

财政数据的三个“彩蛋”

2023年04月20日

**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

开年两月财政收入表现较弱，负增长的公共财政收入曾引发市场对财政压力的担忧。3月财政收入迅速扩张，打消市场之前疑虑。

财政数据一则反映经济运行现实；二则反应政府政策意图以及发力节奏。故而财政数据是一个非常好的窗口，有助于我们综合理解当前宏观现状。

拆解3月财政数据，有三点特征非常引人注意，我们可以借助这三个结构特征更好理解当下宏观现状，不妨称之为三个“彩蛋”。

➤ 第一个“彩蛋”，财政收入大扩张，增值税甚至出现“跳升”。

3月税收改善反映当前经济热度回升，印证一季度经济数据偏强事实。

3月公共财政收入大幅回升，同比达5.5%，今年1-2月公共财政收入同比仅为-1.2%。3月财政收入大幅改善，主要由增值税、地产相关税收拉动，前者拉动8.9个百分点，后者拉动1.4个百分点。

值得关注的是3月增值税表现，从之前的6.3%一跃攀至32.1%。

3月增值税变化幅度较大，主要有两个原因。

其一，增值税表现滞后工业增加值一个月。3月数据对应着2月工业增加值，故而3月增值税实际反映1-2月生产活动热度。

其二，税收缓缴补库影响。2020-2022年针对制造业缓税政策经历过两轮延续，对去年年初与今年年初税收表现产生扰动。按现行政策，后续4、5两个月份仍将有部分税费补缴入库，叠加去年4月留抵退税形成的低基数，后续月份增值税同比表现仍将有较强表现。

➤ 第二个“彩蛋”，土地市场持续疲软，契税和土地增值税分化。

一季度土地出让收入同比达-27%，3月较1-2月同比降幅仅小幅收窄（-29%→-23%）。

一季度土地出让收入回升较弱，一则因为土拍规则变更，开年以来地方供地数量减少；二则当前房企拿地意愿仍然偏弱，关注后续二季度供地回升后，土地出让收入能否回温。

3月地产相关税收同比上行（-11.2%→10.4%），新房与二手房交易热度分化。

3月契税同比增速达10.3%，而土地增值税增速仅达-13.0%，两者分化明显。土地增值税一般不在二手房买卖环节征收，两者走势相背，反映当前二手房市场成交热度高于新房市场。

相关研究

1. 2023年3月经济数据点评：一季度之后的方向抉择-2023/04/19
2. 宏观调研总结：出口大起大落的真相-2023/04/18
3. 宏观专题研究：地产大分化时代已来-2023/04/16
4. 全球大类资产跟踪周报：权益市场热度不减-2023/04/16
5. 流动性跟踪周报：谁是国债多头？-2023/04/15

➤ **第三个“彩蛋”，财政支出节奏前置，但传统基建支出力度有所降温。**

节奏上看，今年财政前置发力特征明显。

一季度广义财政收入同比仅达-3.6%，而支出同比在高基数下仍然达 0.7%，**一季度广义财政赤字达 1.5 万亿**，为历史第二高值，充分反映财政前置发力。

前置发力一方面依靠公共财政收入企稳，另一方面依靠专项债的前置发行，今年一季度发行节奏达 35%（2021，31%），为历史最高值。

结构上看，财政支出重心仍在民生、科教、农林水领域。

按照年初预算安排，一季度公共财政预算内支出重心在民生、科教领域、农林水支出，**对于基建投入（交通运输、城乡社区）支出力度偏弱。**

➤ **关注年内财政运行的三个方向。**

第一，国债发行节奏或有加快。

年初出口相关税收、消费税（受烟酒价格走弱影响）等中央税收表现较弱，中央支出力度明显走弱，后续为加快年初国防、外交等支出安排，国债发行节奏或将加速。

第二，关注增量政策工具的落地。

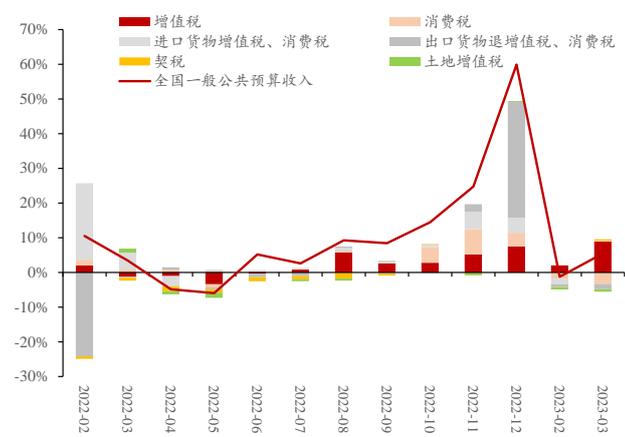
按照正常专项债发行节奏，二季度基建投资可能较弱，无法维持在合意水平，后续专项债发行节奏或进一步加快，同时关注二季度末政策性金融工具的启用。

第三，关注当前地方债务化解压力。

当下时点土地供应量、房企拍地意愿都较弱，土地出让收入尚未出现企稳迹象。若二季度这一冷淡拍地局面延续，地方隐债化解压力将有上行，关注近期地方的化债风险事件。

➤ **风险提示：**地产修复不及预期；国内政策调控超预期。

图1：公共财政收入增速及分项拉动



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：3月增值税高企反映2月工增走强



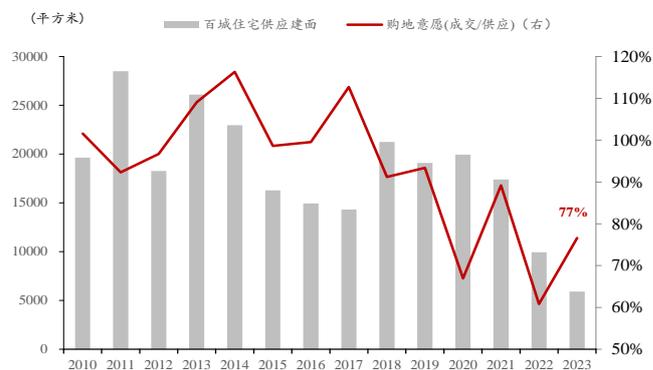
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：一季度土地出让收入仍在下挫



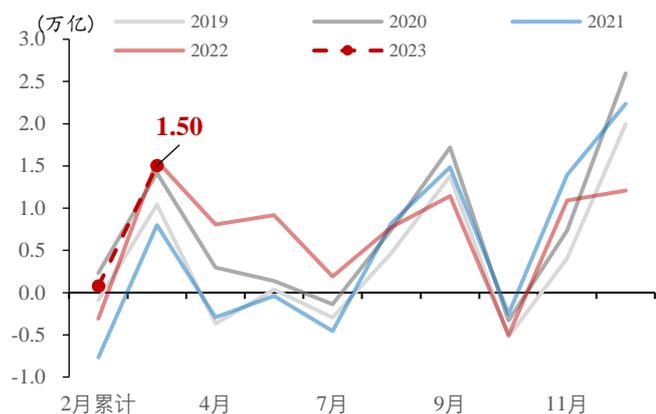
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：一季度土地市场供需双双走弱



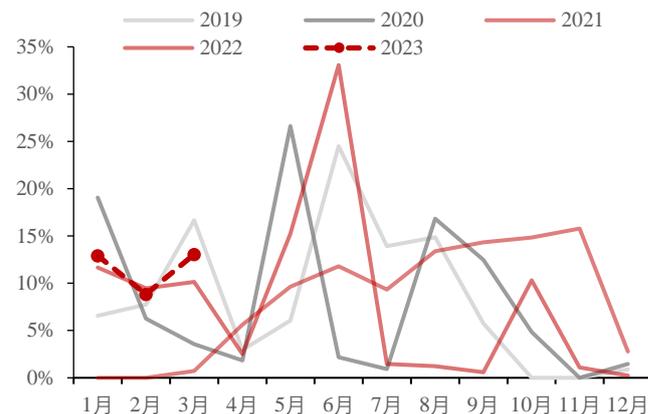
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：开年以来广义财政赤字处于高位



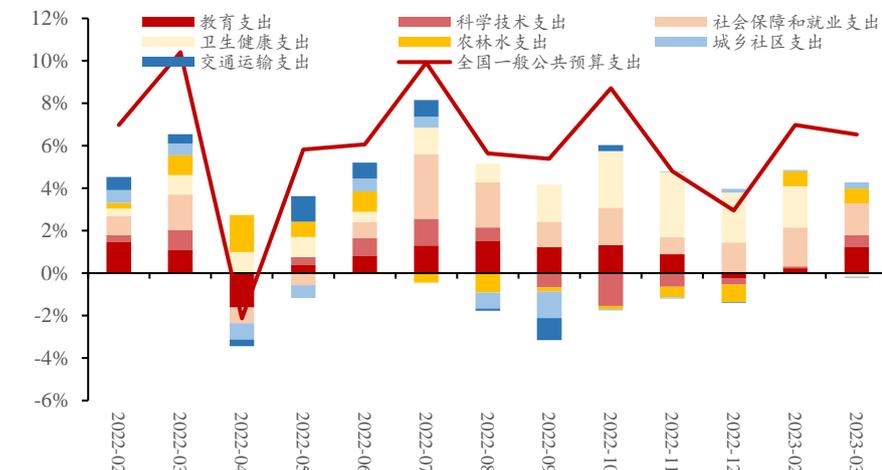
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：开年专项债发行节奏（月度发行/全年限额）较快



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：公共财政支出增速及分项拉动



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
行业评级	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