

卖地收入加速下滑，基建能否乐观？

——6月财政数据点评 20220714

报告日期：2022-07-14

主要观点：

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：张伟

执业证书号：S0010522030003

电话：18811507660

邮箱：zhangwei@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

● 事件：

7月14日，财政部公布财政数据，2022年1-6月，全国一般公共预算收入105,221亿元，同比下降10.2%，扣除留抵扣税因素后增长3.3%；一般公共预算支出128,887亿元，同比增长5.9%。1-6月全国政府性基金预算收入27,968亿元，同比下降28.4%；全国政府性基金预算支出54,826亿元，同比下降31.4%。

● 卖地收入加速下滑，下半年压力几何？

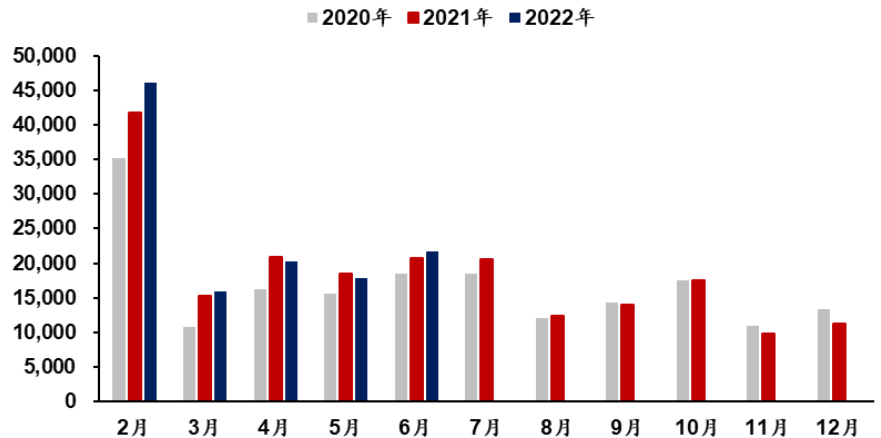
在稳增长政策持续发力下，留抵退税继续成为拖累一般公共预算收入的因素；但剔除留抵扣税因素之后，6月一般公共预算收入扭转了同比下滑的颓势，实现了正增长。从进度来看，相比于年初财政预算，一般公共预算收入累计进度过半，与去年节奏基本一致。房地产行业走弱持续对土地出让形成压力，土地出让收入降幅进一步扩大，下半年政府性基金预算收入面临较大压力。

新增专项债发行提速，截至6月底发行专项债进度达到88.6%，专项债剩余额度有限，后续政府性预算支出需要更多的增量政策工具支撑。

◆ 一般公共预算收入：剔除留抵退税后一般公共预算收入增速转正

总量上看，随着经济的修复，一般公共预算收入开始出现改善。6月的一般公共预算收入18,482亿元，同比下降10.55%，降幅较5月收窄22pct。剔除留抵扣税因素后，6月一般公共预算收入同比增加5.3%，较5月提升11pct。

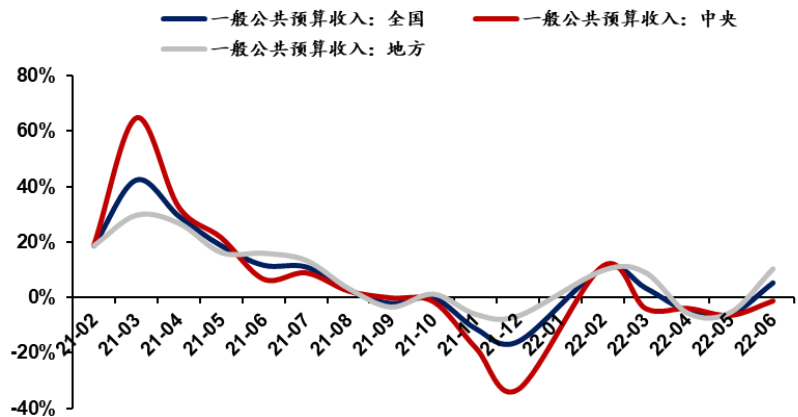
图表 1 6月一般公共预算收入 18,482 亿元（单位：亿元）



资料来源：同花顺，华安证券研究所

分层级看，中央、地方一般公共预算收入均出现明显好转。剔除留抵退税因素后，6月中央一般公共预算收入 8,766 亿元，同比下降 1.39%，地方一般公共预算收入 12,986 亿元，同比增长 10.3%，较上月的-6.6%、-5.4%分别回升 5.2、15.7pct。

图表 2 剔除留抵退税后，中央、地方一般公共预算收入当月同比（单位：%）

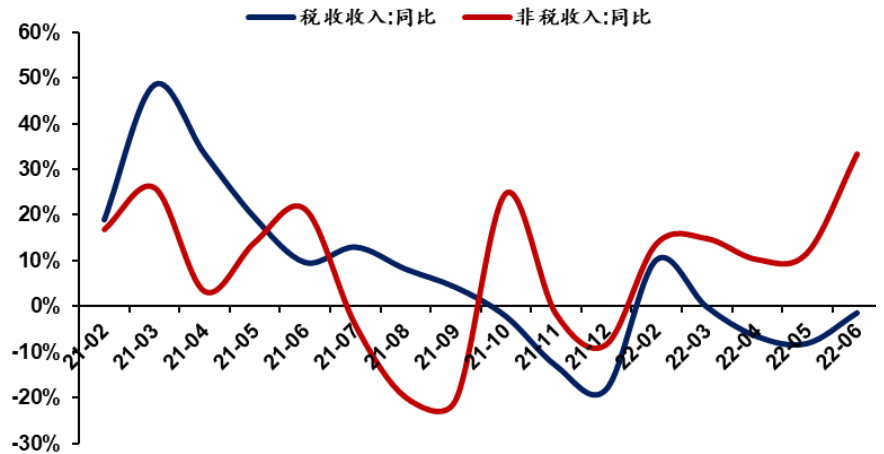


资料来源：同花顺，华安证券研究所

分结构看，税收收入仍然承压，非税收入改善明显。剔除留抵退税因素后，6月税收收入同比仍然负增，但降幅较上月缩小 6.7 个百分点。非税收入同比增加 33.4%，较上月回升 22.7 个百分点。分税种看，6月资源税同比增长 49%，虽然增速较 5 月有所放缓，但仍是增长最快的主要税种，或与大宗商品价格走高有关。受留抵退税因素影响，增值税呈现负增长，同比下降 56.9%，对税收收入形成较大拖累。截至 6 月底，已完成留抵退税金额 1.58 万亿元，剩余 600 亿元尚未完成，留抵退税对增值税收入的拖累有望在 7 月得到缓解。受疫情缓和以及 6 月促销活动的影响，6

月消费税同比增加 6.8%。个人所得税增速转正，疫情带来的收入下滑有所缓和。企业所得税增速小幅下滑，同比下降 0.23%。与土地和房地产相关的税种中，房产税、城镇土地使用税和耕地占用税同比多增，而契税、土地增值税同比分别下降 27.8%、1.3%，但降幅分别收窄 3.3、39.4pct，反映出当前房地产市场逐步回暖，但整体行业景气度欠佳。

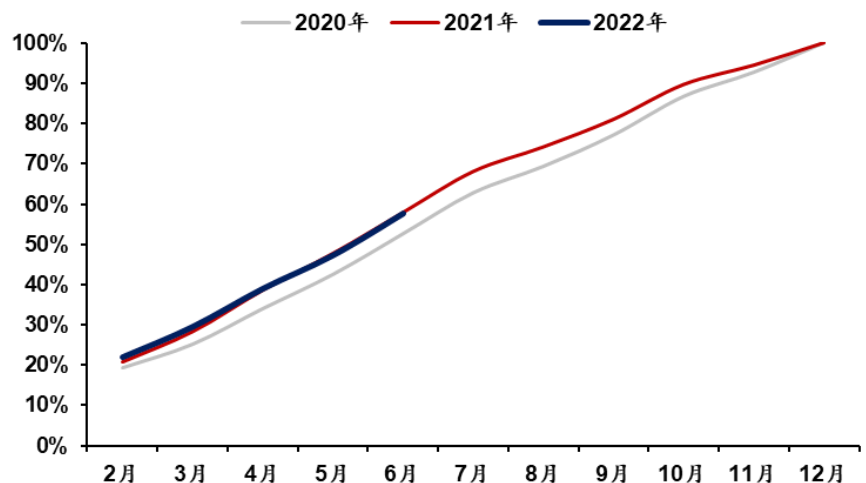
图表 3 剔除留抵退税因素后税收收入降幅收窄（单位：%）



资料来源：同花顺，华安证券研究所

从进度来看，本年度一般公共预算收入完成进度过半，与去年基本同步。在剔除留抵退税因素后，上半年一般公共预算收入累计完成进度为 57.6%，与 2021 年上半年进度基本持平，高于 2020 年上半年 0.9pct。

图表 4 一般公共预算收入累计进度（单位：%）

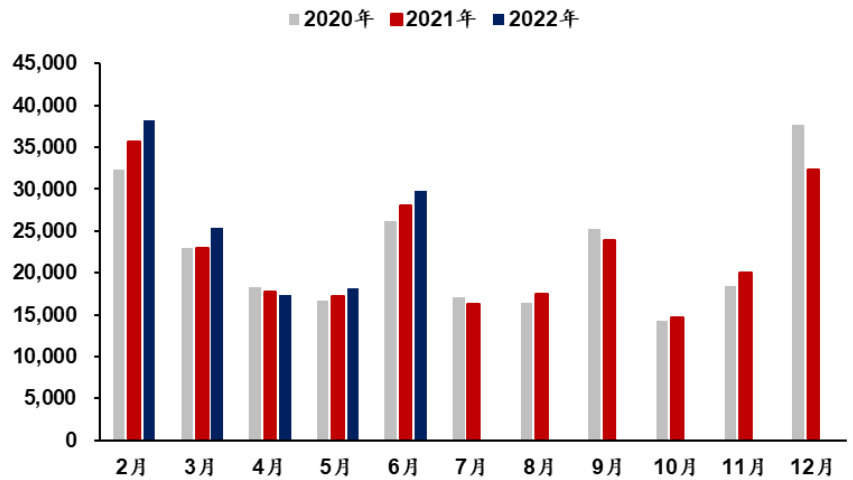


资料来源：同花顺，华安证券研究所

◆ 一般公共预算支出：基建发力，拉动一般公共预算支出加速

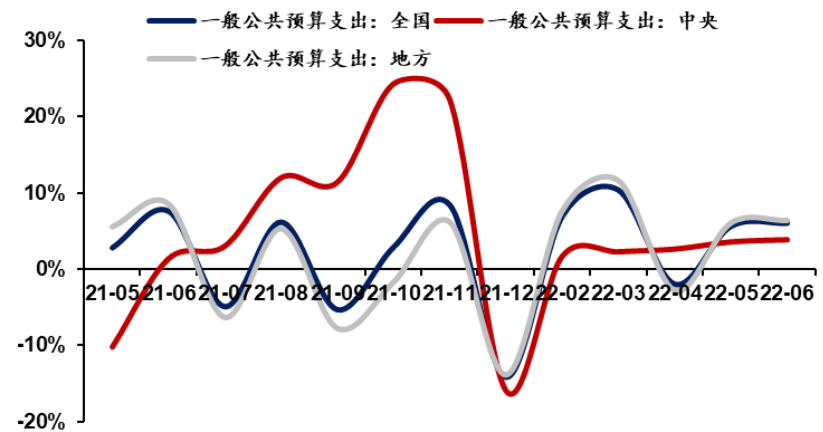
6月的一般公共预算支出 29,828 亿元，同比增长 6.1%。分层级看，中央一般公共预算支出 3,339 亿元，同比增加 3.8%；地方一般公共预算支出 26,489 亿元，同比增加 6.4%。各层级一般公共预算支出增速较上月平缓提升。

图表 5 6月一般公共预算支出 29,828 亿元（单位：亿元）



资料来源：同花顺，华安证券研究所

图表 6 6月各层级一般公共预算支出当月同比（单位：%）



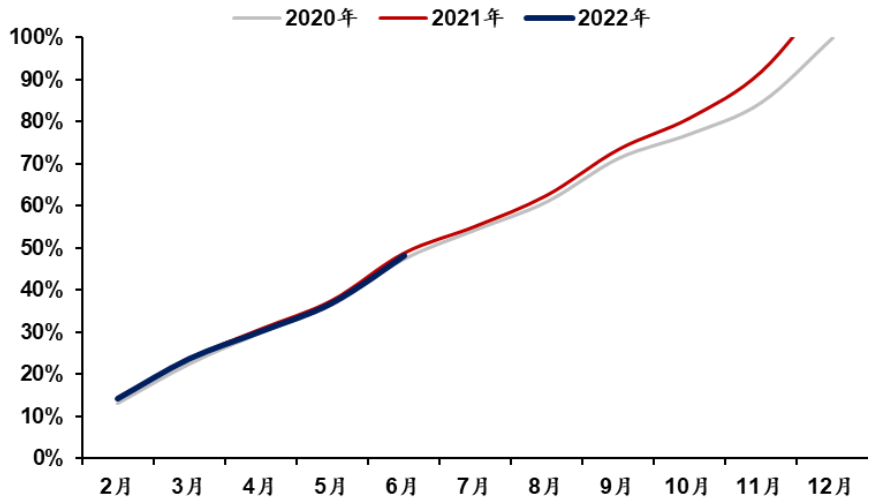
资料来源：同花顺，华安证券研究所

分投向看，基建类支出增速明显领跑。6月一般公共预算支出中，民生类支出占比最大，达 37.2%；基建类支出占比 27.4%，债务支出占比 4.0%。从各类投向的增速来看，基建支出增速最快，为 8.6%，其中农林水事务增速较高，为 8.9%，原因在于进入夏季后，防汛防涝支出与农业生产救

灾支出增加。民生类支出增速 5.2%，其中教育支出与社保和就业支出增速较高，分别为 5.67%和 5.55%，主要原因在于 6 月恰逢毕业季，高校招生以及毕业生就业拉动这两类支出快速增加。

从预算进度来看，截至 6 月，一般公共预算支出累计进度为 48.3%，与之前年度基本持平，支出节奏较稳健。

图表 7 一般公共预算支出累计进度 (单位：%)

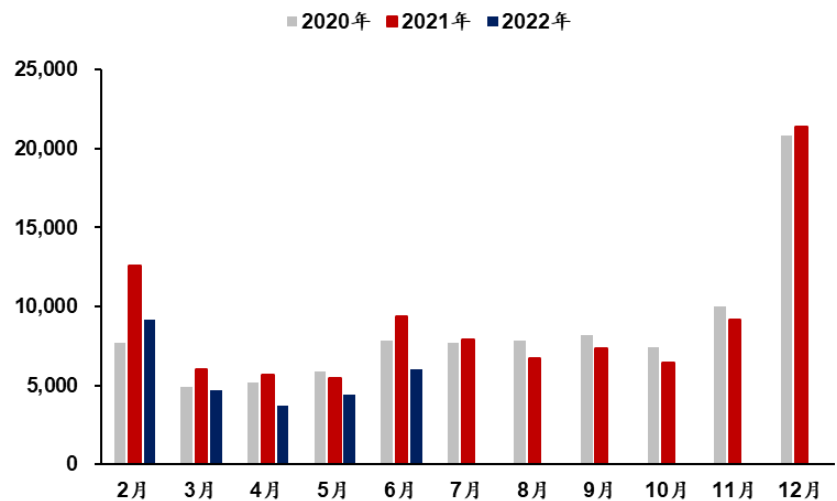


资料来源：同花顺，华安证券研究所

◆ 政府性基金预算收入：卖地收入加速下滑

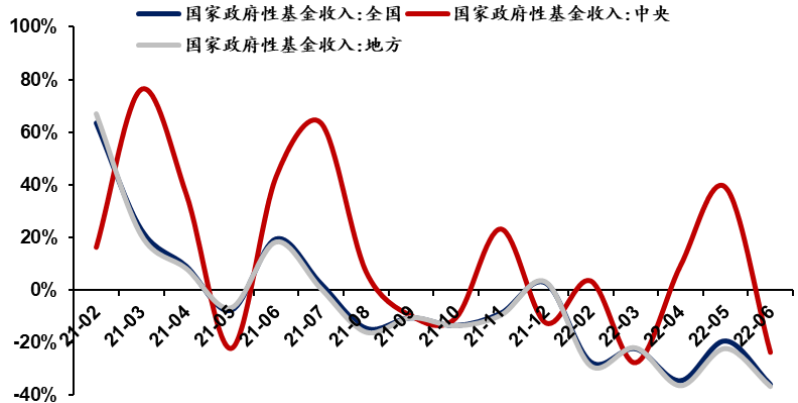
政府性基金收入较以前年度相比明显偏低。6 月政府性基金收入 6,020 亿元，同比下降 35.8%。其中，中央政府性基金收入 429 亿元，同比下降 23.5%；地方政府性基金收入 5,591 亿元，同比下降 36.6%。

图表 8 6 月全国政府性基金预算收入 6,020 亿元 (单位：亿元)



资料来源：同花顺，华安证券研究所

图表 9 6月各层级政府性基金收入（单位：%）

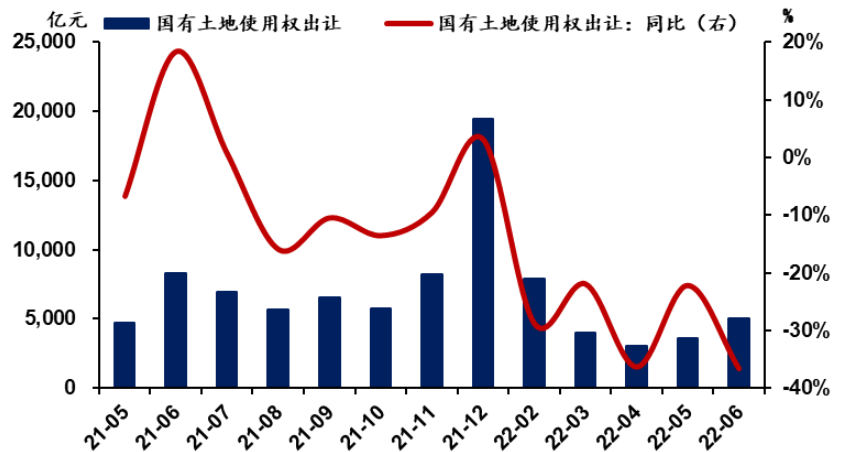


资料来源：同花顺，华安证券研究所

卖地收入在加速下滑。6月，土地出让收入虽然环比有所增加，但同比大幅下降36.5%，降幅较上月扩大了17pct，在房地产行业下行过程中，卖地收入持续承压。

值得关注的是，由于在土地拍卖过程中，土地出让金通常在一年内分批完成支付，因此今年上半年卖地收入的下滑反映了一部分去年下半年地产下行的影响。而对于今年下半年而言，卖地收入将同时反映上、下半年的土地拍卖市场，预计压力会较上半年更大。

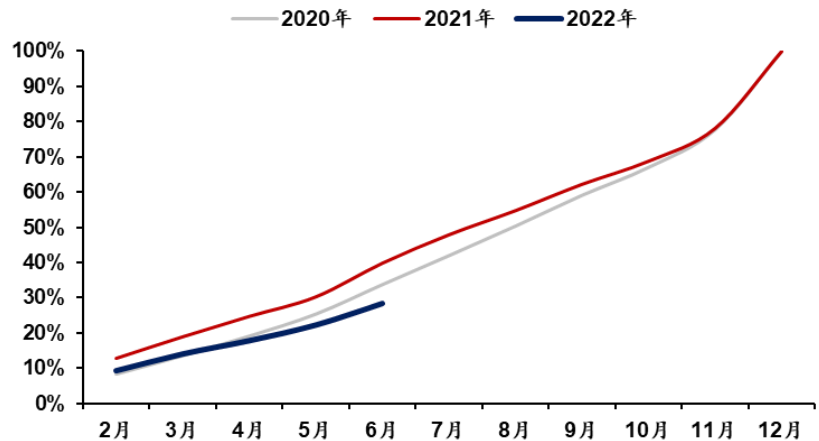
图表 10 6月，土地出让收入同比降幅进一步扩大



资料来源：同花顺，华安证券研究所

从政府性基金预算收入的完成进度看，上半年政府性基金预算收入累计完成28.4%，进度明显低于前两个年度。地产行业不景气拖累政府土地出让收入，后续政府性预算收入完成需要面临较大的压力。

图表 11 政府性基金预算收入累计进度 (单位: %)

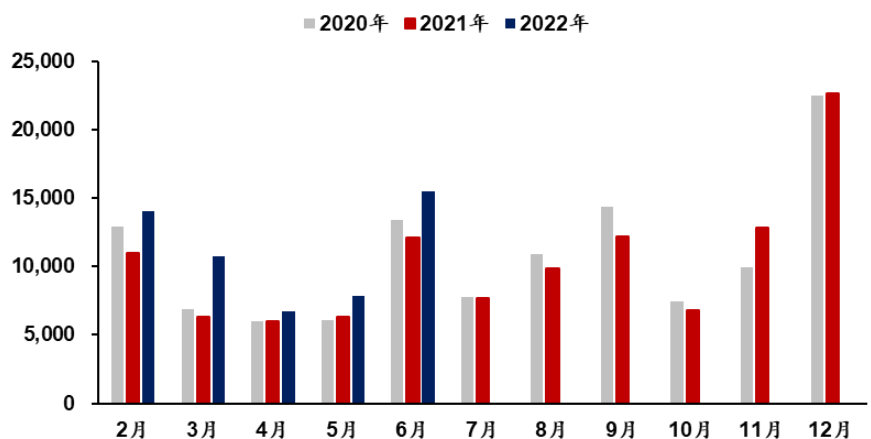


资料来源: 同花顺, 华安证券研究所

◆ 政府性基金预算支出: 专项债发行支撑支出提速

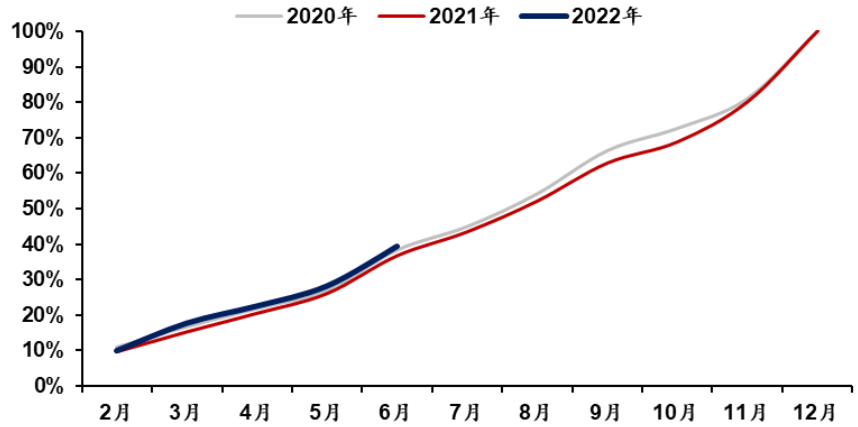
6月政府性基金支出 15,479 亿元, 同比增加 28.3%。其中, 中央政府性基金支出 420 亿元, 同比下降 10.8%; 地方政府性基金支出 15,077 亿元, 同比增加 29.8%。今年以来, 政府性基金预算支出规模高于之前年度。从政府性基金预算支出完成情况来看, 截至 6 月, 政府性基金预算支出累计进度为 39.5%, 略快于前两年度预算完成进度。

图表 12 6 月, 全国政府性基金预算支出 7,841 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: 同花顺, 华安证券研究所

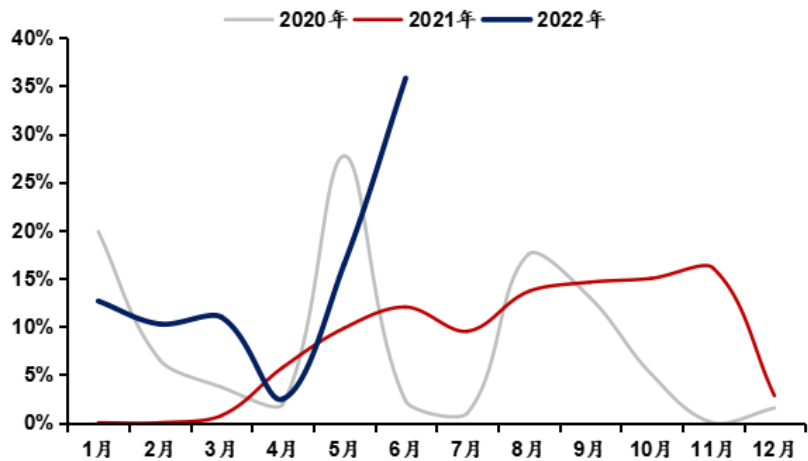
图表 13 全国政府性基金预算支出完成进度 (单位: %)



资料来源：同花顺，华安证券研究所

6月当月，新增专项债发行占全年目标的35.8%，较5月增加19pct，专项债发行速度明显加快，支撑政府性基金支出增长。

图表 14 6月专项债发行进度为35.8%（单位：%）

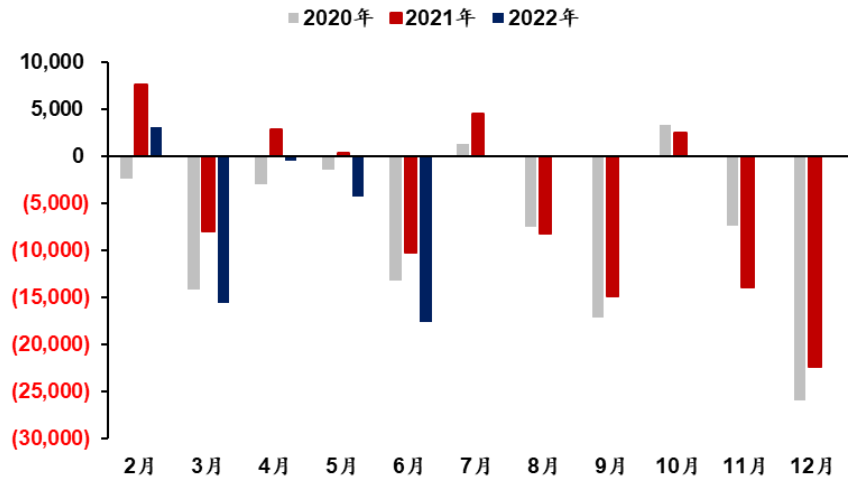


资料来源：同花顺，华安证券研究所

◆ 广义财政赤字：广义财政赤字走阔

6月，剔除留抵扣税因素影响后的广义财政赤字为17,548亿元，同比增长73%，赤字规模明显高于往年。今年以来，在“三重压力”、疫情反复和俄乌冲突的影响下，我国经济下行压力持续加大，逆周期调节发力的背景下，财政支出大幅发力，同时房地产市场走弱拖累卖地收入，是造成赤字扩大的主要原因。

图表 15 6月广义财政赤字同比增长73%（单位：%）



资料来源：同花顺，华安证券研究所

● 投资策略：

从本次财政数据来看，卖地收入的压力不容小觑，投资者需要关注其对基建资本金的冲击。按照上半年卖地收入同比减少 1.08 万亿元、月均减少 1,800 亿元测算，预计全年卖地收入较去年将减少约 2.16 万亿元。根据卖地收入投向基建的占比为 17% 计算（具体参见报告《对基建是否要在乐观中保持一分谨慎？》），预计造成全年基建资本金减少约 3,700 亿元。因此，考虑到卖地收入下滑对基建投资的拖累后，我们认为 3,000 亿元政策行资本金工具对全年基建投资的拉动效果可能较为有限。

不过，尽管我们对基建的总量空间保持谨慎，但从节奏上看，三季度或是基建施工加速的阶段。6 月发行了接近 1.4 万亿的新增专项债，再叠加 1.1 万亿元政策性银行增量基建资金，三季度新上马的基建项目预计会有相对较为可观的提升。同时，从 1-5 月份基建投资增速与上游行业数据的背离来看，上半年基建施工与基建投资存在不同步的情况，基建施工进度可能较投资支出而言有所落后。这部分工程在三季度有望通过补、赶工的方式来完成。这一变化在挖机销售、水泥库容比、沥青开工率等数据上已经有所体现。

因此，在利率整体弱调整的总体判断下，我们认为三季度相对而言上行压力更大，目前利率债的投资仍然需要保持谨慎，后续随着利率的上行再逐渐拉长久期，四季度可能是布局明年的较好时机。

● 风险提示

财政政策超预期；疫情存在反复的可能。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

分析师：张伟，华安固收分析师，对外经济贸易大学本硕，3年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。