收敛。

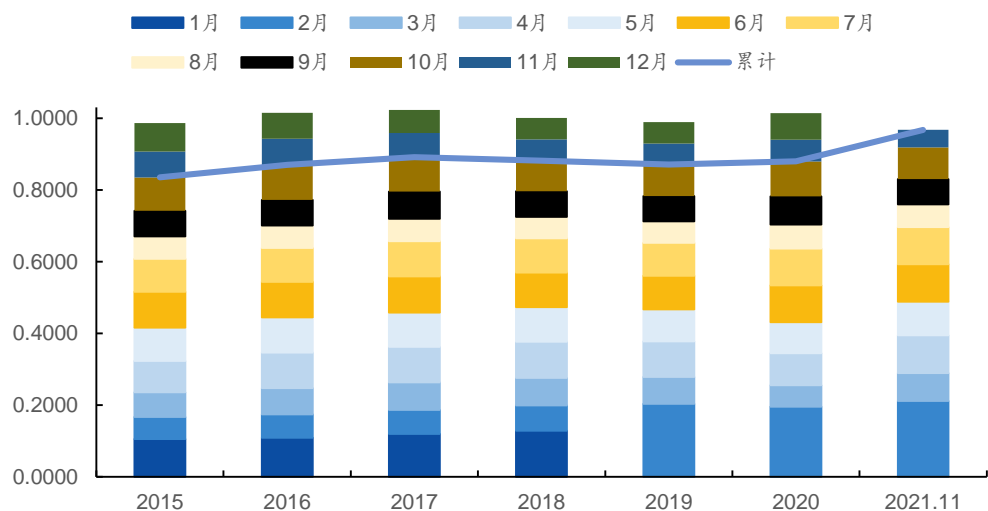
截至11月末，今年以来公共财政收入19.13万亿，完成预算进度的96.8%。公共财政支出21.39万亿，完成预算进度的85.5%，财政支出仍慢于序时进度。

图1：11月财政收支差进一步收敛



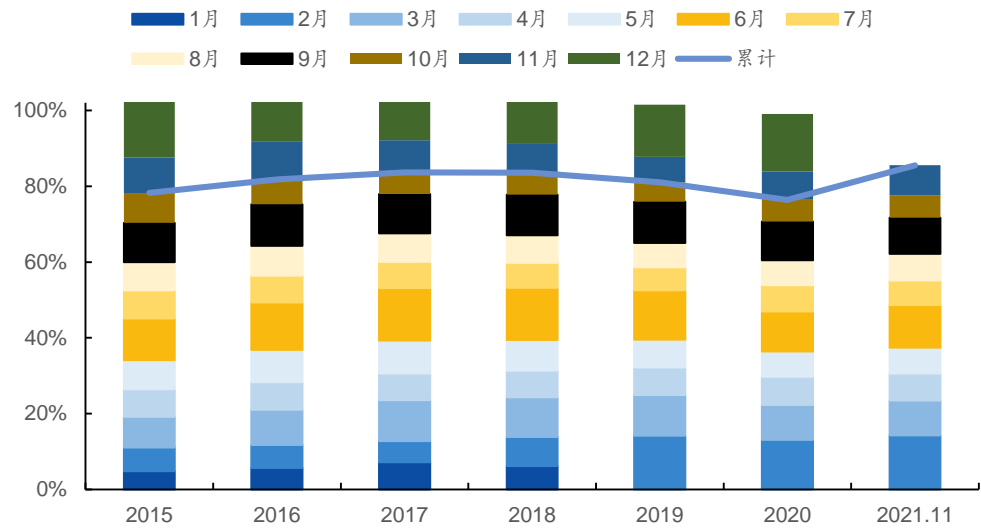
资料来源：Wind、国元证券研究所

图2：公共财政收入完成预算进度的96.8%



资料来源：Wind、国元证券研究所

图 3：公共财政支出完成序时进度的 85.5%

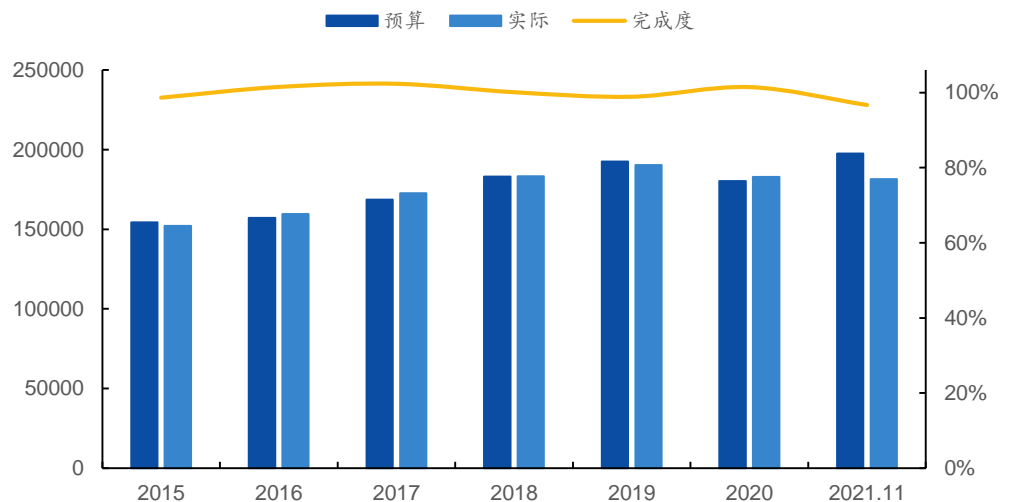


资料来源：Wind、国元证券研究所

2. 今年四季度财政支出的启动受到全年预算的加持

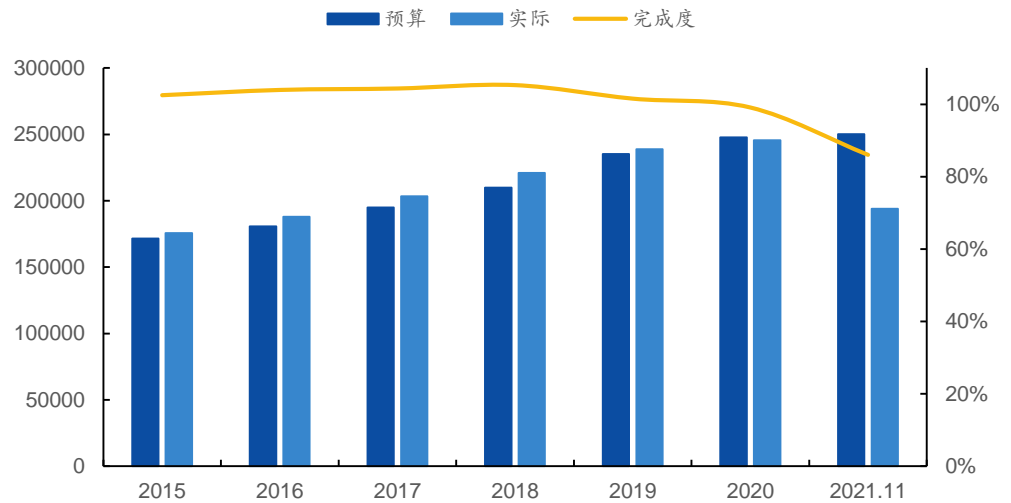
从历史经验看，过去几年公共财政的收支基本都能完成预算目标，完成度在 99%-105%之间。如果假设今年的收支目标都能完成的话，12月的财政支出仍需进一步提速。

图 4：公共财政收入历年完成度位于 99%-102%之间



资料来源：Wind、国元证券研究所

图 5：公共财政支出历年完成度位于 99%-105%之间



资料来源：Wind、国元证券研究所

关于每年财政收支的节奏，监管层会根据序时进度来动态调节。1) 财政收入：延缴税款或是今年的主要调节工具。今年四季度，制造业中小微企业的税款，延期3个月缴纳。2) 财政支出：四季度地方债发行加速，并尽快形成实物工作量。

3. 政策面推动对明年财政前置的共识在形成

1) 中央经济工作会议明确指出，要保证财政支出强度，加快支出进度。适度超前开展基础设施投资。

2) 财政部领导在国新办吹风会上，提出了专项债发行的三个原则“早”“准”“快”。准备工作要“早”。我们将指导地方尽快将提前下达额度对应到项目上，今年年底前就着手编制发行计划，确保明年一季度有相当数量的专项债券发行使用；发行时机要“准”。专项债券的发行进度要和资金使用进度相匹配，适当提高发行频次，优化发行安排，避免债券资金闲置。资金使用要“快”。财政部将要求省级财政部门按月汇总统计专项债券实际使用进度，并对使用进度较慢的地区实施预警，通过层层压实责任，督促主管部门和项目单位加快债券资金使用进度，提高资金使用效益。

3) 财政部近期已向各地提前下达了2022年新增专项债务限额1.46万亿，并将推动下达额度尽快形成实物工作量。

表 1：财政部近期已向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿

批次	下达时间	下达额度 (万亿)	下达额度占上年额度比重
2019 年提前批	2018 年 12 月	0.81	60%
2020 年提前批	2019 年 11 月	1	46.5%
2021 年提前批	2021 年 3 月	1.77	47.2%
2022 年提前批	2021 年 12 月	1.46	40%

资料来源：财政部、Wind、国元证券研究所

4. 财政支出的加速推动了城投债的分化

这对城投债未必是好事情，毕竟除了几个非常优质、财政收支乘数很高的省份之外，城投债的风险在边际上是增加的。

因此，财政支出的加速推动了城投债的分化，而总体上，若政府债的供应上来，且基建投资使得经济下行压力下降之后，后续大多城投债的估值风险会有所上升，城投债在下潜信用上应更加谨慎一些。

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_31763



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>