2021 年 09 月 18 日

财政支出加快，土地拖累显现

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

穆仁文（联系人）
murenwen@kysec.cn
证书编号：S0790121060023

● **一般财政和政府性基金收入双双放缓，土地相关财政收入的拖累加快显现**

广义财政收入增速回落，一般财政收入增长放缓、政府性基金收入拖累显著。8 月，广义财政收入增速录得-4.0%，两年复合增速为 1.0%、较上月回落 6 个百分点，创年内最低。其中，公共财政收入当月增速 2.7%，两年复合增速为 4.0%、较上月回落近 4 个百分点；政府性基金收入当月增速录得-14.4%、两年复合增速为-4.0%、较上月大幅回落近 11 个百分点，对整体广义财政收入拖累较为明显。

伴随地产调控影响逐步显现，地产相关财政收入明显放缓。一般财政中，与地产相关的税种收入合计两年复合增速录得 2.5%、较上月回落 8 个百分点，其中土地增值税、房产税等收入增速回落幅度超 15 个百分点；政府性基金中，国有土地使用权出让收入增速录得-17.5%，两年复合增速-2.8%、较上月大幅回落 12 个百分点。此外，个人所得税和企业所得税收入，两年复合增速均不同程度回落。

● **广义财政支出进度有所加快，基建相关支出明显加快，民生相关支出延续高增**

广义财政支出有所加快，一般财政支出延续回升、政府性支出明显加快。8 月，广义财政支出增速录得-0.2%，两年复合增速为 8.0%、较上月抬升 3 个百分点，连续 2 个月回升，支出累计占全年进度的 56%。其中，一般财政支出增速录得 6.2%，两年复合增速为 7.5%、较上月抬升 1.4 个百分点；基数影响下，政府性基金支出同比下降 9.7%，两年复合增速录得 8.9%、较上月大幅抬升 6 个百分点。

基建相关支出明显加快，民生相关支出延续高增。8 月，一般财政中交通运输、农林水事务支出两年复合增速分别录得 11.6%和 5.6%、分别较上月大幅抬升 38 个百分点和 11 个百分点，地方债基建相关支出两年复合增速 74.4%、较上月提升超 50 个百分点。民生相关卫生健康、社会保障支出延续高增，两年复合增速分别录得 17.5%和 14.3%；一般财政债务付息支出也较高，两年复合增速 17.8%。

● **经济承压下，财政支出或将继续加快、注重结构引导，节奏和效果仍需跟踪**

经济承压下，财政支出或将继续加快，节奏和效果仍需持续跟踪。前 8 个月支出时序进度只有 56%，而收入完成进度相对较快、占预算收入比重达 63%；伴随收入增长放缓、支出加快，财政收支平衡压力逐步加大，对支出的影响或会逐步显现，年内影响或相对有限、下一年的掣肘可能更加明显。近期国常会明确强调，要加强政策储备，做好跨周期调节等，对财政实际“花钱”的影响仍需跟踪。

跨周期调节下，财政发力注重稳增长与调结构的平衡，加大结构引导，推动产业转型升级、加快绿色发展等。地产调控和地方债务监管下，地方政府“稳增长”能力和意愿可能受到明显压制；政策托底也并非走传统逆周期调节的老路，更加注重结构引导。有限的财力，主要向民生、部分重大基建项目倾斜；同时，通过产业政策、融资优先政策等，引导社会资金参与战略新兴产业、传统产业升级等。

● **风险提示：**经济下行超预期，财政支出进度不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-经济下行压力进一步加剧》-2021.9.15

《宏观经济专题-德国大选观战指南》-2021.9.12

《宏观经济点评-实体需求走弱的影响加速显现》-2021.9.11

目　录

1、 财政收入增速回落，地产调控影响逐步显现 3
2、 财政支出进度加快，基建支出明显改善 4
3、 财政支出或继续加快，更加注重结构引导 5
4、 风险提示 6

图表目录

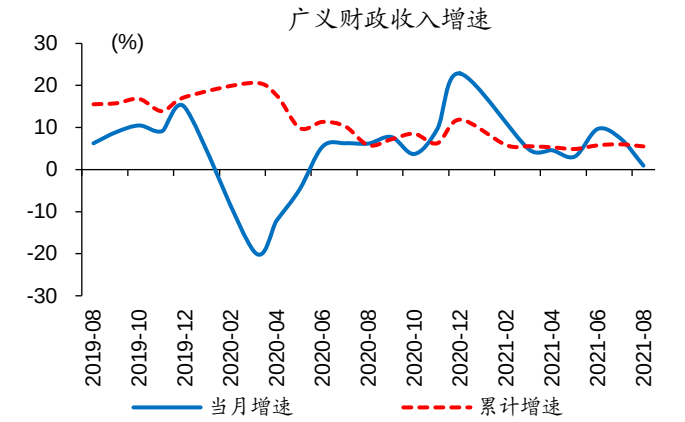
图 1: 8 月，广义财政收入增速明显回落 3
图 2: 8 月，一般财政与政府性基金收入增速均下滑 3
图 3: 8 月，土地地产相关税种及土地出让收入明显放缓 3
图 4: 8 月，商品房成交面积增速转负 3
图 5: 8 月，广义财政支出增速继续加快 4
图 6: 8 月，一般财政与政府性基金支出增速回落 4
图 7: 8 月，民生相关支出增速仍然较快 4
图 8: 前 8 月，专项债投向基建相关占比达 58.6% 4
图 9: 前 8 月广义财政收入完成进度明显快于支出 5
图 10: 专项债项目几乎没有外部融资 5
图 11: 2021 年民生、能源等项目占比较 2020 年抬升 5

表 1: 政策强调要加强政策储备，做好跨周期调节 5

1、 财政收入增速回落，地产调控影响逐步显现

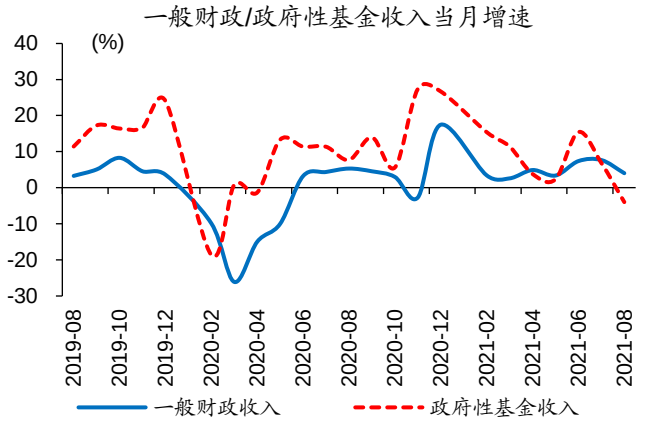
广义财政收入增速回落，一般财政收入增长放缓、政府性基金收入拖累显著。8月，广义财政收入增速录得-4.0%，两年复合增速为1.0%、较上月回落6个百分点，创年内最低。其中，公共财政收入当月增速2.7%，两年复合增速为4.0%、较上月回落近4个百分点；政府性基金收入当月增速录得-14.4%、两年复合增速为-4.0%、较上月大幅回落近11个百分点，对整体广义财政收入拖累较为明显。

图1：8月，广义财政收入增速明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

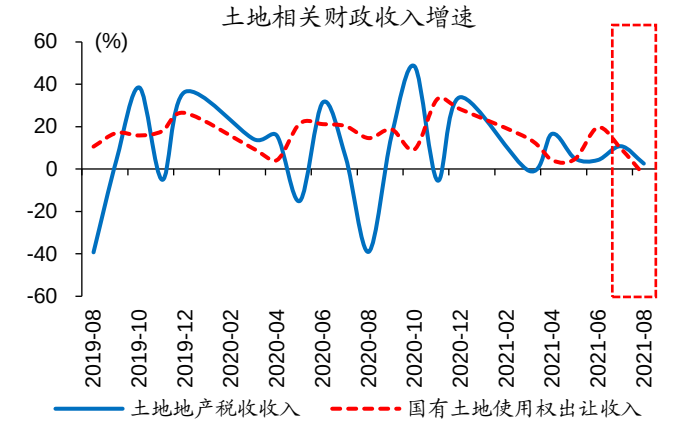
图2：8月，一般财政与政府性基金收入增速均下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

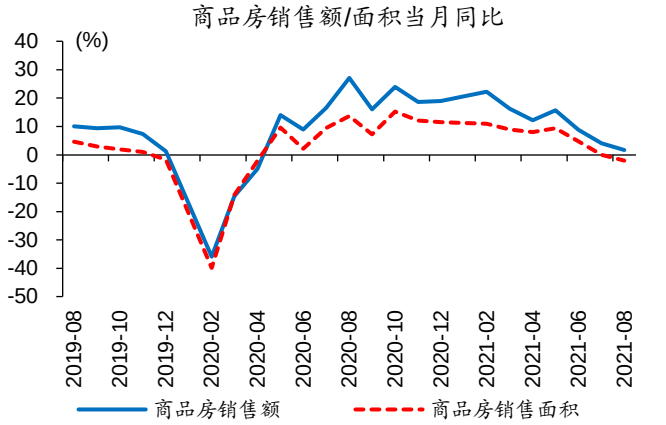
伴随地产调控影响逐步显现，地产相关财政收入明显放缓。地产调控下，商品房销售和土地成交均明显回落（详情参见《地产调控，这次不一样》），在财政收入中也有明显体现。一般财政中，与地产相关的税种收入合计两年复合增速录得2.5%、较上月回落8个百分点，其中土地增值税、房产税等收入增速回落幅度超15个百分点；政府性基金中，国有土地使用权出让收入增速录得-17.5%，两年复合增速-2.8%、较上月大幅回落12个百分点。此外，个人所得税和企业所得税收入两年复合增速分别录得16.3%和3.3%，分别较上月回落2.6个和10.2个百分点。

图3：8月，土地地产相关税种及土地出让收入明显放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：8月，商品房成交面积增速转负

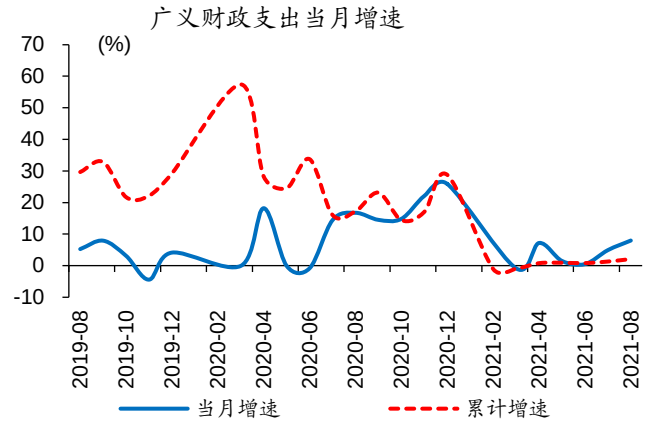


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 财政支出进度加快，基建支出明显改善

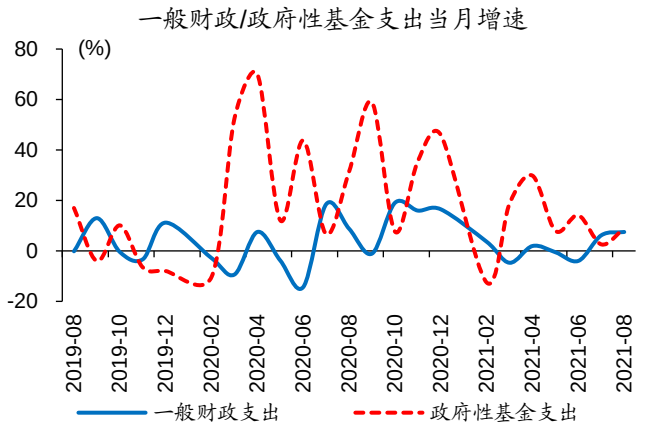
广义财政支出有所加快，一般财政支出延续回升、政府性支出明显加快。8 月，广义财政支出增速录得-0.2%，两年复合增速为 8.0%、较上月抬升 3 个百分点，连续 2 个月回升，支出累计占全年进度的 56%。其中，一般财政支出增速录得 6.2%，两年复合增速为 7.5%、较上月抬升 1.4 个百分点；基数影响下，政府性基金支出同比下降 9.7%，两年复合增速录得 8.9%、较上月大幅抬升 6 个百分点。

图5：8 月，广义财政支出增速继续加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

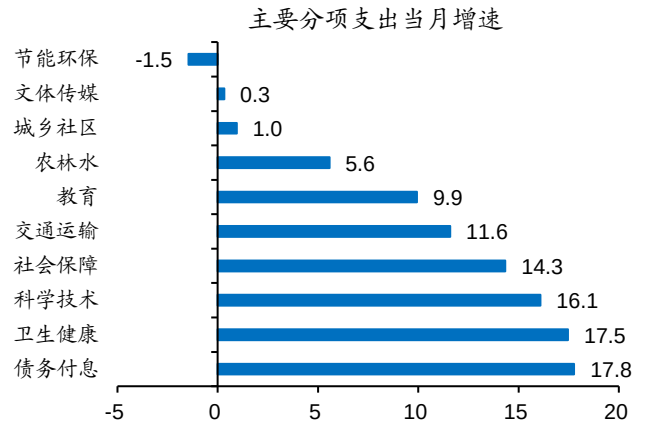
图6：8 月，一般财政与政府性基金支出增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

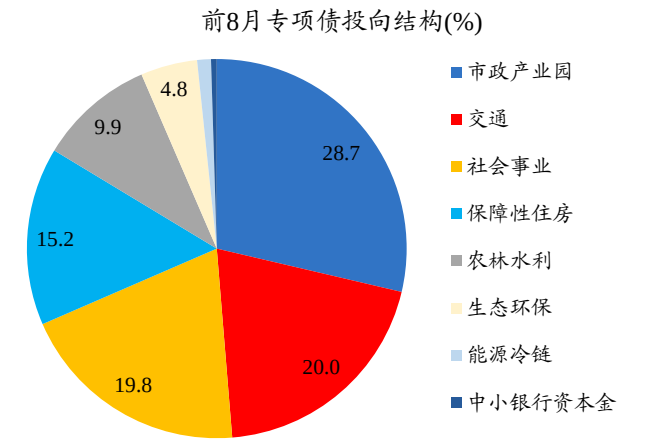
基建相关支出明显加快，民生相关支出延续高增。8 月，一般财政中交通运输、农林水事务支出两年复合增速分别录得 11.6%和 5.6%、分别较上月大幅抬升 38 个百分点和 11 个百分点，地方债基建相关支出两年复合增速 74.4%、较上月提升超 50 个百分点。民生相关卫生健康、社会保障支出延续高增，两年复合增速分别录得 17.5%和 14.3%；一般财政债务付息支出也较高，两年复合增速 17.8%。

图7：8 月，民生相关支出增速仍然较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：前 8 月，专项债投向基建相关占比达 58.6%

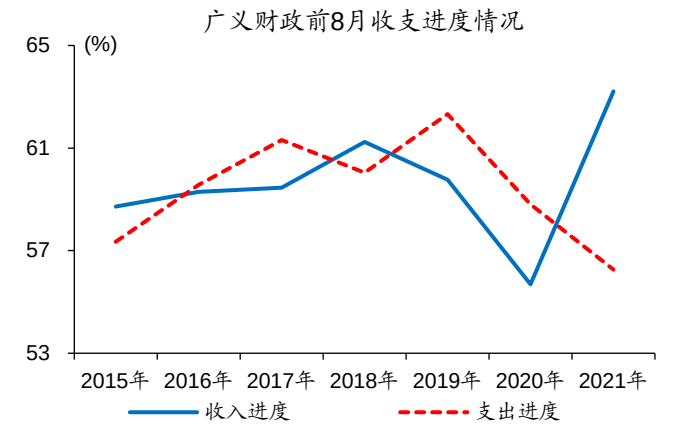


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 财政支出或继续加快，更加注重结构引导

经济承压下，财政支出或将继续加快，节奏和效果仍需持续跟踪。前 8 个月支出时序进度只有 56%，而收入完成进度相对较快、占预算收入比重达 63%；伴随收入增长放缓、支出加快，财政收支平衡压力逐步加大，对支出的影响或会逐步显现，年内影响或相对有限、下一年的掣肘可能更加明显。近期国常会明确强调，要加强政策储备，做好跨周期调节等，对财政实际“花钱”的影响仍需跟踪。

图9：前 8 月广义财政收入完成进度明显快于支出



数据来源：Wind、开源证券研究所

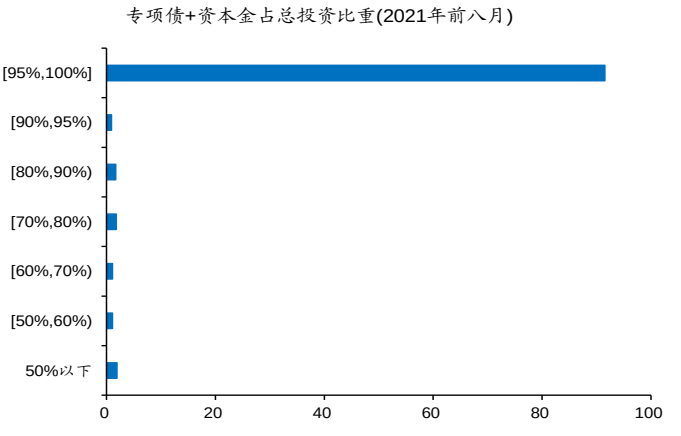
表1：政策强调要加强政策储备，做好跨周期调节

会议/文件	时间	内容
中央政治局会议	2021/7/30	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，**合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。**
《2021年上半年中国财政政策执行情况报告》	2021/8/27	下一步要提质增效**实施积极的财政政策，更好发挥稳定经济的关键作用，加快财政支出进度**，强化重点领域支出保障，切实提高资金使用效益。
国常会	2021/9/1	发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资。**根据国际环境变化和发展实体经济需要，加强政策储备做好跨周期调节。**
稳投资稳外资新闻发布会	2021/9/8	加强跨周期调节，**充分发挥中央预算内投资和地方政府专项债券作用，促进投资稳定增长。**
国新办新闻发布会	2021/9/15	8月国民经济继续保持恢复态势…下阶段，**要实施好宏观政策的跨周期调节，保持经济运行处于合理区间。**

资料来源：中国政府网、财政部、发改委、开源证券研究所

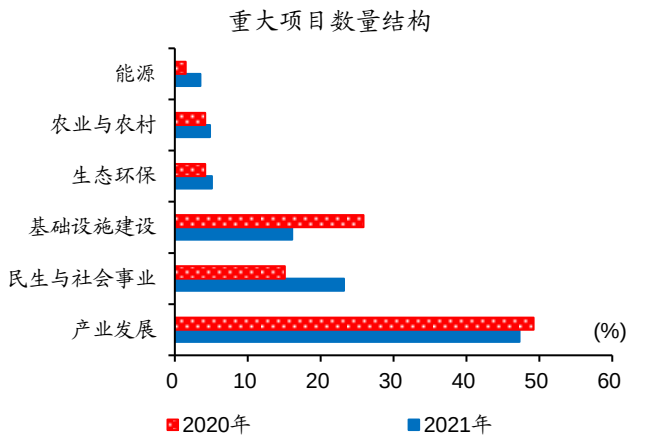
跨周期调节下，财政发力注重稳增长与调结构的平衡，加大结构引导，推动产业转型升级、加快绿色发展等。地产调控和地方债务监管下，地方政府“稳增长”能力和意愿可能受到明显压制；政策托底也并非走传统逆周期调节的老路，更加注重结构引导。有限的财力，主要向民生、部分重大基建项目倾斜；同时，通过产业政策、融资优先政策等，引导社会资金参与战略新兴产业、传统产业升级等（详情参见《从重大项目，看“稳增长”抓手》）。

图10：专项债项目几乎没有外部融资



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021 年民生、能源等项目占比较 2020 年抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

经济下行超预期，财政支出进度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn