

让财政数据讲述抗疫故事

——3月财政数据点评

周君芝，周恺悦

0

摘要

- 我们一直强调重视财政数据。财政数据不存在样本偏差、口径调整等统计问题，真实可靠，数据质量高。我们可以利用财政数据观察当前经济状态。尤其当下时点，疫情深度扰动经济节奏，传统统计数据失去了参考锚。这种情况下，财政数据便具有更大的参考价值。
- **抗疫期间民生压力多大？**
- 3月以来华东疫情深刻影响国内经济。本轮疫情影响全然不同以往，关键在于本轮疫情下供应链受阻，进而影响工业生产和出口。疫情及防疫政策本就压制需求端，然而这次华东疫情还冲击了供给端。经济和民生压力可想而知。
- 3月个人所得税同比-51.3%，同样是疫情年份，2020年和2021年这两年的个税复合同比16.3%（3月），明显好于今年-51.3%的个税增速表现。
- 3月个税同比偏低，有退税政策扰动。但不可否认，**-51.3%的个税同比是历史同期最低水平，即便在全球金融危机时期，2009年3月个税同比也才低至-16%。**
- 3月个税表现毫无疑问意味着3月居民收入萎缩。我们知道近80%的个税来自于第三产业，并且个税相当一部分来自个体工商户。**今年3月华东疫情冲击服务业，服务业PMI指数急速走低，印证当前中小企业和中低薪资群体，在本轮疫情中不得不再度面对收入急剧萎缩。**
- **谁在加杠杆抗疫？**
- 3月专项债发行融资4205亿元，较往年同期显著扩张。2019年至2021年3月，专项债发行融资平均规模1726亿元，**政府杠杆快速走高。**
- 3月社融同样能够印证这一点。除了政府债券之外，企业中长期贷款以及城投债券也是3月社融扩张的重要驱动力。对应到经济数据，我们也的确看到一季度GDP主要贡献分项在于基建。
- 现阶段，中国主动并且真正有效的抗疫经济政策较为有限，地产和财政是最重要的两大政策抓手。年初至今，地产仍未见到明显修复，**可以说目前明显主动有为的抗疫政策，还是要数政府加杠杆放量基建。**

- **展望未来，财政后劲几何？**
- 整个一季度财政数据呈现出来的状态是，财政积极支出，然而财政收入有限，一季度财政收支缺口极大。
- 一季度收入端压力主要来自于土地出让金不足，当前地产销售及房企拿地过于萎靡。**3月税收压力初显，尤其是增值税和个税，前者与GDP高度相关，后者与居民收入相关，两者在疫情压迫下展露出压力。**未来税收及土地出让收入压力或将进一步加大。
- 支出方面，一季度看到明显扩量的基建。**我们担心目前各地封控带来各地防疫相关的财政支出压力。**未来财政支出压力或只增不减。
- 本轮华东疫情对经济的影响体现在各个方面，压制消费和投资，并且冲击出口和生产，并进一步引发汇率承压和通胀变动。除此之外，本轮华东疫情还将挑战财政收支平衡。关注本轮疫情对财政后劲的影响。
- **风险提示：**经济走势超预期，房地产政策超预期；疫情发展超预期。



01

个税、增值税反映疫情冲击影响

02

卖地收入反映土地市场仍未转暖

03

财政支出力度仍然强劲，支撑基建投资放量

04

风险提示

CONTENTS

目录



01. 个税、增值税反映疫情冲击影响

1.1 疫情扰动下，增值税与个税大幅回落

- 3月公共财政收入同比达3.4%，较前值下降7.1个百分点，收入进度也落后去年同期水平。
- 细拆结构，公共财政收入走弱主要是增值税以及个人所得税同比拖累所致。
- 3月增值税同比达-4.0%（20-21两年复合增速-6.2%），较前值下行10个百分点。
- 3月个人所得税同比达-51.3%（20-21两年复合增速16.3%），较前值下行98个百分点。

图1：3月增值税同比大幅回落



资料来源：财政部，民生证券研究院

图2：3月个税表现大幅下挫



资料来源：财政部，民生证券研究院

1.2 增值税大幅回落的三点原因

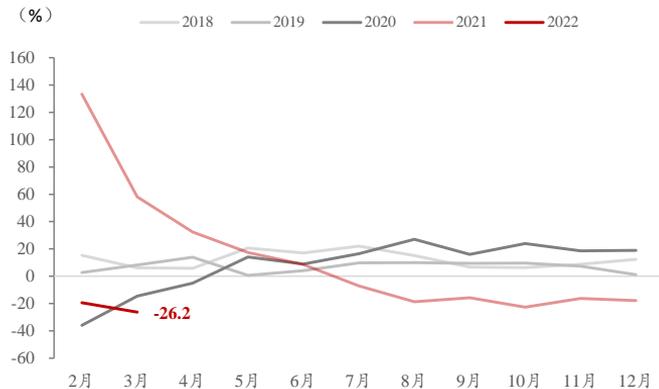
- **第一**，增值税表现一般与工业增加值相关，3月疫情使得东部地区部分工业生产活动停滞，工业增加值下行2个百分点，增值税连带减收。
- **第二**，房地产行业增值税约占增值税比重12%（2019），3月商品房销售额同比进一步恶化，较前值下行7个百分点达-26.2%，拖累本月增值税表现。
- **第三**，今年实施增值税留抵退税，对增量留抵部分足额退还，意味着部分企业3月若进项税额高于销项税额，那么财政部将足额退返增值税，进一步拉低增值税增幅。

图3：3月工业增加值下行明显



资料来源：财政部，民生证券研究院

图4：3月商品房销售情况不佳



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 个税超预期回落的两点原因

- **其一**，个人所得税税源主要来源于第三产业，税基不仅有个人工资薪金，也包含工商个体户经营所得。3月个税大幅走弱，或反映疫情下服务业及工商个体户经营压力骤升，经营所得额大幅缩减。
- **其二**，3月个税、增值税较1-2月大幅回落，也存在政策扰动原因。
- 2021年部分中小微企业享受税费缓缴政策，部分中小微企业可能将去年末税费延期至今年初缴纳，推高年初税费收入。
- 上述政策优惠已经于3月初得到延续，意味着年初补缴税费将于后续退返企业。这意味着，1-2月与3月税费表现容易出现前高后低的状态，使得3月个税表现显著弱于历史同期水平。

图5:3月服务业PMI指数大幅下行



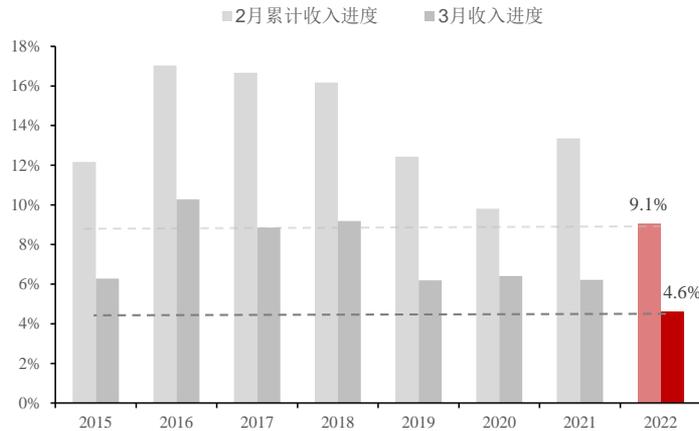
资料来源：财政部，民生证券研究院

02. 卖地收入反映土地市场 市仍未转暖

2.1 土地出让收入反映当前土地市场仍然冷清

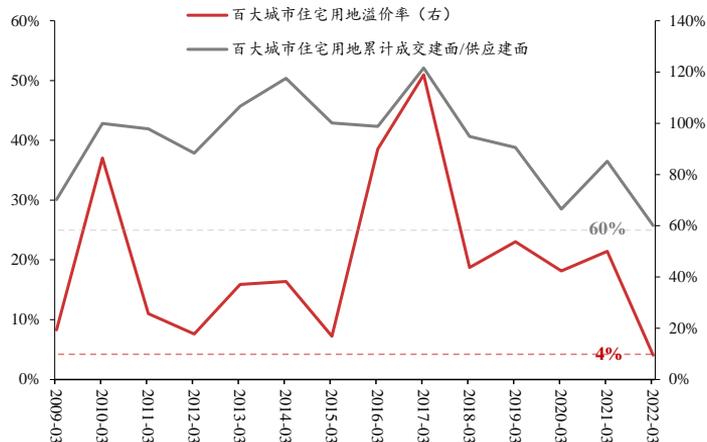
- 3月土地出让收入同比-22.8%，较前值上行6.6个百分点，一季度土地出让收入累计减收0.45万亿。
- 3月土地出让收入同比跌幅收窄主要是基数所至，从3月土拍溢价率以及房企拿地意愿来看，土地市场仍然冷清，地方政府土地出让减收趋势未有扭转。

图6：3月土地出让收入进度仍为近年最低



资料来源：财政部，民生证券研究院

图7：3月房企购地意愿与溢价率仍同步走低



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 应对未来土地、房产放松政策抱有期待

- 一季度土地出让金收入进度较去年同期减少6个百分点，若按此推行，**全年土地出让金或减收2.1万亿，同比达-23%**。
- 需要注意的是，3-4月进行的首轮集中供地中，较多城市降低房企拍地保证金以及缴款期限，这种模式下，**未来土地出让金表现可能进一步走弱**。
- 今年初两会制定0.6%的地方政府性基金收入预算，意味着年初对土地出让收入预期十分乐观。如果任由土地出让收入下行低于预算，**全年财政支出强度也将难以保证，挫伤财政逆周期调节能力**。从这一角度出发，我们应对土地政策的放松抱有期待。

表2：按一季度收入情况推行，2022全年土地出让或减收2万亿

月份	2019-2020两年平均进度	2021收入进度 放缓幅度	2021各月收入进度	2022收入进度 放缓幅度	2022E各月收入进度
预算数		—	100%	—	100%
2月合计	11%	2%	13%	-4%	9%
3月	6%	0%	6%	-2%	5%
4月	7%	-1%	6%	-2%	4%
5月	7%	-2%	6%	-2%	4%
6月	10%	0%	10%	-2%	8%
7月	10%	-1%	8%	-2%	6%
8月	10%	-3%	7%	-2%	5%
9月	10%	-2%	8%	-2%	6%
10月	9%	-3%	7%	-2%	5%
11月	12%	-2%	10%	-2%	8%
12月	25%	-2%	23%	-2%	21%
全年合计	117%	-14%	103%	-24%	80%
预期收入(亿元)			98843		87399
实际收入(亿元)			87051		66814
减收=实际-预期(亿元)			-11792		-20585

资料来源：财政部，民生证券研究院



03. 财政支出力度仍然强劲，支撑基建投资放量

3.1 3月公共财政支出继续平稳发力

- 3月公共财政支出同比10.4%，较前值多增3.4个百分点，**支出进度较2021年加快0.3个百分点。**
- **分领域看**，3月基建领域支出拉动支出增速走高1.9个百分点，其中农林水拉动作用最大。民生相关支出则拉动增速3.7个百分点，主要用向社会保障和就业支出、卫生健康支出。

图8：开年公共财政支出进度较快

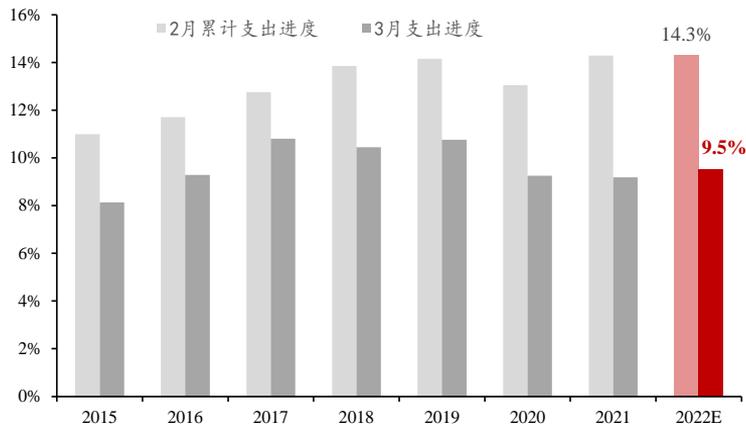
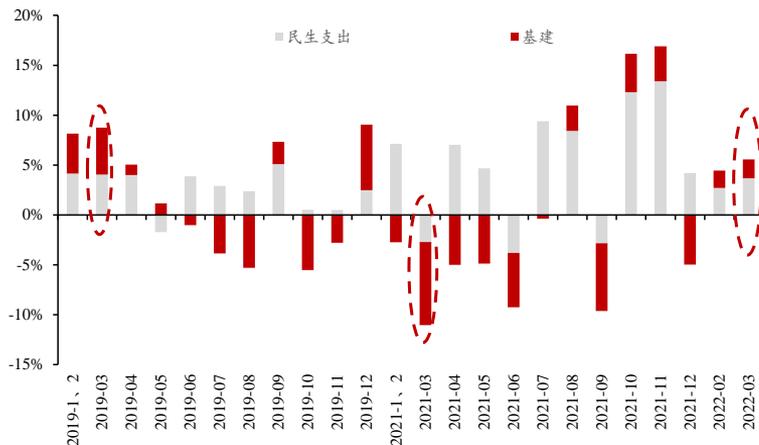


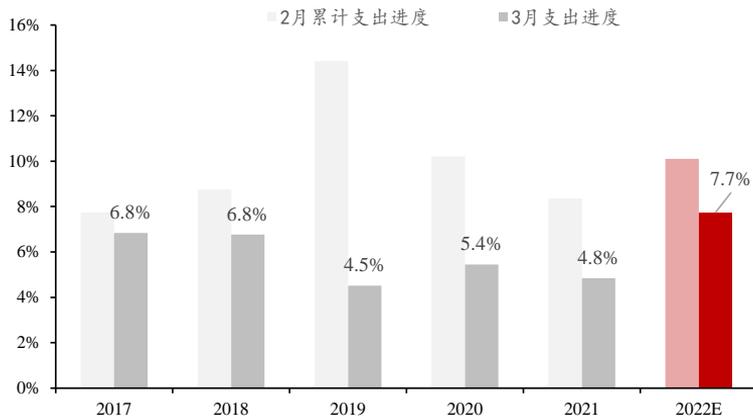
图9：开年民生、基建领域均发力



3.2 3月政府性基金支出显著放量

- 3月政府性基金支出同比达69.1%，较前值上行41.2个百分点，3月支出节奏为2017年以来最快水平，高于去年3个百分点。
- 政府性基金支出放量原因在于专项债发行放量，使用节奏加快。**
- 一方面，今年一季度专项债发行节奏为历史最快，发行进度达36%，净融资较去年多增1.3万亿。**
- 另一方面，专项债拨付使用节奏也显著加快。**我们看到，一季度政府性基金支出多增0.7万亿，而2020一季度专项债发行1万亿，但同期政府性基金支出仅多增868亿。说明今年专项债停留国库时间少，发行后立刻形成支出。
- 一季度1.3万亿专项债中有0.8万亿用向基建，可见年初基建投资增速破10%不仅得到结转项目资金支撑，新发行专项债同样是其重要资金来源。

图10：3月政府性基金支出节奏进一步加快



资料来源：财政部，民生证券研究院

04. 风险提示

- **经济走势超预期**：经济大幅度变动。
- **房地产政策超预期**：房地产政策超预期收紧或放松。
- **疫情发展超预期**：影响生产活动，影响宽财政的实现

THANKS 致谢

宏观经济研究团队：



分析师 周君芝

执业证号：S0100521100008
电话：15601683648
邮件：zhoujunzhi@mszq.com



研究助理 谢文迪

执业证号：S0100121110022
电话：18807906838
邮件：xiewendi@mszq.com



研究助理 谭浩弘

执业证号：S0100121110017
电话：18221912539
邮件：tanhaohong@mszq.com



研究助理 周恺悦

执业证号：S0100121120011
电话：15623945742
邮件：zhoukaiyue@mszq.com



研究助理 吴彬

执业证号：S0100121120007
电话：15171329250
邮件：wubin@mszq.com



研究助理 方诗超

执业证号：S0100122030001
电话：18868130217
邮件：fangshichao@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
回避		相对基准指数跌幅5%以上	

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。