



宏观研究

【粤开宏观】积极财政助力经济稳步回升：三季度财政数据点评

2022年10月25日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨

研究助理：牛琴

近期报告

《【粤开宏观】总量显著好转，结构尚待改善：9月金融数据点评》2022-10-12

《【粤开宏观】二十大报告解读：新时代新征程新使命》2022-10-16

《【粤开宏观】财政十年（2012-2022）：从账房先生到国家治理》2022-10-19

《【粤开宏观】三季度经济增长超预期的三大原因》2022-10-24

《【粤开宏观】出口同比下行的四个变量：9月出口数据点评》2022-10-24

摘要

总体来看，受到经济稳步回升与大规模留抵退税基本完成等积极因素推动，三季度以来财政收入降幅有所收窄，财政收支紧张形势逐步好转，基层政府收支压力有所缓解。然而需注意到，尽管下半年从收入角度好于上半年，但支出压力不减，总体形势难言轻松。

下一阶段，积极的财政政策一方面需要加大宏观政策调控力度，提前谋划财政增量工具，平衡稳增长、防风险、落实基层三保和支持国家重大战略等多重目标。另一方面，要站在国家治理的角度健全现代预算制度、优化税制结构、完善财政转移支付体系，为推进中国式现代化奠定平稳健康的经济环境与制度基础。

风险提示：疫情反复；经济恢复不及预期



目 录

一、经济企稳回升叠加留抵退税基本完成，三季度以来财政收入逐级回升	3
二、财政支出持续发力，配合政策性金融工具助力基建稳增长	4
三、财政形势边际好转，但需警惕五大风险带来的支出压力，四季度财政紧平衡态势仍存	5

图表目录

图表 1：今年以来，城投拿地增多	4
图表 2：国有土地使用权出让收入降幅收窄	4



一、经济企稳回升叠加留抵退税基本完成，三季度以来财政收入逐级回升

1、上半年面对疫情反复、经济下行压力加大等短期因素冲击，积极的财政政策主动作为落实大规模留抵退税，财政收入快速下降，财政收支紧张加剧。三季度以来一般公共预算收入水平逐级回升，一是大规模留抵退税基本完成，二是经济展现充分韧性、企稳上行。1-9月全国一般公共预算收入153151亿元，同比下降6.6%，剔除留抵退税影响后，1-9月一般公共预算收入同比增长4.1%，较1-8月提高0.4个百分点；其中，1-9月税收收入124365亿元，同比增长1%（剔除留底退税影响），较1-8月下降0.1个百分点，整体维持平稳态势。

一方面，基数扰动、生产约束缓解、政策发力生效背景下，三季度经济增长超预期，为财政收入企稳奠定基础。三季度GDP同比增长3.9%，高于二季度的0.4%和市场预期的3.7%，充分反映中国经济韧性。经济与财政是一体两面的关系，今年经济走势呈“W”型：一季度经济开门红，4月至暗时刻，5月走出谷底，6月恢复，7月恢复受阻，8月在基数效应下恢复超预期，9月总体延续8月的复苏态势，尽管仍有一定下行压力，但已处于上行恢复期。

另一方面，随着财政政策靠前发力，大规模留抵退税集中退付已基本完成，不再对财政收入形成掣肘。税务总局数据显示，截至7月20日，今年合计新增减税降费及退税缓税缓费已超3万亿元。

2、分税种来看，反映出经济形势处于恢复进程但消费仍低迷、出口有压力的状态。剔除留抵退税影响后，9月国内增值税、个人所得税增速边际提升；消费税、进口环节增值税及消费税和出口退税边际下滑，反映尽管经济企稳回升，但居民预期尚未根本好转、消费持续低迷；同时出口退税下滑反映疫情以来经济的两大支撑基建和出口在四季度可能将转变为主要依靠基建。1-9月国内增值税同比下降33.4%，扣除增值税留抵退税影响后增长2%，较1-8月提高0.6个百分点；国内消费税、进口货物增值税及消费税、企业所得税、出口退税同比分别为7.3%、11.3%、2.1%和16%，分别较1-8月回落1.4、1.1、0.4和2.2个百分点，其中出口退税单月下滑幅度较高，或与当前外需疲软，出口下行压力加大有关。9月我国出口同比增速下探至5.7%，较8月下降1.4个百分点。

3、分地区看，破达峰碳中和背景下能源安全重要性上升、大宗商品价格上涨，区域间财政格局发生变化，地方财政收入呈现“西升东降”：1-9月地方一般公共预算本级收入同比为-4.9%，高于中央的-8.6%，较1-8月提高1.6个百分点。扣除留抵留底退税因素后，1-9月地方一般公共预算本级收入增长5.2%，高于中央的3%。

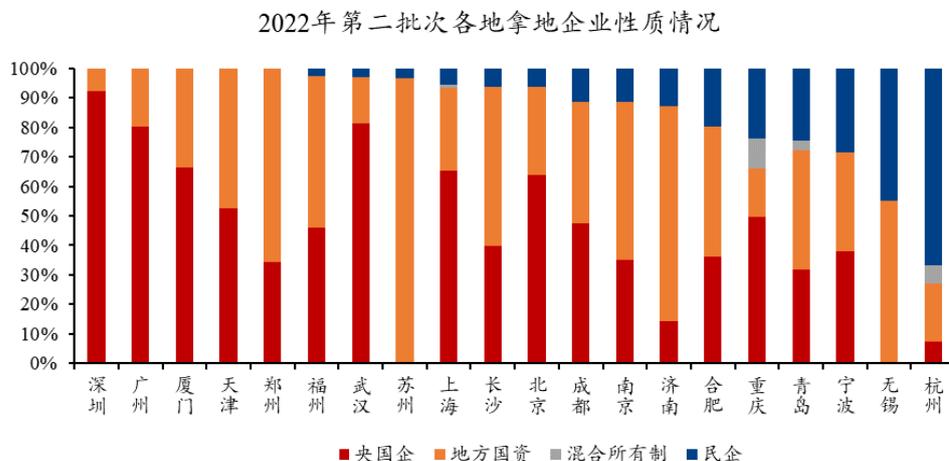
由于大部分省份尚未披露前三季度财政收支数据，采用1-8月数据分析。分地区看，东部、中西部占地方财政收入比重从去年1-8月的59.1%、36.3%变为今年同期的57.3%、38.7%。受益于煤炭等大宗商品量价双涨，部分西部省份增值税、资源税等收入大幅提升，内蒙古、山西、新疆3个资源大省1-8月份财政收入可比口径增速超35%，陕西、青海、宁夏也达到20%以上。

4、政府性基金收入降幅逐步收窄，一方面受到去年低基数及今年下半年来地方稳经济稳楼市政策影响，另一方面或与城投平台托底拿地相关，须警惕城投风险与财政风险交织。1-9月政府性基金收入同比下降24.8%，较1-8月降幅收窄0.7个百分点。政府性基金预算收入降幅缩窄，一是受到低基数影响。去年三季度以来，房地产市场下行压力逐步加大，导致政府基金收入增速随之快速下滑形成低基数。2021年1-9月全国政府性基金预算同比增长10.5%，较2021年1-8月下降3.7个百分点。二是下半年以下来，民营房企整体遇到现金流困难，部分城投摇身一变通过拿地的方式为地方政府输血，使得



政府性基金收入降幅逐步收窄。但是城投也面临债务问题，这可能会导致城投与财政风险进一步捆绑。10月14日，财政部发文指出不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，有意打击地方国企参与土地使用权招标拿地的行为。

图表1：今年以来，城投拿地增多



资料来源：中指数据、粤开证券研究院

二、财政支出持续发力，配合政策性金融工具助力基建稳增长

1、财政支出平衡短期稳增长和中长期改革，民生支出有保障、基建支出保持较高增速。1-9月一般公共预算支出同比增长6.2%，较1-8月降低0.1个百分点，整体维持较高支出强度。其中，1-9月教育、社保就业和卫生健康等民生支出超过7.3万亿元，占总支出比重为38.4%，民生保障得到有力支撑。1-9月基建相关（城乡社区、农林水、交通运输支出和节能环保）的支出近4.3万亿元，同比增长2.8%。

2、中央坚决落实过紧日子要求，压减自身支出，通过转移支付弥补地方收入减少，地方支出占比大幅提升，创2009年有数据以来同期新高。当前地方财政收入下滑、刚性支出不减。针对大规模留抵退税带来的地方财政收入下降，财政部在按现行税制负担50%退税资金的基础上，新增1.2万亿元转移支付资金支持基层落实退税减税降费和保就业保基本民生。其中，对新增留抵退税中的地方负担部分，中央财政补助比例平均超过82%，并向中西部地区倾斜。1-9月中央一般公共预算支出25014亿元，仅占全国财政支出的13.1%，创2009年有数据以来同期新低。

3、在专项债发行进度加快以及去年低基数的双重影响下，政府性基金支出进度加快。尽管土地市场维持低温，但在专项债资金的支撑下，1-9月政府性基金支出同比增长12.5%，不仅大幅高于2021年同期的-8.8%，也高于2021年的全年增速-3.7%。开年以来，专项债发行使用加快、并用好用足5000多亿元专项债地方结存限额，1-9月新增专项债共发行3.5万亿元，较去年同期增加1.2万亿元，发挥了带动扩大有效投资、稳定宏观经济大盘的积极作用。此外，在专项债发力的背景下，国开行、农发行、进出口银行分别投放3600、1900、500亿元共计6000亿基础设施投资基金，调增政策性银行8000亿元信贷额度支出稳增长。在财政金融协同发力下，1-9月基建累计同比增长11.2%，较2020-2021年同期两年平均增速提高9.2个百分点

图表2：国有土地使用权出让收入降幅收窄



资料来源: wind、粤开证券研究院

三、财政形势边际好转，但需警惕五大风险带来的支出压力，四季度财政紧平衡态势仍存

尽管下半年经济形势将企稳向上，但四季度疫情以来经济的两大支撑基建和出口转变为主要依靠基建，出口受全球经济下行影响将逐步下行，基建和财政发挥至关重要的作用，不仅要稳住自身，而且要承担对冲消费下行、房地产投资负增长的任务。下半年从收入角度好于上半年，但下半年支出压力不减，总体形势难言轻松。一般公共预算收入下行的同时叠加土地出让收入大幅下行，支出压力较大，债务集中到期。未来房地产风险引发的财政冲击、金融风险财政化、城投风险与财政风险交织、通胀风险引发的财政冲击和突发疫情和地缘政治因素五大风险可能加剧财政紧张，必须未雨绸缪。

一是储备财政子弹。推出增量财政政策工具，应对财政靠前发力导致的四季度财政资金青黄不接；2023 年上调财政赤字率突破 3%，扩大债务限额与余额空间以应对不时之需。提前发行 2023 年专项债额度、扩大结存限额发行使用、国有企业利润上缴等，弥补土地出让收入下行。

二是优化债务结构，提高国债占比、降低地方债比重，提高一般债比重、降低专项债比重，适当支持城投合法合规发债；强化中央对地方、省级对市县的财政转移支付，避免支付风险。

三是统筹疫情防控和经济社会发展，维护正常的生产生活秩序。对地方政府的防控实施包容、尽职免责的激励制度，避免权责不对等。

四是加强财政、金融、产业政策间协调，避免财政政策成为其他政策的买单者。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司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或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道60号开发区控股中心19、21、22、23层

北京市西城区广安门外大街377号

网址: www.ykzq.com