

土地财政修复，是否“昙花一现”？

事件：

11月16日，1-10月累计，全国一般公共预算收入173397亿元，扣除留抵退税因素后增长5.1%，按自然口径计算下降4.5%。

点评：

■ 一般财政收入改善主因税收增长带动，政府性收入修复或缘于集中供地开展一般财政、政府性收入双双改善，使得广义财政收入回升。10月，广义财政收入同比10.7%；其中，一般财政收入持续改善，10月同比15.7%、较上月同比提升近7个百分点，前10月累计同比下降4.5%、预算完成度为82.5%、低于过去五年平均进度近6个百分点；政府性基金收入下滑放缓，10月同比下降2.7%，较上月降幅缩窄近17个百分点，但预算完成度依旧低迷，前10月仅为53%。

一般财政收入中，税收收入明显回升，非税收入放缓。10月，税收收入同比15.2%，较上月提升近15个百分点；其中，消费税同比增速达147%，主因基数效应，其规模与今年前9月平均水平基本持平；留抵退税影响消退下，增值税延续增长，同比达12.2%、较上月提升约5个百分点；企业所得税明显改善、同比增长12.6%；非税收入增速放缓、但维持两位数增长，10月同比为19.5%。

政府性基金收入边际修复，或主因多地开展集中供地，持续性仍需观察。10月，多地打破年内集中供地年度不超过3次限制、开展第四轮集中供地，使得地方国有土地出让收入边际改善、同比降幅明显收窄；地方政府性基金收入也随之修复、同比降幅较上月收窄近20个百分点至3.8%。但从地产销售等高频数据来看，土地市场明显改善迹象尚未出现，政府性基金收入修复的持续性仍需观察。

■ 一般财政支出压力加速显现，民生支出维持刚性，防疫、付息支出加码

部分专项债结存限额的使用，支撑政府性基金支出，推动广义财政支出强度回升。10月，广义财政支出同比0.2%，较上月提升近10个百分点；其中，政府性基金支出同比下降18.2%，降幅较上月收窄超20个百分点，或缘于部分专项债结存限额落地。前10月政府性基金支出进度为61.7%，落后过往同期近7个百分点；随着专项债结存限额落地使用，后续政府性基金支出或进一步提速。

一般财政支出承压，卫生健康支出持续提速、付息支出占比抬升。一般财政支出10月同比增长8.7%，较上月同比提升近3个百分点，前10月累计同比达6.4%。局部疫情扰动下，卫生健康支出延续高增，同比增速达44%、较上月提升近20个百分点。从支出占比看，10月教育、社保等民生类支出相对刚性，占比维持在27%左右；债务付息支出占比抬升至7%，较上月提升近4个百分点。

重申观点：出口面临较大回落压力下，财政政策托底经济的重要性进一步抬升；考虑到债务付息压力对地方债扩张空间可能形成的制约，2023年财政政策稳增长或更多依赖于中央“加杠杆”。其中，“准财政”政策工具或成为主要抓手。（详见《财政稳增长，还有多少“弹药”？》）

风险提示：政策效果不及预期、疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

侯倩楠 联系人
houqiannan@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 一、一般财政改善主因税收带动，政府性收入修复或因集中供地开展 | 3 |
| 二、一般财政支出承压，民生支出维持刚性，防疫、付息支出加码 | 4 |

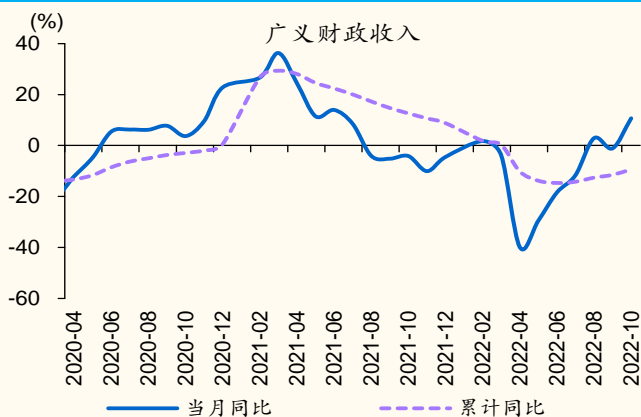
图表目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 图表 1：10月，广义财政收入有所回升 | 3 |
| 图表 2：10月，政府性收入、一般财政收入均有改善 | 3 |
| 图表 3：1-10月，政府性基金收入进度依旧低迷 | 3 |
| 图表 4：1-10月一般财政收入进度略低于过往同期 | 3 |
| 图表 5：10月，税收收入明显回暖、非税收入放缓 | 4 |
| 图表 6：10月，消费税、增值税等边际改善 | 4 |
| 图表 7：10月，地方政府性基金收入边际修复 | 4 |
| 图表 8：10月，商品房成交面积依旧低迷 | 4 |
| 图表 9：10月，政府性基金支出加速下滑 | 5 |
| 图表 10：10月，广义财政支出提速 | 5 |
| 图表 11：1-10月，政府性基金支出进度低于过往同期 | 5 |
| 图表 12：10月，政府性基金支出进度明显低于过往 | 5 |
| 图表 13：10月，卫生健康支出延续高强度 | 6 |
| 图表 14：10月，债务付息支出明显提升 | 6 |
| 图表 15：2022年地方债付息占地方财政收入明显抬升 | 6 |
| 图表 16：2023年预算内加码或需依赖中央赤字扩张 | 6 |
| 图表 17：政策性、开发性银行新增贷款或可加量 | 6 |
| 图表 18：政策性金融工具可根据实际扩大规模 | 6 |

一、一般财政改善主因税收带动，政府性收入修复或因集中供地开展

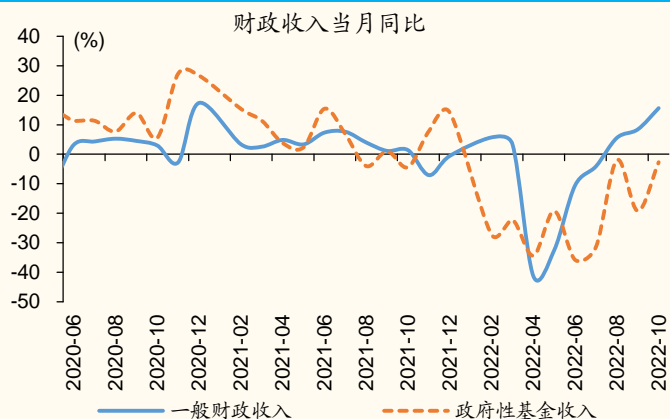
一般财政、政府性收入双双改善，使得广义财政收入回升。10月，广义财政收入同比 10.7%；其中，一般财政收入持续改善，10月同比 15.7%、较上月同比提升近 7 个百分点，前 10 月累计同比下降 4.5%、预算完成度为 82.5%、低于过去五年平均进度近 6 个百分点；政府性基金收入下滑放缓，10月同比下降 2.7%，较上月降幅缩窄近 17 个百分点，但预算完成度依旧低迷，前 10 月仅为 53%。

图表 1：10 月，广义财政收入有所回升



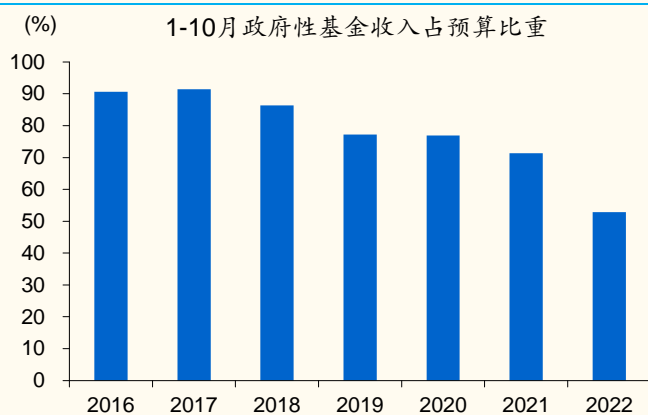
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：10 月，政府性收入、一般财政收入均有改善



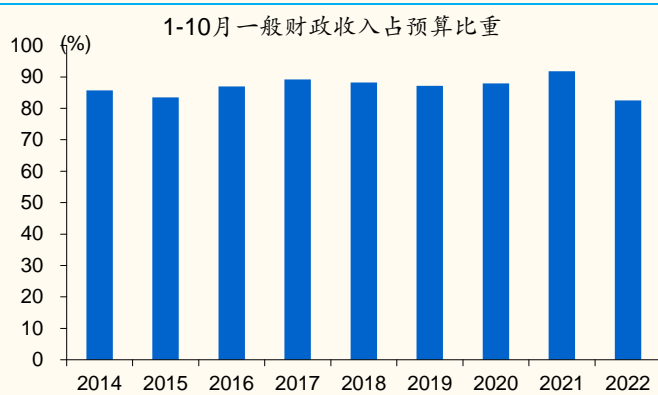
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：1-10 月，政府性基金收入进度依旧低迷



来源：Wind、国金证券研究所

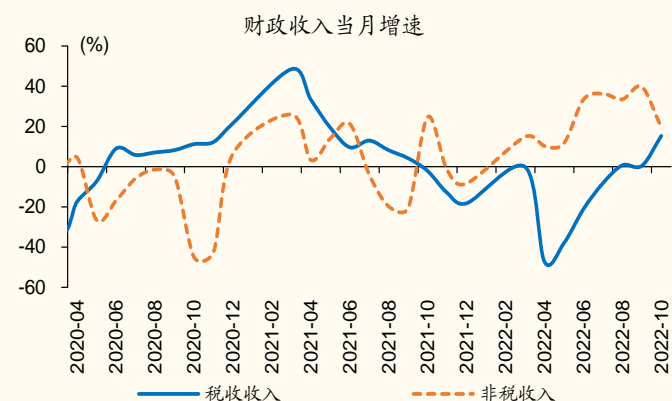
图表 4：1-10 月一般财政收入进度略低于过往同期



来源：Wind、国金证券研究所

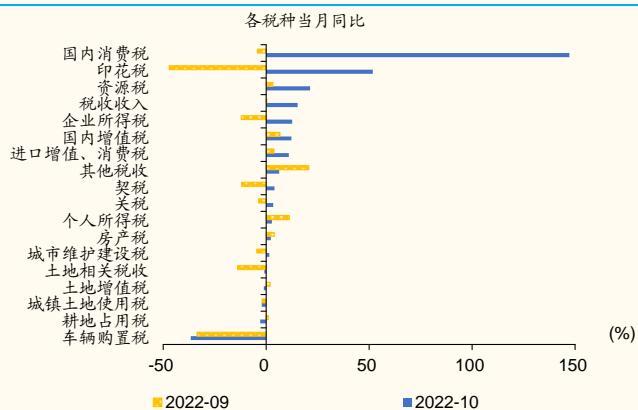
一般财政收入中，税收收入明显回升，非税收入放缓。10月，税收收入同比 15.2%，较上月提升近 15 个百分点；其中，消费税同比增速达 147%，主因低基数效应，其规模与今年前 9 月平均水平基本持平；留抵退税影响消退下，增值税延续增长，同比达 12.2%、较上月提升约 5 个百分点；企业所得税明显改善、同比增长 12.6%；非税收入增速放缓，10月同比为 19.5%。

图表 5: 10月, 税收收入明显回暖、非税收入放缓



来源: Wind、国金证券研究所

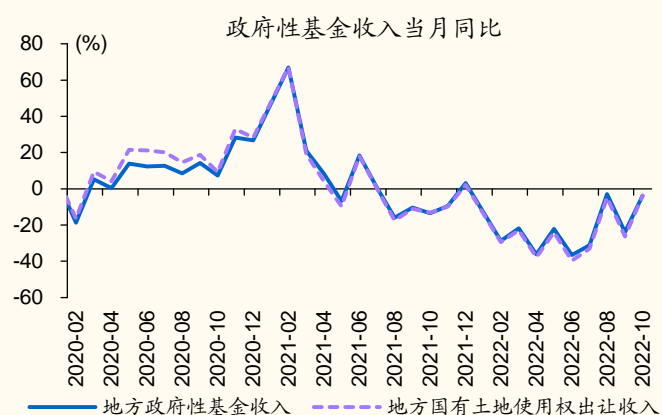
图表 6: 10月, 消费税、增值税等边际改善



来源: Wind、国金证券研究所

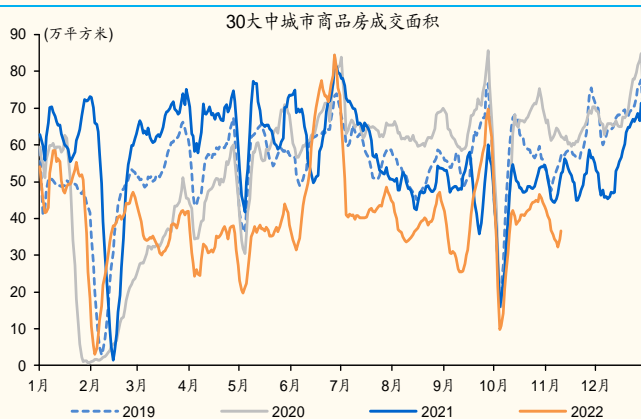
政府性基金收入边际修复, 或主因多地开展集中供地, 持续性仍需观察。10月, 多地打破年内集中供地年度不超过3次限制、开展第四轮集中供地, 使得地方国有土地出让收入边际改善, 同比降幅明显收窄; 地方政府性基金收入也随之修复, 同比降幅较上月收窄近20个百分点至3.8%。但从地产销售等高频数据来看, 土地市场明显改善迹象尚未出现, 政府性基金收入修复的持续性仍需观察。

图表 7: 10月, 地方政府性基金收入边际修复



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 10月, 商品房成交面积依旧低迷

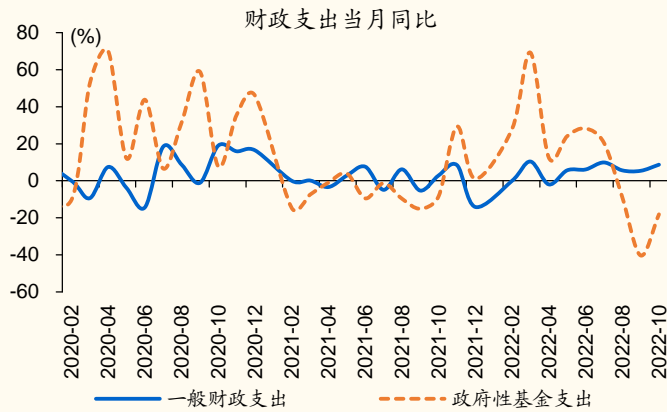


来源: Wind、国金证券研究所

二、一般财政支出承压, 民生支出维持刚性, 防疫、付息支出加码

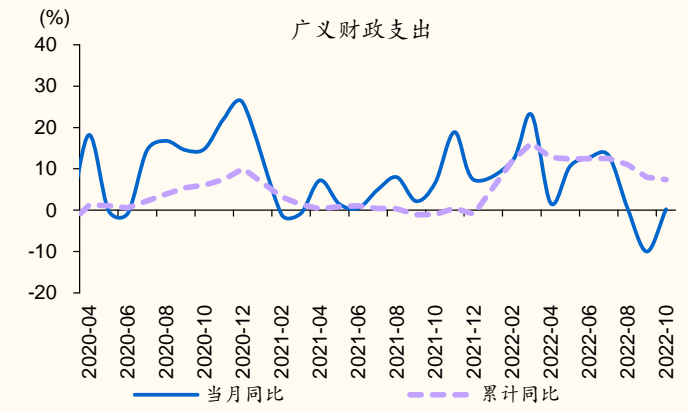
部分专项债结存限额的使用, 支撑政府性基金支出, 推动广义财政支出强度回升。10月, 广义财政支出同比0.2%, 较上月提升近10个百分点; 其中, 政府性基金支出同比下降18.2%, 降幅较上月收窄超20个百分点, 或缘于部分专项债结存限额落地。前10月政府性基金支出进度为61.7%, 落后过往期近7个百分点; 伴随着专项债结存限额落地使用, 后续政府性基金支出或进一步提速。

图表 9: 10月, 政府性基金支出加速下滑



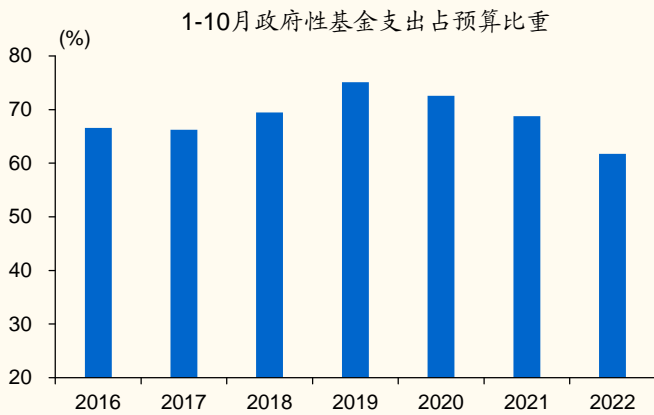
来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 10月, 广义财政支出提速



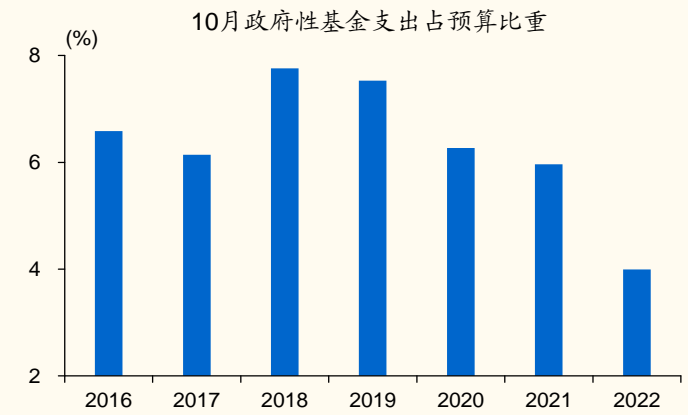
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 1-10月, 政府性基金支出进度低于过往同期



来源: Wind、国金证券研究所

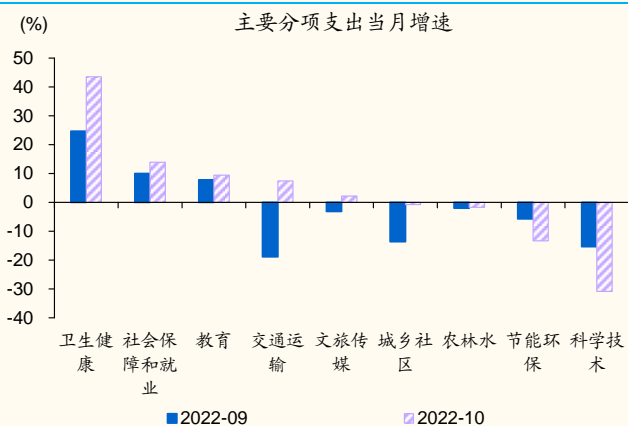
图表 12: 10月, 政府性基金支出进度明显低于过往



来源: Wind、国金证券研究所

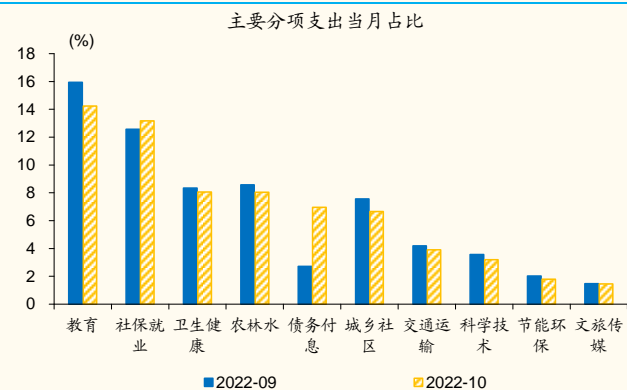
一般财政支出承压, 卫生健康支出持续提速、付息支出占比抬升。一般财政支出 10 月同比增长 8.7%, 较上月同比提升近 3 个百分点, 前 10 月累计同比达 6.4%。局部疫情扰动下, 卫生健康支出延续高增, 同比增速达 44%、较上月提升近 20 个百分点。从支出占比看, 10 月教育、社保等民生类支出相对刚性, 占比维持在 27%左右; 债务付息支出占比抬升至 7%, 较上月提升近 4 个百分点。

图表 13: 10月, 卫生健康支出延续高强度



来源: Wind、国金证券研究所

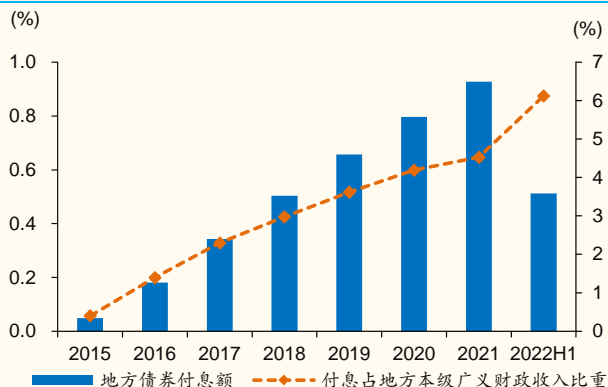
图表 14: 10月, 债务付息支出明显提升



来源: Wind、国金证券研究所

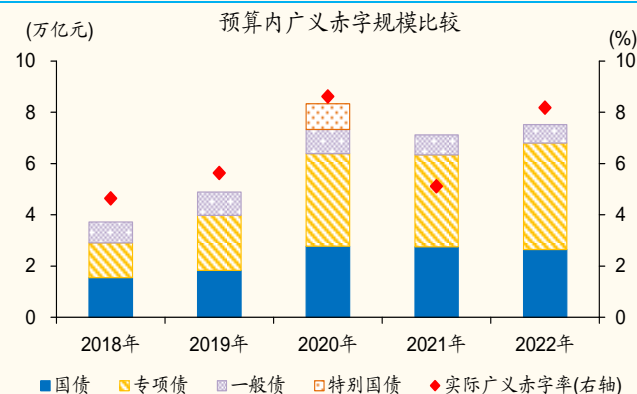
出口面临较大回落压力下, 财政政策托底经济的重要性进一步抬升; 考虑到债务付息压力对地方债扩张空间可能形成的制约, 2023年财政政策稳增长或更多依赖于中央“加杠杆”。其中, “准财政”政策工具或成为主要抓手。(详见《财政稳增长, 还有多少“弹药”?》)

图表 15: 2022年地方债付息占地方财政收入明显抬升



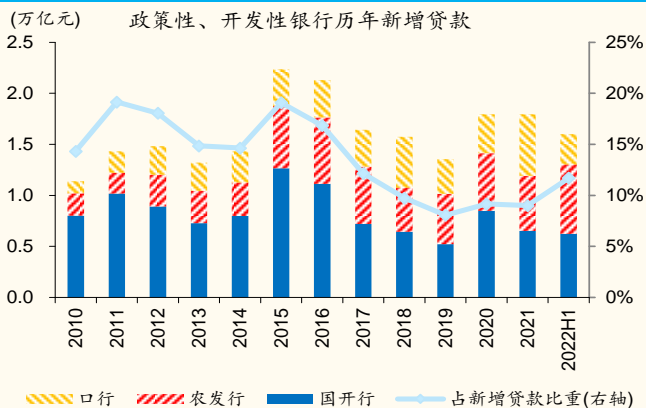
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 2023年预算内加码或需依赖中央赤字扩张



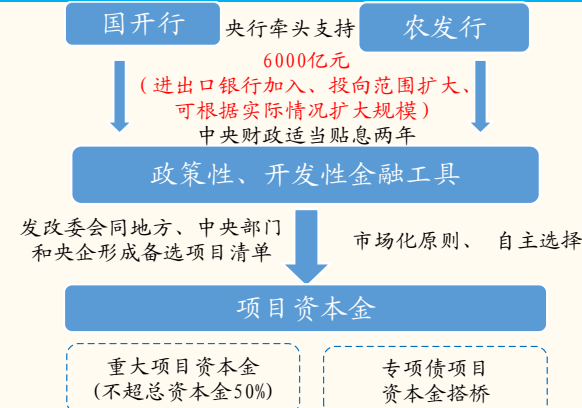
来源: 农发行、国开行、进出口银行、国金证券研究所

图表 17: 政策性、开发性银行新增贷款或可加量



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 政策性金融工具可根据实际扩大规模



来源: 农发行、国开行、进出口银行、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；土地财政收入不及预期，对地方政府行为压制增强等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，可能对项目开工、线下消费等抑制加强等。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|------------------------------------|----------------------------|------------------------------------------|
| 电话: 021-60753903 | 电话: 010-66216979 | 电话: 0755-83831378 |
| 传真: 021-61038200 | 传真: 010-66216793 | 传真: 0755-83830558 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100053 | 邮编: 518000 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 | 地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402 |