

土地市场冷却拖累财政收入，公共财政支出对基建支持力度加大

——2021年8月财政数据点评

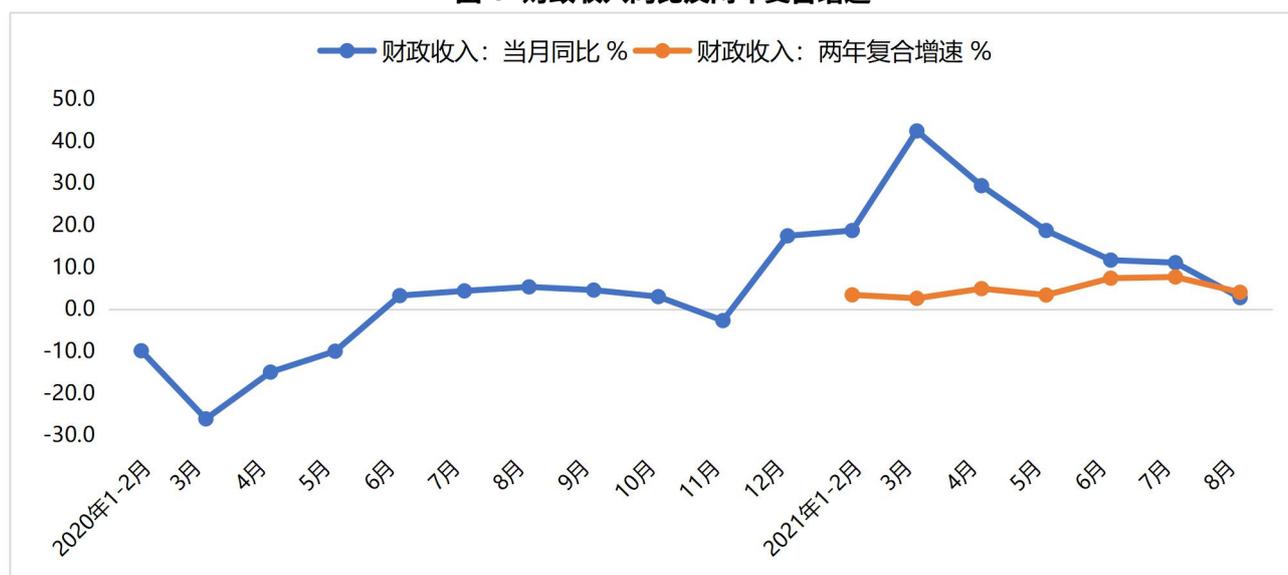
分析师 王青 冯琳

事件：根据财政部数据，8月全国一般公共预算收入同比增长2.7%，前值11.1%，上年同期值5.3%；全国一般公共预算支出同比增长6.2%，前值-4.9%，上年同期值8.7%。8月全国政府性基金收入同比-14.4%，前值2.5%，上年同期值7.7%；8月全国政府性基金支出同比-9.7%，前值-1.4%，上年同期值31.4%。

具体解读如下：

一、8月财政收入数据大幅走弱。8月一般公共预算收入环比季节性下降，但降幅超出历年同期，导致当月同比增速较上月大幅下滑8.3个百分点至2.7%，相较2019年同期的两年复合增速也从上月的7.6%降至4.0%。8月税收收入和非税收入增速均有所放缓，其中，税收收入同比增长8.1%，增速较上月下滑4.8个百分点，两年复合增速降至7.6%（前值9.3%）；非税收入同比仍延续负增，且降幅从上月的-4.0%扩大至-19.8%，两年复合增速降至-11.1%（前值-4.9%），我们认为这与前期税收收入较快恢复，监管层采取收入调节措施有关。

图1 财政收入同比及两年复合增速

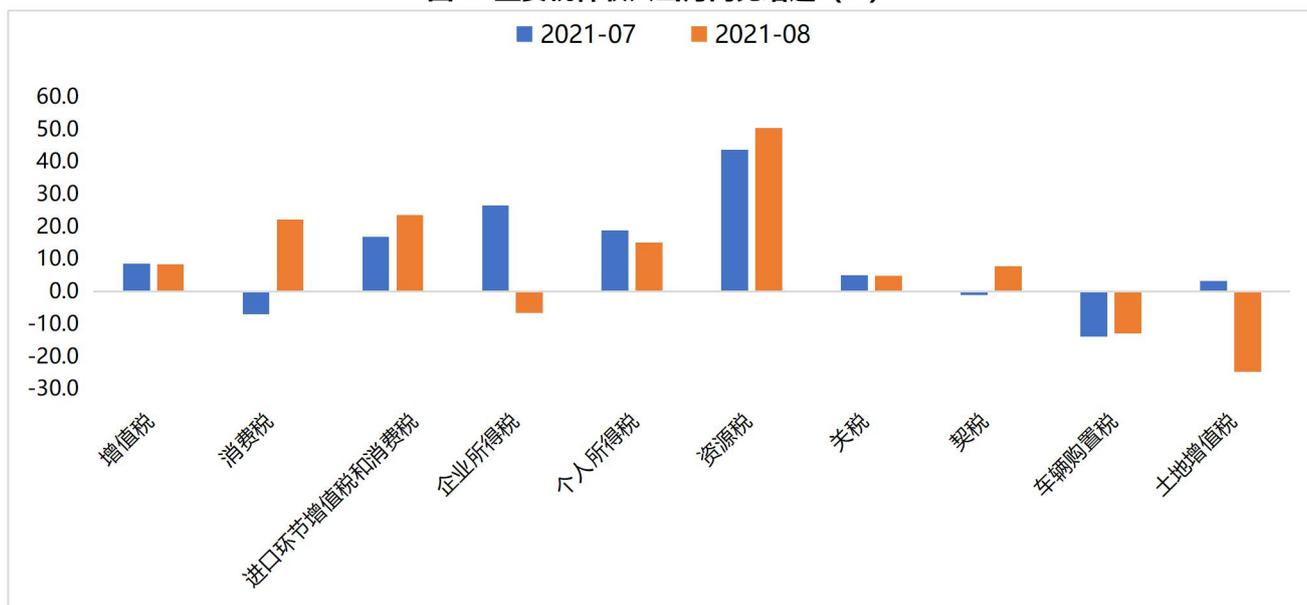


数据来源：wind、东方金诚

具体到税收收入，8月税收收入增速放缓主要受两类税种拖累：一是所得税。其中，企业所得税收入同比增速从上月的26.7%大幅下降至-6.5%。今年以来，企业所得税持续高增，除受低基数影响外，也因PPI走高带动工业企业利润整体改善。8月国内PPI依然居高不下情况下，企业所得税收入增速剧烈下滑，主要受基数走高拖累。另外，8月个人所得税收入增速也有所放缓，从上月的19.0%降至15.1%，但在主要税种中仍处高增状态——1-8月个人所得税累计同比增长23.0%，除受居民收入增速回升拉动外，也与2019年个税改革及去年疫情影响居民收入导致个税基数偏低有关。二是房地产相关税种。受房地产市场大幅降温影响，除契税外，8月房地产相关的土地增值税、房产税、城镇土地使用税等收入增速均现较大幅度走低。

另一方面，受疫情等因素扰动，8月国内各项经济活动全面放缓，当月税收收入增速虽有所下滑，但下滑幅度相对来说不大，展现出一定韧性。其中，第一大税种增值税收入同比增长8.5%，增速仅比上月小幅下滑0.2个百分点，且两年复合增速从上月的2.6%回升至6.0%。这与当月工业增加值表现并不一致——8月工业增加值同比增速进一步下滑，两年平均增速也小幅放缓——我们认为，由于增值税收入为名义值，而工业增加值增速为实际值，这种背离主要体现当前工业品价格高增的影响。

图2 主要税种收入当月同比增速 (%)

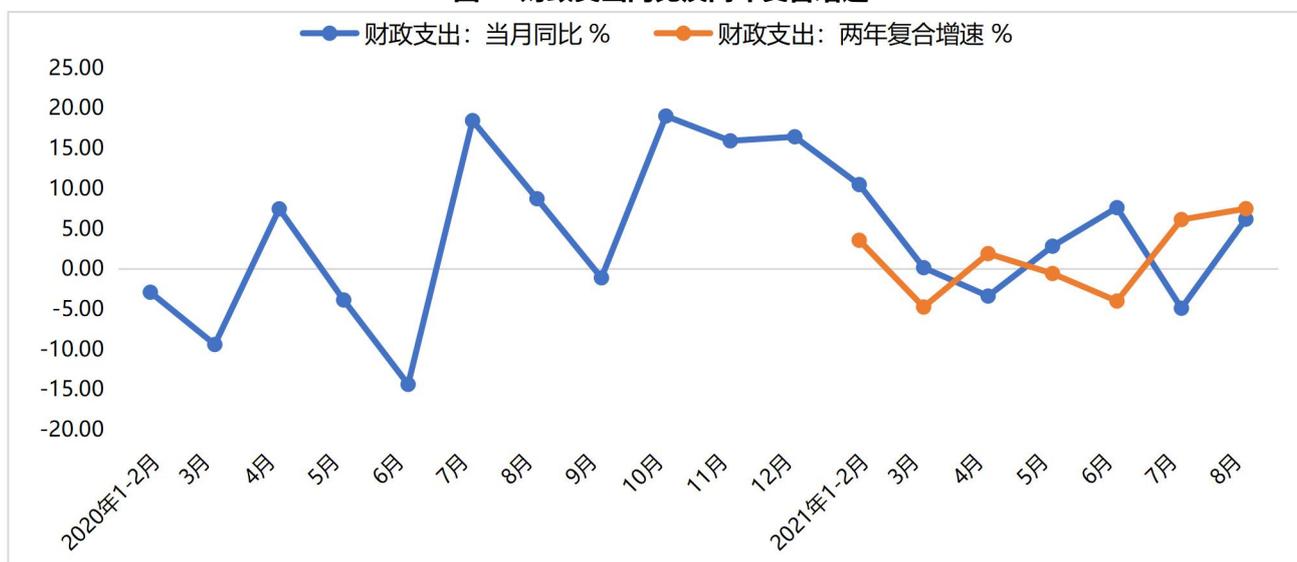


数据来源：wind、东方金诚

考虑到后续财政收入将受到基数走高，消费疲弱和地产调控背景下经济下行压力仍大，以及PPI高位回落令价格贡献趋弱等因素拖累，增速还将有所放缓。但1-8月财政收入已达到全年预算收入的75.9%，明显超出序时进度66.7%，1-8月累计增速达18.4%，也大幅高于全年预算收入增速8.1%，因此，我们认为，即便年内后续财政收入增长面临的下行压力加大，但完成全年预算目标的难度并不大。

二、8月财政支出明显提速。8月一般公共预算支出同比增长6.2%，增速较上月加快11.1个百分点，撇除基数因素的两年复合增速也从上月的6.1%加快至7.5%，为今年以来最高水平，也能反映出8月支出力度确实有所加强。

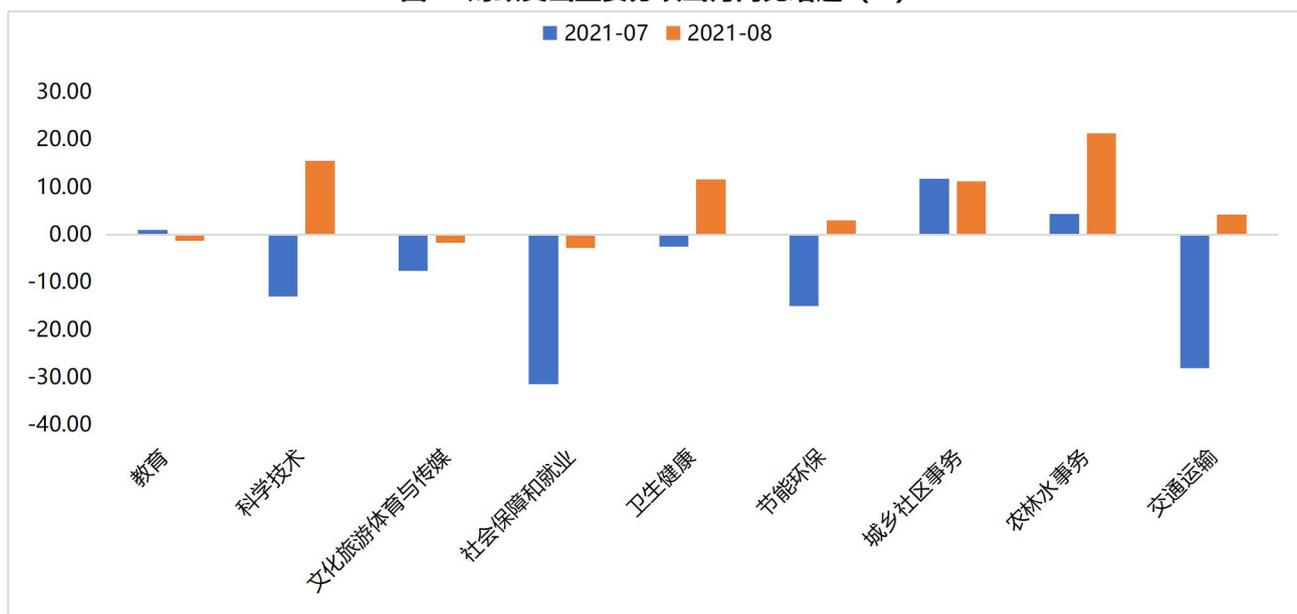
图3 财政支出同比及两年复合增速



数据来源：wind、东方金诚

从支出结构来看，8月基建类和民生类支出增速较7月均有所加快，尤其是基建类支出提速势头明显，反映出稳增长压力加大背景下，财政支持基建的力度正在加强，其中，农林水事务支出增长大幅提速，交通运输支出同比增速由负转正。根据我们的计算，8月基建类支出三项合计同比增长14.9%，两年复合增速为7.2%，均明显高于上月的-0.4%和-0.2%。

图4 财政支出主要分项当月同比增速 (%)

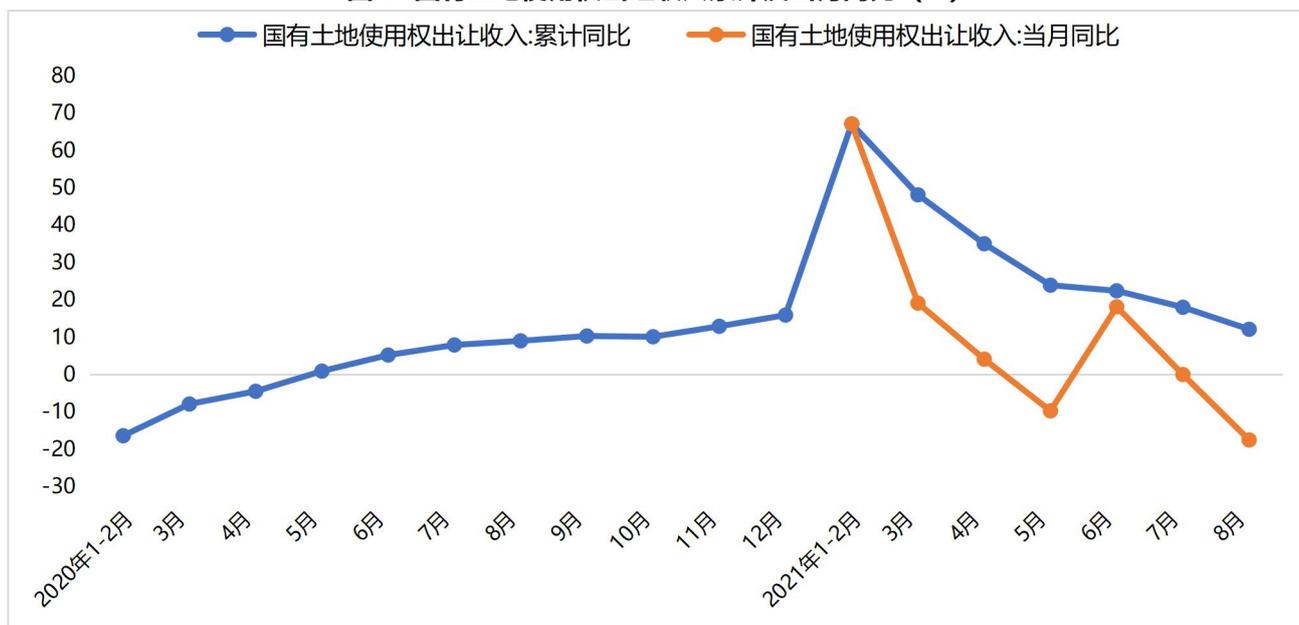


数据来源：wind、东方金诚

我们判断，去年9月财政支出基数较低，今年9月同比有望延续较快增长。而随着宏观政策向稳增长方向倾斜，年内后续财政支出增速整体会上会保持正增长，且支出进度会较前期有所加快——1-8月财政支出进度为62%，明显落后于疫情前2017-19年平均67%的进度水平。

三、8月楼市降温加剧，房企融资受限，土地供求进一步冷却，当月地方政府国有土地出让金收入同比大幅负增。进入8月后，楼市降温加剧，土地市场热度整体上也进一步冷却。8月土地出让金收入同比下降17.5%，降幅较上月扩大17.5个百分点，两年复合增速也降至-2.8%，这是导致当月地方政府性基金收入同比下降15.9%和全国政府性基金收入同比下降14.4%的主因。我们预计，未来几个月地方政府国有土地出让金收入有可能持续进入同比负增状态。不过，伴随各线城市房价涨幅收窄，后续房地产调控压力或将阶段性缓和，房企融资环境有可能边际改善，这将在一定程度上缓和地方政府土地出让金收入的下滑幅度。

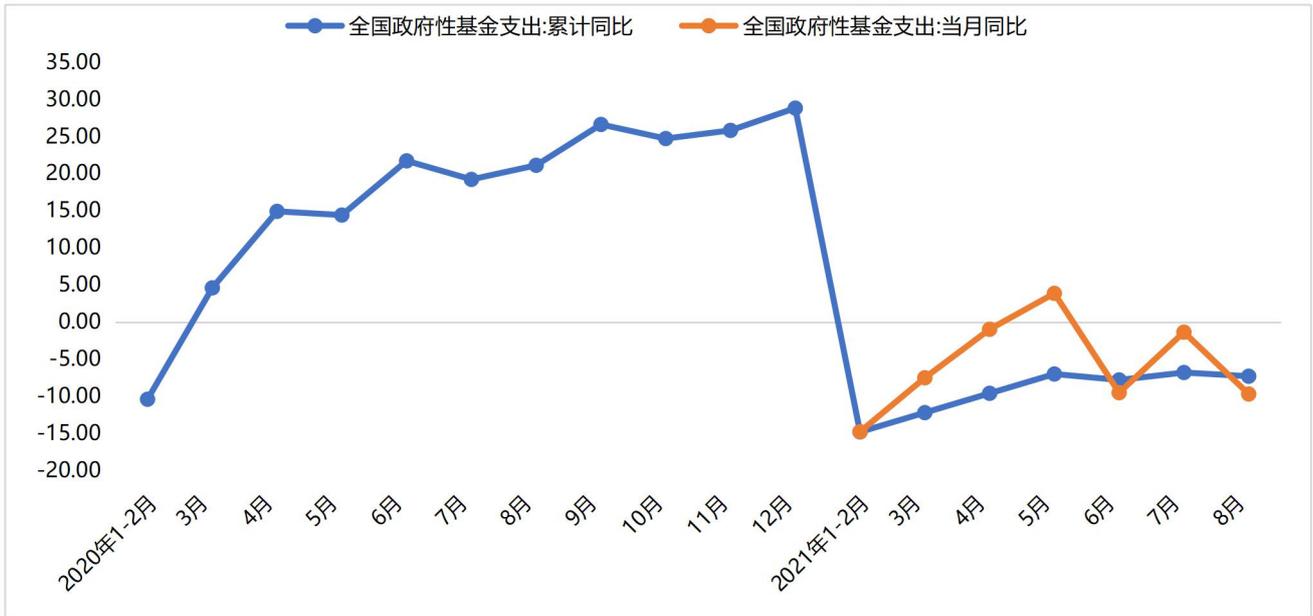
图5 国有土地使用权出让收入累计及当月同比 (%)



数据来源：wind、东方金诚

另外，8月一般公共预算支出对基建的支持力度加大，而政府性基金支出虽环比季节性增加，同比却大幅负增，降幅从上月的-1.4%扩大至-9.7%，除受基数走高影响外，也显示受制于前期专项债发行进度偏慢，政府性基金支出仍处于蓄力待发状态。因此，随着8月以来专项债发行提速，且部分资金会在今年形成实物工作量，后续财政资金对基建的支持力度将进一步加大，以两年平均增速衡量的基建投资修复进度也将相应加快，9月基建投资增长势头就有望得到改观。不过，就全年来看，今年广义财政政策力度收缩幅度相对较大，控制地方政府隐性债务风险政策持续加码，后续广义财政发力支持基建的空间不会太大，预计全年基建投资增速可能较去年（2.9%）不升反降。

图 6 政府性基金支出累计及当月同比 (%)



数据来源: wind、东方金诚