



宏观研究

【粤开宏观】5月财政数据的四大特点与财政稳增长的五大手段

2023年06月18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

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001
电话：13681810367

近期报告

《【粤开宏观】中国经济面临五大转变，迈向高质量发展》2023-06-08

《【粤开宏观】粤港澳大湾区战略：建设“五力”湾区》2023-06-08

《【粤开宏观】5月物价数据及当前经济形势点评》2023-06-09

《【粤开宏观】降息预期兑现》2023-06-13

《【粤开宏观】5月经济进一步放缓，稳增长迫在眉睫》2023-06-15

摘要

6月16日，财政部公布1-5月财政收支情况。1-5月一般公共预算收入同比增长14.9%。其中，税收收入同比增长17%；非税收入同比增长4.5%。1-5月政府性基金预算收入同比下降15%，降幅收窄1.9个百分点。

一、5月财政数据的四大特征

总体上看，我国财政运行仍保持紧平衡状态，在低基数的作用下一般公共预算收入增速持续上升、房地产低迷引发土地出让收入负增长，整体可支配财力并未明显扩张；同时一般公共预算支出和政府性基金预算支出持续下行，基建相关支出增速低于总体支出增速，财政逆周期调节要进一步发挥。

第一，1-5月一般公共预算收入增速较1-3月和1-4月均明显大幅上升，主要是源于去年增值税留抵退税导致的低基数效应，不能据此认为财政收入形势大幅改善。在基数效应作用下，今年收入增速大概率是一季度低、二季度高、三四季度回落的态势。

第二，增值税之外的税种消费税、企业所得税、个人所得税等下行反映出当前经济形势仍面临较大压力，内外需共振下行。

第三，房地产风险逐步缓释，但房地产销售、投资同比降幅扩大，房地产待售面积同比创2016年3月以来新高，房地产企业拿地能力和意愿未明显恢复，导致土地出让收入仍大幅负增长，直接减少了部分地区的可支配财力，引发城投风险等问题。城投债对应到金融机构的资产，于是城投风险连接财政与金融，而症结在于房地产，要以系统性思维看待和解决。

第四，一般公共预算支出同比增速较1-4月下滑，社保民生就业和科技支出增速高于总体增速，城乡社区、农林水、交通运输等基建类相关支出增速低于总体增速，反映出当前财政保民生和科技的意愿度更高，直接导致基建累计增速下行。政府性基金支出增速降幅进一步扩大，一方面与土地出让收入大幅下降有关，另一方面与专项债发行进度有待进一步加快有关，这导致1-5月狭义基建投资增速较1-4月有所下行。

综上，可得到三个基本结论：一是财政形势稳中有忧，收入的大幅提升主要是基数效应导致，考虑到土地出让收入大幅下降和债务集中到期，地方财政紧张状态仍值得关注。二是经济形势总体恢复进程有所放缓，总需求不足仍是核心矛盾，反映到消费税、企业所得税、个人所得税、关税等税种下行。三是财政逆周期调节要进一步加强，要加快一般债和专项债的发行进度。



二、财政稳增长的手段——五大方面

一是**新增政策性开发性金融工具**。这一举措能够缓解项目资本金不足的问题，撬动更大规模的社会资本金参与项目建设，为稳增长项目政策落地提供有力支撑。

二是**加快今年新增专项债额度的发行进度，同时尽快动用专项债结存限额空间，剩余空间超过1万亿元**。

三是**发行长期建设国债，提前建设十四五规划的重大项目，拉动基建投资对冲总需求不足**。建议发行长期建设国债，一是支持基建，对冲总需求快速下行，确保宏观大盘稳定，确保预期和信心稳定；二是腾出的财力空间用于保障民生，对低收入人群发放补贴，提高农村居民的养老金水平，为公众提供更多优质的民生服务，促进消费或提高居民的抗风险能力，确保社会和人心稳定。

四是**发放消费券，中央和地方分地区按比例分配，合力提振全国居民消费**。建议通过中央和地方政府分地区、按比例的方式来发消费券。例如西部地区可能是中央承担80%、地方承担20%，中部可能就是五五分，东部地区可能主要是由地方政府承担，然后中央承担20%。这样既能减轻地方政府负担，又能调动其积极性，最终提振全国居民消费。

五是**防范化解地方政府债务风险，避免系统性风险导致区域经济受到重大负面冲击**。短期以时间换空间，拉长债务周期、压降债务成本；同时对于部分风险明显加大的省份，加大中央的转移支付实现债务付息平稳过度，救助、债务置换与问责同步进行。一般情况下中央不救助，极端情况下救助的前提是问责，平衡系统性风险与道德风险，解决部分债务问题较为严重的省份的问题。

风险提示：经济恢复不及预期、稳增长政策力度不及预期



目 录

一、5月财政数据反映出经济和政策的四大特点.....	4
二、财政稳增长的手段——五大方面	7

图表目录

图表 1: 一般公共预算收入受低基数影响而大幅上升, 但一般公共预算支出同比增速下行.....	5
图表 2: 1-5月主要税种增速情况(去年留抵退税的低基数导致今年增值税同比大幅上升)	5
图表 3: 1-5月进口货物消费税、增值税以及关税受进口拖累影响同比为两位数负增长.....	6
图表 4: 1-5月民生相关支出增速高于总体增速, 而基建相关增速低于总体增速.....	6
图表 5: 土地出让收入同比降幅仍为负增长.....	7
图表 6: 5月以来专项债发行进度有所放缓.....	7



一、5月财政数据反映出经济和政策的四大特点

总体上看，我国财政运行仍保持紧平衡状态，在低基数的作用下一般公共预算收入增速持续上升、房地产低迷引发土地出让收入负增长，整体可支配财力并未明显扩张；同时一般公共预算支出和政府性基金预算支出持续下行，基建相关支出增速低于总体支出增速，财政逆周期调节要进一步发挥。具体情况如下：

第一，1-5月一般公共预算收入增速较1-3月和1-4月均明显大幅上升，主要是源于去年增值税留抵退税导致的低基数效应，不能据此认为财政收入形势大幅改善。1-5月一般公共预算收入同比增长14.9%，分别较1-3月和1-4月加快14.4和3.0个百分点。在基数效应作用下，今年收入增速大概率是一季度低、二季度高、三四季度回落的态势。

第二，增值税之外的税种消费税、企业所得税、个人所得税等下行反映出当前经济形势仍面临较大压力，内外需共振下行。消费税、车购税均负增长，反映出今年汽车消费总体仍偏低迷，耐用消费品的低迷主要是与居民收入增速偏低以及去年车购税减免对汽车刺激的透支有关；企业所得税、个人所得税累计同比为负，反映出今年企业经营情况和个人收入情况不容乐观，这与规模以上工业企业利润增速大幅负增长以及部分行业优化薪酬基本匹配；进口货物消费税、增值税以及关税同比为两位数负增长，与今年以来进口累计同比为-6.7%有较大关系，反映出内需相对低迷。

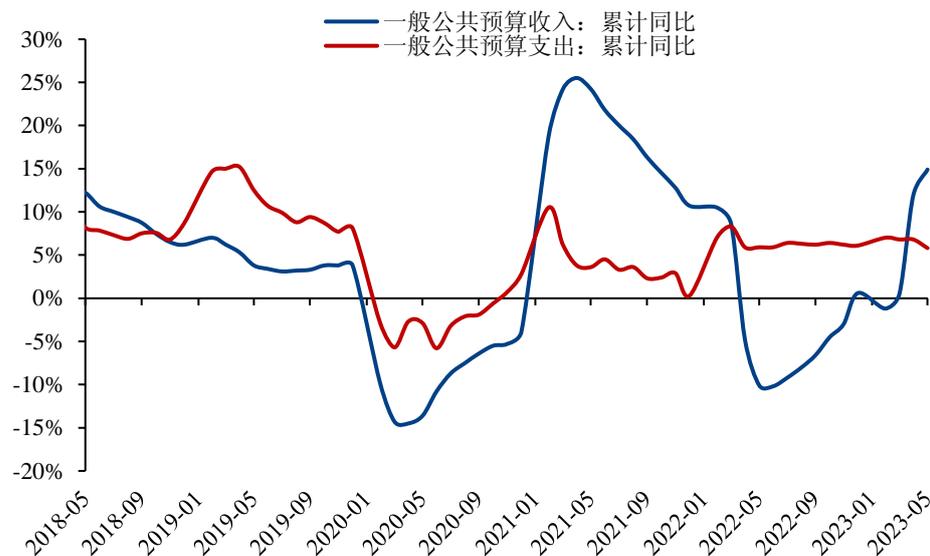
第三，房地产风险逐步缓释，但房地产销售、投资同比降幅扩大，房地产待售面积同比创2016年3月以来新高，房地产企业拿地能力和意愿未明显恢复，导致土地出让收入仍大幅负增长，直接减少了部分地区的可支配财力，引发城投风险等问题。城投债对应到金融机构的资产，于是城投风险连接财政与金融，而症结在于房地产，要以系统性思维看待和解决。由于对于地方政府而言，土地出让收入和房地产相关税种贡献的税收较高，房地产市场的低迷直接导致部分省份、城市的可支配财力增速放缓乃至下降。近期部分城市的城投债务风险引发各方关注，主要源自土地出让收入下行。而土地出让收入锐减直接影响城投风险、政府基建投资能力。

第四，一般公共预算支出同比增速较1-4月下，社保民生就业和科技支出增速高于总体增速，城乡社区、农林水、交通运输等基建类相关支出增速低于总体增速，反映出当前财政保民生和科技的意愿度更高，直接导致基建累计增速下行。政府性基金支出增速降幅进一步扩大，一方面与土地出让收入大幅下降有关，另一方面与专项债发行进度有待进一步加快有关，这导致1-5月狭义基建投资增速较1-4月有所下行。当前新增专项债发行进度偏慢，1-5月新增专项债共发行1.9万亿（其中，财政部数披露1-4月新增专项债券发行16216亿元，wind数据显示5月新增专项债发行2995亿元），较去年同期减少1128亿元。1-5月发行进度达到50.6%，较全年同期（20339/36500）降低5.2个百分点，主要受到5月份发行进度偏慢的拖累。其中，5月新增专项债发行进度为7.9%，较去年同期降低9.4个百分点。

综上，可得到三个基本结论：一是财政形势稳中有忧，收入的大幅提升主要是基数效应导致，考虑到土地出让收入大幅下降和债务集中到期，地方财政紧张状态仍值得关注。二是经济形势总体恢复进程有所放缓，总需求不足仍是核心矛盾，反映到消费税、企业所得税、个人所得税、关税等税种下行。三是财政逆周期调节要进一步加强，要加快一般债和专项债的发行进度。

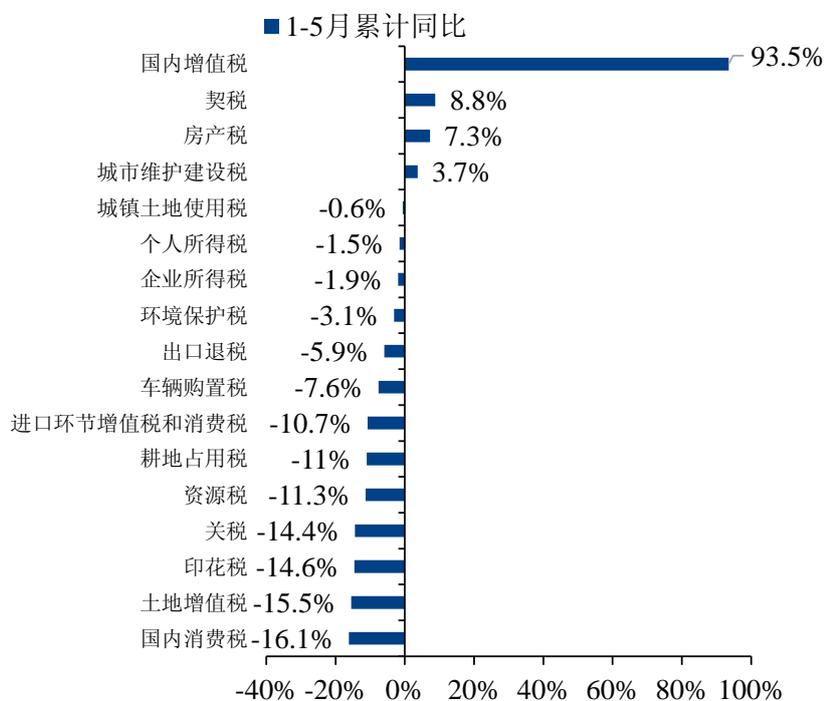


图表1：一般公共预算收入受低基数影响而大幅上升，但一般公共预算支出同比增速下行



资料来源：wind、粤开证券研究院

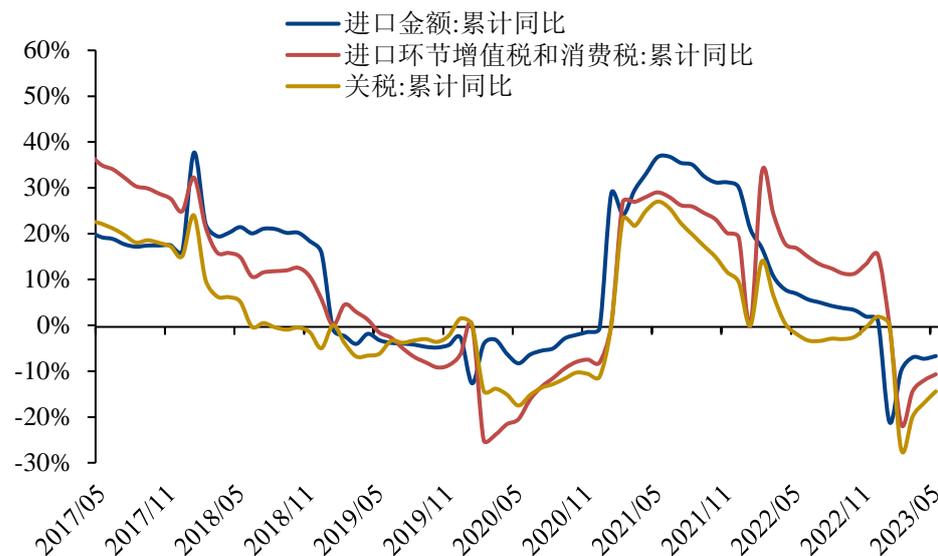
图表2：1-5月主要税种增速情况（去年留抵退税的低基数导致今年增值税同比大幅上升）



资料来源：wind、粤开证券研究院

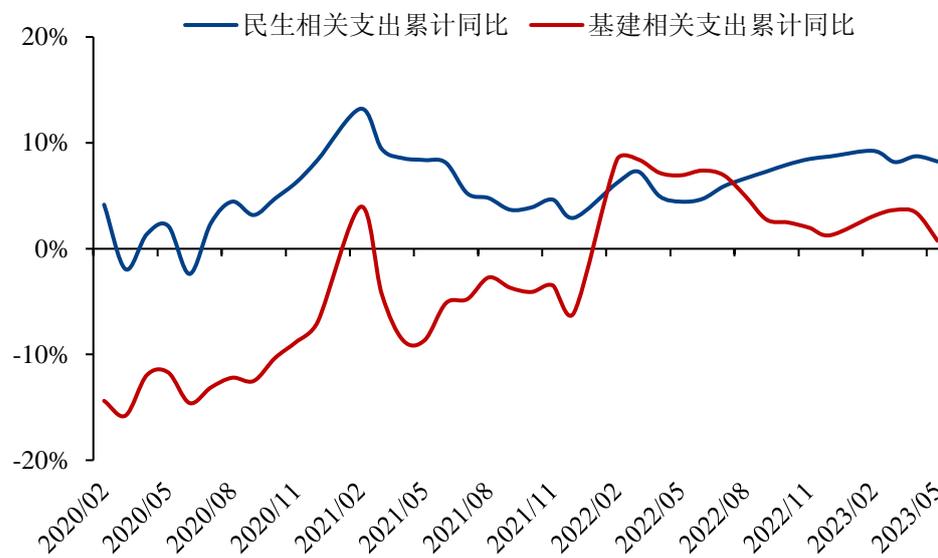


图表3：1-5月进口货物消费税、增值税以及关税受进口拖累影响同比为两位数负增长



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表4：1-5月民生相关支出增速高于总体增速，而基建相关增速低于总体增速



资料来源: wind、粤开证券研究院

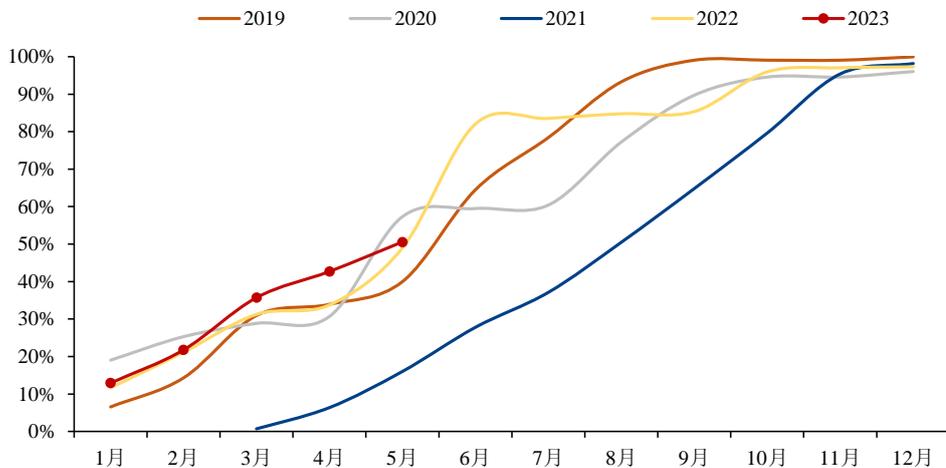


图表5：土地出让收入同比降幅仍为负增长



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表6：5月以来专项债发行进度有所放缓



注：2022年发行进度的计算考虑到使用结存限额5000亿元。

资料来源: wind、粤开证券研究院

二、财政稳增长的手段——五大方面

当前经济增长动能明显不足，亟需政策进一步稳增长。财政作为国家治理的基础和重要支柱，可从以下五个方面着手：

一是新增政策性开发性金融工具。去年6月29日，国常会首提“确定政策性、开发



性金融工具支持重大项目建设的举措”。这一举措有效地缓解了项目资本金不足的问题，撬动更大规模的社会资本金参与项目建设，为稳增长项目政策落地提供有力支撑。

二是加快今年新增专项债额度的发行进度，同时尽快动用专项债结存限额空间，剩余空间超过 1 万亿元。如前所述，年初两会通过的 3.8 万亿元新增专项债额度尚有 1.9 万亿元未发行，可加快新增专项债发行进度，促进专项债早发行早使用，尽快形成实物工作量。详见《如何理解 2023 年赤字和专项债？》。

三是发行长期建设国债，提前建设十四五规划的重大项目，拉动基建投资对冲总需求不足。目前关于财政政策的各项政策建议，都必须先回答钱从哪里来的问题。在地方政府财政收入增速放缓、举债受限的背景下，中央政府应承担起更大的责任。中央政府杠杆率和举债成本更低，举债空间和能力也更大。

建议发行长期建设国债，一是支持基建，对冲总需求快速下行，确保宏观大盘稳定，确保预期和信心稳定；二是腾出的财力空间用于保障民生，对低收入人群发放补贴，提高农村居民的养老金水平，为公众提供更多优质的民生服务，促进消费或提高居民的抗风险能力，确保社会和人心稳定。

四是发放消费券，中央和地方分地区按比例分配，合力提振全国居民消费。市场对于财政发放消费券的呼声也比较高，认为其能改善居民资产负债表，提振居民消费意愿和能力。但政府发放消费券也面临一些问题。若完全由地方政府发放，一是会加重地方财政压力，地方财政可能没有能力发放消费券；二是中西部地区可能缺乏发放消费券的动力，我国增值税、所得税等根据生产地缴纳，中西部发放消费券，相应商品来自东部，产生的增值税、所得税在东部，实质上是中西部在支持东部地区。而由中央政府发放消费券，又不利于调动地方政府的积极性。

建议通过中央和地方政府分地区、按比例的方式来发消费券。例如西部地区可能是中央承担 80%、地方承担 20%，中部可能就是五五分，东部地区可能主要是由地方政府承担，然后中央承担 20%。这样既能减轻地方政府负担，又能调动其积极性，最终提振全国居民消费。

五是防范化解地方政府债务风险，避免系统性风险导致区域经济受到重大负面冲击。短期以时间换空间，拉长债务周期、压降债务成本；同时对于部分风险明显加大的省份，加大中央的转移支付实现债务付息平稳过度，救助、债务置换与问责同步进行。一般情况下中央不救助，极端情况下救助的前提是问责，平衡系统性风险与道德风险，解决部分债务问题较为严重的省份的问题。



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。

牛琴，粤开证券研究院宏观分析师，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，证书编号：S0300523050001。

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，须在允许的范围内使用，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