

经济复位，收支高增

——1-2 月财政数据的背后

核心观点

2021 年受经济复位、低基数影响，财政开门红，收支高增；土地财政依赖性仍高，出让收入高增。我们提示关注改革加置换方式化解存量隐性债务的可能。

□ 财政收入：经济复位，基数较低，收入回升

1-2 月，一般公共预算收入 41805 亿元，同比 18.7%，前值-3.9%；2019-2021 年复合增速为 3.40%。我们认为经济复位、低基数是财政收入回升的原因，经济景气带动税收改善，减税政策边际下滑也产生利好，印花税的高增也有积极影响。

经济回升带动税收增长。1-2 月税收收入两年复合增长率为 2.74%，增值税、消费税、企业所得税及个人所得税较去年规模均为正增长，两年复合增速分别为-1.46%、-0.49%、2.67%、8.79%，基本回升至 2019 年水平。税收高增源于经济修复，1-2 月经济保持良好态势，延续了 2020 年 Q4 的“微过热特征”，工业生产表现积极，消费、地产投资、出口等数据也表现积极，经济复位带动财政收入保持正增。

减税力度下降也有利于财政收入回升。2020 年实施了大规模阶段性减税降费，为市场主体减负 2.6 万亿，其中减税 9000 亿元（其余 1.7 万亿元为减免社保费），2021 年阶段性政策退出，让位制度性减税政策，与疫情前的十三五期间保持一致，从政府工作报告已经颁布的三项政策来看，我们认为，“减税”政策力度有一定下滑，3 月 15 日国常会中提到“抓实抓细针对小微企业的减税降费政策特别是新的结构性减税举措落地”，体现大规模阶段性政策让位于针对小微企业的结构性政策，也有印证。

低基数、印花税规模大幅上升也有利好。疫情冲击导致 2020 年基数较低，也是今年 1-2 月财政收入高增的重要原因。此外，1-2 月印花税 1004 亿元，同比增 65.5%，两年复合增速为 47.1%，证券市场交易活跃为财政收入带来一定税收支持。

□ 财政支出：支出平稳，结构分化

1-2 月，一般公共预算支出同比 10.5%，前值 2.8%，2019-2021 年复合增速为 3.57%。

支出平稳，结构分化。首先，结合同比及两年复合增速来看，一般公共预算支出增速相对平稳，显著高于预算目标。其次，结构方面，支出同比增速较快的领域科技、文体传媒和教育支出，增速分别达到 27.6%、20.5%和 16.2%；从两年复合增速角度来看，卫生健康、教育、社保就业支出增速较快，分别达到 17.86%、6.68%和 6.60%，但交通运输支出仅仅增速为-16.82%。第三，结合序时进度来看，仅社保就支出高于序时进度，卫生健康也相对较高，其他领域支出有待加速，农林水仅达到 9.13%。

□ 政府性基金：土地财政依赖仍强

1-2 月全国政府性基金收入同比增长 63.7%，前值 10.6%，两年复合增速 15.4%；其中国有土地使用权出让收入同比增长 67.1%，前值 15.9%，两年复合增速 18.2%。

土地出让收入延续上年强劲势头，土地财政依赖仍强，出让节奏平稳。2021 年预算草案中，国有土地使用权出让收入的目标增速为 0%，但由于 2020 年地方国有土地使用权出让收入较目标值（-3%）超收 19.5%，2021 年预算较 2020 年预算规模增加了 1.37 万亿元。2021 年 1-2 月，土地出让收入增速继续高增，两年复合增速与 2020 年全年增速较为接近，符合预期，印证土地财政依赖性仍强。

□ 降低政府杠杆率，关注隐性债务化解

3 月 15 日国常会表示“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，我们认为这与“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”的政策要求有所呼应。此外 2021 年地方政府专项债新增 3.65 万亿，我们认为“合理扩大使用范围”的要求与存量债务化解存在一定联系，可能以改革加置换的方式推进城投平台等存量隐性债务的化解，如考虑区域风险进行化解，安排东北三省、内蒙等偿债压力较大的省份进行置换，或者考虑省市县的不同层级进行化解，置换层级较低的城投债务。

风险提示：政策落地不及预期，经济超预期下行，全球经济、金融危机爆发

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

报告撰写人： 李超

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_18871

