

# 财政收支压力大，关注调增预算可能

证券研究报告

2022年06月17日

## 5月财政数据点评

作者

孙彬彬 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com

### 摘要

#### (1) 留抵退税叠加其它税收不强，收入端继续承压

按自然口径计算，5月一般公共预算收入累计同比-10.1%（前值-4.8%），当月同比-32.5%（前值-41.3%）；扣除留抵退税因素后收入累计同比+3.0%，当月同比-5.8%。

收入端未见明显好转，一方面在财政部继续留抵退税配合稳增长。但抛开退税因素，收入数据反映经济仍需进一步修复。

#### (2) 支出增速温和回升，基建力度有加码

5月财政支出累计同比+5.9%持平上月，当月同比+5.7%较前值-2.0%温和回升。基建相关支出增速高于整体水平，5月累计同比+6.9%，当月同比+6.0%。作为稳增长最重要抓手，基建投资仍需继续发力，配套资金是关键，财政提供支持是应有之义。

#### (3) 土地市场仍冷清，基金收入受影响大

5月政府性基金收入仍较弱，累计同比-26.1%，当月同比-19.2%，其中土地出让收入当月同比-24.0%，虽然5月地产投资有改善，但尚未传导至基金收入端。

#### (4) 财政收支仍有压力，后续怎么看？

财政面临入不敷出压力。5月广义赤字当月值9138亿，带动1-5月累计值快速上行至2.97万亿，资金缺口已远超往年水平。资金缺口正逐步偏离预算安排：收入1-5月累计完成度41.3%（过去十年均值45.2%），当月完成度（5.9%）继续远低于季节性（均值9.6%）；支出则维持一定力度，当月完成度6.8%（2020和2021年分别为6.7%和6.9%）。

对于资金面和债市，近期政府债供给压力不小。在月底基本发完专项债的诉求下，本周以来政府债净融资已近6000亿（其中地方债4700亿），我们估计已推升专项债发行完成度至70%左右。展望后续，短期关注下周一LPR报价，中期重点还是疫情走势和政策合力，如持续向有利于经济修复的方向发展，则债市有压力。

**风险提示：疫情发展超预期，经济复苏不及预期，政策调整超预期**

### 近期报告

- 1 《固定收益：联储紧缩加速，国内债市怎么看？-宏观利率专题》 2022-06-16
- 2 《固定收益：利率稳、资产荒，市场收益何处寻？-天风总量联席解读（2022-06-15）》 2022-06-16
- 3 《固定收益：固定收益-造纸与纸包装产业链转债标的盘点》 2022-06-15

## 内容目录

1. 财政收支压力大，关注调增预算可能.....	3
--------------------------	---

## 1. 财政收支压力大，关注调增预算可能

### (1) 留抵退税叠加其它税收不强，收入端继续承压

按自然口径计算，5月一般公共预算收入累计同比-10.1%（前值-4.8%），当月同比-32.5%（前值-41.3%）；扣除留抵退税因素后收入累计同比+3.0%，当月同比-5.8%。

收入端未见明显好转，一方面在财政部继续留抵退税配合稳增长。4-5月合计留抵退税1.34万亿元，两个月分别退税约7600亿和5800亿，占剔除减税因素后当月税收收入的36%和44%，对财政收入有重大影响。当前退税进度约82%已近尾声，影响或将逐步淡去。

但抛开退税因素，收入数据反映经济仍需进一步修复。观察重要税种收入当月同比：剔除减税后增值税收入继续下滑至-14.0%，企业所得税弱回升至0.26%，个人所得税-5.7%，国内消费税-12.1%。与此前公布的5月工增社零数据一起看，工业生产和消费有修复、但仍不够。此外契税和土地增值税等增速大幅下滑，反映地产市场仍然冷清。

### (2) 支出增速温和回升，基建力度有加码

5月财政支出累计同比+5.9%持平上月，当月同比+5.7%较前值-2.0%温和回升。财政收入不强的背景下，支出增速也受一定制约。从支出分项看，社保就业、城乡社区和节能环保分项增速继续处于负区间，交运分项支出增速大幅上升，卫生健康分项保持较快增长。

基建相关支出增速高于整体水平，5月累计同比+6.9%，当月同比+6.0%。作为稳增长最重要抓手，基建投资仍需继续发力，配套资金是关键，财政提供支持是应有之义。

### (3) 土地市场仍冷清，基金收入受影响大

5月政府性基金收入仍较弱，累计同比-26.1%，当月同比-19.2%，其中土地出让收入当月同比-24.0%，虽然5月地产投资有改善，但尚未传导至基金收入端。

在各地频出稳地产政策“组合拳”、5年期LPR下调背景下，地产有望在政策呵护下边际回暖，带动基金收入上行。如基金收支情况好转，意味着调入公共财政的资金腾挪空间更大，稳增长动能更强。

### (4) 财政收支仍有压力，后续怎么看？

财政面临入不敷出压力。5月广义赤字当月值9138亿，带动1-5月累计值快速上行至2.97万亿，资金缺口已远超往年水平。资金缺口正逐步偏离预算安排：收入1-5月累计完成度41.3%（过去十年均值45.2%），当月完成度（5.9%）继续远低于季节性（均值9.6%）；支出则维持一定力度，当月完成度6.8%（2020和2021年分别为6.7%和6.9%）。

延续此前观点，实体修复如何，关键要看社融。而只有宽财政，才能宽信用。为维持预算收支平衡和进一步托底经济，后续调增预算的可能性在上升，我们初步估计总的调剂和追加规模大约在2万亿。伴随经济逐步走上正轨，政策公布窗口或已临近。

对于资金面和债市，近期政府债供给压力不小。在月底基本发完专项债的诉求下，本周以来政府债净融资已近6000亿（其中地方债4700亿），我们估计已推升专项债发行完成度至70%左右。展望后续，短期关注下周一LPR报价，中期重点还是疫情走势和政策合力，如持续向有利于经济修复的方向发展，则债市有压力。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com