

财政全年超收节支概率大

——11月财政数据的背后

核心观点

经济向好带动财政收入持续回升，决算大概率超收；年末集中支出判断兑现，支出显著提速，但较预算目标仍有距离；财政政策逐步正常化，今年减支超收腾挪政策空间概率较高，结转结余资金可用于补充预算稳定调节基金等，为未来留力。

□ 11月财政收入：经济向好收入回升，全年超收概率较大

1-11月，一般公共预算收入增速-5.3%，前值-5.5%（全年预算目标-5.3%）。11月，一般公共预算收入当月同比-2.73%，前值2.97%。11月税收收入同比-3.7%，前值11.2%。Q4经济修复强于预期，带动税收回升、提振财政收入，目前已达到预算目标增速。我们此前提出预计Q4经济将进一步超预期，实际GDP增速可能达到6.6%，11月经济数据表现良好，出口及地产带来的经济景气提升经济活跃度，带动增值税改善，11月工业企业盈利转正在即、调查失业率稳步下行、居民收入持续修复，由此带来的是个人所得税和企业所得税显著改善。

□ 11月财政支出：支出提速印证集中花钱，预计全年目标较难实现

1-11月，一般公共预算支出同比0.7%，前值-0.6%（全年预算目标3.8%）。11月一般公共预算支出同比15.9%，前值19.03%。年末集中花钱，财政支出提速。我们在此前《关注Q4财政集中花钱特征》报告中提出今年Q4财政将显示出显著的财政年末集中花钱特征，10月、11月当月支出同比均保持两位数增长，已有兑现。

在财政支出提速的同时，也可以看到，今年财政支出完成预算的概率可能相对较低，大概率会形成支出资金的结余，可用于填补预算稳定调节基金以平衡未来预算。部分领域支出进度较慢，12月教育、科技、文化传媒、环保、城乡社区和农林水等领域仍需落实预算资金安排的16.68%、28.76%、22.51%、36.73%、34.45%和17.74%。

□ 财政进入正常化，政策留力腾空间？

经济数据逐步回归常态，因为疫情而实施的扩张性财政政策逐步开启正常化路径，我们认为，2020年不论是一般公共预算还是政府性基金预算，均有较大可能出现减支超收特征，腾挪政策空间为未来留力。一方面，近年来实际赤字与预算赤字规模之差持续走高，2020年财政预估的实际赤字为67000亿元左右，截至今年11月实际赤字仅38357亿元，侧面印证财政留力的意图。

另一方面，2020年为应对疫情，财政几乎将所有资金调入使用，近3万亿调入资金及结转结余资金是历史新高，中央预算稳定调节基金的“余粮”全部调入。我们认为，财政减支增收预留结转资金的概率较高，根据我们估计，一般公共预算每超收减支1%将带来4000亿以上的结余资金。

□ 政府性基金：卖地支撑收入，支出不及预期

1-11月全国政府性基金收入同比6.7%（全年预算目标-3.6%），前值4.1%，国有土地使用权出让收入同比12.9%，前值10.1%。11月全国政府性基金收入当月同比27.34%。可以看到卖地收入仍有较强支撑，带动政府性基金收入持续回升。前期地产政策的调整是结构性的，短期对地产数据并未造成较大冲击，Q4各项地产数据的相对景气已有反映。展望后续，我们预计后续拿地收入仍有韧性，可支撑收入回升。

1-11月全国政府性基金支出同比25.8%（全年预算目标38%），前值24.7%，其中国有土地使用权出让收入相关支出同比-6.1%，前值-8.4%。11月全国政府性基金支出当月同比35.54%。可以看到政府性基金支出增速较38%的预算目标仍有较大距离，回升不及预期，其一是今年财政债务性融资占比较大，导致资金运作速率和下沉速率相对较慢，出现一定财政存款淤积；其二是专项债资金未能严格匹配项目，导致资金使用效率下降；其三是专项债政策调整带来摩擦成本，拖累支出进度。

风险提示：一般公共预算收入不及预期；财政政策落地不及预期；经济超预期下行

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《经济逐步回归常态，财政腾挪政策空间》2020.11.18

2《Q4关注财政集中花钱特征》2020.10.21

3《财政存款淤积是当下焦点》2020.09.20

报告撰写人：李超

1. 财政数据热力图

图 1：财政数据热力图

分类	指标名称	单位	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11
公共财政收入	当月同比	%	-2.73	2.97	4.53	5.29	-8.70	3.22	-10.01	-14.98	-26.11	0.00	3.59	4.53
	累计同比	%	-5.30	-5.50	-6.40	-7.50	-8.70	-10.80	-13.60	-14.50	-14.30	-9.90	3.80	3.80
中央财政收入	当月同比	%	-16.32	-3.98	-1.11	3.53	-11.30	1.92	-14.36	-21.05	-33.90	0.00	-2.77	11.28
	累计同比	%	-9.20	-8.70	-9.30	-10.10	-11.30	-14.00	-17.00	-17.70	-16.50	-11.20	4.50	4.80
地方财政收入	当月同比	%	10.04	10.08	9.17	6.91	-6.20	4.31	-5.56	-9.12	-20.77	0.00	6.29	-1.11
	累计同比	%	-1.70	-2.40	-3.80	-5.10	-6.20	-7.90	-10.40	-11.50	-12.30	-8.60	3.20	3.00
税收收入	当月同比	%	12.19	11.17	8.17	7.03	-8.80	8.97	-7.24	-17.27	-32.25	0.00	12.06	1.67
	累计同比	%	-3.70	-4.60	-6.40	-7.60	-8.80	-11.30	-14.90	-16.70	-16.40	-11.20	1.00	0.50
非税收入	当月同比	%	-42.40	-45.08	-4.95	-1.45	-7.70	-16.82	-26.63	4.38	-2.09	0.00	-13.73	13.00
	累计同比	%	-13.70	-10.30	-6.70	-7.00	-7.70	-8.00	-4.90	1.00	0.10	1.70	20.20	25.40
公共财政支出	当月同比	%	15.94	19.03	-1.11	8.74	-3.20	-14.37	-3.87	7.48	-9.41	0.00	11.17	-3.38
	累计同比	%	0.70	-0.60	-1.90	-2.10	-3.20	-5.80	-2.90	-2.70	-5.70	-2.90	8.10	7.70
中央财政支出	当月同比	%	-6.63	1.60	12.85	-10.75	-3.20	-8.06	-9.02	-7.07	2.22	0.00	1.46	2.25
	累计同比	%	-2.30	-1.80	-2.10	-4.10	-3.20	-3.20	-2.00	0.10	3.70	4.70	6.00	8.30
地方财政支出	当月同比	%	20.92	23.63	-2.89	12.75	-3.20	-15.18	-2.73	11.08	-10.87	0.00	12.99	-4.54
	累计同比	%	1.20	-0.40	-1.90	-1.70	-3.20	-6.20	-3.10	-3.20	-7.00	-3.90	8.50	7.60
社会保障和就业支出	当月同比	%	18.32	30.52	-10.64	34.42	8.90	-13.20	20.40	23.98	-5.49	0.00	11.44	6.24
	累计同比	%	9.80	9.30	8.20	10.90	8.90	1.70	5.80	3.50	-0.70	2.50	9.30	8.50
卫生健康支出	当月同比	%	9.40	6.20	4.00	5.40	3.80	-0.20	7.50	7.20	4.80	22.70	10.00	9.10
	累计同比	%	6.70	4.10	3.80	2.30	1.20	-1.00	-4.50	-9.20	-12.00	-18.60	12.00	9.50
全国政府性基金预算收入	当月同比	%	-14.80	-15.80	-14.70	-16.70	-19.80	-20.00	-24.10	-31.20	-30.60	-18.00	0.10	2.20
	累计同比	%	8.00	5.30	5.00	3.50	2.60	0.30	-3.10	-7.60	-10.70	-18.70	12.60	10.00
地方本级政府性基金收入	当月同比	%	12.90	10.10	10.30	9.00	7.90	5.20	0.90	-4.50	-7.90	-16.40	11.40	8.10
	累计同比	%	25.80	24.70	26.60	21.10	19.20	21.70	14.40	14.90	4.60	-10.40	13.40	19.00
全国政府性基金预算支出	当月同比	%	-4.60	-4.90	-5.00	-6.20	-42.10	-27.90	-36.20	-30.90	-33.60	-1.20	0.80	-2.70
	累计同比	%	26.70	25.60	27.60	22.00	21.10	22.90	15.40	15.70	5.20	-10.50	13.90	19.90
国有土地使用权出让收入相关支出	当月同比	%	-6.10	-8.40	-8.30	-12.70	-11.60	-10.70	-14.20	-15.70	-26.70	-40.50	8.80	-5.30
	累计同比	%												

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：颜色随数值变化，数值越大则颜色越偏绿色，数值越小颜色越偏红色

2. 一般公共预算：经济回归常态，财政可能留力

2.1. 经济回归常态，税收持续回升

数据：财政收入延续回升，消费税、增值税等主要税种保持高增

1-11月，一般公共预算收入增速-5.3%，前值-5.5%，已经达到全年预算安排增速-5.3%。其中，1-11月税收收入增速为-3.7%，增值税、消费税、个人所得税和企业所得税增速分别为-10.2%、-5.4%、10.1%、-2.2%。

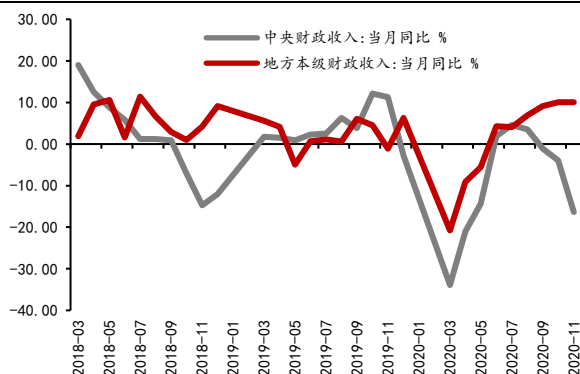
11月，一般公共预算收入当月同比-2.73%，前值2.97%。其中11月税收收入同比-3.7%，前值11.2%，增值税、消费税、个人所得税和企业所得税的当月同比为8.2%、2.2%、26.7%和0.7%，前值9.1%、-15.2%、23.7%和15.7%。

经济回归常态，税收回升带动财政收入增长。得益于疫情的有效防控，后疫情时代，以国内大循环为基础、国内国际双循环相互促进的新发展格局带动经济快速修复，Q3实际GDP同比已经达到4.9%，我们此前提出预计Q4经济将进一步超预期，实际GDP增速可能达到6.6%，工业增加值和服务业增加值指数均保持较高增速。分项来看，出口及地产带来的经济景气提升经济活跃度，带动增值税改善，长假及购物节效应带动消费数据回升，推升消费税增速，10月工业企业盈利转正、11月调查失业率稳步下行、居民收入持续修复，由此带来的是个人所得税和企业所得税显著改善。

换一个角度，一般来讲经济活跃对地方政府的财政收入改善更加明显，7月以来，地方本级财政收入增速开始超过中央，快速回升且维持较高增速，11月当月同比已达到10.0%，延续了10月的两位数增长。

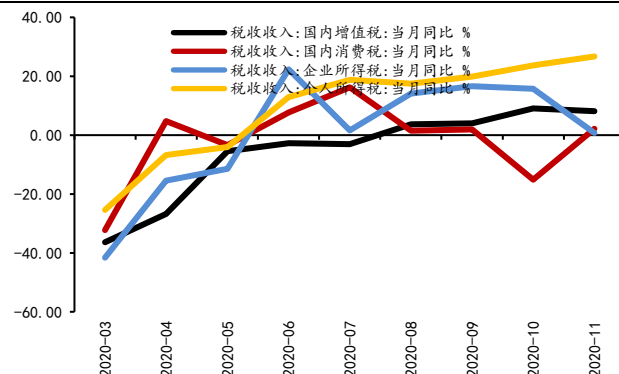
我们预计，Q4的经济景气可能进一步超预期，决定了12月财政收入增速稳步回升，预计2020年一般公共预算收入有较大概率出现超收特征。

图 2：地方本级增速恢复较快，中央财政收入同比下降幅度较大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：国内消费税和个人所得税显著改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 财政支出提速，Q4 集中花钱适度兑现

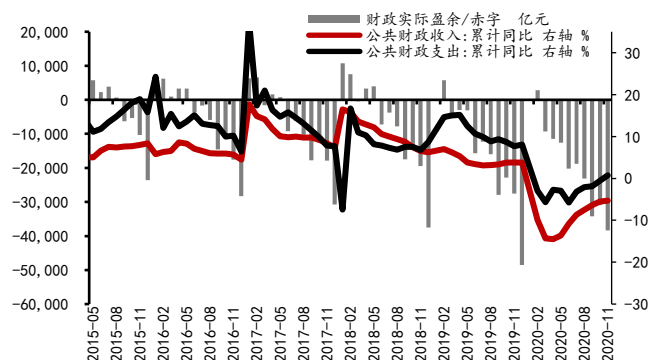
数据：财政支出增速提升，社保就业与医疗卫生支出较快

1-11 月，一般公共预算支出同比 0.7%，前值-0.6%。支出结构方面，1-11 月，教育、科技、文化传媒、社保就业、医疗卫生、环保、城乡社区、农林水和交通运输分别完成预算安排的 83.32%、71.24%、77.49%、90.61%、92.14%、63.27%、65.55%、82.26%和 89.15%。此外，11 月，一般公共预算支出同比 15.9%，前值 19.03%。

11 月财政支出提速，Q4 集中花钱特征适度兑现，但大概率难以完成预算，形成支出资金结余。我们在此前《关注 Q4 财政集中花钱特征》报告中提出今年 Q4 财政将显示出显著的财政年末集中花钱特征，根据 1-9 月数据和预算安排推算，Q4 一般公共预算支出同比需保持在 20.6%方可落实预算，10 月支出同比 19.03%，11 月略有下降但仍保持了 15.9%的同比增速，一定程度上可以印证年末集中花钱特征。在财政支出提速的同时，也可以看到，今年财政支出完成预算的概率可能相对较低，大概率会形成支出资金的结余。

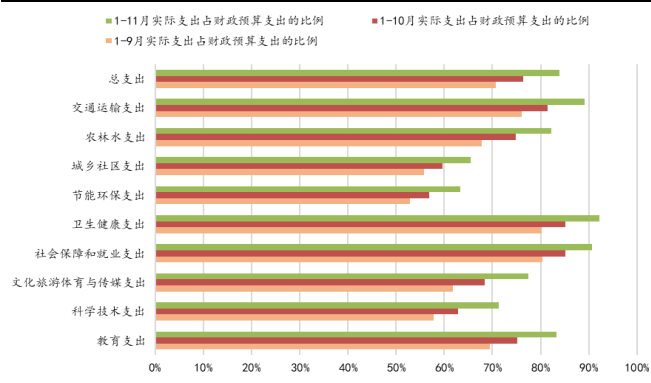
结构方面，为应对疫情并落实六稳、六保任务，前期财政资金更多集中于卫生健康和社保就业方面，1-11 月支出已落实 90%以上。相比之下，教育、科技、预算内基建等支出进度较慢，根据预算安排，教育、科技、文化传媒、环保、城乡社区、农林水和交通运输等领域在 12 月仍需投入 16.68%、28.76%、22.51%、36.73%、34.45%、17.74%和 10.85%的预算资金比例。可以看到，科技、文化传媒、环保等领域待支出比例较高，大概率难以完成预算，会形成财政资金结余。

图 4：财政支出、收入及赤字变动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：1-11 月各分项支出进度



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3. 财政进入正常化，政策留力腾空间？

经济回归常态，财政进入正常化。疫情冲击之下，政府工作报告要求积极的财政政策要更加积极有为，今年以来动用了一系列财政政策工具，提高赤字率、发行特别国债、大规模减税降费、专项债扩围加码等均有体现。随着疫情可控、复工复产推进和经济回归常态，基本完成年内任务目标后，财政政策进入正常化符合预判。我们认为，财政重在量力而行，因疫情透支的财政政策空间也需要补足，如何安排资金腾出政策空间值得关注。我们认为，2020年一般公共预算可能出现超收减支特征，即收入超过-5.3%的预算安排，而支出达不到3.8%的预算目标，由此形成部分结余的财政资金，用于腾挪政策空间，为2021年留力。

财政支出能否低于预算目标？根据历史经验，一般情况下，实际支出增速均高于预算安排增速，在特殊年份出现过政府性基金实际支出不及预算目标的情况。考虑Q4需支出的资金体量较大，我们认为2020年存在一般公共预算实际支出低于目标的可能，如何理解？《新预算法》对此有两种解释，其一是财政短收，并无法通过发债（限额内）、资金调入等方式递补收入，财政纪律要求收支平衡，支出被动缩减；其二，体现财政资金使用效率。各级一般公共预算年度执行中厉行节约、节约开支，造成本级预算支出实际执行数小于预算总支出的，不属于预算调整的情形。可以看到，财政支出可以低于预算目标，并且支出节余资金将纳入中央或地方预算稳定调节基金。

实际赤字增长较慢，财政可能留力明年。2015年起，财政实际赤字与预算赤字之差不断扩大，需要大量的调入资金和结转结余资金平衡预算，根据2020年预算安排，预算赤字规模37600亿元，调入资金及结转结余资金达到近3万亿元，这意味着预算安排的实际赤字将达到67000亿元，事实上，1-11月财政实际赤字规模仅累计达到38357亿元，结合前文分析，实际赤字累计较慢与“财政超收节支”密切相关，可以侧面印证财政预留政策空间的思路。

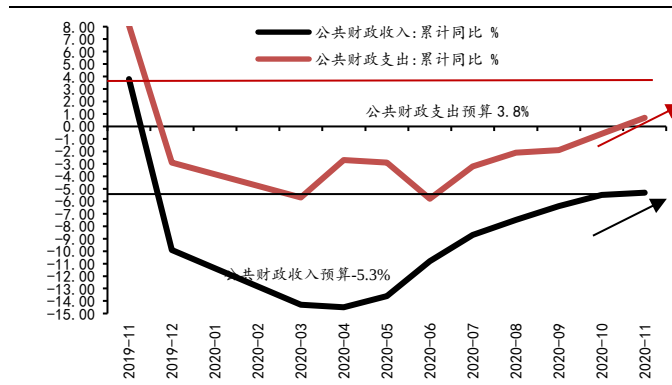
另一方面，2020年为应对疫情，财政资金几乎全部调入使用，近3万亿调入及结转结余资金是历史新高，2020年几乎将中央预算稳定调节基金的“余粮”全部调入。我们认为，在年内目标基本完成的背景下，考虑财政持续性，财政减支增收预留结转资金的概率较高，根据我们估计，一般公共预算每超收减支1%将带来4000亿以上的结余资金，可用于补充预算稳定调节基金；同时，政府性基金收入的超收也可以用于补充结转结余资金。

图 7：2021 年一般公共预算的财政预算目标

	2020 预算	2020 预算 同比	2021 年 预算	2021 预算 同比
中央一般公共预算收入	82770	-7.3%		
地方一般公共预算本级收入	97500	-3.5%		
全国一般公共预算收入	180270	-5.3%	190000	5.4%
中央及地方调入资金及使用 结转结余资金	29980		29000	
全国收入总量	210250		219000	
中央一般公共预算支出	119450			
全国一般公共预算支出	247850	3.8%	252500	2.0%
全国预算赤字	37600		33500	
赤字率	3.6%		3.0%	

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：2020 年财政有超收减支可能



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3. 政府性基金预算：卖地收入高增，支出不及预期

1-11 月全国政府性基金收入同比 6.7%（全年预算目标-3.6%），前值 4.1%，国有土地使用权出让收入同比 12.9%，前值 10.1%。11 月全国政府性基金收入当月同比 27.3%。11 月地方政府债券（以下称地方债）发行 1384 亿元，其中，未发行地方政府新增债券，再融资债券 1384 亿元。

卖地收入仍有韧性，带动政府性基金超收。一般地方政府下半年供地较少，叠加 Q3 起地产政策边际变动对房企拿地的影响，前期市场担心拿地数据可能大幅走弱。我们认为在经济回升过程中地产政策逐步正常化（边际收紧）是合理的，近期政策调整是结构性的，围绕着坚持房住不炒的政策核心，在打压投机性需求、防范潜在风险等方面“紧”，在保障无房家庭、积极吸纳高技术劳动力等方面“松”，不能理解为全面收紧，也无需过度担心短期政策对拿地积极形成大幅冲击，11 月施工、销售、投资等地产数据保持韧性已有印证，国有土地出让收入 11 月同比 27.3% 的高增也有印证。综合来看，我们预计后续土地出让收入增速仍将保持一定韧性，无需担心土地出让收入的大幅下滑。

1-11 月全国政府性基金支出同比 25.8%（全年预算目标 38%），前值 24.7%，其中国有土地使用权出让收入相关支出同比-6.1%，前值-8.4%。

政府性基金支出回升不及预期，距离 38% 的支出预算目标仍有较远距离，其一是由于财政资金运作速率低、下沉速率慢导致支出速度较慢，出现了一定的财政存款淤积。其二是专项债资金未能严格匹配项目，导致资金使用效率下降；其三是财政部印发财预〔2020〕94 号文，严禁新增专项债违规使用，允许专项债调整资金用途，此举带来摩擦成本，拖累支出进度。

此外，政府性基金支出增速低也有节省资金储存政策空间的思路。由于政府性基金超收减支带来的资金结余，可用于调入一般公共预算或者结转下一年使用，2020 年在透支了较多的政策空间下，财政年末适当保存实力为 2021 年预留资金也可以理解。

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_802

