



宏观研究

【粤开宏观】财政收入恢复性增长的背后——上半年财政形势分析与展望

2023年07月28日

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
邮箱：

分析师：徐凯舟

执业编号：S0300523060001
电话：
邮箱：xukaizhou@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】稳住房地产，解决财政和城投风险》2023-07-07

《【粤开宏观】资产负债表衰退：理论缺陷，不适用于当前的中国》2023-07-11

《【粤开宏观】疫后恢复的结构性特征明显，全年“保5”仍需加力》2023-07-18

《【粤开宏观】持续优化发展环境，促进民营经济更大作为》2023-07-20

《【粤开宏观】政治局会议的新提法与信号》2023-07-24

导读

7月19日，财政部公布2023年上半年财政收支情况。上半年全国一般公共预算收入同比增长13.3%。其中，税收收入同比增长16.5%，非税收入同比下降0.6%。一般公共预算支出同比增长3.9%。政府性基金预算收入同比下降16%，支出同比下降21.2%。

摘要

1、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，但是两年平均增速低；房地产低迷引发土地出让收入负增长，两本预算收入之和的两年平均增速为-4.4%。即使考虑到转移支付和发行债券形成的支出，一般公共预算支出、政府性基金预算支出当年同比增速分别为3.9%和-21.2%，两本预算支出之和的两年平均增速仅为4.1%；支出结构上，基建相关支出增速低，积极财政有待进一步发挥逆周期调节作用。

第一，上半年一般公共预算收入前低后高，反映出实体经济在疫后逐步恢复，是疫后需求集中释放和前期一系列政策集中发力的结果。上半年财政收入增速较高主要是在二季度实现的，主要源于去年二季度留抵退税导致的低基数，两年平均增速仅为0.9%。

第二，同样受去年大规模留抵退税的因素影响，上半年税收增速高于非税收入，财政收入质量有所提高。

第三，从税收分项来看，除增值税受基数效应大幅增长外，国内消费税、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。

第四，一般公共预算支出进度较慢，民生相关支出增速高、基建相关支出增速低，反映出当前财政保民生意愿度更高，对基建支持力度下降。

第五，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。

2、分区域格局：受益于能源资源景气度提升，中西部一般公共预算收入增速领先东部。

第一，四大地区财政收入同比正增长，但剔除留抵退税影响后，中西部财政收入增速领先东部。中部、西部地区两年平均增速分别为5.2%、7.9%，东部、东北地区两年平均分别下降0.3%、0.2%。

第二，从财政收支规模看，广东、江苏、浙江、上海、山东一般公共预算收入规模位居前5位，江苏超过浙江、上海超过山东。

第三，内蒙古、山西、陕西三个资源大省一般公共预算收入两年平均增长10%以上，四川、甘肃、宁夏、安徽两年平均增速超5%，增速靠前省份集中在中



西部地区。

第四，多数省份政府性基金收支双降，但部分省份受益于国有土地使用权出让收入逆势增长，内蒙古“中小银行专项债”支出推动政府性基金支出增长。

3、地方债务形势：到期压力较大，净融资下降。

今年上半年地方债发行较去年同期有所下降，还本额则明显上升，净融资额大幅下降。

第一，从债务余额来看，广东、山东、江苏、浙江、四川五省债务余额规模居前，合计占到全国地方政府债务的三成以上。

第二，从债务压力来看，青海、贵州、甘肃、吉林和新疆等省份偿债压力较大。海南、新疆、江西、甘肃、重庆负债率上升较快。

第三，从新增债券资金用途看，新增专项债重点投向产业园区、棚户区改造和医疗卫生三大方向。

第四，从发行期限看，20年期和30年期占到新增专项债的半壁江山。

第五，从偿还期限看，2026、2028、2030年将再度迎来地方债偿还高峰。

4、下半年财政收入能否延续向好态势？财政政策将如何发力？

下半年财政收入增速取决于经济增速、物价水平和去年同期基数，总体上看当年增速或较二季度和上半年有所回落，但两年平均增速或相对平稳。

建议下半年财政政策在三个方面继续发力：一是进一步在收入端落实落细前期出台的有针对性的减税降费举措，呵护制造业、中小微企业和个体工商户等重点行业和群体，但不宜再推出大规模减税降费，从重视规模数量到效率效果，要稳定宏观税负，否则减税边际效应递减的同时债务推升，而且不利于落实税收法定原则；二是进一步加大优质项目储备，并加快专项债发行进度并尽快投入到项目上，根据经济形势适当使用专项债结存限额，进一步拉动基建稳增长；三是积极防范化解地方债务风险，地方政府积极盘活存量资源偿还债务，同时与银行等金融机构开展市场化、法治化的谈判拉长债务周期、降低债务利率，尽快制定实施短期与长期结合、增量与存量结合、兼顾系统性风险与道德风险的一揽子化债方案。

风险提示：外部冲击超预期、经济下行压力超预期



目 录

一、总体形势：低基数效应下财政收入恢复性增长，支出更偏刚性.....	4
二、分区域格局：受益于能源资源景气度提升，中西部一般公共预算收入增速领先东部.....	7
三、地方债务形势：到期压力较大，净融资下降.....	13
四、下半年财政收入能否延续向好态势？财政政策将如何发力？.....	15

图表目录

图表 1： 一般公共预算收支增速情况.....	5
图表 2： 2023 上半年税收收入增速大幅高于非税收入增速.....	6
图表 3： 2023 年上半年主要税种增速及两年平均增速情况.....	6
图表 4： 1-6 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.....	7
图表 5： 二季度以来专项债发行进度有所放缓.....	7
图表 6： 剔除留抵退税影响后，中西部财政收入增速领先东部.....	8
图表 7： 22 个省份上半年各省份一般公共预算收入情况.....	9
图表 8： 2023 年上半年各省份一般公共预算收入均实现正增长.....	10
图表 9： 各省份财政收入增速分化，资源大省领涨.....	11
图表 10： 多数省份上半年财政支出同比增长.....	12
图表 11： 多数省份政府性基金收支双降.....	12
图表 12： 截至 2023 年 6 月底分省份债务情况.....	13
图表 13： 上半年新增专项债资金投向.....	14
图表 14： 2023 年上半年新增地方债券期限结构.....	14
图表 15： 2026、2028、2030 年将迎来阶段性地方债偿还高峰.....	15



一、总体形势：低基数效应下财政收入恢复性增长但实际扩张有限，支出更偏刚性，紧平衡延续

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，但是两年平均增速低、房地产低迷引发土地出让收入负增长，两本预算收入之和的两年平均增速为-4.4%。即使考虑到转移支付和发行债券形成的支出，一般公共预算支出、政府性基金预算支出当年同比增速分别为3.9%和-21.2%，两本预算支出之和的两年平均增速仅为4.1%，低于上半年名义GDP增速的5.4%，积极财政有待进一步发挥逆周期调节作用。具体情况如下：

第一，上半年一般公共预算收入前低后高，反映出实体经济在疫后逐步恢复，是疫后需求集中释放和前期一系列政策集中发力的结果。同时也要看到，上半年财政收入增速较高主要是在二季度实现的，主要源于去年二季度留抵退税导致的低基数，剔除基数效应后实际上是常态化增速。1-6月一般公共预算收入同比增长13.3%，两年平均增速仅为0.9%，低于2021年同期两年平均的4.2%和2019年同期的3.4%。财政收入进度较快，1-6月财政收入占全年预算的比重达到54.9%，高出序时进度4.9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，同样受去年大规模留抵退税因素的影响，上半年税收增速高于非税收入，财政收入质量较2022年有所提高。1-6月税收收入同比增长16.5%，两年平均下降0.4%；非税收入同比增速、两年平均增速分别为0.6%、8.3%；税收收入占一般公共预算收入的比重为83.6%，高于去年同期2.3个百分点，但仍低于2020年的85.3%和2021年的85.8%。从非税收入细分结构来看，国有资源（资产）有偿使用收入增长10.7%，全国行政事业性收费收入下降12.5%，罚没收入下降16.2%，反映地方政府在多渠道盘活闲置资产的同时，更加注重对营商环境的保护。

第三，从税收分项来看，除增值税受基数效应大幅增长外，国内消费税、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。1-6月国内消费税、车购税分别下降13.4%和3.6%，反映出今年汽车消费总体仍偏低迷（1-6月乘用车市场零售销量同比增长2.7%），耐用消费品的低迷主要是与居民资产负债表仍在缓慢修复以及去年车购税减免对汽车刺激的透支有关。企业所得税下降5.4%，与企业利润增速偏低有关（上半年规模以上工业企业利润同比为-17.3%）；个人所得税累计同比为负，主要是专项附加扣除效应显现，有利于增加居民税后可支配收入；进口货物消费税、增值税以及关税累计同比分别为-9.5%和-13.6%，与今年以来进口累计同比下降6.7%有较大关系，反映出内需相对低迷。

第四，一般公共预算支出进度较慢，民生相关支出增速高、基建相关支出增速低，反映出当前财政保民生意愿度更高，对基建支持力度偏弱。1-6月一般公共预算支出同比增长3.9%，较1-5月放慢1.9个百分点。其中，民生相关支出（社保就业、教育和卫生健康）同比增长6.6%，高于总体增速2.7个百分点；基建相关支出（农林水、城乡社区、交通运输和节能环保）支出同比下降1.5%，对基建投资增速有所拖累。此外，随着政府债务规模不断提高，债务付息压力逐年提升，需高度关注政府债务付息压力。1-6月债务付息支出同比增速为5.5%，支出规模占总支出比重为4.4%，持续创历史新高，这里还只包括国债和地方政府一般债的利息支出，未包括专项债的利息支出。

第五，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。1-6月政府性基金支出同比下降21.2%，较1-5月降幅扩大8.5个百分点。

一方面，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

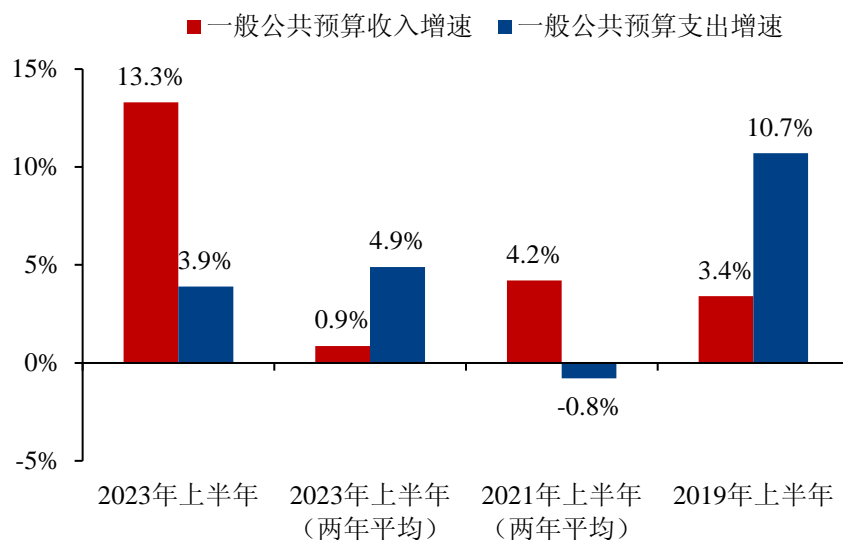


同比创 2016 年 3 月以来新高，房地产企业拿地能力和意愿未明显恢复，导致 1-6 月国有土地使用出让收入同比下降 20.9%。

另一方面，当前新增专项债发行进度偏慢，可能与两个因素有关：当前优质有收益的项目储备不足、审计监督要求规范使用专项债，同时平滑专项债发行节奏以避免对社会融资规模冲击。当前要平衡专项债优质项目储备不足与专项债发行进度偏慢的矛盾，化解的方式是加大储备力度以及从中长期看增加一般债、减少专项债占比。

上半年新增专项债共发行 2.3 万亿元，较去年同期减少 11053 亿元。1-6 月发行进度达到 60.5%，低于去年同期（考虑结存限额 5000 亿元）21.5 个百分点，主要是去年二季度面临疫情、财政要靠前发力，6 月份发行规模超万亿元导致同期基数较高。6 月新增专项债发行占全年额度的 10.6%，较去年同期降低 22.4 个百分点。

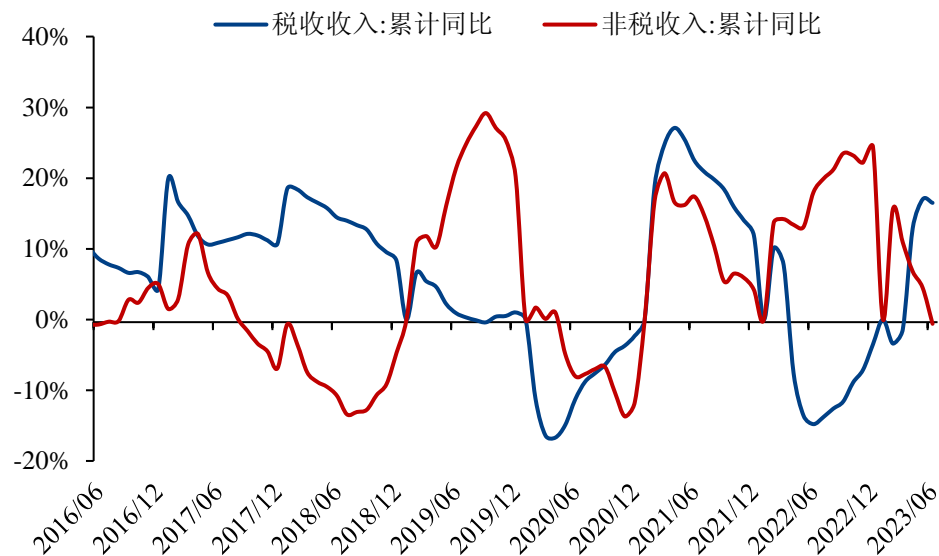
一般公共预算收支增速情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

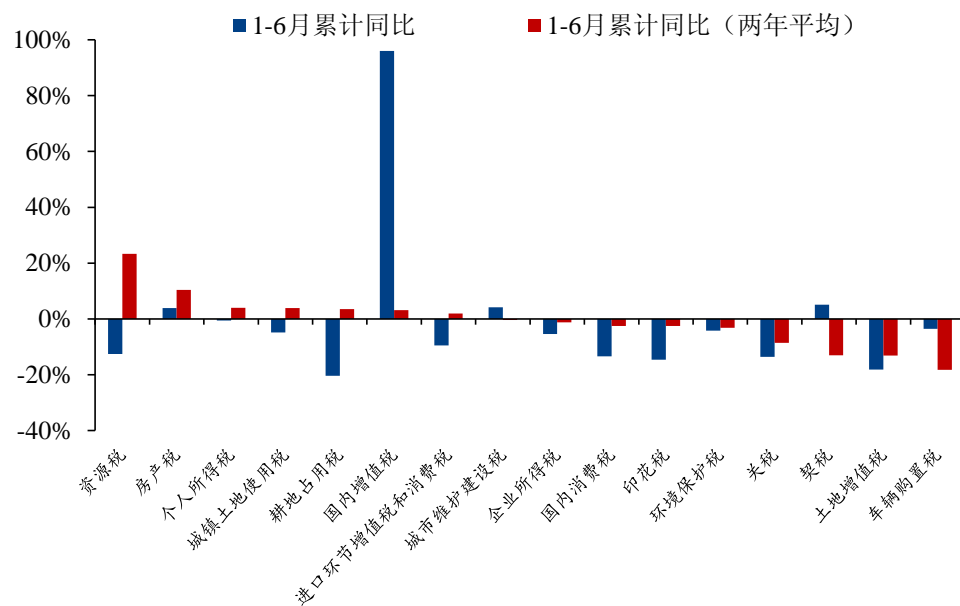


2023 上半年税收收入增速大幅高于非税收入增速



资料来源: wind、粤开证券研究院

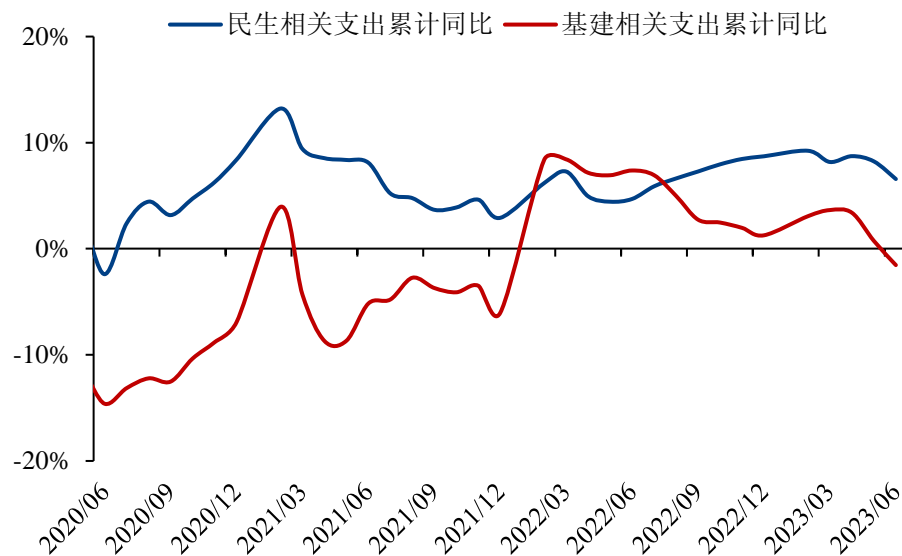
2023 年上半年主要税种增速及两年平均增速情况（按两年平均增速从高到低排列）



资料来源: wind、粤开证券研究院

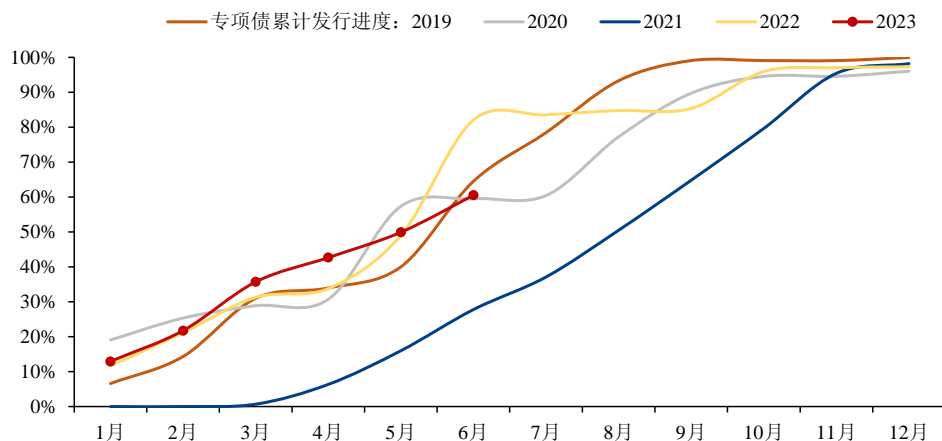


1-6 月民生相关支出增速高于总体增速，而基建相关支出增速为负



资料来源: wind、粤开证券研究院

二季度以来专项债发行进度有所放缓，低于去年同期



注: 2022 年发行进度的计算考虑到使用结存限额 5029 亿元。

资料来源: wind、粤开证券研究院

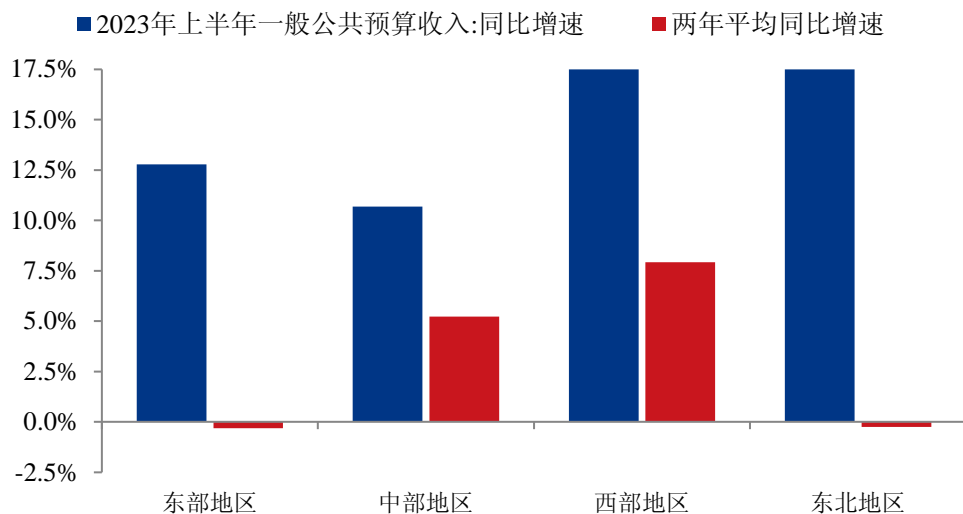
二、分区域格局: 受益于能源资源景气度提升, 中西部一般公共预算收入增速领先东部

第一, 四大地区财政收入同比均实现正增长, 但剔除留抵退税影响后, 中西部财政收入增速领先东部。整体来看, 东部、中部、西部、东北地区一般公共预算收入同比增长 12.8%、10.7%、17.5%、17.5%。考虑到去年集中留抵退税对基数造成影响, 两年平均增速与同比增速差异较大。中部、西部地区两年平均增速较高, 分别为 5.2%、7.9%, 东



部、东北地区两年平均分别下降 0.3%、0.2%。

剔除留抵退税影响后，中西部财政收入增速领先东部



资料来源：财政部网站、各省份财政厅（局）、粤开证券研究院

第二，从财政收支规模看，广东、江苏、浙江、上海、山东一般公共预算收入规模位居前 5 位，具体排名有微调，其中江苏超过浙江、上海超过山东。广东上半年收入重回 7000 亿元以上，江苏、浙江重回 5000 亿元水平，部分省份的排名出现小幅变化。收入超过 1000 亿元的省份有 22 个，较去年同期增加 3 个，接近 2021 年的 23 个。21 个省份披露支出情况，其中四川、浙江、河南超 5000 亿元。


22 个省份上半年部分省份一般公共预算收入情况

排名	变化	地区	2023年上半年一般公共预算收入 (亿元)	同比增速	两年平均同比 增速
1	↓ 0	广东	7126.0	5.9%	-3.2%
2	→ 1	江苏	5653.0	21.9%	0.1%
3	↓ -1	浙江	5536.9	11.1%	2.1%
4	→ 1	上海	4619.4	21.7%	-1.2%
5	↓ -1	山东	4258.6	7.8%	-0.5%
6	↓ 0	北京	3376.6	12.9%	1.9%
7	↓ 0	四川	3012.0	21.5%	8.1%
8	→ 1	河南	2662.2	12.7%	4.3%
9	↓ -1	河北	2604.8	9.4%	1.1%
10	↓ 0	福建	2182.5	11.4%	3.4%
11	↓ 0	安徽	2174.0	12.4%	5.4%
12	→ 1	湖北	2057.0	15.1%	1.4%
13	↓ -1	山西	1957.2	7.4%	17.5%
14	→ 1	陕西	1856.7	8.0%	13.6%
15	↓ -1	江西	1831.5	4.5%	3.5%
16	→ 1	内蒙古	1791.8	13.7%	24.6%
17	↓ -1	湖南	1767.6	11.2%	1.6%
18	↓ 0	辽宁	1523.8	14.2%	1.8%
19	↓ 0	重庆	1165.0	14.3%	-2.1%
20	↑ 3	云南	1122.5	29.3%	0.1%
21	→ 1	天津	1076.6	23.9%	-6.4%
22	↓ -1	贵州	1017.6	14.5%	-0.2%
23	→ 1	广西	995.9	16.1%	-1.6%
24	↑ 2	甘肃	536.2	20.2%	6.5%
25	↑ 2	海南	486.8	10.8%	0.7%
26	↑ 3	宁夏	260.8	12.4%	5.6%
27	↑ 3	青海	178.7	34.7%	3.2%
-	-	新疆	-	-	-
-	-	黑龙江	-	-	-
-	-	吉林	-	-	-
-	-	西藏	-	-	-

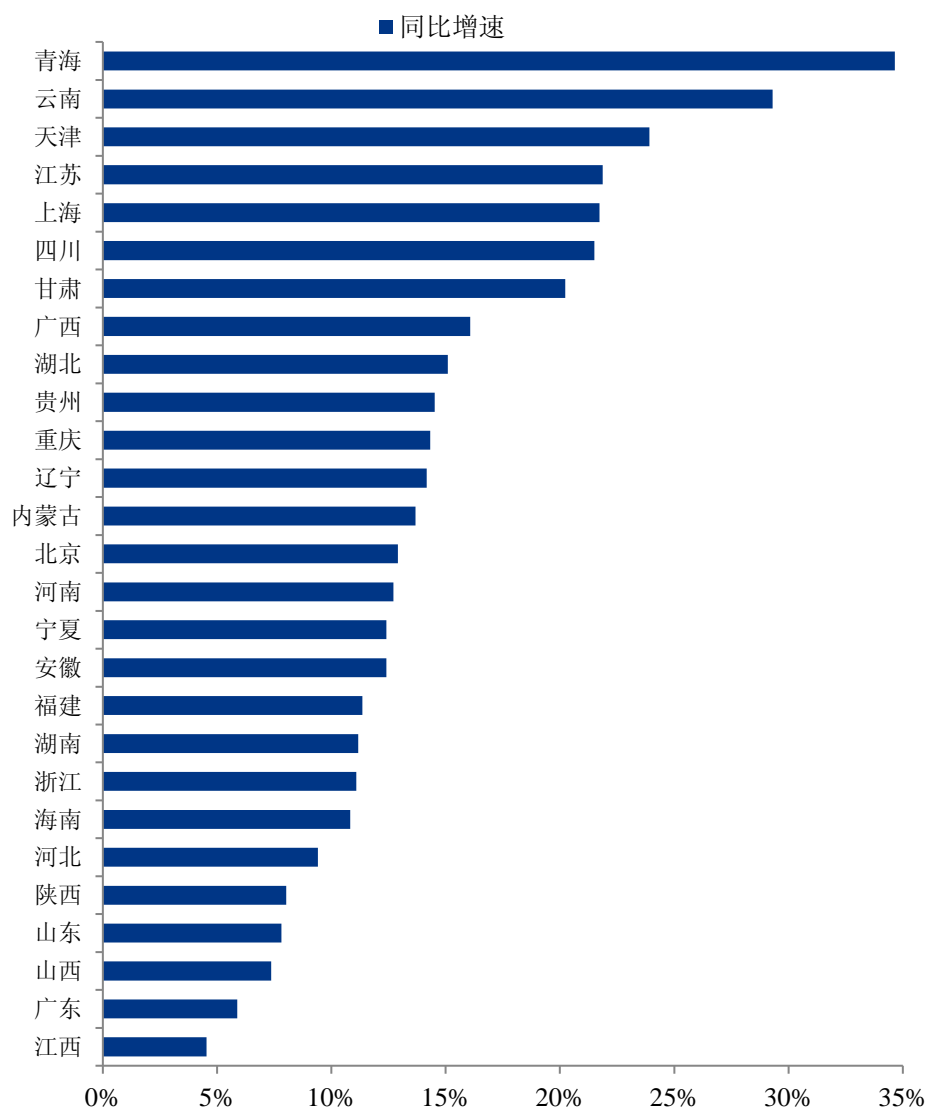
注：吉林、黑龙江、西藏、新疆数据暂缺，排名变化暂不考虑以上 4 个省份；

资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院

第三，内蒙古、山西、陕西三个资源大省一般公共预算收入两年平均增长 10% 以上，四川、甘肃、宁夏、安徽两年平均增速超 5%，增速靠前省份集中在中西部地区。与去年同期相比，31 个省份收入同比均实现正增长，其中 10 个省份增长 20% 以上，15 个省份增长 10%—20% 之间，6 个省份个位数增长。从两年平均增速来看，最高的为内蒙古、山西、陕西三个资源型省份，两年平均增速分别达到 24.6%、17.5%、13.6%；四川、甘肃、宁夏、安徽两年平均增速超 5%；部分东部省份出现两年平均负增长，其中最低为天津（-6.4%）。21 个披露支出情况的省份中，上海上半年一般公共预算支出同比增长 13.2%，云南、海南同比下降 7.9%、0.5%，其余省份增速介于 0 和 10% 之间。



2023 年上半年各省份一般公共预算收入均实现正增长（当年同比）

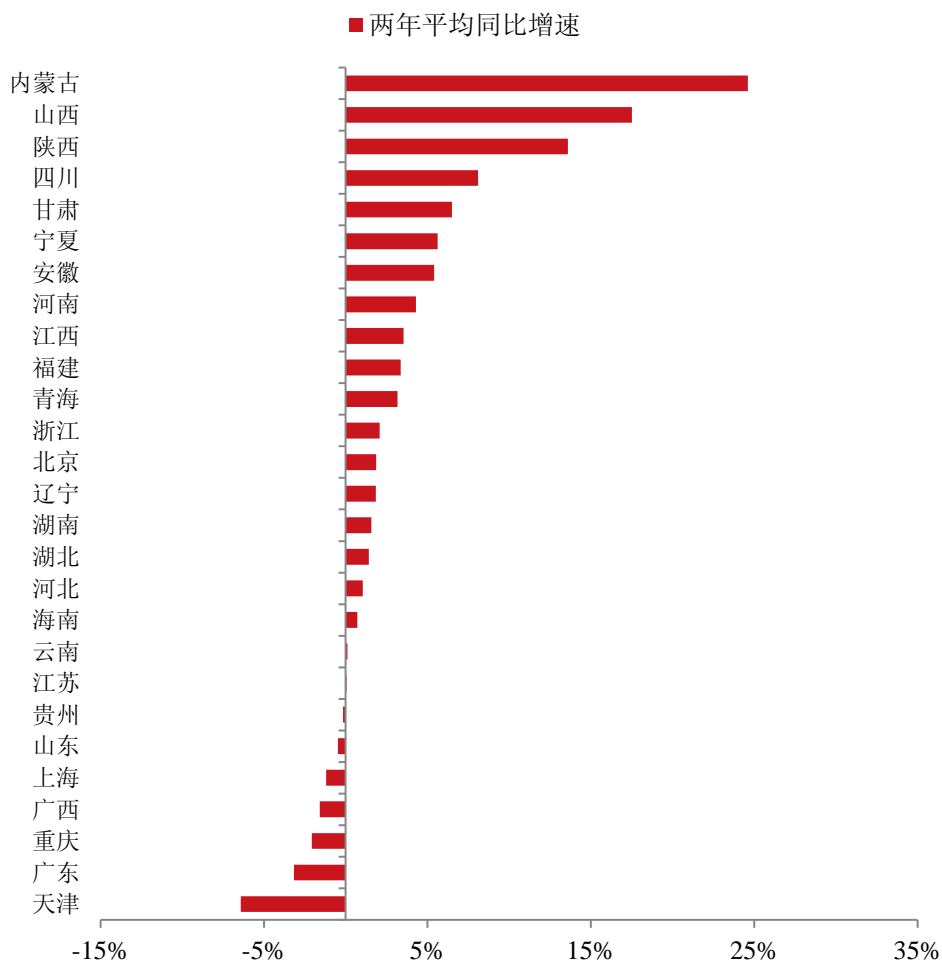


注：吉林、黑龙江、西藏、新疆数据暂缺

资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院



各省份财政收入增速分化，资源大省领涨（两年平均增速）

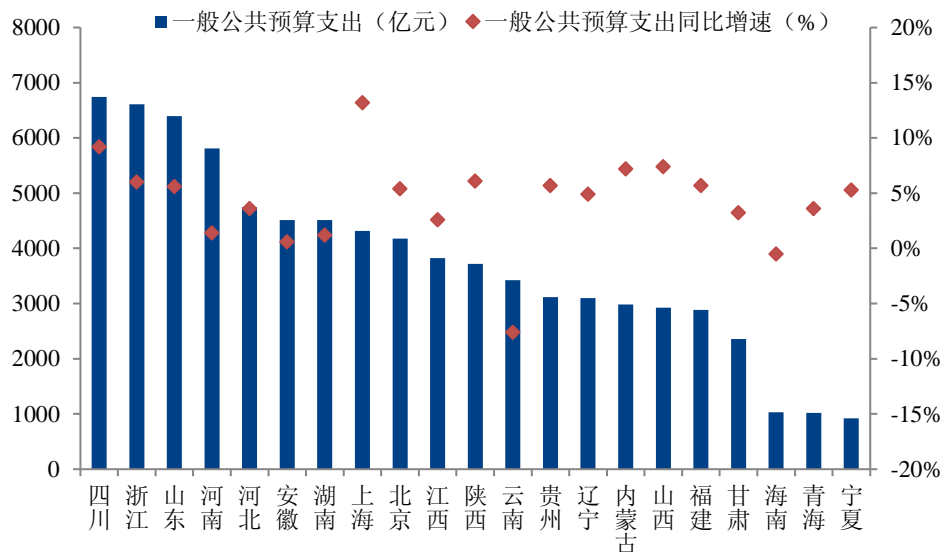


注：吉林、黑龙江、西藏、新疆数据暂缺

资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院



多数省份上半年财政支出同比增长

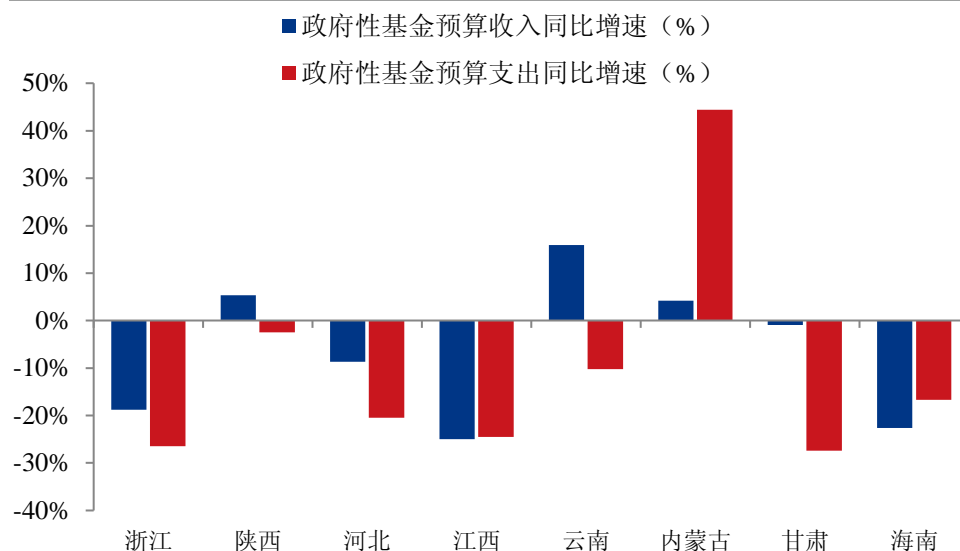


注：10 个省份数据暂缺

资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院

第四，多数省份政府性基金收支双降，但部分省份受益于国有土地使用权出让收入逆势增长，内蒙古“中小银行专项债”支出推动政府性基金支出增长。目前共有 8 个省份披露了上半年政府性基金收支数据，其中浙江、河北、江西、甘肃、海南收支双双同比下降。云南收入同比增长 15.9%，主要体现为国有土地使用权出让收入增长；陕西、内蒙古政府性基金收入同比增长 5.3%、4.2%。内蒙古是政府性基金支出增长的唯一省份，且同比增速达 44.4%，受到“中小银行专项债”安排支出的影响。

多数省份政府性基金收支双降



注：仅 8 个省份披露数据

资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院



三、地方债务形势：到期压力较大，净融资下降

今年上半年地方债发行较去年同期有所下降，还本额则明显上升，净融资额大幅下降。1-6 月份全国地方债券发行额 4.37 万亿元，较去年同期下降 0.88 万亿元；还本额 1.63 万亿元，较去年同期提高 0.66 万亿元；净融资 2.74 万亿元，较去年同期下降 1.54 万亿元。

第一，粤鲁江浙川五省债务余额规模居前，合计占到全国的三成以上。分省份来看，广东、山东、江苏、浙江和四川五省债务余额较大，分别为 27733 亿元、25698 亿元、22404 亿元、21151 亿元和 19325 亿元，合计债务规模达到 11.6 万亿元，占全国的 31.0%。

第二，从债务压力来看，青海、贵州、甘肃、吉林和新疆等省份偿债压力较大。截至 6 月底，负债率最高的 5 个省份依次为青海、贵州、甘肃、吉林、新疆，负债率分别为 85.7%、62.0%、57.0%、55.2%、54.2%。其中，海南、新疆、江西、甘肃、重庆 5 个省份负债率上升较快，分别较 2022 年末提高 4.2、3.9、3.7、3.4 和 3.1 个百分点。

截至 2023 年 6 月底分省份债务情况

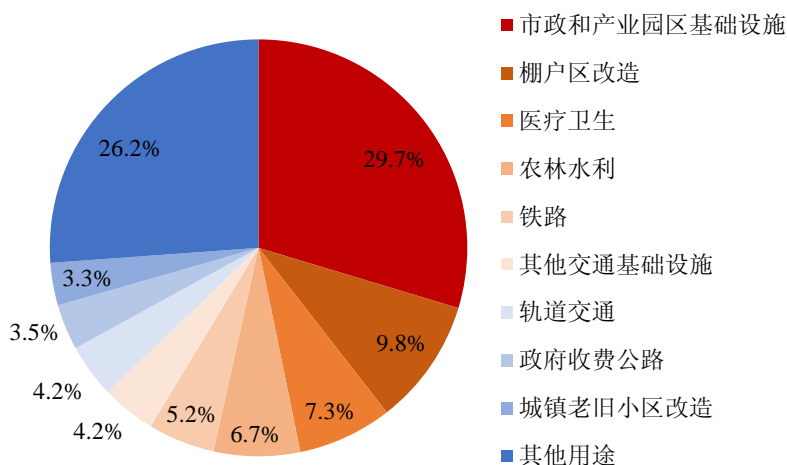
省份	地方政府债务余额（亿元）	2022 年 GDP（亿元）	负债率（%）	较去年末变化（百分点）	省份	地方政府债务余额（亿元）	2022 年 GDP（亿元）	负债率（%）	较去年末变化（百分点）
广东	27733	129119	21.5	2.3	重庆	10930	29129	37.5	3.1
山东	25698	87435	29.4	2.5	陕西	10410	32773	31.8	2.2
江苏	22404	122876	18.2	1.4	广西	10294	26301	39.1	2.7
浙江	21151	77715	27.2	1.3	内蒙古	9773	23159	42.2	1.9
四川	19325	56750	34.1	2.9	新疆	9612	17741	54.2	3.9
河北	17006	42370	40.1	3.2	上海	8869	44653	19.9	0.7
湖南	16484	48670	33.9	2.3	天津	8758	16311	53.7	0.7
河南	16278	61345	26.5	2.0	黑龙江	7602	15901	47.8	2.5
湖北	14869	53735	27.7	1.9	吉林	7219	13070	55.2	0.8
安徽	14577	45045	32.4	3.0	山西	6702	25643	26.1	1.7
福建	13432	53110	25.3	2.9	甘肃	6380	11202	57.0	3.4
云南	12581	28954	43.4	1.8	海南	3674	6818	53.9	4.2
贵州	12510	20165	62.0	0.4	青海	3095	3610	85.7	2.2
江西	11990	32074	37.4	3.7	宁夏	2049	5070	40.4	1.6
北京	11622	41611	27.9	2.6	西藏	565	2133	26.5	0.0
辽宁	11568	28975	39.9	2.3					

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第三，从新增债券资金用途看，新增专项债重点投向产业园区、棚户区改造和医疗卫生三大方向。1-6 月份新增一般债发行额 4344 亿元，新增专项债发行额 23008 亿元。其中市政和产业园区基础设施、棚户区改造、医疗卫生、农林水利、铁路为新增专项债前 5 大投向，占比达到 29.7%、9.8%、7.3%、6.7%、5.2%。与去年同期相比，棚户区改造项目占比小幅下降 1.9 个百分点，铁路项目占比提升 1.4 个百分点。



上半年新增专项债资金投向



资料来源：财政部 CELMA 平台、企业预警通、粤开证券研究院

第四，从发行期限看，20 年期和 30 年期占到新增专项债的半壁江山。上半年发行的 4344 亿元新增一般债中，10 年期、7 年期债券比重最高，分别占 49.6%、24.4%，5 年期、3 年期分别占 8.1%、10.6%，15 年期以上合计仅占 7.2%。上半年发行的 23008 亿元新增专项债中，30 年期、20 年期、15 年期债券比重分别为 22.3%、27.1%、23.4%，合计超七成。

2023 年上半年新增地方债券期限结构

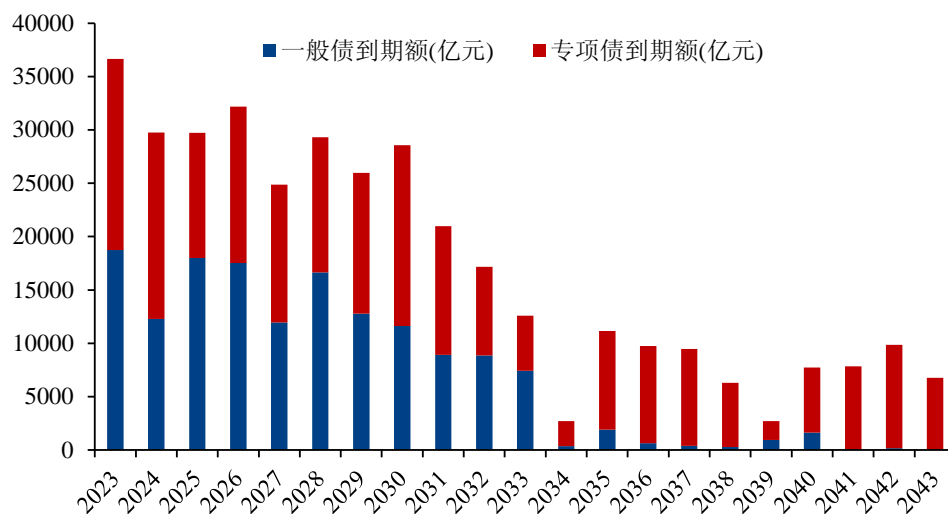
期限	新增一般债发行规模（亿元）	比重	新增专项债发行规模（亿元）	比重
30 年期	96.00	2.2%	5127.59	22.3%
20 年期	64.84	1.5%	6230.70	27.1%
15 年期	152.93	3.5%	5375.11	23.4%
10 年期	2153.25	49.6%	4013.50	17.4%
7 年期	1062.07	24.4%	1183.64	5.1%
5 年期	352.51	8.1%	620.62	2.7%
3 年期	462.66	10.6%	457.30	2.0%
合计	4344.26	100%	23008.46	100%

资料来源：财政部 CELMA 平台、企业预警通、粤开证券研究院

第五，从偿还期限看，今年以及后续的 2026、2028、2030 年将迎来地方债偿还高峰。截至 7 月 26 日，2023-2030 年地方债偿还规模分别为 3.7、3.0、3.0、3.2、2.5、2.9、2.6、2.9 万亿元。其中，专项债偿还规模分别为 1.8、1.8、1.2、1.5、1.3、1.3、1.3、1.7 万亿元。



2026、2028、2030 年将迎来阶段性地方债偿还高峰



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院，截至 2023 年 7 月 26 日

此外，从城投债务来看，当前城投债务整体偿债压力较大，广义债务率超过 300% 的省份有 18 个，同时区域分化特征较为明显。具体测算详见我们后续的研究报告《防范化解债务的一揽子方案：短期六条与中长期八条建议》。

四、下半年财政收入能否延续向好态势？财政政策将如何发力？

7 月 24 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议高度重视地方债务风险，总体思路延续中央经济工作会议和 428 政治局会议的基调，但是不仅仅从增量和存量的角度，更加强调一揽子化债方案，这是基于问题的复杂性以及债务和金融风险交织特征而提出的系统性、综合性解决方案，体现了中央一贯强调的系统思维和统筹理念。去年底中央经济工作会议提出“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”；428 政治局会议提出“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”；724 政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。

下半年财政收入增速取决于经济增速、物价水平和去年同期基数，总体上看当年增速可能较二季度和上半年有所回落，但两年平均增速可能相对平稳。第一，近年来我国经济呈现出两个明显的特征：波动性加大和结构性恢复，经济是财政的基础，这导致了财政收入增速的波动性同样加大。财政经济波动性加大主要源于：百年未有之变局下的内外部不确定冲击加大，疫情导致的基数效应加大，如 2020 年一季度、2022 年二季度等。从基数效应的角度，去年留抵退税主要在上半年，因此对今年收入增速的影响也主要在上半年，下半年增速将逐步回归并回落。第二，下半年随着财政、货币和房地产以及提振民营经济信心的举措逐步生效，经济继续回升，将提振财政收入增速。第三，PPI 和 CPI 虽然还将处于较低位置，但在下半年可能迎来向上的拐点，降幅收窄对财政收入的负贡献收窄。

建议下半年财政政策在以下三个方面继续发力，助力巩固经济回升向好势头：



一是进一步在收入端落实落细前期出台的有针对性的减税降费举措，呵护制造业、中小微企业和个体工商户等重点行业和群体。

二是进一步加大优质项目储备，并尽快发行专项债投入到项目上；根据经济形势适当使用专项债结存限额，进一步拉动基建稳增长。

三是积极防范化解地方债务风险，地方政府积极盘活存量资源偿还债务，同时与银行等金融机构开展市场化、法治化的谈判拉长债务周期、降低债务利率。



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。

徐凯舟，北京大学学士、硕士，2021年6月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300523060001。

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