

**分析师：周君芝**

执业证号：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

9月财政数据显现出一定“疲态”，这是我们理解未来财政运行的关键。

先看收入端，税收和土地出让金收入走软，今年大部分专项债收入也在1-8月使用完毕，目前财政收入主要依靠非税支撑。

再看支出端，地方政府基建支出开始收缩，财政支出更大比重倾向民生领域。结合政策性金融工具来一起做理解，我们不难发现四季度以来中国财政支出的核心逻辑——基建资金更多诉求预算外体系，预算内资金对基建的拨付比例下降。

126号文规范地方财政收支，呼应了9月财政特征，预算内收支规模维持保守性平衡，避免大收大支。

9月财政或许是未来财政运行的一个开始，蕴含了两点启示：

启示之一，基建融资更多依赖预算外体系，例如政策性工具。这种基建资金拨付方式与上半年依赖专项债的模式极为不同。典型表现是银行间流动性从极宽走向偏宽，企业中长贷规模走高。

启示之二，地方财政收支规模有所收敛，这也与126号文的精神内核一致。或许未来我们将看到更加透明也更加规范的地方财政收支，政府性基金收入项目尤其如此。

➤ **9月公共财政收入小幅回落，非税收入为最大贡献项。**

9月一般公共预算收入同比达8.4%（剔除退税因素），较前值小幅下行0.9个百分点。

本月收入保持平稳得益于两大因素，其一为非税收入高企，**本月同比高达39.7%**（前值33.5%）；其二为同期房地产相关税收基数走弱，2021年同期增速仅达-22.7%。

排除上述因素，与经济相关的增值税、消费税、企业所得税同比均较前值回落。9月经济数据相对平稳，本月与经济锚定的税收走弱，或更多反映当前减税缓税力度较强，政策效果持续释放。

➤ **9月土地出让金走弱，城投拿地比重仍在提升，土地市场未见回暖。**

9月国有土地使用权出让收入同比-26.4%（8月，-4.9%），较前值下行21.5个百分点。

7-9月土地出让增速波动较大，主要因为今年与去年集中供地时间错位所致（2021年第二批集中供地时间多延后至9月，今年第二轮土拍多在7-8月结束）。

9月百城住宅用地溢价率仍位于历史低位，且城投拿地比重较前月进一步抬升，可见当前土地市场仍然较为疲软，房企拿地意愿不高。

相关研究

- 1.宏观专题研究：四季度美债利率或在4%-2022/10/25
- 2.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24
- 3.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23
- 4.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20
- 5.宏观专题研究：专项债提前下达的五问五答-2022/10/19

➤ **8-9月增量政策工具快节奏落地，财政支出规模显著收缩。**

今年第一、二批 6000 亿政金债于 8-9 月投放完毕，基建投资资金得到保障，财政支出诉求减弱，8 月广义财政支出增速下行至 0.4% (7 月, 13.3%)，9 月进一步下探至 -10.0%。

其中，公共财政基建相关支出同比 -9.9% (7 月, 3.6%)，拉低公共财政支出增速 2.6 个百分点。连续三个月专项债发行缩量后，政府性基金支出也大幅回缩，9 月同比 -40.3% (8 月, -8.8%)，单月支出节奏创新低。

➤ **当前政策约束下，年末财政收支逻辑将有调整。**

根据测算，若要完成年初支出预算，仍有 2.7 万亿资金缺口待补足。

公共财政受疫情冲击、新增退税减税政策影响，全年或减收 1.3 万亿，政府性基金受房地产市场疲软影响，全年或减收 1.9 万亿。考虑新增 5000 亿专项债结存额度，还剩余 2.7 万亿收支缺口，若支出要按年初预算执行，需另外 2.7 万亿新增收入。

但在当前政策背景下，相较扩收，减支或是后续财政更可能的选择，原因有三：

其一，四季度减税降费力度仍然较大，税收收入难扩容。

9 月国常会明确对制造业中小微企业、个体工商户前期缓缴税费再延迟 4 个月，预计缓缴税款 4400 亿元。同时加大四季度设备支出、研发费用支出加计扣除力度，制约后续月份税收走强。

其二，受财预 126 号文约束，未来虚增或不规范的非税收入及土地出让收入规模将受压制。

126 号文一明确不得通过国企购地虚增土地出让收入，意味着当前不规范的城投托底拿地规模难以增扩；

二明确不得巧立名目虚增收入弥补财政收入缺口，意味当前地方通过处置各类公益性资产、增加罚没收入行为也将得到遏制，相应非税收入同样难以扩容。

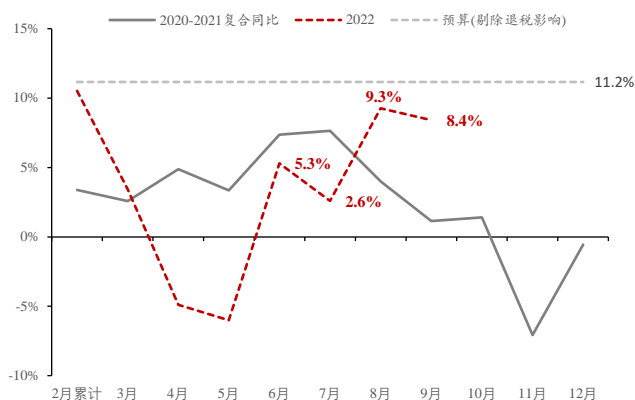
其三，政策性金融工具启用，稳增长不诉求预算内资金支持。

截至 10 月 12 日，国开行、进出口银行、农发行累积投放政策性金融工具 6743 亿元，已经超过原定 6000 亿额度，或意味后续新增基建投资诉求，仍将依赖政策性工具而非预算内资金实现。

总结来说，当前政策性金融工具助力稳增长、126 号文规范财政收支预算背景下，减支或是化解年末财政收支矛盾的最优解。

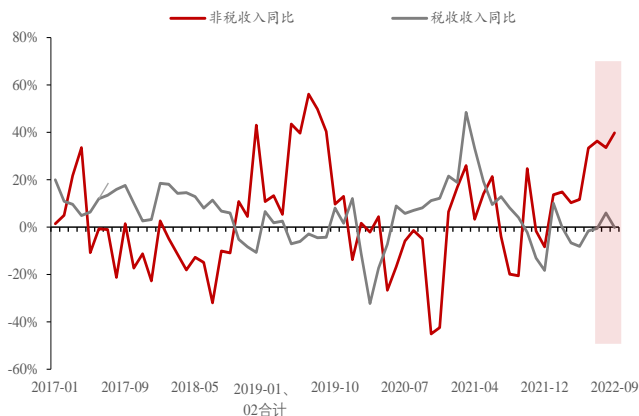
风险提示：疫情发展超预期，地产政策效果超预期。

图1：9月公共财政收入同比小幅回落



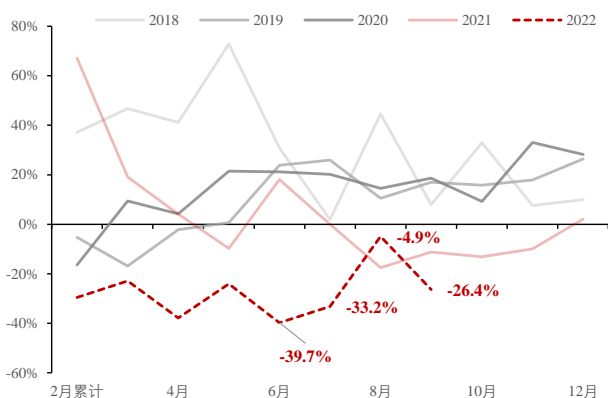
资料来源：wind，民生证券研究院。注：收入同比已剔除退税影响

图2：9月非税、税收同比走势进一步分化



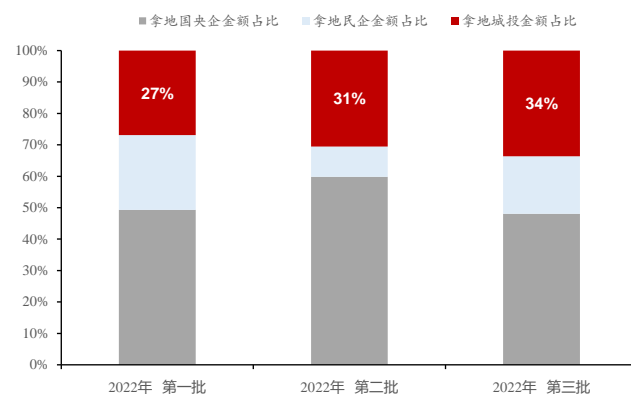
资料来源：wind，民生证券研究院；注：税收收入同比已剔除退税影响

图3：9月土地出让收入再度回落



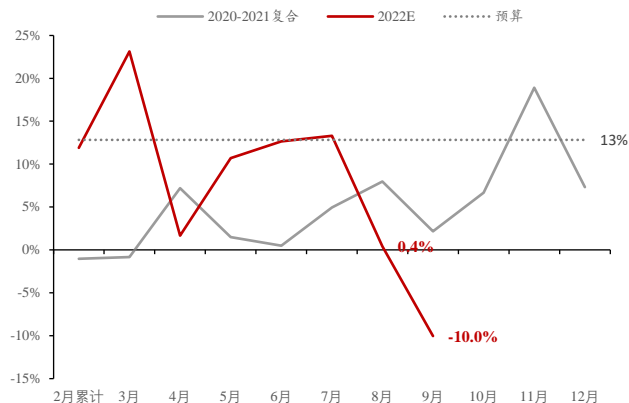
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：今年第三批集中供地城投拿地金额比重上升



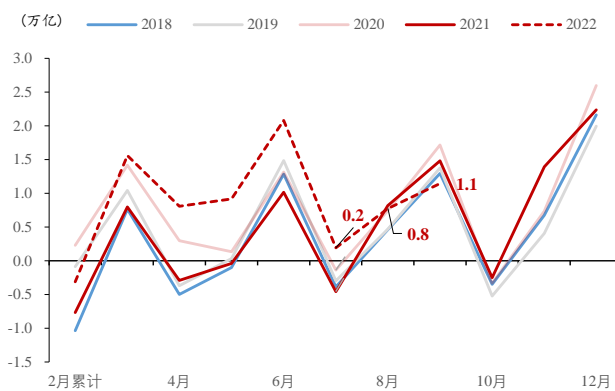
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：9月广义财政支出增速大幅下挫



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：9月广义财政收支赤字为近5年最低值



资料来源：wind，民生证券研究院

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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026