

后续关注新债发行和债务化解

——3 月财政数据的背后

核心观点

一季度，经济景气带动收入高增，支出分化重在落实“三保”任务。我们提示，关注后续新增地方政府债券加速发行，及改革加置换方式化解存量隐性债务的可能。

□ 降低政府杠杆率，关注隐性债务化解，后续新增地方债发行有望加速

抓实化解地方政府隐性债务逐步成为市场关注热点，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》和刘昆部长《努力实现财政高质量发展》一文均有体现。我们认为，今年化解存量债务风险可能将以改革加置换的方式推进，存在通过专项债置换方式化解城投平台等存量债务的可能，后续需进一步关注财政预算的具体安排。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。

2021 年我国预算安排新增地方政府债务限额 44700 亿元，1-3 月发行新增债券和再融资债券分别为 364 亿元和 8587 亿元。今年一季度再融资发行较多，预计 5 月起新增地方政府债券发行会显著加速，落实资金效率提升、扩大有效投资等专项债政策要求。

□ 财政收入：经济延续景气，收入积极回升

1-3 月一般公共预算收入 57115 亿元，同比 24.2%，前值 18.7%，两年复合增速为 3.17%。3 月一般公共预算收入当月同比 42.39%，两年复合增速 2.57%。

经济景气带动税收增长。1-3 月税收收入同比 24.8%，两年复合增长率 2.14%，增值税、消费税、企业及个人所得税两年复合增速分别为-2.69%、-0.43%、-0.86%、10.96%，税收高增源于经济增长保持强劲，一季度就业平稳，出口、地产投资延续强势，消费、工增和基建也有亮点，PPI 涨幅继续提升，经济景气带动财政收入表现积极。

减税力度下降有利于财政收入回升。根据财政要求，2020 年阶段性减税降费政策分类调整、有序退出，保持对经济恢复的必要支持力度。2021 年继续推进制度性减税降费，但减税力度较 2020 年（2.6 万亿元）显著下降，这相对有利于财政收入回升。

此外印花税收入继续前期上升趋势。1-3 月印花税 1301 亿元，同比增长 69.3%，两年复合增速 33.32%，其中证券交易印花税 880 亿元，同比增长 94.2%，两年复合增速 48.88%，印证 3 月证券市场交易活跃。

□ 财政支出：支出增速平稳，重点关注“三保”

1-3 月一般公共预算支出 58703 亿元，同比 6.2%，前值 10.5%，两年复合增速 0.1%。3 月一般公共预算支出同比 0.2%，两年复合增速-4.7%。

支出增速相对平稳，支出重点仍在“三保”。财政支出同比保持平稳，高于全年预算安排，支出重点仍是保就业保民生保市场主体等相关领域，从两年复合增速角度来看，卫生健康、社保就业和教育等领域增速较快，分别为 6.49%、2.82%和 2.79%，科技、教育和文体传媒领域较去年也有显著增长，支出同比分别为 16.3%、13.8%和 13.7%。预算内基建支出增速相对较慢，城乡社区、农林水和交通运输两年复合增速分别为-14.44%、-4.54%和-12.29%。序时进度方面，社保就业和卫生健康较高，达 30.33%和 28.72%，交通运输接近序时进度，农林水支出速度依旧较慢，仅达 15.23%。

□ 政府性基金：土地收入高增，支出相对较慢

1-3 月全国政府性基金同比 47.9%，前值 63.7%，两年复合增速为 14.06%；其中国有土地使用权出让收入同比 48.1%，前值 67.1%。1-3 月全国政府性基金支出同比-12.2%，前值-14.8%，两年复合增速-4.19%。

土地出让收入继续高升。2021 年国有土地使用权出让收入的预算目标增速为 0%，绝对量较 2020 年预算规模增加了 1.37 万亿元。一季度，土地出让收入增速继续高增，两年复合增速与 2020 年全年 16.5%的增速较为接近，印证土地财政依赖性仍强。考虑三道红线、房贷新规、集中供地等政策扰动，后续土地收入增速可能稍有下降。

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_18908

