

## 卖地收入继续低迷，关注财政货币配合

### ——2023年5月财政数据的背后

#### 核心观点

5月财政数据出炉，低基数促进一般公共预算收入回升，卖地收入继续低迷扰动基建，专项债加速发行难以完全满足资金缺口，后续关注政策性金融工具等准财政工具发力。经济动能高点已过，需求侧仍处弱修复，下半年财政重点关注三大方向：1) 多措并举降低企业经营负担、改善企业盈利质量。2) 关注财政货币配合新机制。3) 防范化解地方债务风险、严控新增隐性债务的大背景下，建议可适当配置部分公开城投债，特别是强财政的弱城投。

#### □ 一般公共预算收入：低基数助力收入改善

1-5月全国一般公共预算收入99692亿元，同比增长14.9%。其中，全国税收收入84774亿元，同比增长17%；非税收入14918亿元，同比增长4.5%。1-5月国内增值税、国内消费税、企业所得税和个人所得税分别变动+93.5%、-16.1%、-1.9%和-1.5%。

低基数助力收入显著改善，继续保持持续修复特征。低基数带动财政收入继续改善，受大规模集中退税及疫情扰动，2022年Q2一般公共预算收入边际回落，进而产生了较低的基数，在低基数基础上，2023年我国经济逐步企稳回升，夯实税基并带动税收收入显著回升，1-5月税收增速进一步上行，一般公共预算收入增速也达到了14.9%的高增速，显著高于年初预算目标。

结构层面，国内增值税和企业所得税表现较好，消费税及个人所得税相对较弱，我们认为背后原因在于，本轮疫后修复，居民受收入预期不稳和就业质量不高的影响，消费能力及意愿受限，较大规模的超额储蓄也得以形成，企业部门相对改善更多，商务活动和企业经营的显著回暖，餐饮出行、复工开工等高频数据已有反映，有助于增值税这类流转税的回升，其中Q2去年增值税大规模集中退税，低基数也一定程度上推升了国内增值税，此外企业所得税增速较低与企业盈利表现低迷有关，预计后续随着企业经营情况进一步改善，企业所得税有望边际回升。

#### □ 一般公共预算支出：支出强度较高，三保支出较强

1-5月全国一般公共预算支出104821亿元，同比增长5.8%。结构来看，社保就业和卫生健康支出进度较快，1-5月支出分别达到了预算安排的45.2%、39.2%，均高于同期整体38.1%的支出进度。

政策积极定调，财政前置发力。结合2022年底中央经济工作及2023年政府工作报告来看，决策层明确2023年财政政策要加力提效、保持支出强度，保持政策的连续性和稳定性；2023年1-5月财政支出增速达到5.8%，高于5.6%的预算目标，其中1-5月财政支出进度达到了38.1%，是2020年疫后以来同期最高水平。我们认为，财政支出前置落实政策要求，符合预期，在经济逐步回升过程中，财政率先发力旨在发挥引领和杠杆作用，借以带动社会投资和居民消费。

支出结构延续疫后特征。从一般公共预算支出结构来看，支出进度较快的是社保就业和卫生健康，分别达到45.2%和39.2%，其他领域的支出进度落后于整体支出进度，教育、城乡社区和交通运输支出进度相对较快，分别达到38.0%、37.7%和36.3%。我们认为，2023年开年的支出结构与过去三年较为接近，三重压力下政府“兜牢三保”的任务较重，保持较大规模的社保就业支出有较强必要性，2023年财政预算安排超10万亿、中央对地方转移支付及大规模财政直达机制，目的也是在于保障基层财力。卫生健康支出较多符合疫情及疫情应对的相关花费，预计随着疫情因素扰动逐步下降，卫生健康的支出增速可能逐步放缓教育支出增速边际增长较快，我们认为主因是与呵护就业有关，扩大招生并加大就业

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 1 《欧央行政策步调与联储趋同——欧央行6月议息会议传递的信号》 2023.06.16
- 2 《5月宏观数据解读：经济动能高点已过》 2023.06.16
- 3 《先摆好姿态，再相机抉择——6月美联储议息会议传递的信号》 2023.06.15

辅导政策落实。此外，交通运输和城乡社区是预算内基建的重要投资领域，这两项支出增速较快，但增速边际回落，与5月基建边际回落、总体较强的走势也相互印证。

#### □ 政府性基金：卖地收入继续低迷，准财政工具或可期

1-5月累计，全国政府性基金预算收入18657亿元，同比下降15%，其中，国有土地使用权出让收入14893亿元，同比下降20%。1-5月累计，全国政府性基金预算支出34343亿元，同比下降12.7%。其中，国有土地使用权出让收入相关支出19160亿元，同比下降18.7%。

**卖地收入不足增加资金压力。**今年以来卖地收入继续表现低迷，1-5月国有土地使用权出让收入14893亿元，同比下降20%，较去年同期减少近4000亿，卖地收入仍处于较低水平。我们认为，一方面房地产市场还未回升至常态水平、仍处于修复进程，一系列呵护需求、补充流动性、稳定预期和权益补充的政策措施有序进行，但效果相对有限，重点关注新开工链条的修复，若新开工显著改善则后续土地市场有望进一步回暖，目前来看，地产销售修复较慢和现房库存累计较快决定了新开工大概率修复较慢，2023年1-5月新开工面积同比增速为-22.6%也有体现。另一方面源于卖地收入是分期支付，不论是去年房企买地的尾款还是当前的土地成交“首付”，整体上均表现的相对较弱，预计卖地收入仍将承压一段时间。

**专项债难填补到位资金，关注准财政工具发力。**基建到位资金主要来源于预算内基建、政府性基金、专项债、银行信贷、城投债等，在卖地收入不足的情况下，财政政策期待加速专项债集中发行递补资金缺口，截至2023年6月上旬，新增专项债发行已经突破1.9万亿元水平，其中我们统计超过53%投向狭义基建，虽然专项债发行较快，但难以完全匹配卖地收入不足对基建的拖累，一方面源于专项债要求项目收益匹配，部分项目质量较低、收益率相对较低且依赖卖地收入的项目，较难满足专项债项目质量要求，另一方面，专项债资金要求专款专用，与卖地收入资金相对灵活地资金安排也存在差异。

借鉴2022年下半年政策经验，我们继续提升关注后续准财政工具发力，特别是继续出台政策性金融工具的可能性较高，核心用于填补卖地收入不足的资金缺口。政府性基金预算对稳增长、稳就业、稳预期等重要作用，主要通过政府投资发力带动增长、改善就业、稳定信心；2022年，由于卖地收入的显著下滑，决策层通过集中上缴央行结存利润、集中前置发行专项债、增发政策性金融工具和补充发行限额内专项债等方式递补卖地收入下滑的影响，从而保障了政府性基金支出的相对平稳和基建投资稳步增长。

#### □ 下半年财政重点关注三大问题

我们认为，经济仍处于弱修复状态，地产投资仍处于负增长区间，规模以上工业企业盈利显著低于历史平均水平，民间投资的持续低迷可能对拖累后续制造业投资的增长，海外经济体滞胀走势也可能进一步冲击我国出口，在财政发力相对靠前的背景下，针对经济领域面临的各种问题，下半年财政政策如何摆布，我们认为重点关注以下三个方面：

1) **降低企业经营负担，改善企业盈利质量。**2023年1-4月规模以上工业企业利润累计同比下降20.6%，为21世纪以来的第三低读数，仅低于2020年疫情冲击和2009年经济危机冲击的水平，与之匹配的是制造业投资自2021年2月以来持续震荡下行趋势，2023年1-5月民间投资同比仅为-0.1%，工业产能利用率也自2021年6月以来持续下行。

我们认为财政政策对于降低企业经营负担和改善企业盈利质量有重要作用，2020至2022年财政政策持续通过大规模退税降费政策帮助企业盈利大幅改善，2020年至2022年规模以上工业企业盈利同比增速分别为4.1%、34.3%和-4%（负增因受高基数影响），我们预计下半年财政政策将采取一系列措施帮助企业降低经营负担、改善企业盈利质量，对经济恢复较慢的薄弱领域和产业发展压力较大的产业加大减税降费力度，对部分财政收支压力较大区域加大转移支付支持力度，适时对部分企业和区域采取缓税措施。

对于缓税减税降费政策实施带来的资金缺口，我们认为有两种方式解决，一方面通过腾挪财政支出空间满足，另一方面可以通过发行特别国债来腾挪

财政空间，考虑外部复杂的政治经济形势和国内多重发展任务，对于一些具有重大公共产品意义的基建、民生等产业发展项目，可以通过发行特别国债定向支持，从而将部分预算内资金腾挪出来加大对企业减负的支持。

- 2) **关注财政货币配合新机制。**我们先后在2023年1月及3月外发报告提示关注“中国特色的财政货币配合新机制”，下半年我们认为这一机制仍需重点关注，一方面在于政府工作报告明确要求财政政策要“注重与货币政策、产业政策、科技政策、社会政策等协同发力，更直接更有效地发挥积极财政政策作用”，另一方面财政政策受全年预算安排及中期财政规划约束，2023年前置发力意味着下半年相对有限，更需货币政策等宏观政策递补发力。我们认为，产业政策驱动经济结构转型升级将是未来我国经济发展的主线，但转型过程中可能面临财政收入不足、货币政策宽信用体量不够、经济增速承压等问题，核心解决之道在于财政货币的有效配合，未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局，我们提示重点关注两大领域：1) 再贷款资金强化支持制造业。2) PSL为新市民公共基础设施及新基建等领域提供资金支持，4月政治局会议明确在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
- 3) **防范化解地方债务风险，严控新增隐性债务。**2023年下半年，我们预计严控新增隐性债务、多措并举逐步化解存量债务风险的政策思路不会改变，地方政府债务问题仍需重点关注。首先，2020至2022年，疫情因素对财政政策空间及收支平衡带来较大挑战，在此背景下财政依旧秉持严控新增隐性债务的基调并积极促进隐性债务的化解，压实地方责任，通过债务重组、资产变现、特殊再融资、鼓励开展全域无隐性债务试点等方式化解潜在风险，取得了较好的成果，并未采取大规模置换的政策手段或者出现城投平台公开债违约等风险事件，侧面验证财政政策的化债决心。随着2023年疫后放开和经济动能逐步增强，财政政策空间及收支平衡压力适当下降，对债务化解的掣肘也将下降。

其次，2023年以来，政府工作报告明确要求“防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”，财政预算报告提出更细致的四项安排：1) 强化跨部门协作监管，压实各方责任，从资金需求端和供给端同时加强监管，阻断新增隐性债务路径，坚决遏制隐性债务增量。2) 督促省级政府加强风险分析研判，定期监审评估，加大对市县工作力度，立足自身努力，逐步降低债务风险水平，稳妥化解隐性债务存量。3) 加强地方政府融资平台公司综合治理，逐步剥离政府融资功能，推动分类转型发展。4) 加强专项债券投后管理，严禁“以拨代支”、“一拨了之”等行为，健全项目管理机制，按时足额还本付息，确保法定债券不出任何风险。

我们认为，财政政策的一系列表态，表达出了清晰“隐性债务的防范和化解”的思路，确保法定债券不出任何风险，部分区域阶段性公开债出现偿债压力较大时，以地方政府为核心，地方金融机构、地方国企等会配合化解风险，例如使用贷款替代公开债。综合来看，我们预计下半年在隐性债务化解和城投平台转型和剥离过程中，债券市场风险与机遇并存，非标债券相对不安全，城投平台公开债不会出现违约冲击，建议可适当配置部分公开城投债，特别是强财政的弱城投。

## □ 风险提示

经济超预期下行，政策落地不及预期，大国博弈超预期。

## 正文目录

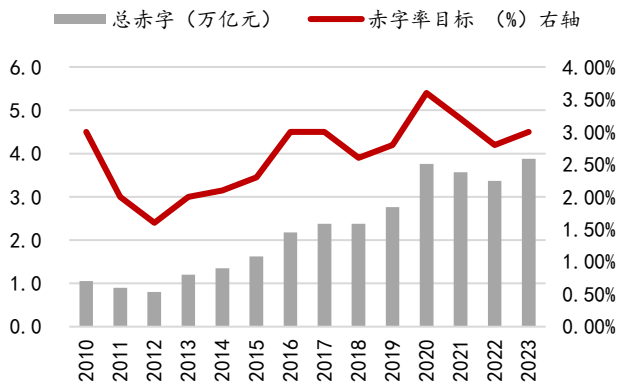
1 财政数据跟踪 .....	6
----------------	---

## 图表目录

图 1: 2023 年财政赤字 3.88 万亿, 赤字率 3%.....	6
图 2: 2023 年新增专项债规模 3.8 万亿元.....	6
图 3: 2023 年社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多, 1-5 月社保就业、卫生支出较快 .....	6

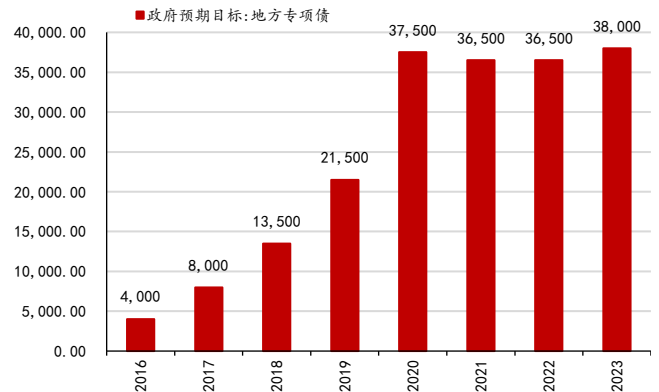
## 1 财政数据跟踪

图1：2023年财政赤字3.88万亿，赤字率3%



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图2：2023年新增专项债规模3.8万亿元



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图3：2023年社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多，1-5月社保就业、卫生支出较快

一般公共预算支出投向	2021		2022预算		2022决算		2023预算		2023预算较2022年 决算绝对值新增 亿元	2023预算较2022 年决算占比新增 %	2023年1-5月支出 进度
	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)			
农林水支出	22169	9.0%	24041	9.0%	22490	8.6%	23661	8.6%	1171	0.0%	31.1%
公共安全支出	13794	5.6%	14692	5.5%	14333	5.5%	14857	5.4%	524	-0.1%	
科学技术支出	9607	3.9%	10418	3.9%	10023	3.8%	10455	3.8%	432	0.0%	32.0%
社会保障和就业支出	33746	13.7%	37398	14.0%	36603	14.0%	39344	14.3%	2741	0.3%	45.2%
教育支出	37687	15.3%	41404	15.5%	39455	15.1%	42095	15.3%	2640	0.2%	38.0%
城乡社区支出	19459	7.9%	21103	7.9%	19415	7.4%	19809	7.2%	394	-0.2%	37.7%
外交、国防支出	14287	5.8%	15226	5.7%	15376	5.9%	16508	6.0%	1132	0.1%	
节能环保支出	5419	2.2%	5877	2.2%	5396	2.1%	5778	2.1%	382	0.0%	32.5%
一般公共服务支出	19952	8.1%	21103	7.9%	21109	8.1%	21460	7.8%	351	-0.3%	
资源勘探工业信息等支出	6651	2.7%	6945	2.6%	7297	2.8%	7704	2.8%	407	0.0%	
文化旅游体育与传媒、灾害防治及应急管理等其他支出	15518	6.3%	17096	6.4%	15637	6.0%	16783	6.1%	1146	0.1%	7.5%
债务付息支出	10346	4.2%	11219	4.2%	11358	4.4%	12381	4.5%	1023	0.1%	38.1%
交通运输支出	11331	4.6%	12021	4.5%	12025	4.6%	12381	4.5%	356	-0.1%	36.3%
住房保障支出	7143	2.9%	7747	2.9%	7558	2.9%	7704	2.8%	146	-0.1%	
卫生健康支出	19213	7.8%	20836	7.8%	22542	8.6%	24211	8.8%	1669	0.2%	39.2%
总计	246322	100.0%	267125	100.0%	260609	97.56%	275130	100.0%	14521		38.1%

资料来源：Wind、WSJ, 浙商证券研究所

### 风险提示：

经济超预期下行，受不确定性外生冲击经济大幅下行，财政政策或出现大幅宽松可能。

政策落地不及预期，财政政策落地大幅不及预期，或导致财政政策基调大幅转松、扩围加码。

大国博弈超预期，中美等大国博弈持续演绎，意识形态对抗在军事、科技、金融、人权、外贸、气候治理、能源转型、农业等领域恶化，导致财政政策大幅转向。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>