

2023年06月17日

财政收支增速下滑，政策或将发力——5月财政数据

宏观研究团队

点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● **事件：**1-5月，全国一般公共预算收入99692亿元，同比增长14.9%。全国一般公共预算支出104821亿元，同比增长5.8%。全国政府性基金预算收入18657亿元，同比下降15%。

● **弱复苏下财政收入增速回落，税收收入多数负增**

5月可比口径下财政收入同比负增，多数税种收入下滑。5月公共财政收入为16521亿元，同比增长32.7%，自然口径下增幅低于4月。剔除留抵退税后同比下降-4.7%，可比口径下财政收入增速下降9.5个百分点，由正转负（4月财政收入同比增速4.8%）。5月税收收入14395亿元，同比增长42%，剔除留抵退税后同比下降4.4%。尽管自然口径下财政和税收收入保持高增长，但同比增幅快速下行、剔除留抵退税的同比大幅下滑再次反映5月经济复苏不及预期的现实。分税种来看，除增值税、契税等，多数税种收入全面下滑，地产相关税收下滑最明显。国内增值税剔除留抵退税因素后同比增长8.4%，增幅较4月上行。个人所得税小幅增长3.1%，增幅环比缩窄。企业所得税录得5104亿元，同比下降17.4%，体现企业经营景气度仍在下滑。消费税同比下降6.2%（4月增长3%）。除契税以外的地产相关税收均大幅下滑。综合来看，5月个人所得税和消费税、地产相关税收增速边际回落，体现居民收入和消费转弱，楼市进一步下探。

● **财政支出偏弱，基建类支出增速快速下行**

支出方面，5月全国公共财政支出18403亿元，同比增长1.5%，支出增速有所下滑。财政支出结构与3月以来保持一致，教育、科技、社保就业类支出增速较高，基建类支出大幅下滑。基建方面，城乡事务支出保持一定韧性，但农林水事务、交运类支出同比分别下降9.7%和34%。基建支出的大幅回落或与2022年高基数有关，2022年5月稳增长需求较大，基建的预算内财政支出较为强势，尤其在水利、交运方面支出增幅显著。教育类支出增速环比回落，同比增长6.4%；科技类支出保持平稳，同比增加7.2%；社保与就业支出同比增长8.1%。

● **政府性基金：收支同步下滑，专项债发行放缓；观察后续增量财政政策**

土地收入改善未能持续，5月政府性基金增速再度转负；专项债发行节奏错位导致政府性基金支出大幅下滑。5月政府性基金收入4056亿元，同比下降7.5%，增速较4月大幅回落（4月同比增长1.4%）。5月国有土地使用权收入为3132亿元，同比降幅再次扩大至-13%。土地购置费累计同比下滑至-0.5%，对投资的支撑进一步减弱。我们认为，短期内地产基本面承压加重，政策有望在供需两端进一步宽松（详见《战略相持已破，增量政策可期》）。5月全国政府性基金支出6415亿元，同比增速下滑21个百分点至-18%。提前批额度的完成进度不同导致专项债发行节奏错位，预计6月专项债净融资额或进一步下行。

5月经济数据延续转弱，我们认为“战略相持”已破，降息只是开始，增量政策可期，密切关注6-7月国常会和7月底政治局会议。财政方面关注地方存量债务化解、城投化险的实质性举措（可能是金融与财政工具结合）；基建相关的政策性金融工具、特别国债；降低个人和制造业企业成本等。

● **风险提示：**国内疫情反复超预期；政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《战略相持已破，增量政策可期——兼评5月经济数据—宏观经济点评》
-2023.6.15

《鹰派表态或将是美联储后续主基调——6月FOMC会议点评—宏观经济点评》
-2023.6.15

《降息只是开始，增量政策可期—宏观经济点评》
-2023.6.14

目 录

| | |
|---------------------------------|---|
| 1、 公共财政收入增速放缓，基建类支出同比下行..... | 3 |
| 1.1、 弱复苏下财政收入增速回落，税收收入多数负增..... | 3 |
| 1.2、 财政支出偏弱，基建类支出增速快速下行..... | 4 |
| 2、 政府性基金：收支同步下滑，专项债发行放缓..... | 5 |
| 3、 可期待后续财政增量政策 | 7 |
| 4、 风险提示 | 7 |

图表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 图 1： 5 月多数税种收入同比负增 | 3 |
| 图 2： 非税收入对财政的贡献进一步减少 | 4 |
| 图 3： 5 月公共财政收支同比均下行 | 4 |
| 图 4： 地产与地产相关税收同步下降 | 4 |
| 图 5： 5 月基建类支出增速大幅降低 | 5 |
| 图 6： 土地购置费累计增速再度转负 | 6 |
| 图 7： 政府性基金收入增速转向 | 6 |
| 图 8： 土地出让金增速再度下行 | 6 |
| 图 9： 5 月基建类财政支出仅占 20%..... | 7 |

单击此处输入文字。

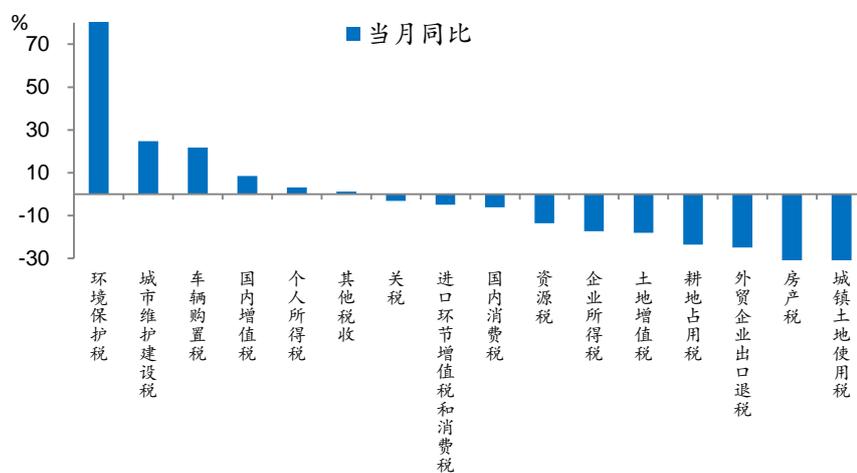
1、公共财政收入增速放缓，基建类支出同比下行

1.1、弱复苏下财政收入增速回落，税收收入多数负增

5月可比口径下财政收入同比负增，多数税种收入下滑。5月公共财政收入为16521亿元，同比增长32.7%，自然口径下增幅低于4月。剔除留抵退税后同比下降4.7%，可比口径下财政收入增速下降9.5个百分点，由正转负。（4月财政收入同比增长速4.8%）。其中中央财政收入为8290亿元，地方财政收入8231亿元。

5月税收收入14395亿元，同比增长42%，剔除留抵退税因素后同比下降4.4%。尽管自然口径下财政和税收收入保持高增长，但同比增幅快速下行、剔除留抵退税的同比大幅下滑再次反映5月经济复苏不及预期的现实。分税种来看，除（剔除留抵退税后）增值税、契税等，多数税种收入全面下滑，地产相关税收下滑最明显。国内增值税剔除留抵退税因素后同比增长8.4%，增幅较4月上行，主因2022年同期基数较低。个人所得税小幅增长3.1%，增幅环比缩窄。企业所得税录得5104亿元，同比下降17.4%，降幅扩大，体现企业经营景气度仍在下滑。消费税同比下降6.2%（4月增长3%）。除契税以外的地产相关税收均大幅下滑，房产税、城镇土地使用税同比下降超40%，土地增值税下降18%。外贸相关税收全部下行，出口退税同比降低25%，5月出口数据显示，积压订单释放带来的“填坑”效应或已基本消失。5月个人所得税和消费税、地产相关税收增速边际回落，体现居民收入和消费转弱，楼市进一步下探。

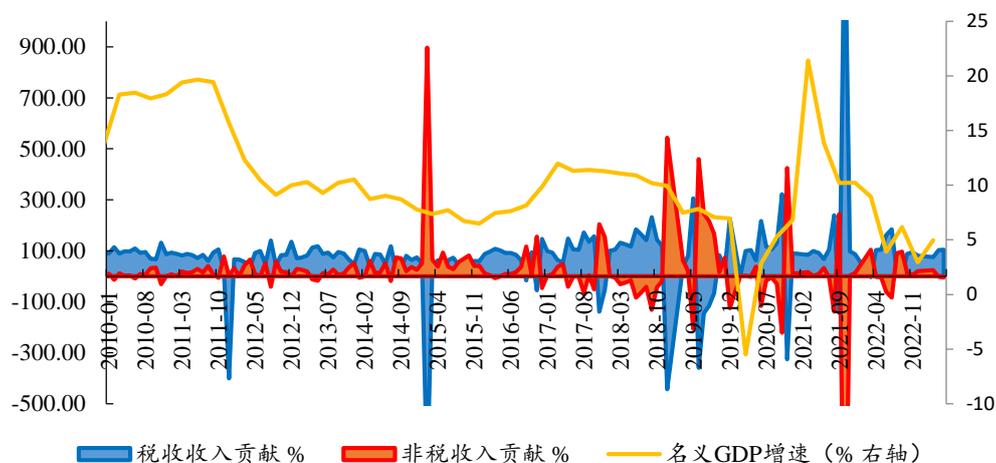
图1：5月多数税种收入同比负增



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：图表中增值税收入是剔除留抵退税因素口径

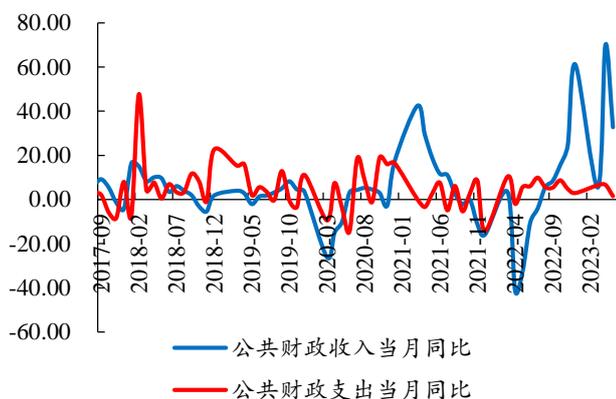
非税收入方面，5月录得2126亿元，同比下降7.8%，相比2022年，2023年没有使用过多非税收的财政手段，叠加税收收入在基数效应下的高增，非税收入占比进一步降低。

图2：非税收入对财政的贡献进一步减少



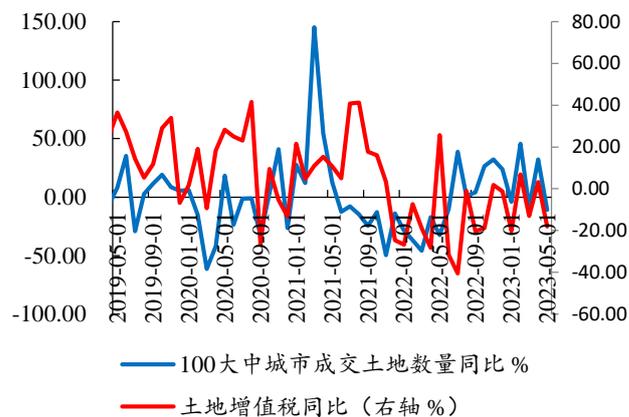
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：5月公共财政收支同比均下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：地产与地产相关税收同步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、财政支出偏弱，基建类支出增速快速下行

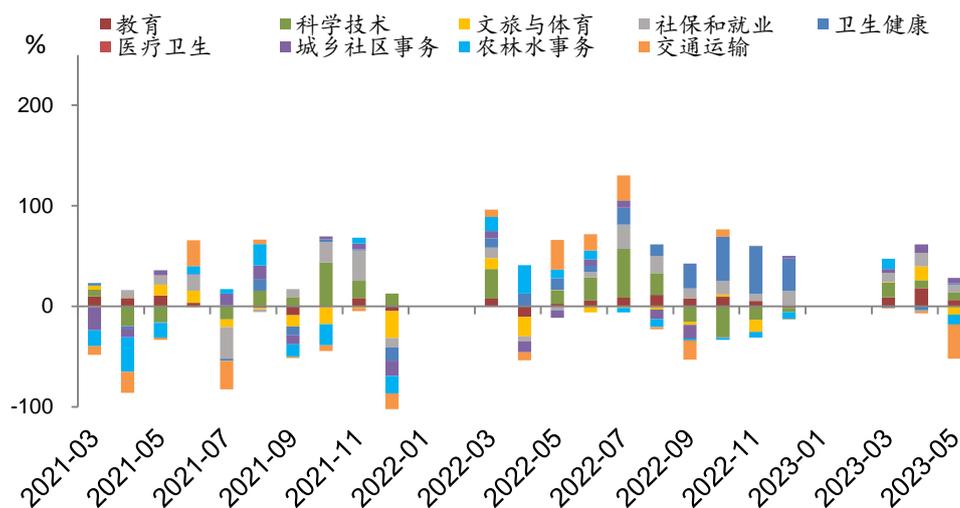
全国一般公共预算支出1-5月累计104821亿元，同比增长5.8%。全国公共财政支出5月为18403亿元，同比增长1.5%，支出增速有所下滑。

财政支出结构与3月以来保持一致，教育、科技、社保就业类支出增速较高。5月教育类支出增速环比回落，同比增长6.4%；科技类支出保持平稳，同比增加7.2%；社保与就业支出同比增长8.1%。基建类支出大幅下滑，城乡事务支出保持一定韧性，但农林水事务、交运类支出同比分别下降9.7%和34%。基建支出的大幅回落主因2022年高基数，2022年5月稳增长需求较大，基建的预算内财政支出较为强势，尤其在水利、交运方面支出增幅显著。而2023年财政预算报告新增的“注重政府投资绩效，防止盲目扩大投资”表述体现预算内资金对基建

的投入或更趋紧。5月文旅消费支出增速转负，同比下降8.3%。

1-5月中央本级支出共13092亿元，同比增长6.5%。地方财政支出91729亿元，同比增长5.7%。5月中央政府支出力度大于地方，同比增速达9.1%，而地方政府支出增速仅为0.2%。截至5月，公共财政支出已完成进度的38%，节奏较为平稳。

图5：5月基建类支出增速大幅降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、政府性基金：收支同步下滑，专项债发行放缓

土地收入改善未能持续，5月政府性基金增速再度转负；专项债发行节奏错位导致政府性基金支出大幅下滑。1-5月，全国政府性基金收入共计18657亿元，同比下降15%；5月政府性基金收入4056亿元，同比下降7.5%，增速较4月大幅回落（4月同比增长1.4%）。

5月国有土地使用权收入为3132亿元，同比降幅再次扩大至-13%；土地购置费累计同比下滑至-0.5%，对投资的支撑进一步减弱。5月地产销售和开工无明显改善，我们认为，短期内地产基本面承压加重，政策有望在供需两端进一步宽松（详见《战略相持已破，增量政策可期》）。但长期地产或需进一步出清、向良性稳态水平回归，地方政府依赖土地出让收入的模式或难以为继，需观察政府性基金收入后续新的支撑点。

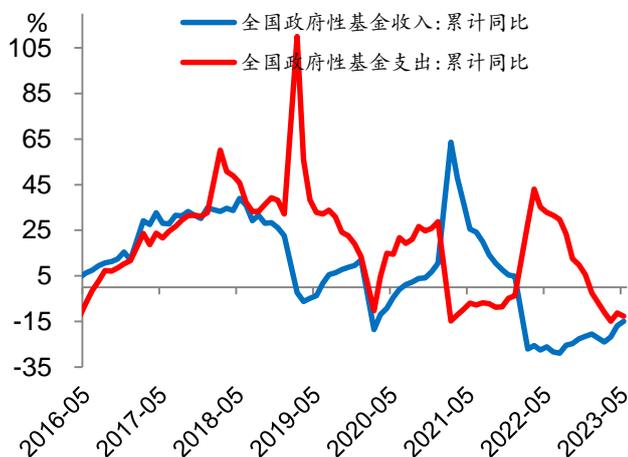
图6：土地购置费累计增速再度转负



数据来源：Wind、开源证券研究所

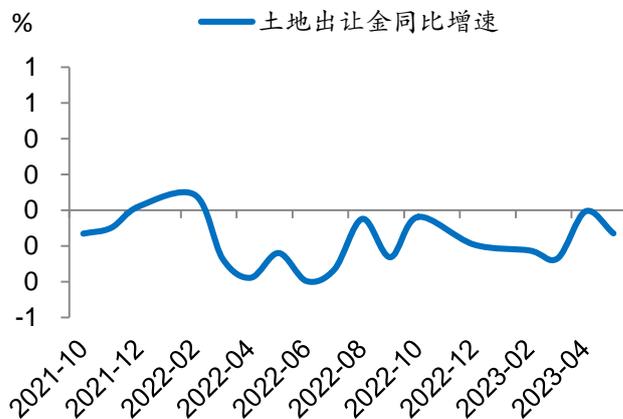
支出方面，1-5月全国政府性基金累计支出 34343 亿元，同比下降 12.7%。5月全国政府性基金支出 6415 亿元，同比增速下滑 21 个百分点至-18%，4月政府性基金支出的正增同样未持续到5月。中央政府性基金预算本级支出 174 亿元，同比下降 74%；地方政府性基金预算支出 6241 亿元，同比下降 13%。2023 年地方专项债提前批额度为 2.19 万亿，显著高于 2022 年的 1.46 万亿元。提前批额度的完成进度不同导致专项债发行节奏错位。2022 年的提前批额度在 4 月已接近发行完成，5 月第二批专项债开始发行。而 2023 年 5-6 月发行使用的仍是提前批额度，预计第二批资金在 6 月中下旬开始发行，但 6 月专项债偿还压力较大，专项债净融资额或将继续下行。预计二季度专项债发行节奏较一季度更为平缓，政府性基金增速或将处于低位。年初定调为积极的财政政策，但综合财政支出、减税降费、专项债发行等方面，2023 年截至目前财政扩张的力度较 2022 年相对有限。

图7：政府性基金收入增速转向



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：土地出让金增速再度下行

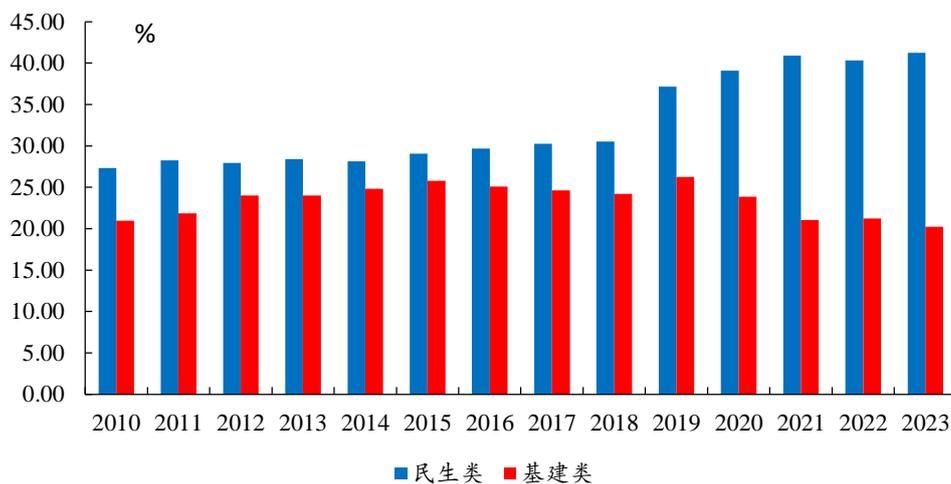


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、可期待后续财政增量政策

5月整体偏弱的财政数据为经济复苏的波折做了最后的证明。我们认为稳增长增量政策可期，而财政政策有可能集中在地方存量债务化解、城投化险的实质性举措（可能是金融与财政工具结合）；基建相关的政策性金融工具、特别国债；降低个人和制造业企业成本等。2023年1-5月，投向基建（城乡社区事务、农林水事务、交通、环保）的预算内支出平均占比20.4%。结合上文提到的预算报告中对基建较为谨慎的表述，财政预算内支出对于基建的投入力度或不及2022年。因此，后续政策性金融工具、特别国债等预算外资金有可能为基建提供支持。此外，我们认为财政手段为个人和企业降成本也将有效提振市场主体信心，助力经济修复。

图9：5月基建类财政支出仅占20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国内疫情反复超预期；政策执行力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn