

9月财政收入增速首现同比负增长，财政支出意外转弱

——2021年9月财政数据点评

分析师 王青 冯琳

事件：根据财政部数据，9月全国一般公共预算收入同比下降2.1%，前值为增长2.7%；全国一般公共预算支出同比下降5.3%，前值为增长6.2%；9月全国政府性基金收入同比下降10.4%，前值为下降14.4%；全国政府性基金支出同比下降15.1%，前值为下降9.7%。

具体解读如下：

一、9月财政收入数据继续走弱。9月一般公共预算收入环比季节性增加，但增速低于过去5年同期，导致当月同比增速较上月下滑4.9个百分点至-2.1%，为年内同比首度转负。这一方面与同期存在一次性收入，导致基数偏高有关，另一方面，相较2019年同期的两年复合增速也从上月的4.0%下滑至1.2%，反映财政收入增长动能确实有所减弱。这与近期基本面下行趋势相一致。分大类来看，9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4.1%，增速较上月下滑4.0个百分点，两年复合增速降至6.1%（前值7.6%）；非税收入同比仍延续负增，且降幅从上月的-19.8%小幅扩大至-20.5%，两年复合增速降至-13.1%（前值-11.1%），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，以及今年“减费”力度较大有关。

图1 财政收入同比及两年复合增速

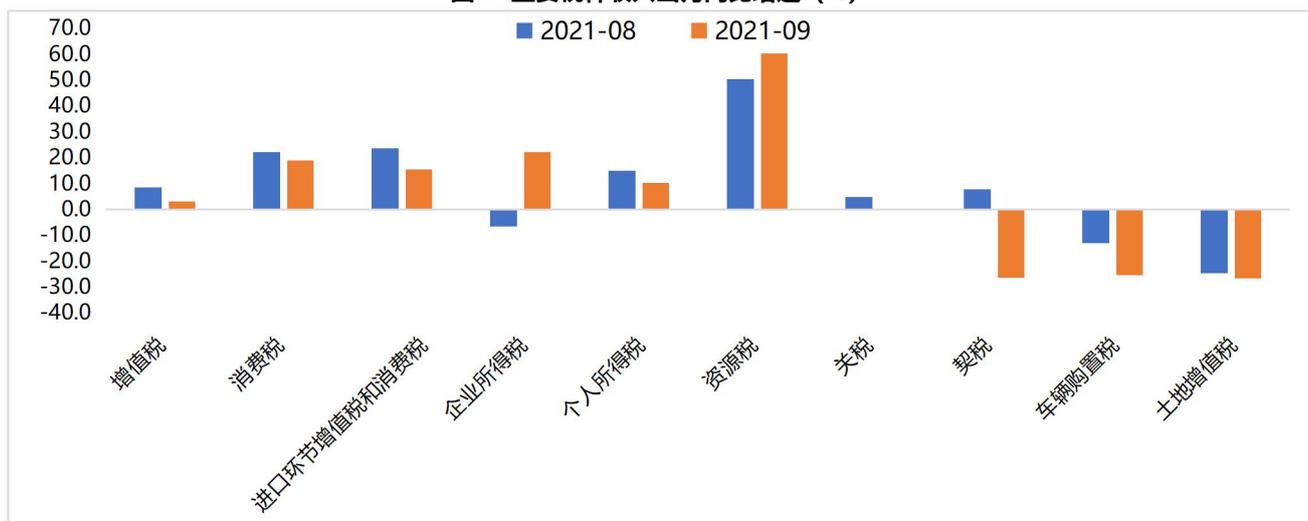


数据来源：wind、东方金诚

具体到税收收入，除企业所得税、资源税、印花税等少数税种外，9月主要税种收入同比增速普遍放缓。其中：

- ✚ 第一大税种增值税收入同比增长 3.1%，增速较上月下滑 5.4 个百分点，两年复合增速也较上月下滑 2.5 个百分点至 3.6%，这与近期工业增加值增速放缓相一致；
- ✚ 受楼市、车市遇冷影响，9 月房地产相关的契税、土地增值税、房产税、城镇土地使用税等税种以及车辆购置税收入同比增速均现不同程度走低，两年复合增速也多数走弱，尤其是契税收入同比下降 26.3%（前值+7.8%），两年复合增速亦降至-0.9%（前值+16.9%）；
- ✚ 9 月进口金额同比增速大幅放缓，拖累进口相关税种增速下滑；
- ✚ 9 月个人所得税收入增速也有所减慢，但在主要税种中仍处高增状态——1-9 月个人所得税累计同比增长 21.6%，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；
- ✚ 值得一提的是，9 月企业所得税收入同比增速从上月的-6.5%大幅反弹至 22.2%，两年复合增速亦明显加快，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。

图 2 主要税种收入当月同比增速 (%)



数据来源：wind、东方金诚

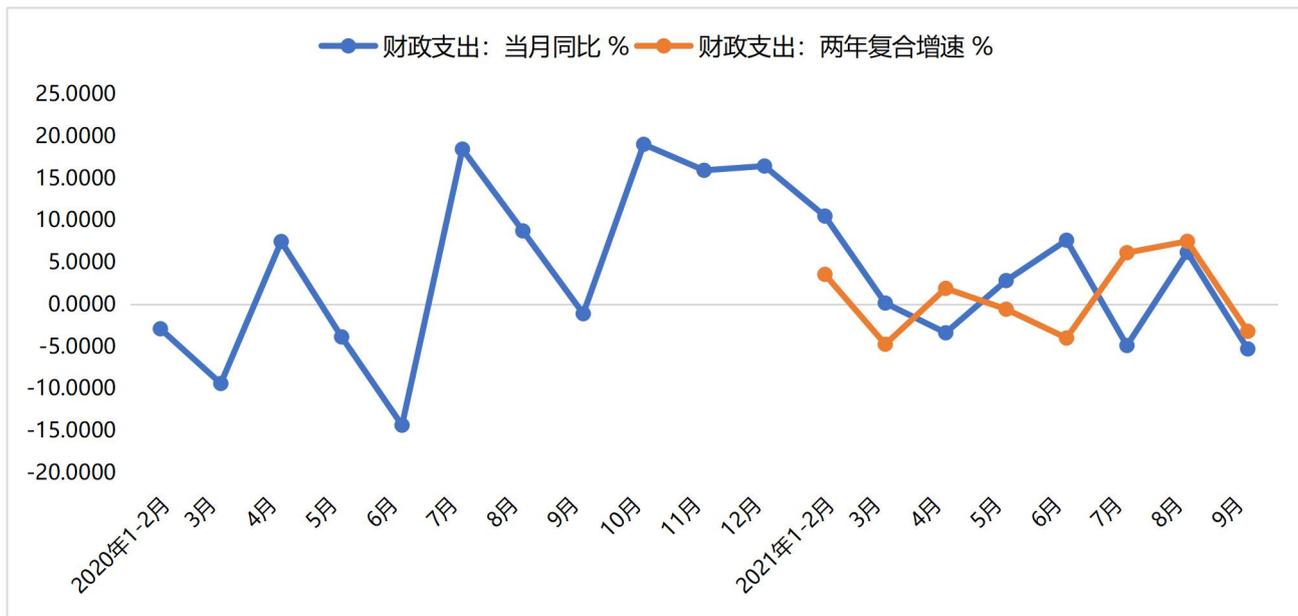
整体上看，由于下半年以来国内经济在需求端汛情、疫情扰动和楼市、车市降温，以及供给端能耗双控措施升级影响下，下行压力明显加大，加之基数走高，**三季度财政收入增速放缓趋势渐显**。但从两年复合增速来看，**相较于当季经济增速的下滑幅度，三季度财政收入、尤其是税收收入增长表现出较强韧性**——当季税收收入两年复合增速为 7.9%，较第二季度的 6.4% 不降反升。我们认为，由于税收收入增速为名义值，而 GDP 增速为实际值，这种背离主要体现当前工业品价格高增的影响。

考虑到后续财政收入将受到基数走高，消费疲弱和地产承压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，预计增速还可能有所放缓。但 1-9 月财政收入已达全年预算收入的 83%，明显超出序时进度 75%，1-9 月累计增速达 16.3%，也大幅高于全年预算收入增速 8.1%。因

此，我们认为，尽管四季度财政收入增长面临的下行压力较大，但完成全年预算目标的难度并不大。

二、9月财政支出力度减弱。9月一般公共预算支出同比下降5.3%，增速较上月下滑11.5个百分点，且低于当月财政收入增速，撇除基数因素的两年复合增速也从上月的7.5%下降至-3.2%，显示9月财政支出力度确实有所减弱，与当月财政存款增速上扬相印证。当前宏观经济下行压力增大，前期财政持续蓄力，此前市场对9月财政支出力度加大有较高预期。

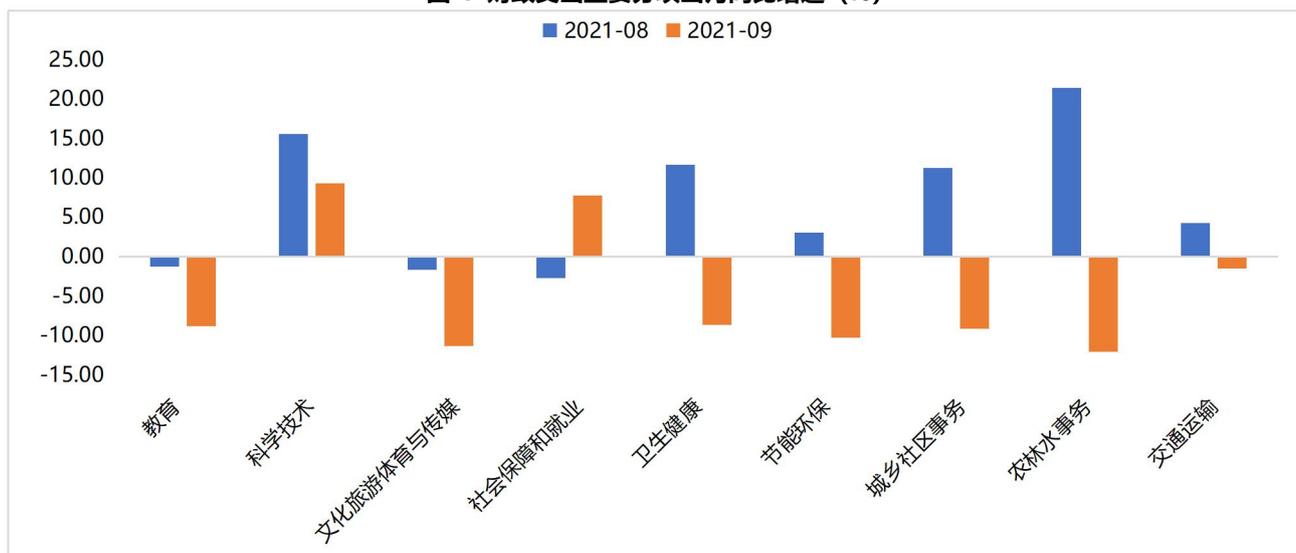
图3 财政支出同比及两年复合增速



数据来源：wind、东方金诚

从支出结构来看，9月基建类和民生类支出增速较上月普遍减速，主要支出分项中仅社保类支出增速在基数走低拉动下有所加快。尤其值得关注的是，9月基建类各分项支出增速同比全线转负，其中，农林水事务和交通运输支出主要受基数显著抬高拖累，两年复合增速与上月相比均明显加快（农林水事务支出两年复合增速为24.2%，前值5.6%，交通运输支出两年复合增速为55.4%，前值11.6%），城乡社区事务支出两年复合增速则大幅放缓，从上月的1.0%下滑至-34.3%。整体上看，受城乡社区事务支出不力影响，9月基建类支出两年复合增速从上月的5.1%大幅放缓至-10.2%，表明当月财政支持基建的力度并未加强，仍处蓄力状态。

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

今年以来公共财政支出增速偏低，三季度发力态势亦不明显，1-9月财政支出累计同比增速仅为2.3%，较上半年放缓1.3个百分点。从支出进度上看来，1-9月财政支出进度为71.7%，落后于序时进度，更大幅落后于收入进度。受此影响，1-9月累计财政赤字仅1.53万亿，而全年预算财政赤字为3.57万亿，这意味着四季度仍余2.04万亿赤字空间，与历年同期相比，四季度剩余赤字空间处于明显偏高水平。由此，释放财政支出潜力将成为四季度稳增长的重要抓手。据我们保守测算，若今年四季度财政赤字额度得到有效释放，将能提振当季GDP同比0.3至0.5个百分点左右。

三、9月土地市场热度仍低，国有土地出让金收入同比延续大幅负增，但降幅有所收窄。三季度以来，楼市快速降温背景下，土地市场热度亦明显冷却。9月国有土地使用权出让收入同比下降11.2%，降幅较上月收窄6.4个百分点，两年复合增速从上月的-2.8%改善至2.7%，但仍处较低增长水平，显示土地市场热度仍低。受土地出让金收入增速边际改善带动，9月政府性基金收入同比降幅从上月的14.4%收敛至10.4%，两年复合增速加快至1.0%（前值-4.0%）。我们预计，四季度国有土地出让金收入将继续处于同比负增状态。但伴随各线城市房价涨幅收窄，近期房地产调控压力出现缓和迹象，房企融资环境有可能边际改善，这将在一定程度上缓和土地出让金收入的下滑幅度。

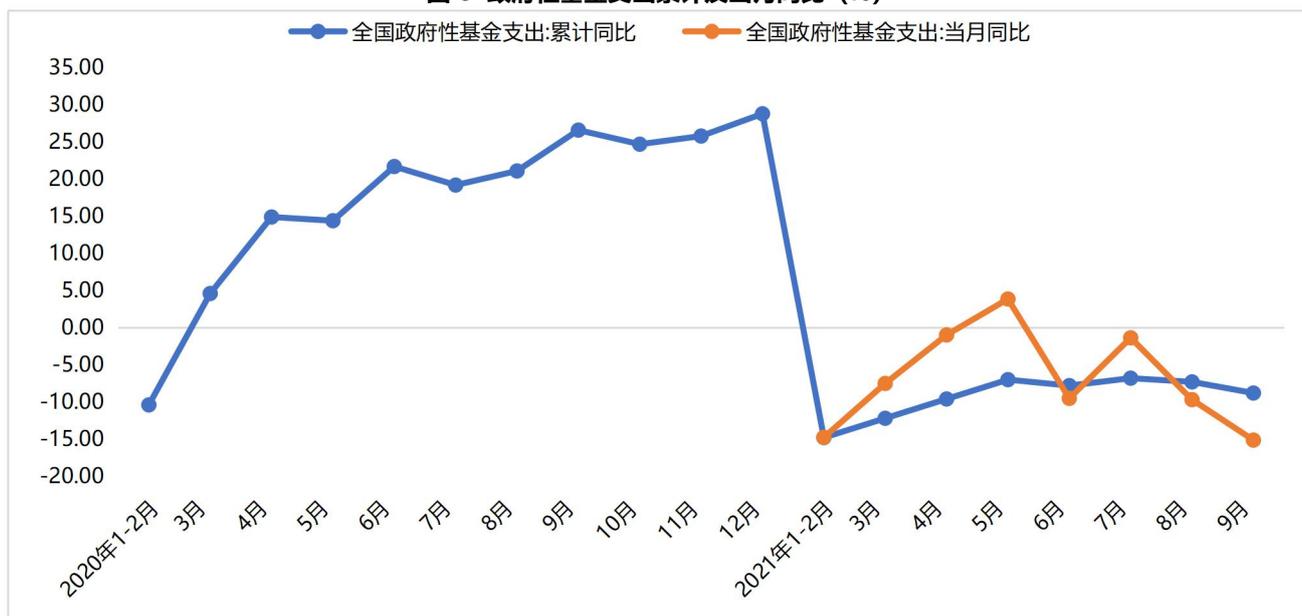
图 5 国有土地使用权出让收入累计及当月同比 (%)



数据来源: wind、东方金诚

基数走高拖累 9 月政府性基金支出同比降幅扩大，撇除基数影响的两年复合增速明显加快。9 月政府性基金支出环比大增，同比降幅却从上月的-9.7%扩大至-15.1%，主要原因是基数较高，两年复合增速则从上月的 8.9%加快至 16.1%，与 8 月以来地方政府专项债发行提速相一致。整体上看，今年以来专项债发行和使用进度偏慢，但随着 8 月以来专项债发行提速，财政部也明确要求今年新增专项债额度尽量在 11 月底前发行完毕，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已出现边际改善迹象。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

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有, 东方金诚保留一切与此相关的权利, 任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料, 其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/ 发布方负责, 东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查, 但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性, 东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致, 并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见, 并非是对某种决策的结论或建议; 投资者应审慎使用本研究报告, 自行对投资行为和投资结果负责, 东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用, 且该等使用者必须按照授权确定的方式使用, 相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告, 东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。