

# 财政支出低迷，驱动股债双牛

## ——7月财政数据的背后

### 核心观点

**预期差：**市场认为财政后置将对经济产生较强支撑，我们认为下半年财政发力较难。首先，跨周期政策调节意味着财政逆周期托底经济的必要性和可能性下降。其次，财政政策基调、支出规模、资金投向和“节支”可能均意味着财政发力影响有限。第三，导致基建低迷的原因是项目而非资金，专项债发行提速影响有限。

**我们持续强调：**2021年中国下半年信用收缩之后经济下行压力逐渐增大，货币政策逐渐走向放松，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

#### □ 7月一般公共预算：收入积极增长，支出增速仍慢

财政继续呈现“收多支少”的特征。1-7月财政实际支出进度达55.1%，慢于时序进度3.2Pct，而同期财政实际收入进度达到69.7%，领先于时序进度11.3Pct。

**7月财政收入积极、支出转负。**7月一般公共预算收入当月同比11.1%，同期财政支出同比-4.9%，增速转负。

我们认为勿高估财政后置资金对经济增长的拉动，主因在于两点：1、跨周期政策调节思路决定了财政逆周期发力的必要性和可能性下降。2、财政政策基调、支出规模、资金投向和“节支”可能均意味着财政发力影响有限。

#### □ 缘何经济增长下行而财政收入向上？

Q2以来，经济下行压力日益增加，为何财政收入仍保持了相对超预期的高增长？我们认为主要得益于两方面，一方面是疫情后财政及货币政策实施了一系列六稳、六保政策，保障了企业、居民部门在疫情后积极修复，维护了有效税基。另一方面，今年制度性减税降费规模较2020年大规模阶段性减税降费下降颇多（2020年阶段性减税降费规模达2.6万亿以上），也有助于财政收入的回升。

#### □ 专项债：新增额度均匀发行，基建年内较难高增

截至8月20日，地方政府专项债共发行16483亿，达到预算安排的47.5%，去年同期为69.8%，其中8月中旬当周发行额度超过2000亿，边际有所加速。

受发改委提升项目质量要求、财政部要求强化项目质量、终身追责扰动地方政府投资意愿、大宗商品涨价对重大项目的主动和被动拖累等因素影响，基建投资相对低迷。考虑资金并不是导致基建不强的原因，基建受限核心源于项目因素，即便后续专项债发行提速，年内对基建的影响也相对有限。

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

**风险提示：**国内政策落地不及预期，经济超预期下行，全球经济、金融危机爆发，油价超预期上行，美国货币、财政政策超预期收紧

## 正文目录

1. 财政核心结论：财政后置影响有限，坚定提示股债双牛 .....	3
2. 一般公共预算：收入积极增长，支出增速仍慢 .....	3
2.1. 经济增长渐进回落，财政收入稳步增长 .....	3
2.2. 财政支出后置，重点仍在“三保” .....	4
2.3. 勿高估后置财政支出资金对经济增长的支撑 .....	5
3. 政府性基金：土地财政依赖性仍强，政府性基金支出提速 .....	6
4. 专项债：新增额度均匀发行，基建年内较难高增 .....	6

## 图表目录

图 1：最新财政数据热力图 .....	3
图 2：1-7 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 4：2021 年社保就业和卫生健康支出增速较快，预计下半年科技和环保支出将提速 .....	5
图 5：2021 年专项债发行规模 .....	7
图 6：2021 年专项债发行节奏 .....	7
图 7：1-7 月专项债资金用于基建比例不足 5 成 .....	7

## 1. 财政核心结论：财政后置影响有限，坚定提示股债双牛

财政后置影响有限，勿高估对增长的支撑。7月财政数据出炉，一般公共预算支出当月增速转负，预算内基建继续低迷，政府性基金支出增速改善有限，专项债已发行规模及投向基建比例仍显著低于2020年，整体来看财政资金后置影响有限，勿高估对增长的支撑。

下半年，我们继续维持前期观点，财政政策较难发力。其一，财政支出后置但资金支持有限，资金投向重在巩固抗疫成果、兜牢三保而非托底增长；其二，Q3专项债均匀发行，且年内大概率发完，但由于压实项目质量要求、项目用途调整时滞、终生追责影响地方政府投资意愿和监管政策扰动，我们认为，年内财政资金形成实物工作量大概率后移。其三，大国博弈和跨周期政策调节思路下，财政发力的必要性和可能性下降。

继续坚持提示股债双牛。我们认为，在经济下行压力加大且财政支撑有限的背景下，下半年货币政策逐渐走向放松，通过推动再次降准、定向降息等方式降低中小企业融资成本，顺水行舟，流动性环境的积极表现有助于形成股债双牛趋势，10年期国债收益率有望触及2.5%左右，无风险利率继续下行带动科技成长股发力。

图 1：最新财政数据热力图

分类	指标名称	单位	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07
公共财政收入	当月同比	%	11.06	11.66	18.71	29.38	42.39	18.70	17.44	-2.73	2.97	4.53	5.29	4.34
	累计同比	%	20.00	21.80	24.20	25.50	24.20	18.70	-3.90	-5.30	-5.50	-6.40	-7.50	-8.70
中央财政收入	当月同比	%	8.73	6.47	21.43	32.45	64.60	18.70	44.18	-16.32	-3.98	-1.11	3.53	4.60
	累计同比	%	20.70	23.20	27.00	28.50	27.20	18.70	-7.30	-9.20	-8.70	-9.30	-10.10	-11.30
地方财政收入	当月同比	%	13.36	15.93	16.19	26.80	29.68	18.70	7.08	10.04	10.08	9.17	6.91	4.09
	累计同比	%	19.50	20.60	21.70	23.00	21.70	18.70	-0.90	-1.70	-2.40	-3.80	-5.10	-6.20
税收收入	当月同比	%	12.91	9.55	19.32	33.27	48.45	18.90	21.58	12.19	11.17	8.17	7.03	5.74
	累计同比	%	20.90	22.50	25.50	27.10	24.80	18.90	-2.30	-3.70	-4.60	-6.40	-7.60	-8.80
非税收入	当月同比	%	-3.99	21.30	14.09	3.29	25.98	16.80	6.44	-42.40	-45.08	-4.95	-1.45	-5.80
	累计同比	%	14.70	17.40	16.20	16.60	20.70	16.80	-11.70	-13.70	-10.30	-6.70	-7.00	-7.70
公共财政支出	当月同比	%	-4.89	7.63	2.83	-3.38	0.16	10.50	16.45	15.94	19.03	-1.11	8.74	18.46
	累计同比	%	3.30	4.50	3.60	3.80	6.20	10.50	2.80	0.70	-0.60	-1.90	-2.10	-3.20
中央财政支出	当月同比	%	3.00	1.36	-10.22	-12.16	-2.07	-10.20	14.30	-6.63	1.60	12.85	-10.75	-3.16
	累计同比	%	-5.50	-6.90	-8.90	-8.50	-6.90	-10.20	-0.10	-2.30	-1.80	-2.10	-4.10	-3.20
地方财政支出	当月同比	%	-6.33	8.49	5.52	-1.56	0.48	13.60	16.81	20.92	23.63	-2.89	12.75	23.48
	累计同比	%	4.80	6.40	5.80	5.80	8.10	13.60	3.30	1.20	-0.40	-1.90	-1.70	-3.20
社会保障和就业支出	当月同比	%	-31.43	15.69	9.13	7.57	-0.83	10.50	13.31	18.32	30.52	-10.64	34.42	87.94
	累计同比	%	2.40	8.20	6.60	6.30	6.10	10.50	10.90	9.80	9.30	8.20	10.90	8.90
卫生健康支出	当月同比	%	3.10	3.80	4.70	5.80	8.30	13.20	15.20	9.40	6.20	4.00	5.40	3.80
	累计同比	%	19.90	24.10	25.60	36.60	47.90	63.70	10.60	6.70	4.10	3.80	2.30	1.20
全国政府性基金预算收入	当月同比	%	29.50	24.40	18.30	33.80	32.90	16.40	-11.80	-14.80	-15.80	-14.70	-16.70	-19.80
	累计同比	%	19.40	24.10	26.00	36.80	48.80	67.00	11.70	8.00	5.30	5.00	3.50	2.60
中央本级政府性基金收入	当月同比	%	18.00	22.40	23.90	35.00	48.10	67.10	15.90	12.90	10.10	10.30	9.00	7.90
	累计同比	%	-6.80	-7.80	-7.00	-9.60	-12.20	-14.80	28.80	25.80	24.70	26.60	21.10	19.20
全国政府性基金预算支出	当月同比	%	64.10	54.20	44.90	-10.70	-9.20	-56.20	-12.80	-4.60	-4.90	-5.00	-6.20	-42.10
	累计同比	%	-7.90	-8.60	-7.60	-9.60	-12.30	-14.40	30.20	26.70	25.60	27.60	22.00	21.10
国有土地使用权出让收入相关支出	当月同比	%	13.10	14.10	17.00	21.90	24.50	25.90	1.00	-6.10	-8.40	-8.30	-12.70	-11.60
	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：收入积极增长，支出增速仍慢

### 2.1. 经济增长渐进回落，财政收入稳步增长

1-7月，一般公共预算收入137716亿元，同比20%，前值21.8%，两年复合增速4.7%。其中，1-7月税收收入同比为20.9%，前值22.5%，两年复合增速5%。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-0.05%、1.6%、6.1%、13.9%。7月，一般公共预算收入当月同比11.1%，前值11.7%，两年复合增7.7%。其中7月税收收入同比

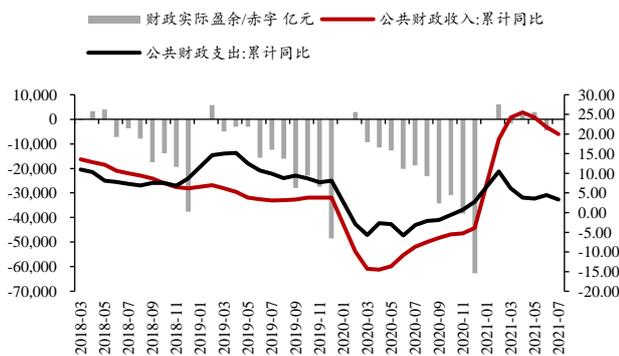
12.9%，前值 9.6%，两年复合增速 9.3%。可以看到基数扰动不断下降，财政收入累计同比增速逐步向当月增速收敛。

**财政收入积极增长，显著领先于时序进度，今年或再现财政“超收”特征。**两年复合增速可以有效剔除基数扰动以观测实际增速，1-7 月及 7 月财政收入的两年复合增速分别为 4.7%和 7.7%，财政收入持续回升。四大税种增速维持高位，1-7 月，依托工业、服务业稳步增长以及工业生产者出厂价格指数上涨，国内增值税同比增长 20.3%；国内消费税同比增长 10.3%，其中有关成品油、汽车、卷烟的销售税增长较快；企业所得税同比增长 19.4%，得益于企业利润持续稳定增长；个人所得税同比增长 24.1%，主因是工资薪金稳定增长以及股权等财产转让收入较快增长。从时序进度看，今年 1-7 月已经完成预算执行的 69.7%，领先于时序进度 11.3 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。

**印花税收入持续高增。**1-7 月印花税 2630 亿元，同比增 37%，两年复合增速 28.3%，其中证券交易印花税 1664 亿元，同比增长 41.8%，两年复合增 38.4%。印花税增速维持高位印证年内证券市场的成交活跃度高。虽然此前人大常委会对印花税率草案进行初次审议，考虑适当降低税率，但不涉及降低证券交易印花税率问题，预计印花税收入增长趋势短期不变。

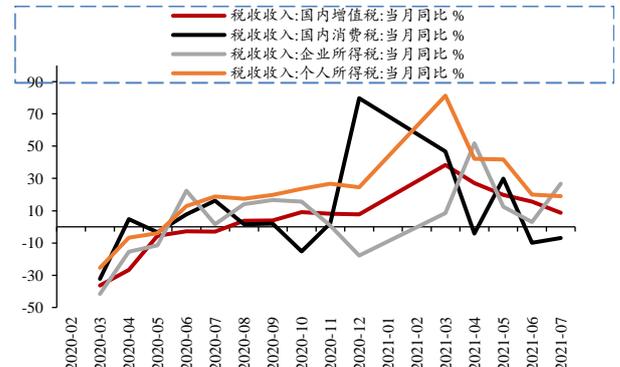
**缘何经济增长下行而财政收入向上？**Q2 以来，经济下行压力日益增加，为何财政收入仍保持了相对超预期的高增长？我们认为主要得益于两方面，一方面是疫情后财政及货币政策实施了一系列六稳、六保政策，保障了企业、居民部门在疫情后积极修复，维护了有效税基。另一方面，今年制度性减税降费规模较 2020 年大规模阶段性减税降费下降颇多（2020 年阶段性减税降费规模达 2.6 万亿以上），也有助于财政收入的回升。

图 2：1-7 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保持积极增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

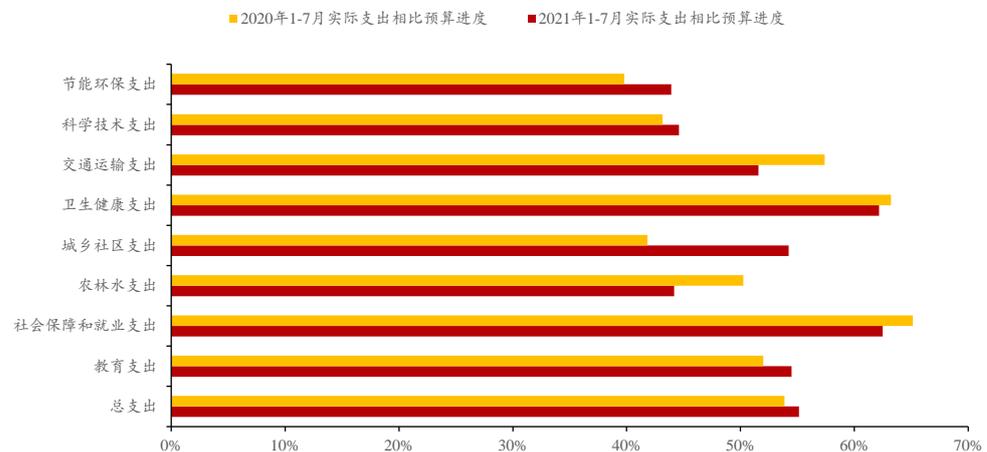
## 2.2. 财政支出后置，重点仍在“三保”

**7 月财政支出同比转负，仍落后时序进度。**1-7 月一般公共预算支出 137928 亿元，同比 3.3%，前值 4.5%，两年复合增速 -0.01%。7 月一般公共预算支出同比 -4.9%，增速转负，两年复合增速 6.1%。时序进度方面，1-7 月已完成财政预算支出进度的 55.1%，整体仍慢于同期时序进度 3.2 个百分点。

**落实预算执行，前期执行较慢的支出领域开始加速。**支出结构看，7 月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 9%、7.7%和 2.4%，剔除低基数影响，

两年复合增速分别为 2%、1%和 5.9%，社保就业的快速增长印证财政支出重心依旧在保工资、保运转、保民生等相关领域，文体传媒和教育领域的支出加速符合刘昆部长前期提出落实预算安排的措辞，上半年这两个领域支出进度较慢。此外，预算内基建支出依旧相对较慢，城乡社区、农林水和交通运输两年复合增速分别为-14.4%、-1.1%和-10.5%。

图 4：2021 年社保就业和卫生健康支出增速较快，预计下半年科技和环保支出将提速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.3. 勿高估后置财政支出资金对经济增长的支撑

财政支出后置激起“下半年财政对冲经济下行”的大探讨。由于财政支出显著落后于时序进度，市场开始增强对财政下半年加速支出的预期，认为“财政后置发力”可能成为对冲经济下行的重要力量。我们认为勿高估财政后置资金对经济增长的拉动，主因在于两点：1、跨周期政策调节思路决定了财政逆周期发力的必要性和可能性下降。2、财政政策基调、支出规模、资金投向和“节支”可能均意味着财政发力影响有限。

跨周期调节决定了财政逆周期发力的必要性下降。730 政治局会议继续要求“要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。”我们认为，跨周期调节主要体现在两个方面，一方面储备政策子弹，2020 年及 2021 年财政“超收节支”（超收指财政实际收入超过预算收入目标，节支指财政实际支出低于预算支出目标）的特征有所印证，另一方面积极通过改革应对中长期问题，财政对防范存量隐性债务风险的重视程度不断提升有所反映。

在百年未有之大变局、大疫情、大放水的背景下，2020 年决策层也未使用逆周期政策刺激需求侧，更多通过减税降费、结构性货币政策等供给侧手段托底经济，同时下半年财政端表现出一定的政策留力特征，因此当 2021 年经济增长的下行压力加大时，我们认为，财政政策逆周期发力的可能性和必要性也相应下降。

下半年财政发力影响有限。首先，财政支出规模和投向并未体现出显著的积极发力特征。2020 年下半年一般公共预算实际支出已经达到了 12.92 万亿，高于 2021 年下半年的 12.84 万亿的待支出规模，若今年财政“节支”则支出规模有望进一步下降。

其次，支出结构方面关键在于巩固抗疫成果、牢牢兜底“三保”。第一，考虑疫苗接种和疫情反复的影响、经济下行阶段潜在的就业风险、保障政策连续性等逻辑，卫生健康和社保就业支出仍旧是财政关注重点，730 政治局会议强调兜牢基层“三保”底线也是

指这一块。第二，下半年科技、教育、环保、预算内基建等领域支出有望提速，上半年这些领域支出增速较慢，刘昆部长强调落实预算安排便是强调推进这些领域的资金支出，也符合加大对国家重大战略任务的财力保障的政策要求，但这些领域对改善民生、促进产业升级等影响更高，对经济增长的拉动作用有限。第三，我们提示，今年科技、教育、环保、预算内基建等领域可能存在与2020年相似的特征，即实际的分项支出未达到预算目标。

### 3. 政府性基金：土地财政依赖性仍强，政府性基金支出提速

1-7月，政府性基金收入同比19.9%，前值为24.1%，两年复合增速为-1.94%。其中，国有土地使用权出让收入同比18%，前值22.4%，较上半年有所放缓。7月当月，政府性基金收入同比增长2.5%，前值19.6%，两年复合增速6.85%，其中国有土地出让金收入基本与去年7月持平。此外，1-7月全国政府性基金支出同比-6.8%，前六个月同比-7.8%，支出继续恢复，两年复合增速5.4%，其中国有土地使用权出让收入相关支出同比13.1%。整体来看，政府性基金收支受2020年的基数扰动逐步下降，累计同比逐步向当月同比收敛。

**土地财政依赖性仍强。**1-7月国有土地使用权出让收入同比18%，保持了较快增长，印证土地财政依赖性仍强，一方面低基数带来的正向支撑逐步下降但仍然存在，另一方面集中供地政策对阶段性土地出让收入的支撑会较强。往后看，我们认为，在坚持房住不炒、落实长效机制的基本政策基调下，房企受三道红线、房贷新规等政策约束，房企拿地积极性有所受限，同时3月部分城市房地产政策显著收紧且监管层重点监察经营贷、消费贷违规入市，地产销售数据后续大概率边际回落，也会对房企拿地产生扰动，我们预计后续土地出让收入增速将逐步下行。

**政府性基金支出逐步恢复。**1-7月全国政府性基金支出增速达-6.8%，仍为负值，但当月同比表现为逐月回升特征，地方支出回升较快。我们认为，政府性基金支出逐步提速，有助于支撑重大项目持续推进，一方面配合政治局会议提出“推动今年底明年初形成实物工作量”推动基建平稳增长，另一方面积极支撑提升创新能力，推进“强链补链”政策思路的落地。

### 4. 专项债：新增额度均匀发行，基建年内较难高增

专项债发行节奏自2020年11月启动以来，发行节奏较为均匀，发行规模逐步扩大，发行节奏较为均匀，发行规模逐步扩大，发行节奏较为均匀，发行规模逐步扩大。

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\\_25591](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25591)

