

## “财政”稳增长，驱动切换

事件:

9月16日，财政部公布1-8月财政数据，1-8月累计，全国一般公共预算收入138043亿元，扣除留抵退税因素后增长3.7%，按自然口径计算下降8%。

点评:

■ 一般财政收入改善主因退税影响减弱，政府基金收入预算完成度依旧较低

一般财政收入改善、政府性基金收入拖累放缓，推动广义财政收入压力缓解。8月，广义财政收入同比2.9%，较上月的-11.6%回升近15个百分点；其中，一般财政收入同比0.1%，较上月-4.1%明显改善，剔除留抵退税因素后，前8月收入完成进度74%、为近年来较高水平；政府性基金收入拖累明显放缓，8月同比-2.2%、较上月的-31%降幅明显收窄，但完成进度依然较低，前8月仅41%。

税收收入改善或主因留抵退税影响减弱，非税收收入延续较高增速。8月，税收收入同比0.6%、较上月回升9个百分点；其中，留抵退税影响减弱，使增值税同比由负转正，达5.7%，较上月回升近27个百分点；消费税同比5.2%、较上月回升近2个百分点，或指向消费正逐步修复；其余税种中，土地和地产相关税收、印花税等有所回落。非税收收入延续两位数高增速，8月同比达33.6%。

政府性基金收入边际改善主因低基数效应，预算完成度依旧较低。8月，中央、地方政府性基金收入同比均边际改善、分别为9.2%和-2.9%；后者降幅较上月大幅收窄，或主因低基数效应，去年同期地方政府性基金收入同比即下降15.9%；从预算完成度看，地方政府性基金收入依旧低迷，8月仅完成预算的6.7%、略低于去年同期的7.2%，明显低于2016年到2020年同期平均预算完成度9.6%。

■ 广义财政支出放缓，但专项债续力与准财政加码，或对稳增长形成支撑

政府性基金支出拖累下，广义财政支出明显放缓，伴随结存专项债额度的集中使用，后续支出强度或阶段性回升。8月广义财政支出同比0.4%，较上月的13.3%明显回落；其中，政府性基金支出同比-8.8%、低于上月的20.5%；前8月预算支出进度52.6%、与过往同期基本持平，但当月支出进度6.5%、较去年同期回落超2个百分点；随着5000亿元专项债落地，政府性基金支出强度或回升。

一般财政支出中，科技类支出维持高增速，债务付息、基建类支出力度相对较强。8月，科技支出增速维持两位数，达21.6%；教育支出同比较上月提升3个百分点，达11.4%。债务付息支出力度相对较强，8月支出占比抬升至6%、较上月抬升1.3个百分点；基建类支出占比达22.9%，较上月提升近2个百分点。

“准财政”资金与结存专项债的使用，或成为新一轮稳增长“加力”的重要来源。8月，广义财政收支累计差扩大至6万亿元，高于过往同期水平。收支压力拖累财政支出放缓、但稳增长诉求较强下，预算内，盘活5000亿元专项债结存限额，于10月底前发行完毕，支撑政府性基金支出；预算外，新增政策性、开发性金融工具3000亿元以上支持重大项目建设，且可根据实际需要扩大规模。

重申观点：新一轮稳增长“加力”已然开始，对经济支撑效果或逐步显现。资金与项目不匹配问题缓解，加快推动稳增长落地，对需求的支撑在加快显现；同时，疫情反复的干扰减弱下，线下活动或逐渐修复。但宏观环境等不同，或使本轮疫后经济修复非过往简单复制。（详见《稳增长政策，落地进度？》《疫后“三思”：经济的“天花板”？》）

风险提示：政策效果不及预期、疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号: S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、一般财政改善主因退税影响减弱，政府基金收入完成度依旧较低.....	3
二、专项债“续力”与“准财政”加码，或对稳增长形成支撑.....	4

## 图表目录

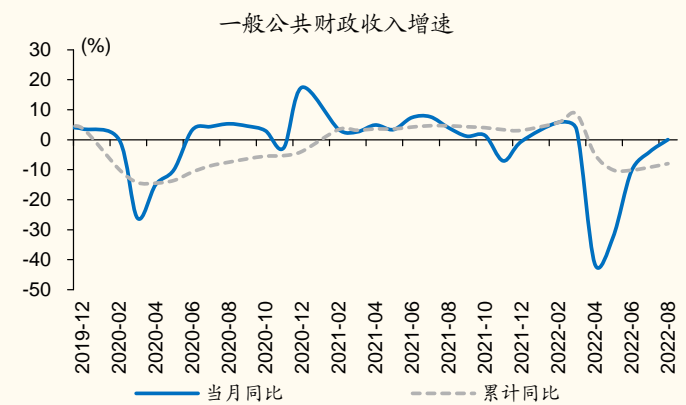
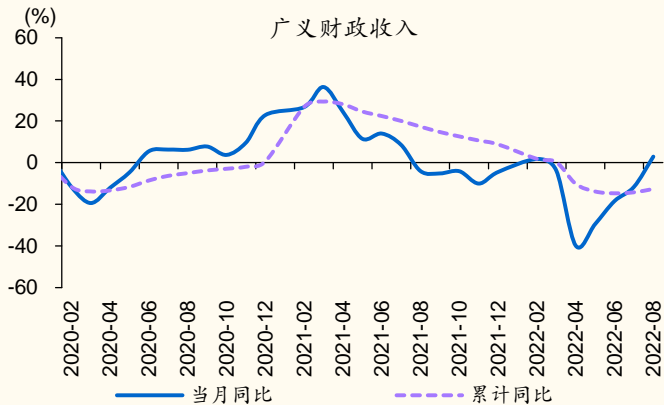
图表 1: 8月，广义财政收入明显改善.....	3
图表 2: 8月，一般财政收入降幅持续收窄.....	3
图表 3: 剔除留抵退税，一般财政收入进度较好.....	3
图表 4: 1-8月，政府性基金收入进度依旧较低.....	3
图表 5: 8月，税收收入持续改善、非税收入延续高增.....	4
图表 6: 8月，增值税、消费税边际改善.....	4
图表 7: 8月，地方政府性基金收入边际改善.....	4
图表 8: 8月，地方政府性基金收入当月进度较低.....	4
图表 9: 1-8月，政府性基金支出进度较过往持平.....	5
图表 10: 8月，政府性基金支出进度明显回落.....	5
图表 11: 8月，政府性基金支出强度延续回落.....	5
图表 12: 8月，广义财政支出放缓.....	5
图表 13: 8月，科技支出维持高强度、教育支出提速.....	5
图表 14: 8月，债务付息、基金类支出占比提升.....	5
图表 15: 本轮稳增长，预算外资金力度较强.....	6
图表 16: 8月下旬起，政策性金融工具再加码.....	6
图表 17: 8月，基建和制造业投资回升.....	6
图表 18: 6月下旬以来，沥青开工率持续提升.....	6

### 一、一般财政改善主因退税影响减弱，政府基金收入完成度依旧较低

一般财政收入改善、政府性基金收入拖累放缓，推动广义财政收入压力缓解。8月，广义财政收入同比2.9%，较上月的-11.6%回升近15个百分点；其中，一般财政收入同比0.1%，较上月-4.1%明显改善，剔除留抵退税后，前8月收入完成进度74%、为近年来较高水平；政府性基金收入拖累放缓，8月同比-2%、较上月的-31%降幅明显收窄，但完成进度依然较低、前8月仅41%。

图表 1: 8月，广义财政收入明显改善

图表 2: 8月，一般财政收入降幅持续收窄

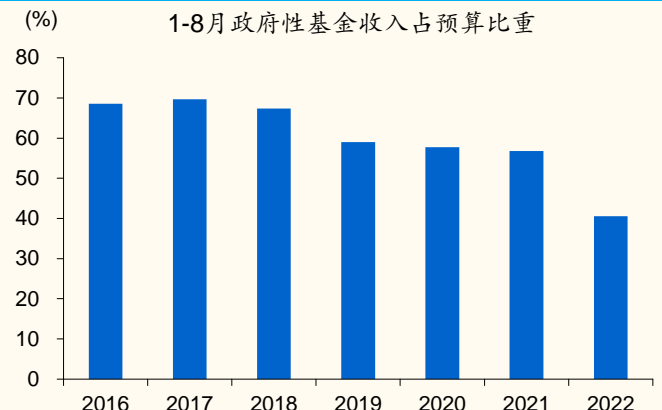
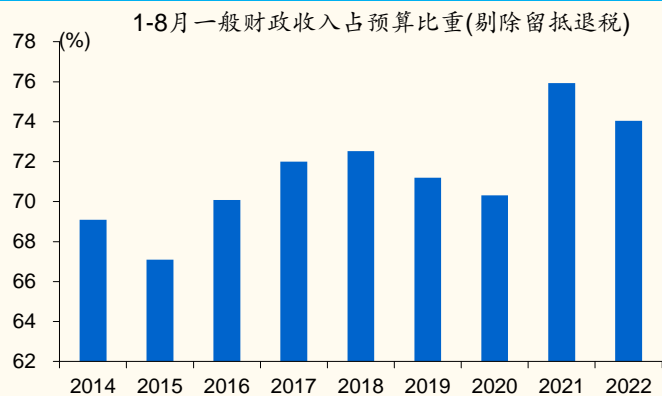


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 剔除留抵退税，一般财政收入进度较好

图表 4: 1-8月，政府性基金收入进度依旧较低

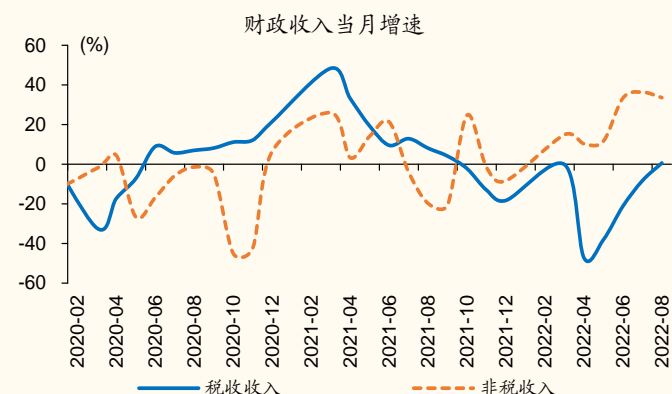


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

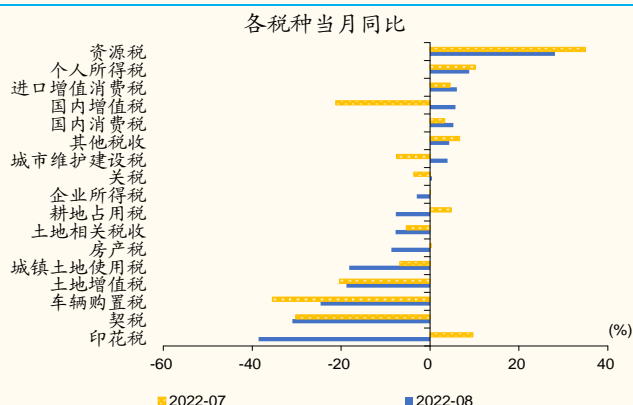
税收收入改善或主因留抵退税影响减弱，非税收收入延续较高增长。8月，税收收入同比0.6%、较上月回升9个百分点；其中，留抵退税影响减弱，使增值税同比由负转正、达5.7%，较上月回升近27个百分点；消费税同比5.2%、较上月回升近2个百分点，或指向消费正逐步修复；其余税种中，土地和地产相关税收、印花税等有所回落。非税收收入延续两位数高增速，8月同比达33.6%。

图表 5: 8月, 税收收入持续改善, 非税收入延续高增



来源: Wind、国金证券研究所

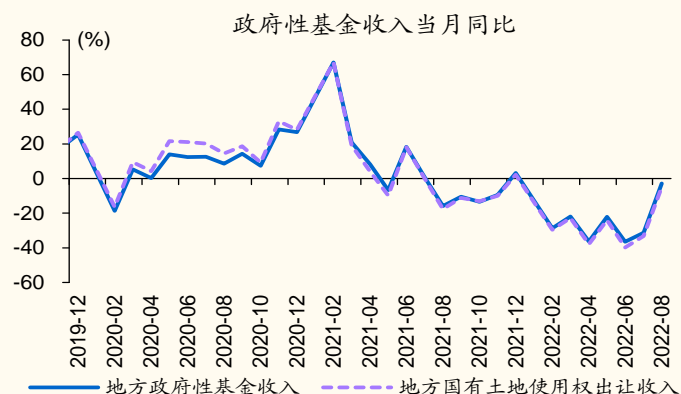
图表 6: 8月, 增值税、消费税边际改善



来源: Wind、国金证券研究所

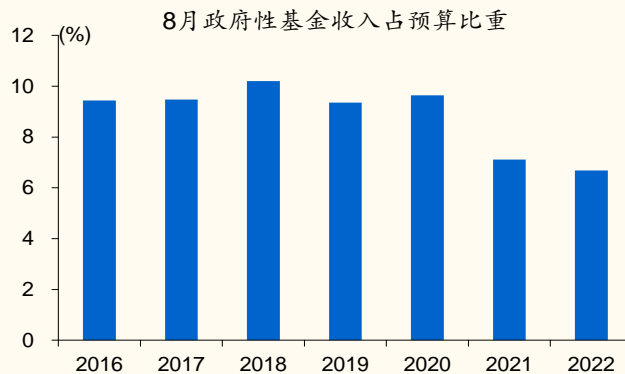
政府性基金收入改善或主因低基数效应, 预算完成度依旧较低。8月, 央、地政府性基金收入同比均边际改善、分别为 9.2%和-2.9%; 后者降幅较上月大幅收窄, 或主因低基数效益, 去年 8 月地方政府性基金收入同比即下降 15.9%; 从预算完成度看, 地方政府性基金收入依旧低迷, 8 月仅完成预算的 6.7%、略低于去年同期的 7.2%, 明显低于 2016 年到 2020 年的同期平均完成度 9.6%。

图表 7: 8月, 地方政府性基金收入边际改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 8月, 地方政府性基金收入当月进度较低

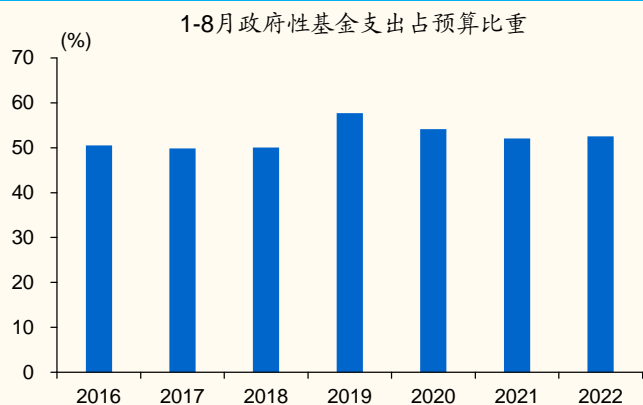


来源: Wind、国金证券研究所

## 二、专项债“续力”与“准财政”加码, 或对稳增长形成支撑

政府性基金支出拖累下, 广义财政支出明显放缓, 伴随结存专项债额度的集中使用, 后续支出强度或阶段性回升。8月广义财政支出同比 0.4%, 较上月的 13.3%明显回落; 其中, 政府性基金支出同比-8.8%、低于上月的 20.5%; 前 8 月预算支出进度 52.6%、与过往同期基本持平, 但当月支出进度 6.5%、较去年同期回落超 2 个百分点; 随着 5000 亿元专项债落地, 政府性基金支出强度或回升。

图表 9: 1-8月, 政府性基金支出进度较过往持平



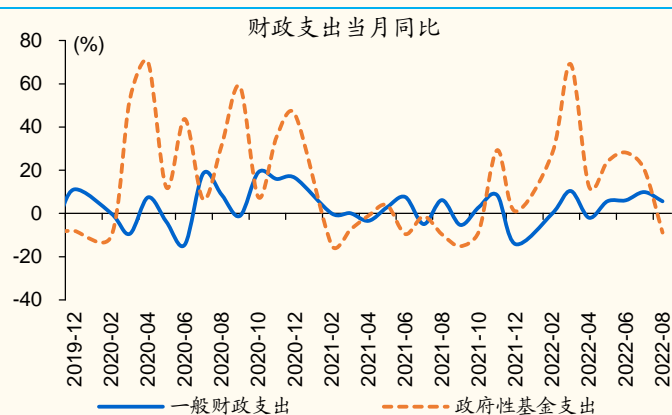
来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 8月, 政府性基金支出进度明显回落



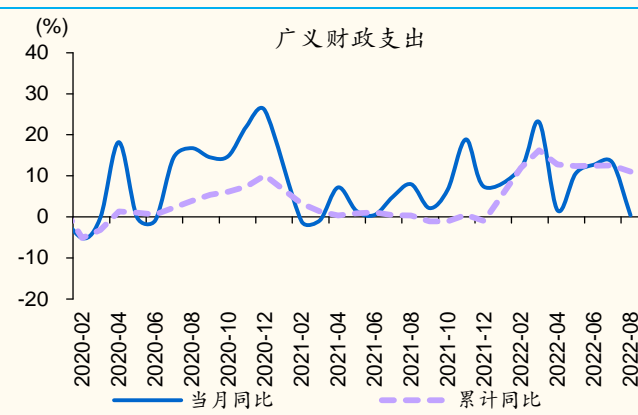
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 8月, 政府性基金支出强度延续回落



来源: Wind、国金证券研究所

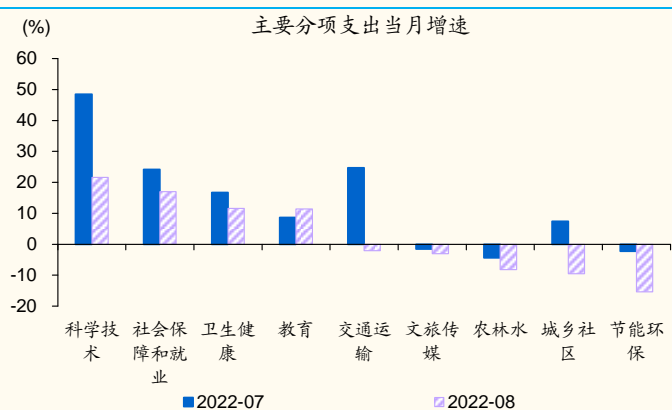
图表 12: 8月, 广义财政支出放缓



来源: Wind、国金证券研究所

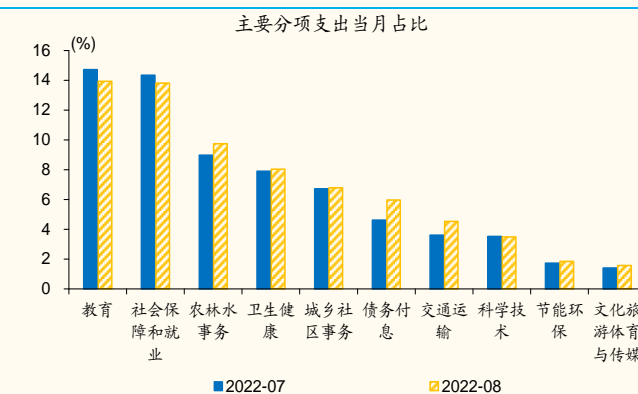
一般财政支出中, 科学技术支出维持高增速, 债务付息、基建类支出力度相对较强。8月, 科学技术支出增速维持两位数、达 21.6%; 教育支出同比较上月提升 3 个百分点、达 11.4%。债务付息支出力度相对较强, 8月支出占比抬升至 6%、较上月抬升 1.3 个百分点; 基建类支出占比达 22.9%, 较上月提升近 2 个百分点。

图表 13: 8月, 科技支出维持高强度、教育支出提速



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 8月, 债务付息、基金类支出占比提升



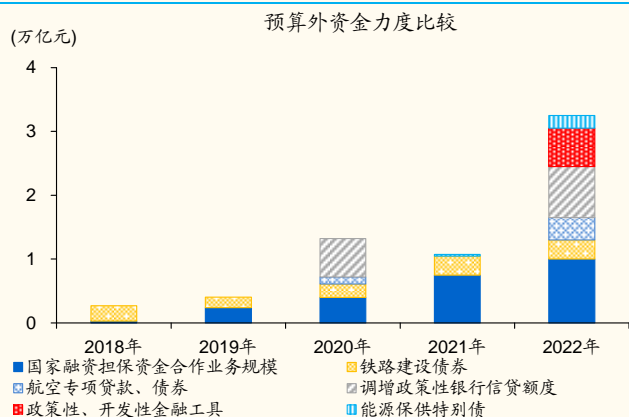
来源: Wind、国金证券研究所

“准财政”资金与结存专项债的使用, 或成为新一轮稳增长“加力”的重要来源。8月, 广义财政收支累计差扩大至 6 万亿元, 高于过往同期水平。收支压力拖累财政支出放缓、但稳增长诉求较强下, 预算内, 盘活 5000 亿元专



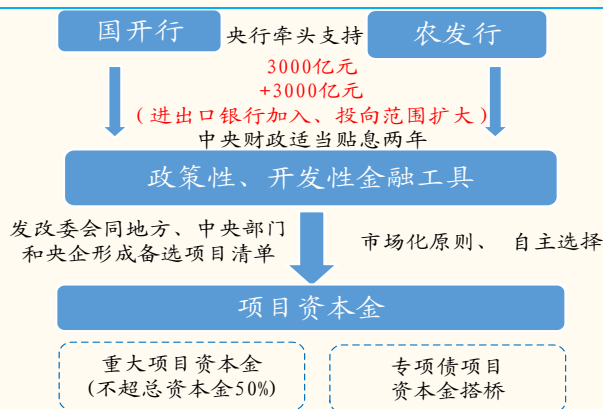
项债结存限额，于10月底前发行完毕，支撑政府性基金支出；预算外，新增政策性、开发性金融工具3000亿元以上支持重大项目建设，且可根据实际需要扩大规模。

图表 15: 本轮稳增长, 预算外资金力度较强



来源: 政府网站、国金证券研究所

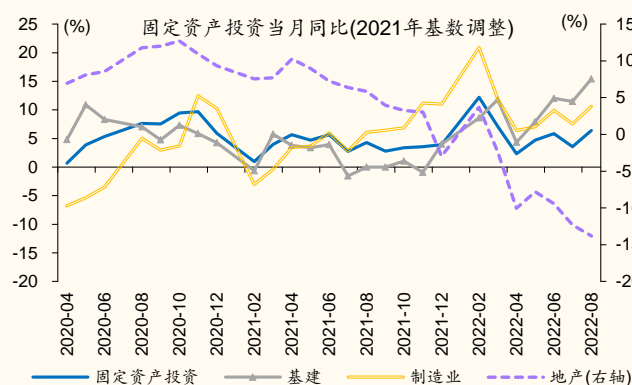
图表 16: 8月下旬起, 政策性金融工具再加码



来源: 政府网站、人民银行、国金证券研究所

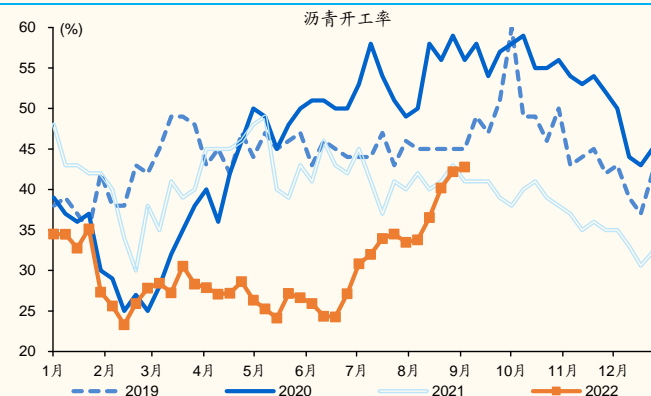
新一轮稳增长“加力”已然开始，对经济支撑效果或逐步显现。资金与项目不匹配问题缓解，加快推动稳增长落地，对需求的支撑在加快显现；同时，疫情反复的干扰减弱下，线下活动或逐渐修复。但宏观环境等不同，或使本轮疫后经济修复非过往简单复制。（详见《稳增长政策，落地进度？》《疫后“三思”：经济的“天花板”？》）

图表 17: 8月, 基建和制造业投资回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 6月下旬以来, 沥青开工率持续提升



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；土地财政收入不及预期，对地方政府行为压制增强等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，可能对项目开工、线下消费等抑制加强等

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402