

5月财政收入仍在磨底，财税和土地出让金较4月微弱改善。与收入偏弱截然不同，5月财政支出增速显著加快。

5月财政在收入萎靡情况下仍可以积极扩张财政，受益于5月政府债券大量发行。5月政府债券合计发行约1万亿，专项债发行的月均规模触达全年最高点，国债和地方一般债表现类似，月均发行量也达触达开年以来新高。

5月基建投资增速接近8%，印证疫后财政行为逻辑，财政积极扩张，推动经济疫后重启修复。

疫情及抗疫消耗大量财政财力，上半年财政已经进入一个紧平衡状态。

今年1至5月，财政新增收支压力较往年同比多增3.3万亿。这3.3万亿新增压力全靠政府债券发行前置以及年初上缴的1.65万亿国企利润支撑。

疫后财政余力有限，下半年财政重点或落到寻求增量资金，以谋求财政再平衡。

财政再平衡或有四条路径，第一，加快经济复工达产。经济修复动能越强，税收收入越高。财政减收的压力也因此得到缓解。第二，进一步放开地产政策，尽量避免土地出让金规模过快收缩。第三，发行政府债券进行财政筹资。第四，打开银行信贷规模，增加基建项目预算外资金来源。

关注三季度经济运行和地产修复现状，评估三季度政府是否启用新增政府债券发行，或者打开预算外融资，从而达成新的财政平衡。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；地产调控超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证号：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1、《透过财政看开年经济》——1-2月财政数据点评
- 2、《让财政数据讲述抗疫故事》——3月财政数据点评
- 3、《抗疫财政的行为逻辑》——4月财政数据点评

目 录

一、5月财政收入未暖然而支出先行	3
二、疫后经济修复期财政仍在积极扩张	4
三、当前财政已经进入紧平衡	6
四、未来财政重点或在于收支再平衡	6
五、风险提示	8
插图目录	9

一、5月财政收入未暖然而支出先行

5月财政收入仍在磨底，广义收入同比表现较4月仅微弱改善（-11%→-9%）。

5月中旬开始，华东地区有序复工复产，经济数据已经显示出明显修复迹象。然而与经济数据不相匹配，5月公共财政收入表现却进一步下探。

5月公共财政收入同比-32.5%，较前值（-41.3%）边际改善，但若剔除留抵退税因素，5月公共财政收入同比仅达-6.0%，甚至低于4月收入同比表现（-4.9%）。¹

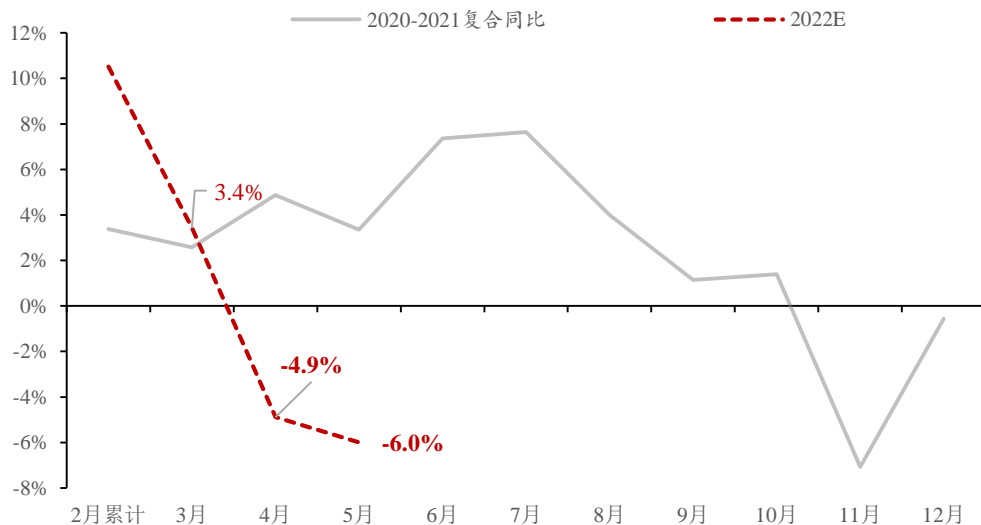
5月政府性基金收入同比-19.2% 较前值上行15个百分点，高于疫情前3月同比（-22.2%）表现，卖地收入已有显性修复。然而对应到具体的土地市场，5月土拍市场并未回暖，溢价率与房企购地意愿仍然下挫，政府性基金收入修复速度明显超预期。

5月公共财政与政府性基金支出同步发力，总体支出力度较4月大幅回升（1.7%→10.7%）。

一般公共预算支出同比5.8%，较前值上行8个百分点，支出节奏基本与2020-2021年相仿。从结构上看，教育支出以及交通领域支出是主要拉动项目。政府性基金支出同比24%，较前值上行12个百分点，支出节奏超过2020-2021年0.8个百分点。

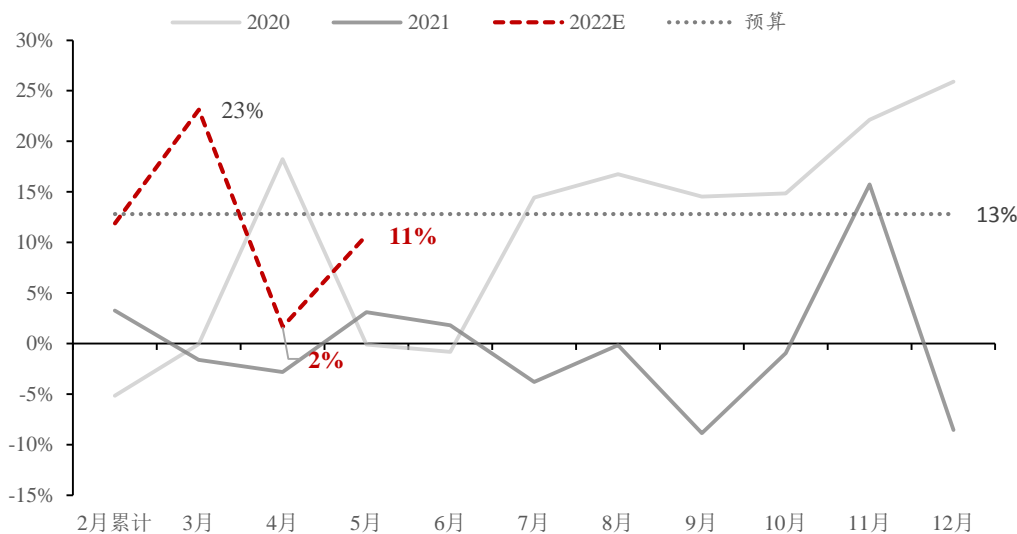
5月经济大盘会议以及国常会，多次要求财政需要加快支出节奏，可以说本月支出表现是近期政策框架内的有效执行。

图1：5月公共财政收入探底



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：此处收入增速已剔除增值税留抵退税影响。

¹ 5月公共财政收入较4月边际修复，主要是5月留抵退税规模大幅缩减导致，4月留抵退税规模逾0.8万亿，而5月留抵退税规模仅达0.2万亿。

图 2：5 月广义财政支出强度回升明显


资料来源：Wind, 民生证券研究院

二、疫后经济修复期财政仍在积极扩张

5 月财政收入表现修复不明显，主因税收滞后经济表现。

5 月各项经济数据表明工业生产、投资、消费有不同程度上的修复。5 月财政数据似乎与当期经济状态出现矛盾，究其原因，实际上是本月收入反映的仍然是疫中的经济状态。

回看 2020 年初，疫情发生在 1 月末，2 月全月，甚至 3 月财政减收程度却明显超过 1-2 月，且 4 月上旬解封后，4 月财政收入表现仍然较弱。说明疫情对收入影响本身会滞后反映于财政收入端。

另外，5 月增值税同比达-14.0%，较前值下行 10 个百分点，是本月收入表现的最大拖累项，直接拉低收入增速 3.4 个百分点，而增值税表现本身与滞后一个月的工增表现同步，增值税实际反应的是 4 月的工业生产情况。正因疫情对财政收入的影响存在时滞，不应将 5 月财政收入表现映射为当期经济状态。

除增值税以外，5 月其他细项税收数据实则反映现阶段的经济企稳状态。

譬如个人所得税同比增速达-5.7%，较前值跌幅收窄 3.8 个百分点，或反映部分工商个体户营收情况边际改善。5 月进口环节税费同比达 13%，较前值上行 13 个百分点，与 5 月同期进出口改善状态契合。5 月不动产税收同比达-18%，较前值上行 4 个百分点，与 5 月商品房销售边际修复状态契合。

5 月财政支出节奏大幅加快，主要由债务资金支撑，财政主动发力意图明显。

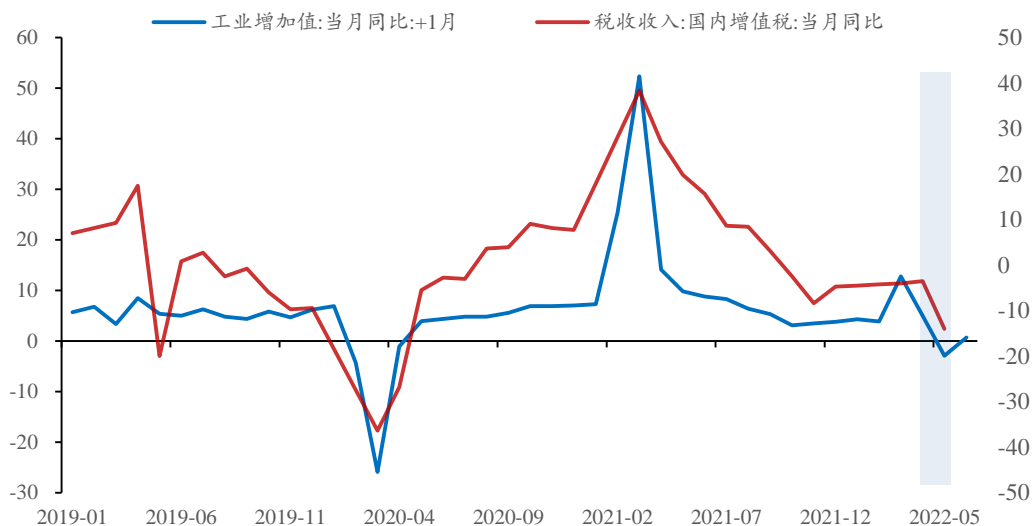
5 月财政支出节奏加快，保证了同期基建投资力度，我们也看到 5 月基建投资修复速度较快。财政收入表现偏弱，支出如期发力，资金从何而来？答案是 5 月放量发行的政府债券。

5 月政府债券合计发行 1 万亿，不仅专项债发行节奏达全年最高点，国债、地方一般债发行也达到今年以来节奏最快月份，充分抵补 5 月收入减收缺口。

综合来说，广义财政收入增速由 4 月的-11%，小幅抬升至-9%（剔除退税影响），与之相对，

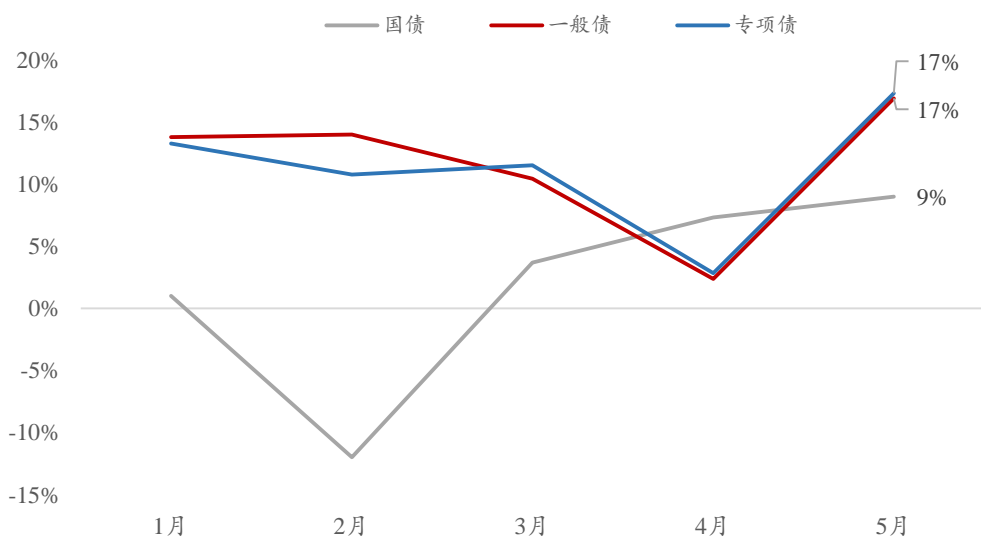
在债务资金支持下，广义财政支出增速由4月的2%，大幅上行至本月的11%，财政收支修复明显错位，财政减收时，支出仍然强势发力，反映财政前置的力度和决心。

图 3：5 月增值税同比反映 4 月工增走弱



资料来源：Wind, 民生证券研究院。注：此处增值税收入增速已剔除增值税留抵退税影响。

图 4：5 月政府债券发行节奏同步加快



资料来源：财政部, 民生证券研究院

三、当前财政已经进入紧平衡

1-5 月财政广义赤字较去年多增 3.3 万亿，财政收支已然进入紧平衡。

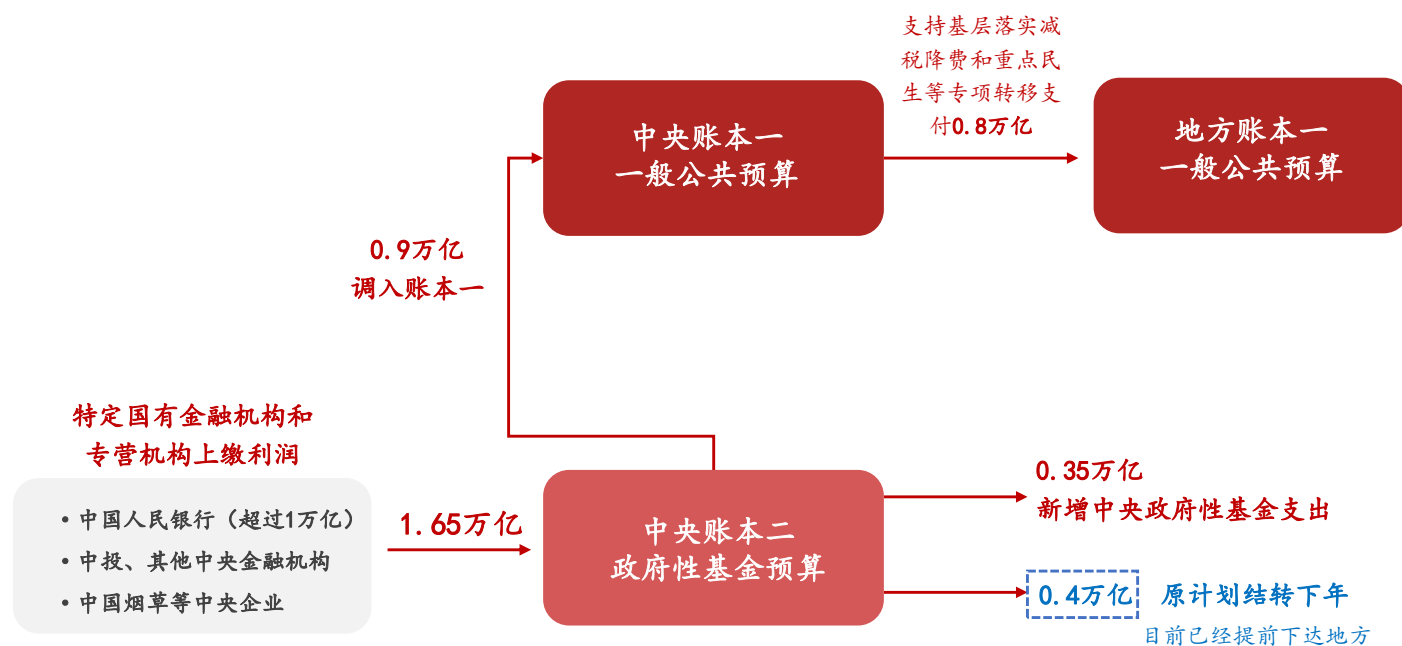
3 月底华东疫情爆发后，财政收入下挫明显，但支出力度并未走弱，显现财政逆周期调节定力。减收扩支的运转模式下，财政收支缺口迅速走高，1-5 月广义财政赤字已经较去年多增 3.3 万亿。

3.3 万亿的多增缺口依靠政府债券发行前置以及 1.3 万亿的央企结存利润填补。

逆周期调节在 2020 年初也曾经历，但与当年不同的是，本年并未配合逆周期调节增扩赤字。3.3 万亿的缺口全部依靠加快预算内资金的调用实现，将下半年的资金提前使用，一方面加快债券发行，前 5 个月债务发行较 2021 年多增 1.5 万亿，另一方面加快央行上缴利润。

然而，正因为债券资金以及央行利润的提前调用，即便下半年财政收入回归到正常节奏，想要保持正常的支出节奏，很难有冗余资金可供调用，财政收支平衡难以维系，需要依赖其他增量财政工具抵补收支缺口。

图 5：留抵退税进程加快，央行上缴利润使用节奏也大幅前置



资料来源：财政部，民生证券研究院

四、未来财政重点或在于收支再平衡

面对疫情所致收支缺口，下半年财政有四种方式谋求财政再平衡。

第一，加快经济复工达产。经济修复动能越强，税收收入越高。财政减收的压力也因此得到缓解。

第二，进一步放开地产政策，尽量避免土地出让金规模过快收缩。

第三，发行政府债券进行财政筹资。政府债券发行筹措资金效率最高。

第四，打开银行信贷规模，增加基建项目预算外资金来源。

上述四条财政再平衡方式，可归总为两条路径，修复经济（含地产链企稳），放开政府债务融资及银行信贷空间（含政策性银行信贷）。

从财政收支平衡视角切入，我们可以密切跟踪近期三条重要的宏观线索，一是短期内复工复产节奏；二是后续地产政策放松力度；三是政府债务及信贷空间打开幅度。

五、风险提示

- 1) **经济走势超预期。**经济大幅度变动，则政策力度可能将有相应调整，可能超出我们预期。
- 2) **疫情发展超预期。**新增确诊人数出现大幅度的波动，可能超出我们预期。
- 3) **地产调控超预期。**若地产松绑政策效果不佳，土地出让收入减收程度将超预期。

插图目录

图 1：5 月公共财政收入探底.....	3
图 2：5 月广义财政支出强度回升明显.....	4
图 3：5 月增值税同比反映 4 月工增走弱.....	5
图 4：5 月政府债券发行节奏同步加快.....	5
图 5：留抵退税进程加快，央行上缴利润使用节奏也大幅前置.....	6

分析师承诺

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。本报告清晰准确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。	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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

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 18 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