

财政收支稳步增长，新债发行将迎高峰

——5月财政数据的背后

核心观点

5月财政收支表现积极，下半年落实预算仍是重点，我们提示后续重点关注存量债务化解、新增债券发行和房地产税扩大试点。

□ 落实预算执行，收支稳步增长

落实预算安排是下半年财政的重要任务，截至5月，财政收入增长积极，领先于时序进度，其中所得税、消费税等主要税种表现积极，支出增速相对较慢，落后于时序进度，“三保”支出是当前支出的重点方向，预计下半年预算内基建、科技、教育领域将有望提速。

□ 防范潜在风险，关注债券发行

2021年整体专项债发行进度较慢，5月起有显著提速特征，进入6月单周发行量已突破2000亿元，预计Q3发行量有显著增长，发行高峰即将到来。我们维持前期判断，继续提示市场对隐性债务化解的关注，建制县再融资债券置换存量债务已有突破的基础上，未来存在通过新增专项债置换化解隐性债务风险的可能，特别是随着专项债发行的加速，这一政策线索有望逐步清晰。

□ 关注房地产税扩大试点

税收法定原则之下，今年4月人大常委会公布2021年立法安排并未提及房地产税，预计房地产税全面落地还需一段时间，我们认为房地产税存在渐进改革、扩大试点先行的可能，从试点扩围的可能性来看，历史上进行过房地产税“空转”试点的深圳、南京等城市或者是房地产供需失衡严重、稳房价压力较大的一二线核心城市试行房地产税概率较高。

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

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

正文目录

1. 财政数据热力图	3
2. 一般公共预算：基数扰动下降，财政收支平衡	3
2.1. 经济复位，税收稳增	3
2.2. 支出：未来节奏有望提速，结构分化逐步收敛	4
2.3. 地方政府收支：地方财政支出意愿积极	5
3. 政府性基金预算：土地财政稳中趋降，支出逐步恢复	6
4. 专项债：发行明显提速，持续关注隐性债务风险化解	6
5. 关注房地产税——渐进改革，试点先行	7

图表目录

图 1：财政数据热力图	3
图 2：1-5 月财政收入支出同比 及实际赤字	4
图 3：一般公共预算四大税种的增速	4
图 4：分行业支出进度	5
图 5：各地方政府 1-4 月财政收支情况	6
图 6：1-4 月各地方政府财政收支情况一览	6

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	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05
公共财政收入	当月同比	%	18.71	29.38	42.39	0.00	-3.90	-2.73	2.97	4.53	5.29	4.34	3.22	-10.01
	累计同比	%	24.20	25.50	24.20	18.70	-3.90	-5.30	-5.50	-6.40	-7.50	-8.70	-10.80	-13.60
中央财政收入	当月同比	%	21.43	32.45	64.60	0.00	-7.30	-16.32	-3.98	-1.11	3.53	4.60	1.92	-14.36
	累计同比	%	27.00	28.50	27.20	18.70	-7.30	-9.20	-8.70	-9.30	-10.10	-11.30	-14.00	-17.00
地方财政收入	当月同比	%	16.19	26.80	29.68	0.00	-0.90	10.04	10.08	9.17	6.91	4.09	4.31	-5.56
	累计同比	%	21.70	23.00	21.70	18.70	-0.90	-1.70	-2.40	-3.80	-5.10	-6.20	-7.90	-10.40
税收收入	当月同比	%	19.32	33.27	48.45	0.00	-2.30	12.19	11.17	8.17	7.03	5.74	8.97	-7.24
	累计同比	%	25.50	27.10	24.80	18.90	-2.30	-3.70	-4.60	-6.40	-7.60	-8.80	-11.30	-14.90
非税收入	当月同比	%	14.09	3.29	25.98	0.00	-11.70	-42.40	-45.08	-4.95	-1.45	-5.80	-16.82	-26.63
	累计同比	%	16.20	16.60	20.70	16.80	-11.70	-13.70	-10.30	-6.70	-7.00	-7.70	-8.00	-4.90
公共财政支出	当月同比	%	2.83	-3.38	0.16	0.00	2.80	15.94	19.03	-1.11	8.74	18.46	-14.37	-3.87
	累计同比	%	3.60	3.80	6.20	10.50	2.80	0.70	-0.60	-1.90	-2.10	-3.20	-5.80	-2.90
中央财政支出	当月同比	%	-10.22	-12.16	-2.07	0.00	-0.10	-6.63	1.60	12.85	-10.75	-3.16	-8.06	-9.02
	累计同比	%	-8.90	-8.50	-6.90	-10.20	-0.10	-2.30	-1.80	-2.10	-4.10	-3.20	-3.20	-2.00
地方财政支出	当月同比	%	5.52	-1.56	0.48	0.00	3.30	20.92	23.63	-2.89	12.75	23.48	-15.18	-2.73
	累计同比	%	5.80	5.80	8.10	13.60	3.30	1.20	-0.40	-1.90	-1.70	-3.20	-6.20	-3.10
社会保障和就业支出	当月同比	%	9.13	7.57	-0.83	0.00	10.90	18.32	30.52	-10.64	34.42	87.94	-13.20	20.40
	累计同比	%	6.60	6.30	6.10	10.50	10.90	9.80	9.30	8.20	10.90	8.90	1.70	5.80
卫生健康支出	当月同比	%	4.70	5.80	8.30	13.20	15.20	9.40	6.20	4.00	5.40	3.80	-0.20	7.50
	累计同比	%	25.60	36.60	47.90	63.70	10.60	6.70	4.10	3.80	2.30	1.20	-1.00	-4.50
全国政府性基金预算收入	当月同比	%	18.30	33.80	32.90	16.40	-11.80	-14.80	-15.80	-14.70	-16.70	-19.80	-20.00	-24.10
	累计同比	%	26.00	36.80	48.80	67.00	11.70	8.00	5.30	5.00	3.50	2.60	0.30	-3.10
中央本级政府性基金收入	当月同比	%	23.90	35.00	48.10	67.10	15.90	12.90	10.10	10.30	9.00	7.90	5.20	0.90
	累计同比	%	-7.00	-9.60	-12.20	-14.80	28.80	25.80	24.70	26.60	21.10	19.20	21.70	14.40
全国政府性基金预算支出	当月同比	%	44.90	-10.70	-9.20	-56.20	-12.80	-4.60	-4.90	-5.00	-6.20	-42.10	-27.90	-36.20
	累计同比	%	-7.60	-9.60	-12.30	-14.40	30.20	26.70	25.60	27.60	22.00	21.10	22.90	15.40
中央本级政府性基金支出	当月同比	%	17.00	21.90	24.50	25.90	1.00	-6.10	-8.40	-8.30	-12.70	-11.60	-10.70	-14.20
	累计同比	%												

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏绿色，数值越小则越偏红色。

2. 一般公共预算：基数扰动下降，财政收支平衡

2.1. 经济复位，税收稳增

数据：财政收入保持高增，所得税增速较快。

1-5 月，一般公共预算收入增速 24.2%，前值 25.5%，两年复合增速 3.57%。其中，1-5 月税收收入同比为 25.5%，前值 27.1%，两年复合增速 3.34%。增值税、消费税、企业所得税和个人所得税两年复合增速分别为-1.64%、1.7%、2.91%、12.58%。5 月，一般公共预算收入当月同比 18.7%，前值 29.38%，两年复合增 3.35%。其中 5 月税收收入同比 19.3%，前值 33.27%，两年复合增速 5.2%。

基数扰动下降，增速渐进下行。由于疫情导致 2020 年上半年财政收入塌缩，今年以来财政收入增速持续受到基数效应影响，预计后续累计同比将保持下行特征，逐步向当月同比收敛，低基数扰动逐步下降。

5 月财政收入继续保持积极增长特征，完成预算目标压力不大。我们通过使用两年复合增速来剔除基数效应扰动，1-5 月及 5 月财政收入的两年复合增速分别为 3.57%和 3.35%，继续维持积极增长，高于预算目标隐含的两年复合增速 1.62%。其中四大税种延续高增，印证经济高景气，增值税、消费税、企业所得税和个人所得税两年复合增速分别为-1.64%、1.7%、2.91%、12.58%。

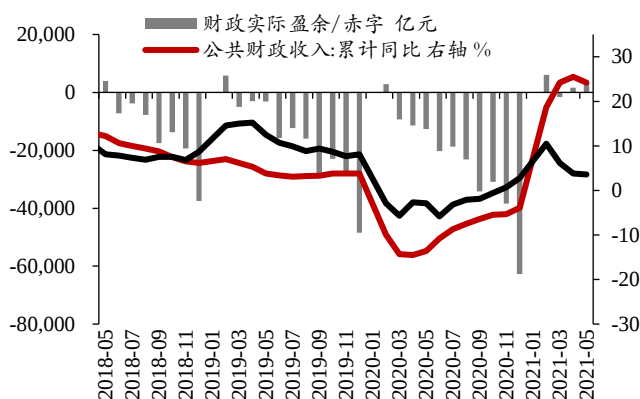
下半年，考虑政策退坡、信用收缩等因素产生的滞后影响，经济动能逐步回落，预计财政收入增速也将适当下行；虽然增速下行，但我们预计完成预算压力不大，目前 1-5 月已经完成预算执行的 48.8%，领先于时序进度 7.1 个百分点，下半年落实预算安排是财政

重要任务，在经济活动相对景气、消费增速稳步回升、居民收入良性修复、企业利润相对积极的背景下，2021 年财政收入仍有较大概率出现超收特征。

印花税收入继续高增。1-5 月印花税 1904 亿元，同比增 42.9%，两年复合增速 25.34%，其中证券交易印花税 1228 亿元，同比增长 50.3%，两年复合增速 33.41%。印花税增速较快印证年内证券市场的成交活跃度较高。虽然此前人大常委会对印花税草案进行初次审议，考虑适当降低税率，但不涉及降低证券交易印花税税率问题，因此随着证券市场活跃度不断提升，印花税收入增长趋势短期不会改变。

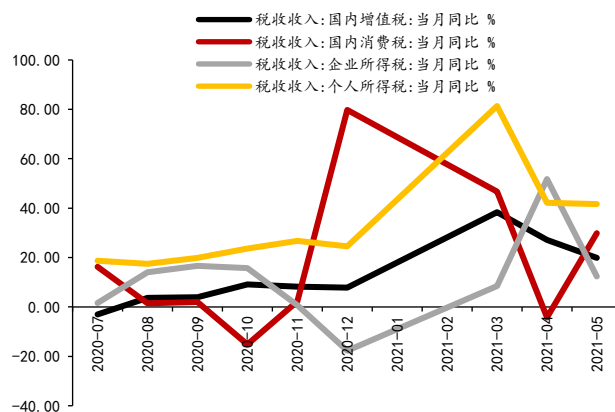
从阶段性重回制度性，减税降费对全年财政收入的扰动下降，为未来政策加码留出空间。从全年维度来看，2021 年阶段性减税降费政策分类调整、有序退出，重回制度性减税降费路径，今年在“不急转弯”思路下，财政重点关注中小民企结构性减税降费，降成本助力高质量发展，减税力度较去年（2.6 万亿元）显著下降，减税降费的政策退坡对财政收入扰动下降，是 2021 年财政收入积极回升的重要原因。此外，我们认为，这一举措也为未来政策加码留出空间，一方面当海外风险冲击和内生增长动力下行时，减税降费政策有望推进以发挥逆周期调节作用，另一方面持续推进常态化的制度性减税降费，有助于我国供给侧结构性改革的深入推进，在降成本、产业转型升级和创新驱动方面给予更多政策倾斜。

图 2：1-5 月财政收入支出同比 及实际赤字



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：一般公共预算四大税种的增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 支出：未来节奏有望提速，结构分化逐步收敛

数据：支出增速维持平稳，结构分化较大，重点仍是三保

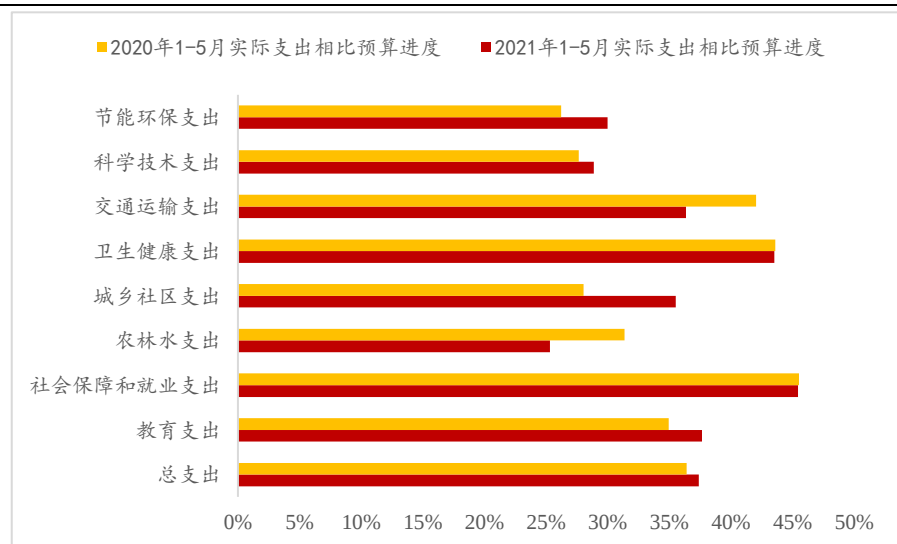
1-5 月一般公共预算支出 93553 亿元，同比 3.6%，前值 3.8%，两年复合增速 0.28%。5 月一般公共预算支出同比 2.83%，两年复合增速 -0.57%。

支出增速有待进一步提升，下一步落实预算安排仍是重点。2021 年财政支出相对较慢，截至 5 月，财政支出进度仅达到 37.4%，较时序进度落后 4.3 个百分点，财政支出相对较慢。我们认为，6 月初刘昆部长在人大汇报时提出了下半年财政政策的重点任务，在当下稳增长压力较小的窗口期，政策不急转向，下半年财政支出有望加速，在落实三保的基础上，进一步推进对重点产业、重大项目、战略方向的资金支持，并积极妥善处理政府债务风险以实现政府杠杆率的下降。

支出结构分化较大，三保领域支出较快，其余有待提速。支出结构来看，同比增速较快的领域为教育、文体传媒和社保就业，增速分别达 12.1%、10%和 6.6%，剔除低基数影响，两年复合增速角度来看社保就业、卫生健康和教育等领域增速较快，分别为 6.45%、6.1%和 3.44%，侧面印证财政支出的重点仍是保工资、保运转、保民生等相关领域，巩固抗疫的政策成果。预算内基建支出依旧相对缓慢，城乡社区、农林水和交通运输两年复合增速分别为-11.88%、-6.51%和-13.14%。从时序进度看，截至 5 月，社保就业和卫生健康保持较快支出速度，达 45.44%和 43.53%，其余分项支出均有待加速。

结合政府工作报告、430 政治局会议及 6 月刘昆部长向人大汇报时的政策措辞来看，下半年财政支出的重点任务有些许变化，不变的是“三保”仍是重中之重，变化的是“增强国家重大战略任务财力保障”被放在了更重要位置，特别是在科技、公共服务、乡村振兴和生态环保等方面，我们预计这意味着下半年科技、教育、环保、预算内基建等领域的支出增速有望提升，特别是科学技术支出和节能环保支出前 5 月仅达 28.9%和 30%，下半年支出增速有望显著提升。

图 4：分行业支出进度显示：2021 年社保就业、卫生健康支出增速较快



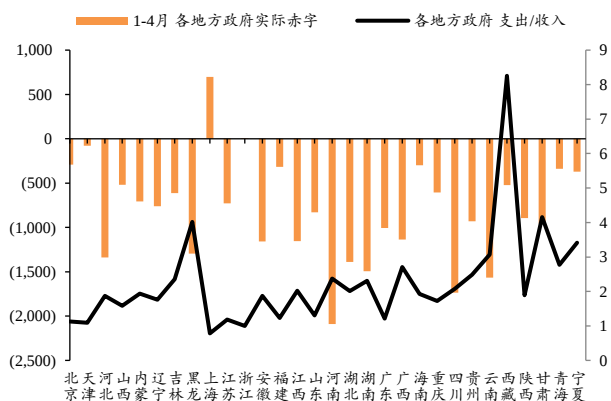
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3. 地方财政支出意愿相对积极

地方财政总体保持积极。从今年 1-4 月地方政府的财政收支情况来看，除上海以外，各省市均保持较为积极的支出特征，呈现出不同程度的实际赤字（地方财政收入减支出），其中河南、四川、云南、湖南、湖北等地实际赤字较高，分别达到 2090 亿元、1737.6 亿元、1567.4 亿元、1493.3 亿元、1390 亿元，表现出较为积极的财政扩张意愿，体现出财政政策的不急转向、保持适度支出强度的政策思路。

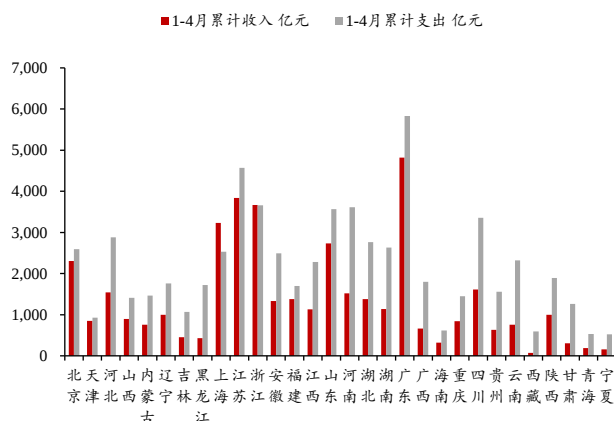
此外，从各个地方政府的支出收入比来看，截至 2021 年 4 月，大部分地区保持在近 200%，其中西藏、甘肃、黑龙江、宁夏这 4 个收支比最高的省份，数据分别已达 825.53%、415.52%、402.06%和 340.97%，究其原因，一部分得益于财政支出意愿较高，另一方面源于财政收入规模较低所致，反映出了地方政府财权与事权不匹配的问题，因此财政支出收入比较高的省份较为依赖中央转移支付。

图 5：各地方政府 1-4 月财政收支情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：1-4 月各地方政府财政收支情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 政府性基金预算：土地出让增速适当回落

1-5 月，政府性基金收入同比 25.6%，前值为 36.6%，较一季度的整体增速 47.9%有所放缓，**两年复合增速为 9.57%**。其中，国有土地出让收入同比 23.9%，较一季度有所放缓，自 2 月以来连续 3 个月下降。5 月政府性基金收入整体延续之前态势，土地财政依赖度仍高，与我们此前判断一致。

1-5 月全国政府性基金支出同比-7%，前四个月增速-9.6%，支出增速环比修复，两年复合增速 3.11%，其中国有土地使用权出让收入相关支出同比 17%。

土地出让收入增速适当收敛，保持平稳，符合预期。1-5 月土地出让收入增速逐步下行，反映基数效应减弱，累计增速向当月同比不断收敛，预计下半年将继续保持渐进收敛特征。剔除基数，9.5%的两年复合增速反映出土地出让收入依旧保持平稳增长，符合预期。我们认为，当下土地财政的依赖性仍强，但考虑在“坚持房住不炒、推进长效机制”的政策背景下，地产投资及销售将渐进回落，拿地、新开工及预售的主动再投资表现逐步走弱，被动再投资链条表现相对较好，这决定了今年土地出让收入在节奏上将呈现显著的前高后低特征，预计后续增速将逐步下行。此外，6 月初财政部决定将国有土地收入划转税收征管只是征收制度变化，目的在于提高征管效率、降低征管成本，划转后国有土地出让收入仍属地方，不宜过度解读。

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_20211

