

2022年5月财政数据点评

财政收入压力最大阶段可能已经过去

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事件：

2022年1-5月，全国一般公共预算收入86739亿元，同比下降10.1%；一般公共预算支出99059亿元，同比增长5.9%。1-5月全国政府性基金预算收入21948亿元，同比下降26.1%；全国政府性基金预算支出39329亿元，同比增长32.8%。

核心摘要：

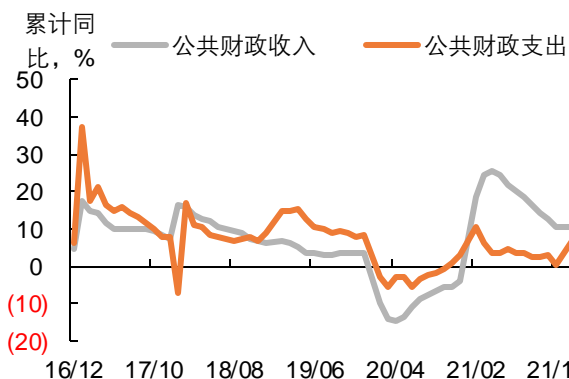
- 留抵退税仍是当前公共财政收入的主要拖累，剔除留抵退税影响后公共财政收入当月同比从4月的-3.8%小幅提高至5月的-3.2%。分税种看：1) 受大宗商品价格高位推动，资源税同比增速最高。2) 土地和房地产相关税收增速跌幅收窄，和房产交易相关的契税同比跌幅仍超三成，印证了房地产市场有所回暖，但景气仍较低迷。3) 企业所得税增速转正，预计后续将进一步上行。4) 个人所得税延续负增长，且持续低于剔除留抵退税影响后的整体税收增速，或与部分人员收入受疫情影响有关。5) 国内消费税增速明显回落，由于国内消费税和消费增速的走势经常出现背离，对此不必过度关注。6) 留抵退税继续拖累国内增值税，考虑到大规模留抵退税接近尾声，6月国内增值税将净增加。
- 5月公共财政支出明显发力，基建支持力度有所加大，不过改善幅度有限。5月公共财政支出当月同比5.7%，较4月的-2.0%增长较快。从实际赤字使用进度和公共财政收、支进度差看，今年公共财政赤字使用较快，预计将掣肘后续财政发力空间。从支出投向看，基建相关的四个支出分项当月支出同比从4月的2.4%回升到6.0%，不过改善幅度低于公共财政支出整体水平；基建类支出占比从上月的19.8%回升至22.2%，是年初以来的最高值，但仍明显低于2021年全年的占比23.8%。
- 5月政府性基金收、支皆回升。疫情好转后，5月全国政府性基金收入和土地出让金收入的同比跌幅均较前值收窄。不过，考虑到当前房地产市场仍低迷，开发商新开工和拿地意愿仍不强，后续政府性基金收入反弹速度可能较慢。5月政府性基金支出当月同比从4月的12.5%回升至24.0%，除土地出让收入跌幅放缓外，更重要的原因是5月最后一周专项债资金可能加快了拨付。国常会要求今年8月底前专项债基本使用到位，预计政府性基金支出短期还将维持较高增速。
- 财政收入压力最大阶段可能已经过去。疫情好转后国内经济逐渐修复、大规模留抵退税进入尾声，加之土地出让收入增速底部或已出现，总体上财政收入压力最大的时期很可能已经过去。不过考虑到今年前5个月赤字和专项债资金都使用较快，而当前经济内生性复苏的动力不足，后续需继续加大财政支出托底力度，三季度出台特别国债等增量财政工具值得期待。

一、公共财政收入增速低点大概率已出现

今年 1-5 月公共财政收入累计同比下降 10.1% (图表 1)，扣除留抵退税因素后增长 2.9%，两者与今年前四个月的-4.8%、5.0%相比都继续回落。5 月单月同比下降 32.5%，其中留抵退税约 5400 亿作为冲减收入处理，拖累 5 月单月的公共财政收入下降约 29.3 个百分点。剔除留抵退税影响后，公共财政收入当月同比从 4 月的-3.8%小幅提高至 5 月的-3.2%。拆分来看，今年 5 月税收和非税收入的同比分别为-38.1%、11.7%，较上月的-47.3%和 10.3%均有回升 (图表 2)。疫情冲击下，今年前 5 个月非税收入增速持续在两位数，可能原因是部分地区加大了存量资产盘活力度、能源资源价格上涨带动石油特别收益金专项收入和矿产资源专项收入增加较多。

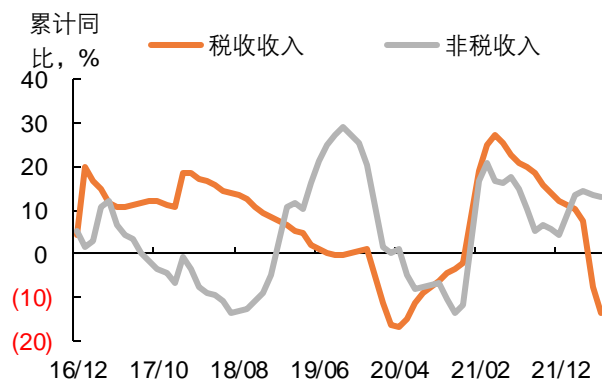
考虑到税费上缴滞后于经济活动，5 月公共财政收入仍受到 4 月国内疫情多点散发的拖累。随着国内经济逐渐修复和大规模留抵退税接近尾声 (4-5 月已完成 82%)，预计公共财政收入增速将回升，今年前 5 个月的增速大概率是年内低点。

图表 1 今年前 5 个月公共财政收入同比下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

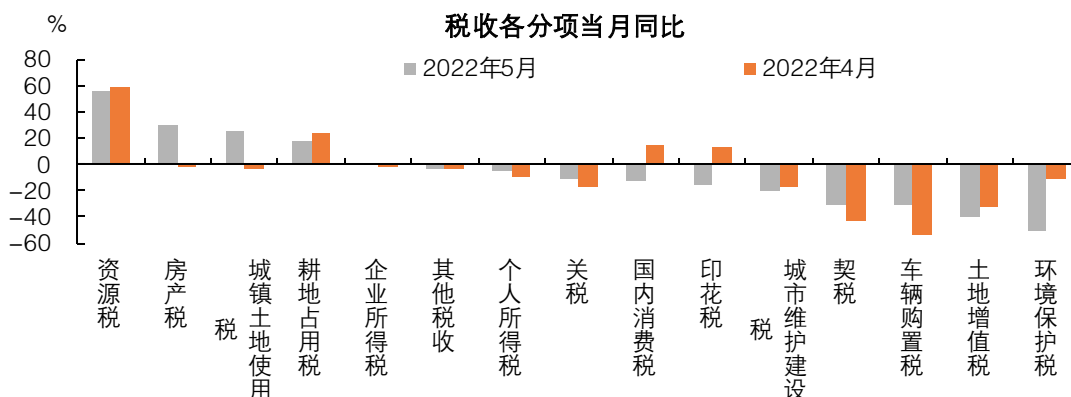
图表 2 非税收入同比高于税收同比的趋势延续



资料来源:wind, 平安证券研究所

分税种来看：**1) 资源税增速最高**，5 月当月同比 55.3%，虽较上月增速有所放缓，但在主要税种中仍是最高 (图表 3)，主要因当前大宗商品价格仍处历史较高水平。**2) 土地和房地产相关税收增速跌幅收窄**。今年 5 月耕地占用税、房地产税、城镇土地使用税、土地增值税和契税共计 1733 亿，同比-17.5%，较上月的-22.0%有所回升。分税种看，主要是房地产税和城镇土地使用税在支撑，低基数的影响较大。和房产交易相关的契税，当月同比从 4 月的-43.4%回升到-31.2%，仍处于较低水平，印证了当前房地产市场有所回暖，但行业景气度仍较为低迷。**3) 企业所得税增速转正**，从 4 月的-1.3%回升到 0.3%，与经济回暖后企业营收改善的趋势一致，预计后续将进一步上行。**4) 个人所得税延续负增长**，其增速虽从 4 月的-9.5%回升到-5.7%，但已连续 3 个月负增长，且都低于剔除留抵退税影响后的整体税收增速，而历史上个税收入增速通常更高，我们认为主要与部分人员收入受疫情影响有关。**5) 国内消费税增速明显回落**，从 4 月的 14.3%下降至-12.1%，和 5 月国内消费恢复的趋势出现分化。由于消费税同比波动大，且主要在生产环节而非消费环节征收，国内消费税和消费增速的走势经常出现背离 (比如在国内受疫情冲击严重的今年 4 月，国内消费税增速逆势回升)，因此不必过度关注。**6) 留抵退税继续拖累国内增值税**，5 月增值税留抵退税约 5400 亿，由于做冲减收入处理，拖累 5 月增值税同比 120.9 个百分点。因大规模留抵退税接近尾声，6 月国内增值税将净增加。

图表3 2022年4月和5月各税种当月同比的对比



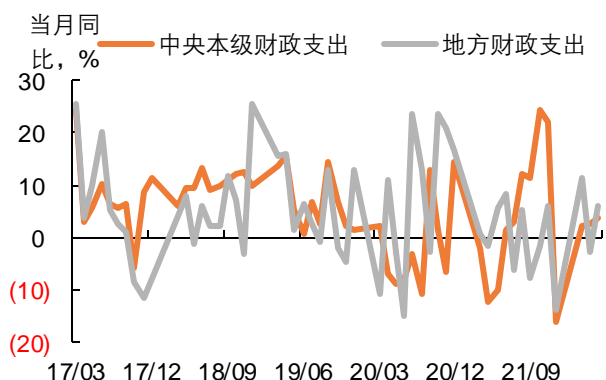
资料来源:wind,平安证券研究所

二、公共财政支出明显发力

今年5月公共财政支出当月同比5.7%，较4月的-2.0%增长较快。分中央和地方两级政府看，中央一般公共预算本级支出当月同比从前值2.6%回升到3.6%，地方一般公共预算支出当月同比从-2.8%回升至6.0%（图表4）。地方财政支出增速改善幅度较大，有两个可能原因：一是，5月23日国常会部署六方面33项稳增长措施，财政作为支柱性工具，加快了财政资金拨付和使用；二是，5月国内疫情好转，经济活动加快，提高了财政资金的拨付效率。

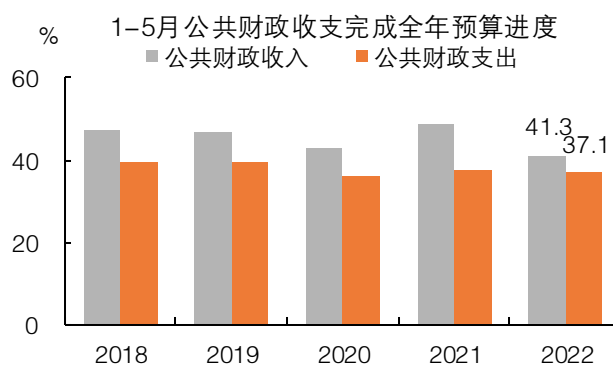
对比近年同期看，今年前5个月的财政赤字使用进度较快。这体现在两点：一是，以使用赤字/（预算赤字+调入资金）衡量的赤字使用率，今年1-5月为21.6%，较上月提升了10.0个百分点。和往年同期相比，今年1-5月的赤字使用率较高，比2020年同期都高了3.0个百分点；二是，今年1-5月公共财政收支进度差为4.2%（主要是收入端在拖累，支出进度符合季节性规律），低于过去四年同期，比2020年同期的进度差也低了3.0个百分点（图表5）。尽管后续公共财政收入延续修复、核酸常态化检测频率降低，但由于前5个月财政赤字使用较快，预计将掣肘后续财政发力空间。

图表4 从当月同比看，中央本级财政和地方财政的支出增速均回升



资料来源:wind,平安证券研究所

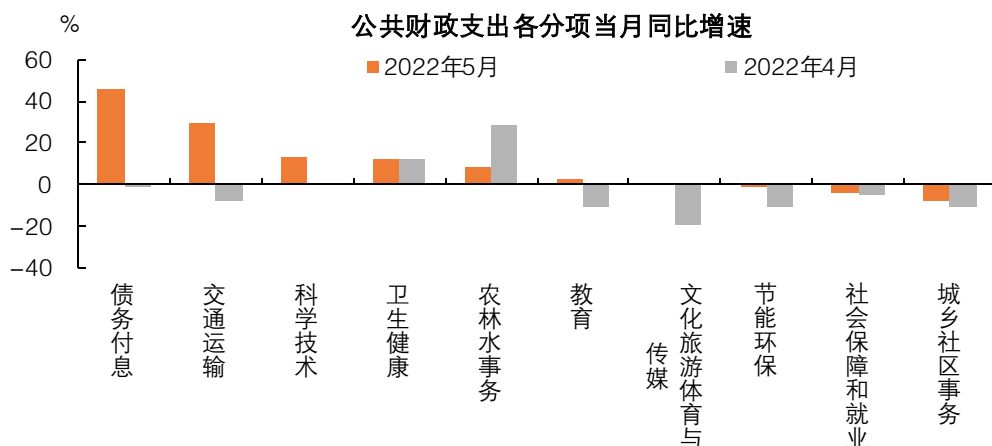
图表5 今年1-5月财政收支完成进度差小于前4年的



资料来源:wind,平安证券研究所

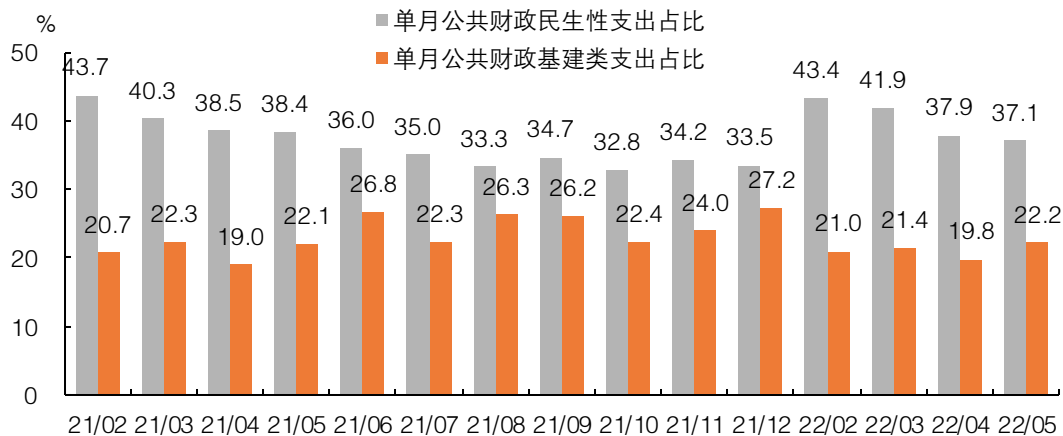
稳增长诉求下，5月公共财政对基建的支持力度有所加大，不过改善幅度有限。一是，从支出投向看（图表6），今年5月农林水事务、交通运输、节能环保、城乡社区事务这四个和基建相关的支出分项，合计当月同比从上月的2.4%回升到6.0%。但3.6个百分点的提升幅度，低于同期公共财政支出的提升幅度（从-2.0%回升至5.7%）。5月全口径基建投资同比增长7.9%，继续高于公共财政基建相关分项支出的同比6.0%。我们倾向于认为，由于疫情在收、支两端同时冲击公共财政收入，年内基建投资可能更多要靠专项债和配套资金来对接。二是，5月基建类支出占比从上月的19.8%回升至22.2%（图表7），是年初以来的最高值，但仍明显低于2021年全年的占比23.8%。

图表6 2022年5月，公共财政中投向债务付息、交通运输和科学技术的当月同比增速相对较高



资料来源:wind,平安证券研究所

图表7 2022年5月，公共财政中民生性支出的占比下滑，基建类支出的占比上升



资料来源:wind,平安证券研究所

注：民生性支出包括社会保障和就业、卫生健康、教育，基建类支出包括农林水事务、交通运输、节能环保和城乡社区事务

三、政府性基金收、支皆回升

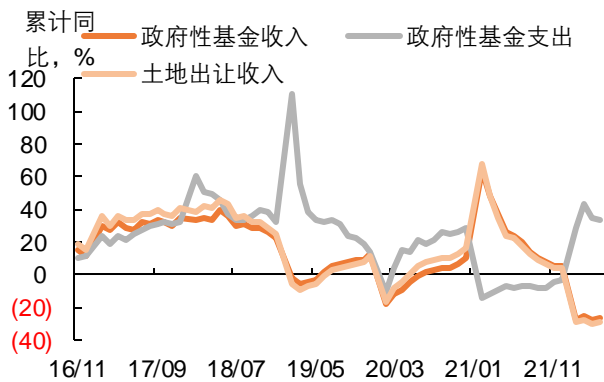
土地出让金收入跌幅收窄和专项债资金加快拨付，推动政府性基金支出增速回升。今年1-5月，全国政府性基金收入同比下降26.1%、土地出让金收入同比下降28.7%，跌幅均较今年前四个月的27.6%和29.8%有所收窄（图表8）。从单月同比看，两者分别从4月的-34.4%、-37.9%，回暖到-19.2%和-24.0%。5月国内疫情好转后，房地产产业链出现修复，土地出让金

和政府性基金收入低位回升。不过，考虑到当前房地产市场仍低迷，开发商新开工和拿地意愿仍不强，后续政府性基金收入反弹的速度可能较慢。

1-5月政府性基金支出累计同比，从前四个月的35.2%下滑到32.8%。但看当月同比，则从4月的12.5%回升至24.0%。我们认为，除了土地出让收入跌幅放缓外，更重要的原因是5月23日国常会要求“今年8月底前专项债基本使用到位”，较4月中旬的要求明显提前(当时要求第一批额度原则上要在9月底前使用,对第二批额度没有要求具体时间,只要求尽快使用),因此5月最后一周专项债资金可能加快了拨付。

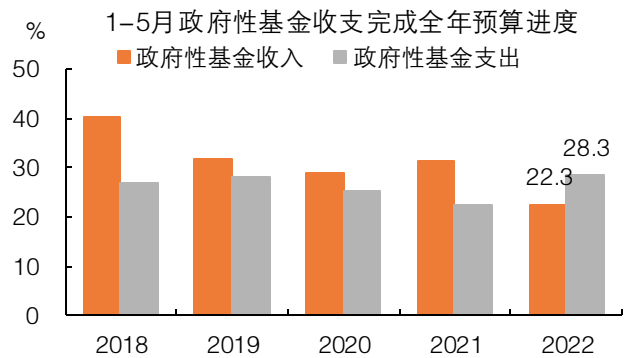
1-5月政府性基金收、支完成全年预算的进度差为-6.0%，明显低于前四年同期的均值7.4%。不过，由于专项债资金使用时间提前，预计政府性基金支出短期还将维持较高增速(图表9)。

图表8 2022年1-5月，政府性基金收入增速跌幅收窄，支出增速延续下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 2022年1-5月政府性基金支出进度快于收入的



资料来源:wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033