

宏观点评

9月可能是今年两本账支出力度最弱的月份

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

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项:

2022年前三季度全国一般公共预算收入153151亿元，同比下降6.6%；一般公共预算支出190389亿元，同比增长6.2%。全国政府性基金预算收入45898亿元，同比下降24.8%；全国政府性基金预算支出80294亿元，同比增长12.5%。

平安观点:

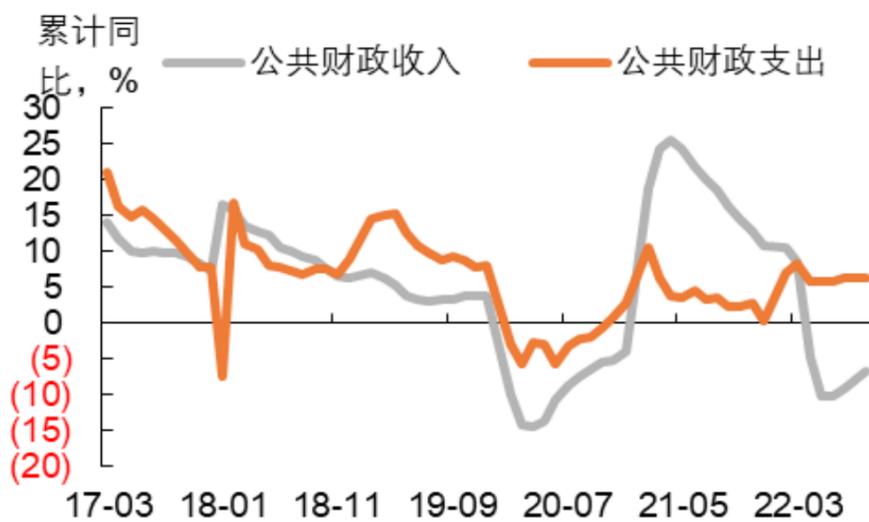
- 9月公共财政收入同比增长8.4%，高于8月的5.6%；不过9月留抵退税规模基本为零，剔除留抵退税影响后，9月公共财政收入同比要低于8月的9.3%。分税种看：1) 个人所得税延续高增，且在主要税种中增速最高，可能和个税按累进税率征收有关。2) 国内增值税同比回升，但剔除留抵退税影响后是回落的，可能和大宗商品走弱有关。3) 低基数推动土地和房地产相关税收同比跌幅收窄，但这一趋势可能难持续，10月相关税收增速或再度回落。4) 资源税当月同比大幅回落，和上游大宗商品价格走弱有关。5) 国内消费税增速明显走弱，可能是因汽车、烟酒等征收消费税的行业生产走弱（国内消费税主要在生产环节征收）。6) 企业所得税跌幅扩大，由于9月企业所得税缴纳规模通常较小，因此其同比波动大。税收是经济活动的滞后体现，三季度企业生产经营创造的企业所得税主要在10月征收，由于今年三季度经济延续恢复，今年10月企业所得税收入同比增速或将转正。
- 9月公共财政支出当月同比5.4%，已连续两个月放缓。从公共财政支出投向看，9月公共财政对基建领域的支持力度进一步减弱：一是，9月基建相关的四个支出分项合计当月同比从上月的-8.1%降至-9.9%，这是今年前9个月中同比增速最低的；二是，9月基建类支出占比从上月的22.9%小幅下降到22.4%，明显低于去年同期的26.2%。今年公共财政收入可能比预算规模低1.1万亿，假定调入资金规模不变，估算得今年四季度公共财政支出同比平均为-3.4%，较前三季度的支出增速6.2%明显回落。
- 专项债使用空窗期拖累9月政府性支出。全国政府性基金和土地出让金收入的当月同比，分别从8月的-2.0%和-4.9%，大幅下降至9月的-19.2%和-26.4%。9月政府性基金支出当月同比-40.4%，是2012年公布数据以来单月增速最低的。主要原因是新增专项债资金主要在前8个月拨付，而专项债结存限额主要在10月发行，因此9月是专项债资金使用的空窗期。
- 四季度财政支出压力可能有所缓解。今年9月公共财政+政府性基金两本账支出同比-10.0%，今年首次转负。在调入资金不变的情况下，将5000亿专项债结存限额考虑进去，估算得今年四季度两本账支出同比平均为-4.3%，高于9月的增速。因此我们认为，9月可能是今年公共财政+政府性基金这两本账支出力度最弱的月份。

一、低基数推动土地和房地产相关税收跌幅收窄

今年前三季度公共财政收入累计同比下降6.6%（图表1），高于今年前8个月的增速-8.0%，已连续三个月回升；扣除留抵退税因素影响后，今年前三季度公共财政收入同比增长4.1%，较前8个月的增速3.7%继续回升。公共财政收入9月单月同比8.4%，高于8月的5.6%，主要是留抵退税的影响减弱。我们估算8月留抵退税规模约为467亿，而9月基本为零。剔除留抵退税影响后，9月公共财政收入当月同比8.4%，要低于8月的9.3%，这也和9月终端需求走弱的趋势一致。

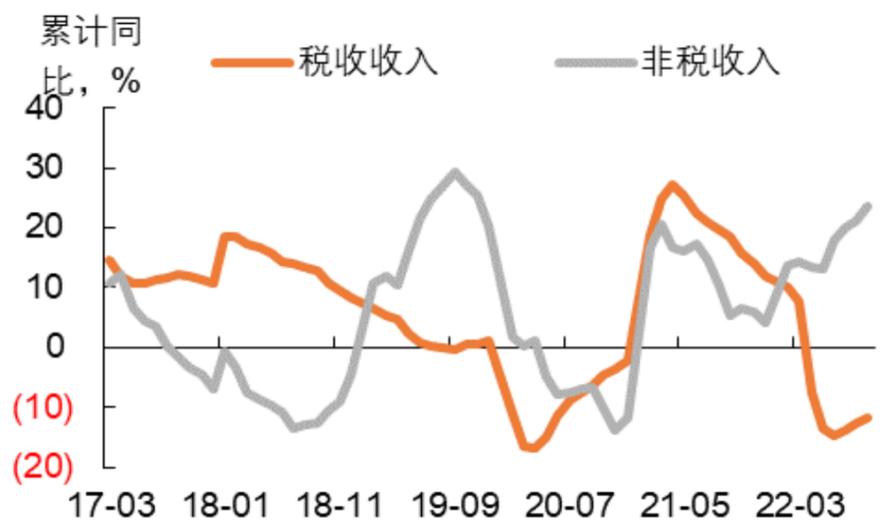
拆分来看，今年前三季度税收和非税收入的同比分别为-11.6%和23.5%，均高于今年1-8月的同比-12.6%、21.2%，两者的缺口继续扩大（图表2）。扣除留抵退税因素影响后，今年前三季度全国税收收入同比1.0%，略低于1-8月的1.1%。9月税收和非税收入的当月同比，分别为0.4%、39.7%。非税收入增速创年内新高，可能和地方政府多渠道盘活闲置资产，以及石油特别收益金专项收入高增、按规定恢复征收的银行保险业监管费收入入库等有关。

图表 1 今年1-9月，公共财政收入跌幅收窄，支出增速延续回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 2 今年1-9月，非税收入和税收的同比增速均回升

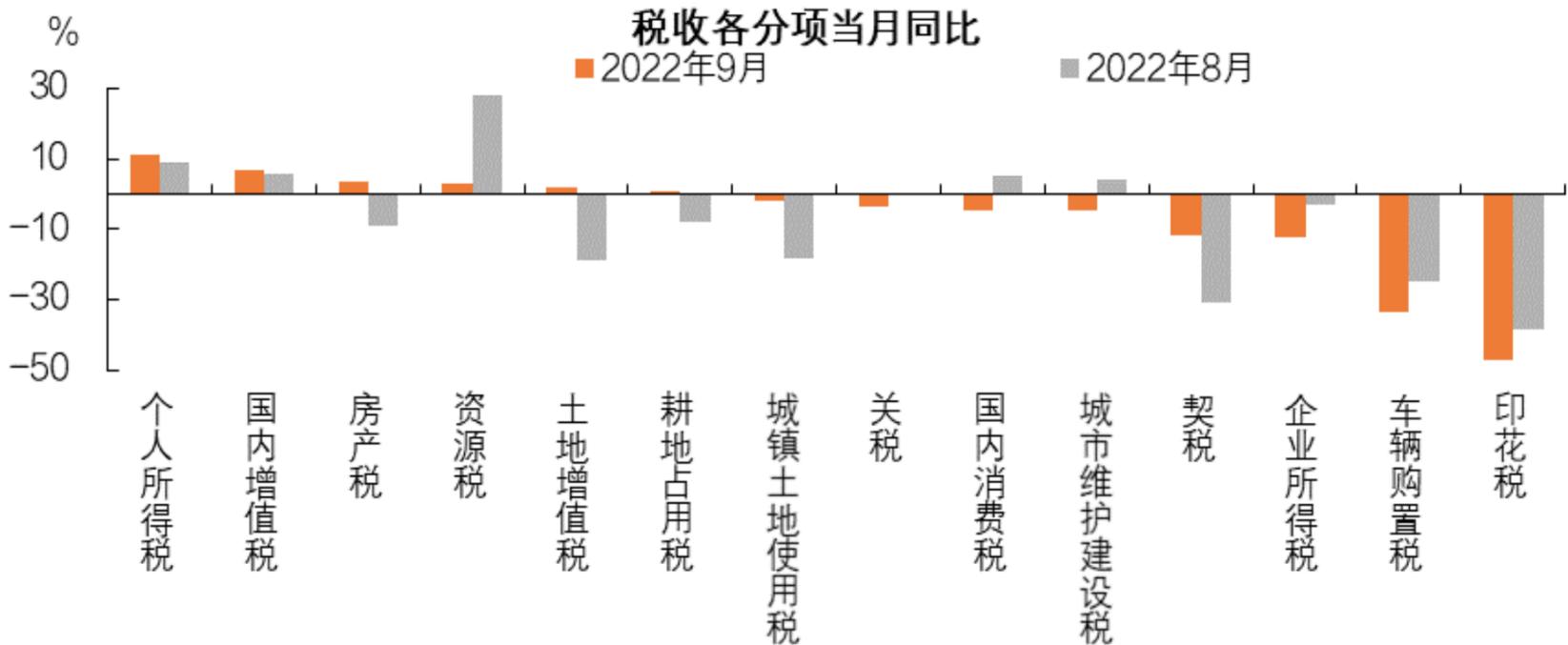


资料来源：Wind，平安证券研究所

分税种来看，值得关注的有以下几点：

- 1) 个人所得税延续高增**，当月同比从上月的8.8%回升至11.2%，增速在主要税种中位居前列，和9月城镇调查失业率上升所映射的劳动力市场景气度下降相背离。不过从历史数据看，多数年份下半年各月的个税同比增速呈回升之势，可能原因是个税属于累进税，随着收入增长，和上年同期相比，相同年份越靠后的月份，可能会有更多的纳税人按更高税率缴纳个税，导致个税收入同比在下半年各月多数回升。
- 2) 国内增值税同比回升**，从8月的5.7%上行至6.7%。不过，剔除留抵退税影响后的国内增值税同比8月为16.4%，9月下滑到7.7%，可能和大宗商品价格走弱有关。
- 3) 低基数推动土地和房地产相关税收同比跌幅收窄**。今年9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1294亿元，同比从上月的-24.6%回升到-4.1%。上述五个税种的9月同比增速均高于8月，低基数贡献较大：2021年9月这五个税种收入环比增加7.8%，而2016年-2020年同期平均环比增加32.3%。国家统计局数据显示，今年9月房地产相关指标虽多数改善，但行业整体仍处于低景气时期。由于2021年10月这五个税种收入的环比大超季节性，高基数下预计今年10月相关税收的同比或将明显回落。
- 4) 资源税当月同比大幅回落**，从8月的28.1%降至3.3%，也和上游大宗商品价格走弱有关。
- 5) 国内消费税增速明显走弱**，从8月的5.2%降至-4.4%，可能和汽车、烟酒等征收消费税的行业生产走弱有关（国内消费税主要在生产环节征收）。
- 6) 企业所得税跌幅扩大**，当月同比从8月的-3.0%下降至-12.2%。从历史数据看，9月企业所得税缴纳规模通常较小，比如2021年9月缴纳规模只占全年的1.8%，因此同比波动较大。10月通常是企业所得税缴纳的大月（税收是经济活动的滞后体现，三季度企业生产经营创造的企业所得税主要在10月征收），因今年三季度经济延续恢复，今年10月企业所得税收入同比增速或将转正。

图表3 2022年8月和9月各税种当月同比的对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

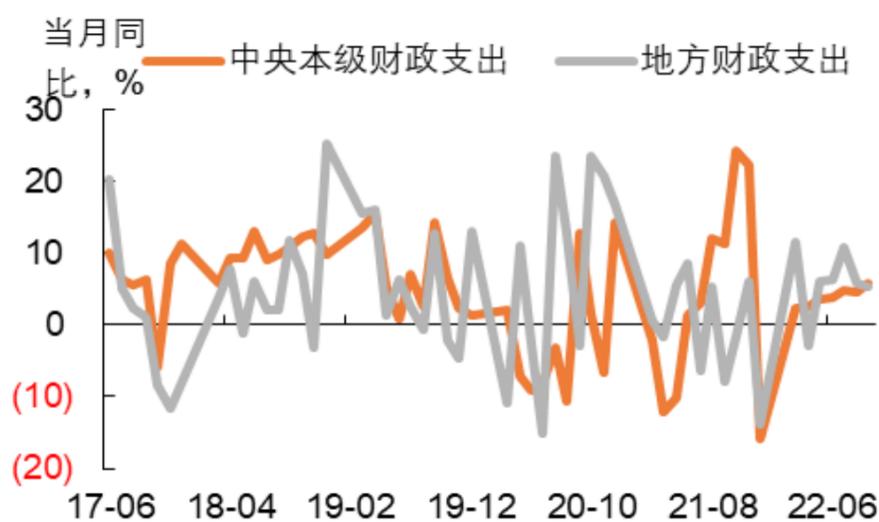
二、公共财政对基建的支持力度进一步减弱

今年9月公共财政支出当月同比5.4%，低于8月的增速5.6%，已连续两个月放缓。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4.5%上升至5.9%，地方一般公共预算支出当月同比从5.8%放缓至5.3%（图表4）。

今年公共财政面临减收压力，但财政赤字使用进度较快，今年后续月份公共财政支出增速中枢或将进一步下移。今年前三季度公共财政收入完成全年预算的72.9%，低于前三年同期的均值79.2%（图表5）。假定今年前三季度公共财政收入实际完成进度（考虑留抵退税因素后）和前三年同期的均值79.2%持平，可估算得全年公共财政收入为19.8万亿，比收入预算规模少1.12万亿。而与此同时，今年前三季度公共财政支出较快，以使用赤字/（预算赤字+调入资金）衡量的赤字使用率，今年前三季度为65.3%，而过去三年同期平均为48.3%，即使是2020年同期也只有50.6%。

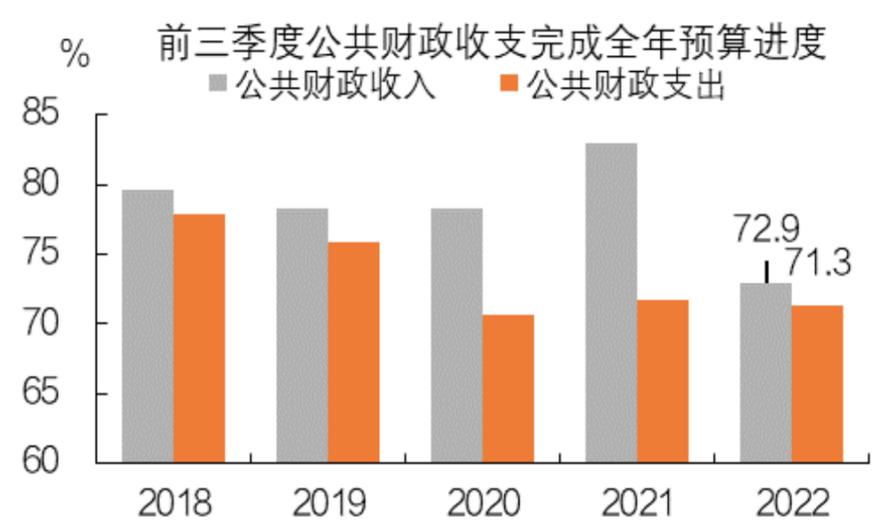
假定调入资金规模不变，可估算得今年四季度公共财政支出同比平均为-3.4%，较前三季度的支出增速6.2%明显回落。

图表4 9月中央本级财政支出增速回升，地方财政的支出增速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 近年前三季度公共财政收、支完成全年预算进度

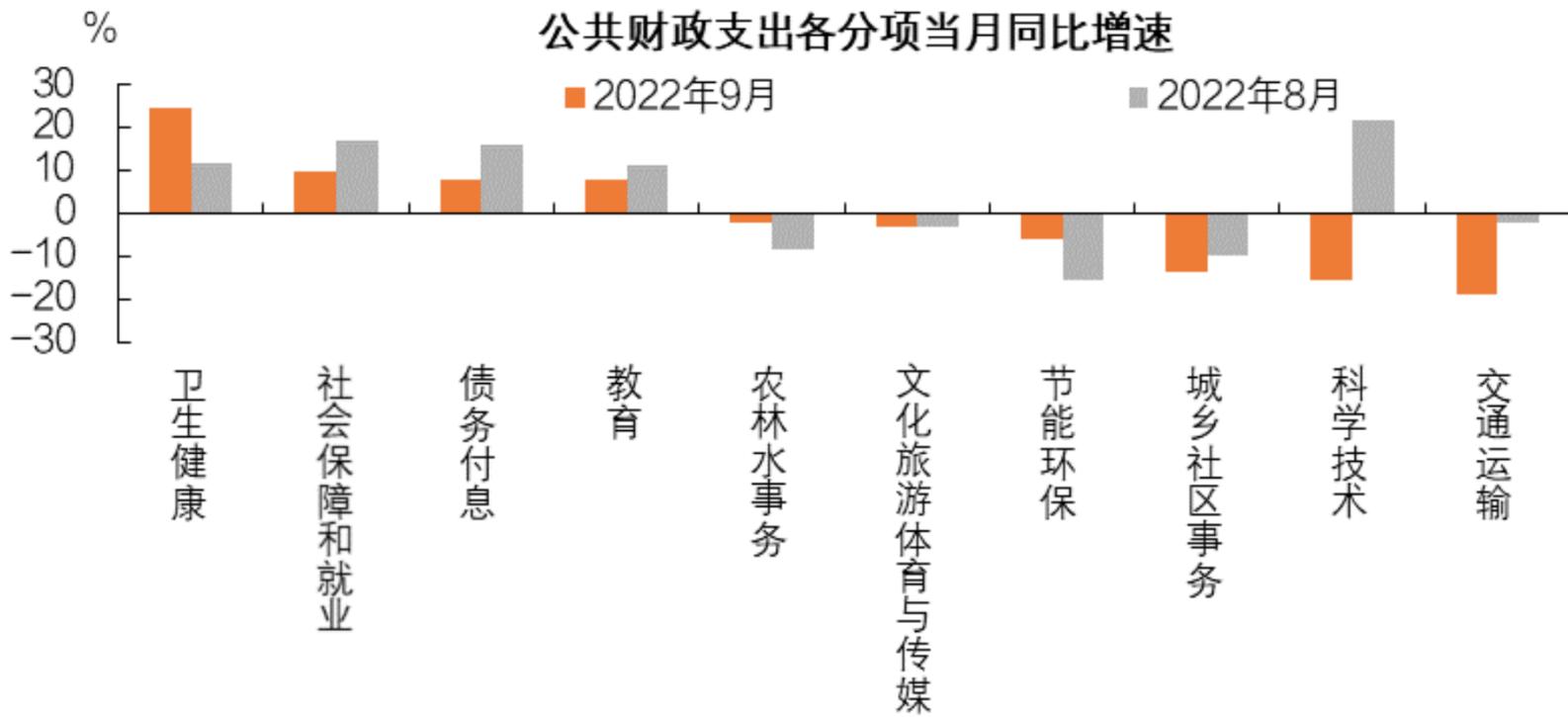


资料来源: Wind, 平安证券研究所

从公共财政支出投向看，9月公共财政对基建领域的支持力度进一步减弱：一是，今年9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（图表6），合计当月同比从上月的-8.1%降至-9.9%，跌幅进一步扩大，这也是今年前9个月中同比增速最低的。9月公共财政投向上述四个领域的规模，均同比负增，其中投向交通运输的公共财政支出同比从8月的-2.1%大幅降至-18.9%；二是，9月基建类支出占比从上月的22.9%小幅下降到22.4%，明显低于去年同期的26.2%。

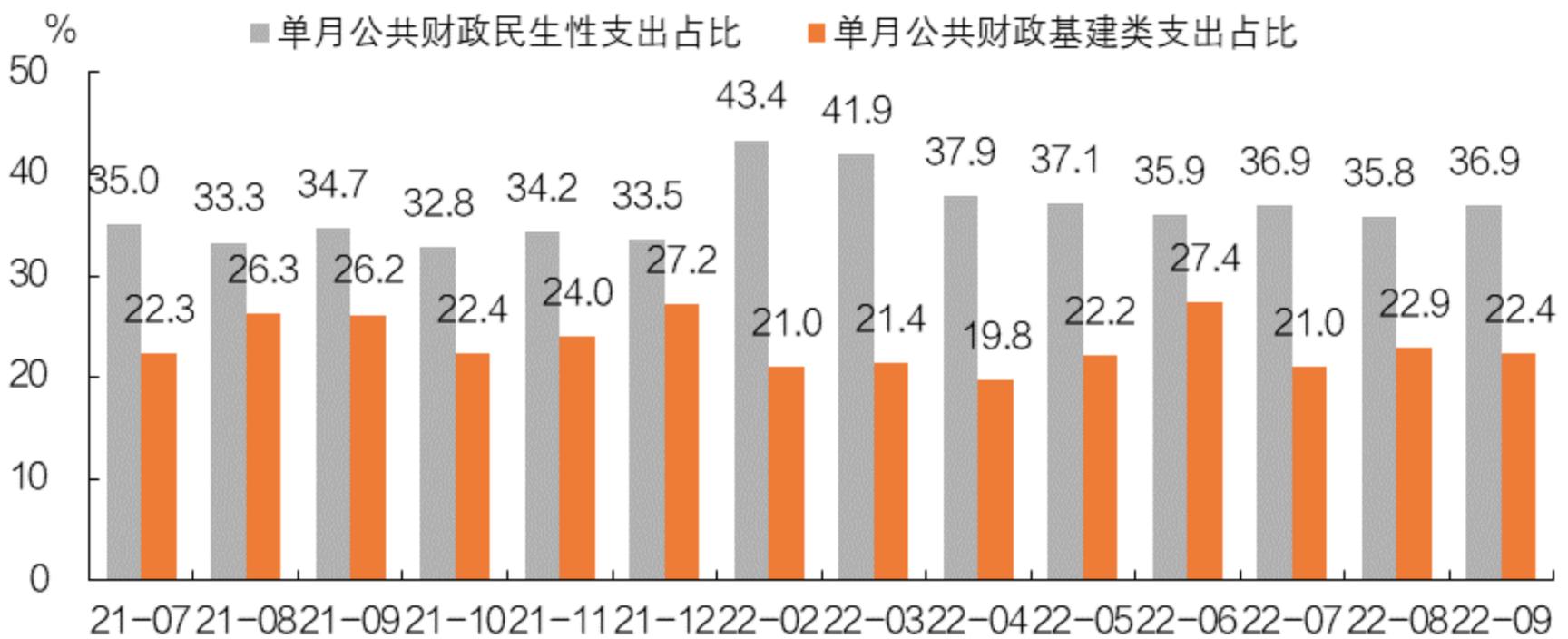
我们认为，鉴于今年四季度公共财政支出增速中枢可能明显下移，加之民生等领域的刚性支出挤压，今年四季度公共财政对基建的支持力度可能还将进一步减弱。政策性开发性金融工具补充资本金后，配套融资尤其是信贷投放的力度，或是影响今年四季度基建投资走势的最重要因素。

图表 6 2022年9月，公共财政投向基建相关的四个分项均同比负增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 7 2022年9月，公共财政中民生性支出的占比提高，基建类支出占比回落



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、9月可能是今年两本账支出力度最弱的月份

今年前三季度，全国政府性基金收入同比下降24.8%、土地出让金收入同比下降28.3%，跌幅均较今年1-8月的有所收窄（图表8）。如果看当月数据，全国政府性基金和土地出让金收入的同比分别从8月的-2.0%和-4.9%，大幅下降至-19.2%和-26.4%。当前房地产行业的重点是保交楼，开发商尤其是民企开发商拿地的意愿不强，今年9月土地购置面积同比从8月的-56.6%进一步下探至-65.0%。

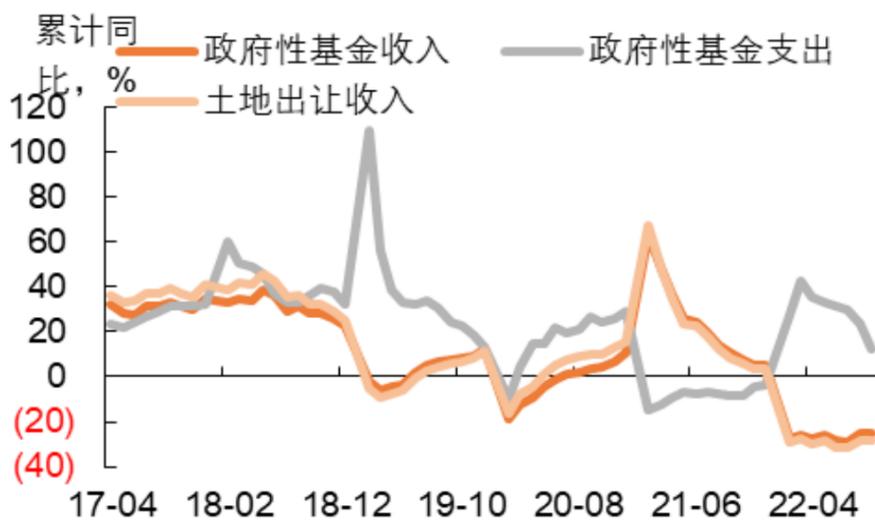
政府性基金支出方面，9月当月同比-40.4%，较8月的-8.8%大幅回落。今年9月的政府性基金支出单月增速是2012年公布数据以

来单月增速最低的。主要原因是，今年新增专项债资金主要在前8个月拨付（虽然原则上使用截止时间延长到10月底，但前8个月未使用的新增专项债规模可能不足1500亿），而5000亿专项债结存限额主要在10月发行，因此9月是专项债资金使用的空窗期。9月政府性基金收支缺口仅为1335亿，较前8个月的均值4132亿下降67.7%。

四季度财政支出压力可能有所缓解。今年9月公共财政+政府性基金两本账支出同比-10.0%，今年首次转负。今年前三季度政府性基金收入完成预算进度为46.5%，低于往年同期（图表9）。使用和前文估算全年公共财政收入时相同的方法，可估算得全年政府性基金收入约为7.5万亿，两本账实际收入27.3万亿，比预算收入低3.5万亿。在调入资金规模不变的情况下，将5000亿专项债结存限额考虑进去，可测算得今年四季度两本账支出同比平均为-4.3%，高于9月增速。因此，我们认为9月可能是公共财政+政府性基金两本账支出力度最弱的月份。

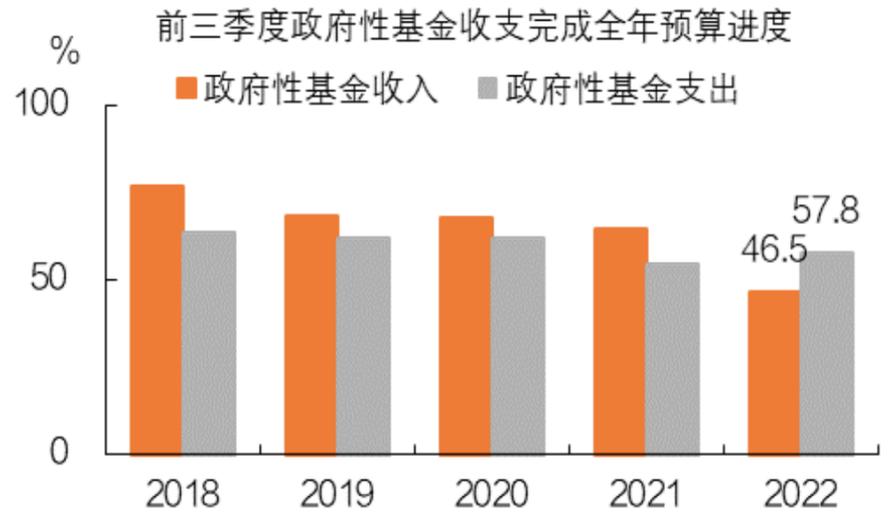
不过，两本账四季度平均-4.3%的增速，和今年前8个月的增速11.0%有较大差距。因此，四季度在5000亿专项债结存限额的支撑下，财政资金对基建的支持力度将强于9月，但远不及今年前8个月的。在政策性开发性金融工具补充资本金后，为使基建更大力度托底经济，四季度有必要加快配套融资尤其是信贷的投放。

图表 8 今年前三季度政府性基金收入跌幅收窄，支出增速明显回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 9 近年前三季度政府性基金收、支完成全年预算进度



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±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±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:

此报告旨为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	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	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