

## 宏观点评 20231024

# 9月财政：不露形色的背后是“惊喜”？

2023年10月24日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 若按照（一般公共预算支出+政府性基金支出）/GDP来衡量财政支出强度，今年财政支出力度似乎在持续弱化。8月迎来了历史同期“史上最大”财政缺口，这似乎也暗示了当前稳经济的紧迫性，算是今年以来财政端的一大“彩蛋”。而9月延续了这份“惊喜”——9月狭义财政收支差额为11598亿元，此次支出端的发力力度仅次于2019年同期。同时人大常委会上“官宣”我国将增发2023年国债1万亿元，预计今年赤字率也将由原本的3%提高到约3.8%。或许今年以来一直“黯然无声”的财政，现在正开始发力、为经济“加把劲”。

■ **一般公共预算收入：“回暖”≠“恢复”。**9月一般公共预算收入以及税收收入同比增速分别录得-1.3%、0.9%（扣除留抵退税因素后分别为-1.2%、1.5%），较8月均有明显好转。高于预期的三季度GDP证明经济复苏之路已开启，税收“晴雨表”也在时隔四个月后重返正增长区间。但是这份亮眼的“成绩”并未完全解除财政收支压力，前三季度一般公共预算收入仅完成全年计划的76.7%，略慢于历史同期进度。

**税收收入的好转或与“金九银十”挂钩。**透过税收结构来看，9月税收端的“优等生”中含“消费”量极高：先是消费税同比增速一跃至35.3%（前值4.2%）；其次是车辆购置税继续稳健上升，其9月同比增速为32.4%（前值22.6%）。我们之前的报告中就有说到，目前居民消费信心已回归正轨，而“金九”更是为消费相关税种的表现“添砖加瓦”。除此之外，与民间投资初步企稳相对应的是，企业所得税也在时隔半年后首次录得正增长，从8月-16.8%的同比增速大幅升至9月的3.2%。不过9月税收端的“差等生”也证实了目前经济结构性矛盾仍存，比如继续负增的地产相关税说明近期楼市的一系列刺激政策还尚未传导至税收端、负增幅度放大的证券印花税说明前期印花税的调降掀起的“水花”较小。

■ **一般公共预算支出：继续力破来自收入端的限制。**在去年高基数的情况下，9月一般公共预算支出同比增速还是取得了5.2%，完成全年预算的71.9%，财政端“加力”的紧迫性不言而喻。基于财政支出总是在年末“赶进度”的情形，我们认为对于财政后续的“加力”可以多些期待。

**基建类支出继续“火力全开”。**继8月财政端基建类支出增速由负转正后，9月基建类支出进一步走高，其同比增速为11.3%（前值6.2%），当前政府对“稳经济、稳基建”的重视可见一斑。我们在之前的报告中提到，财政支出终会往基建类“稳经济”的方向发力，在经济下行压力较大之际，财政支出的“提效”终于“如约而至”。除此之外，9月卫生健康支出力度减弱，取而代之的是支出端更多得往就业、文化旅游、科技等方面倾斜。

■ **政府性基金预算收入：政策效应尚未显现，地产低迷继续影响地方政府收入。**9月政府性基金收入同比增速录得-20.4%，其“主成分”土地出让收入同比增速为-21.3%，已连续19个月表现为负增长态势。今年政府性基金预算收入的持续承压催生了两大政策出台：一是房地产刺激政策以重振房企拿地信心、提振地方政府卖地收入；二是包括发行特殊再融资债在内的“一揽子化债方案”以减轻地方政府的付息偿债压力。

■ **政府性基金支出：专项债发行提速带来的大幅转正。**9月政府性基金支出同比增速录得26.1%（前值-10.1%），这也是时隔四个月首次录得正增速。在政府性基金收入未出现好转的情况下，政府性基金支出降幅收窄的主要拉动因素在于新增专项债发行进度的加快。9月新增专项债发行进度虽不及预期，但为夯实基建“底座”、新增专项债整体仍呈现出加速发行态势，这也带动了政府性基金支出的走高。

■ **风险提示：**财政支出进度不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

### 相关研究

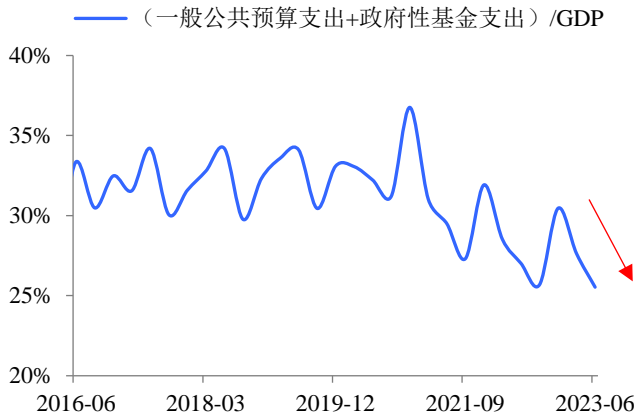
《新增专项债提前下达，意义何在？》

2023-10-22

《面对“逆风”，美债利率“怕”了吗？》

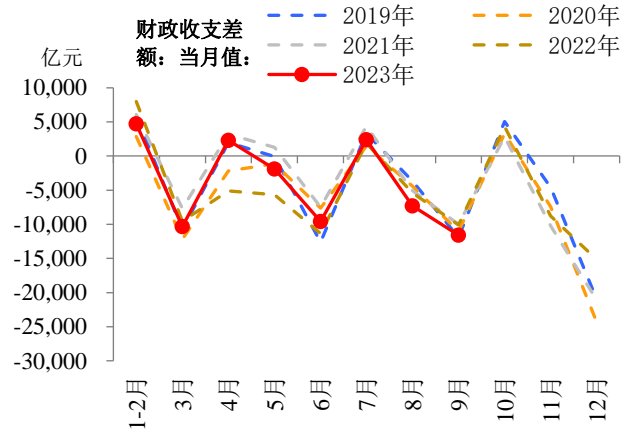
2023-10-21

图1: 今年以来财政支出力度较弱



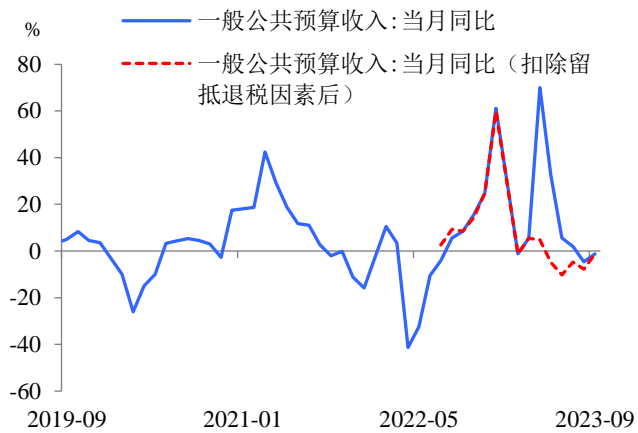
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 9月财政收支缺口仅次于2019年同期



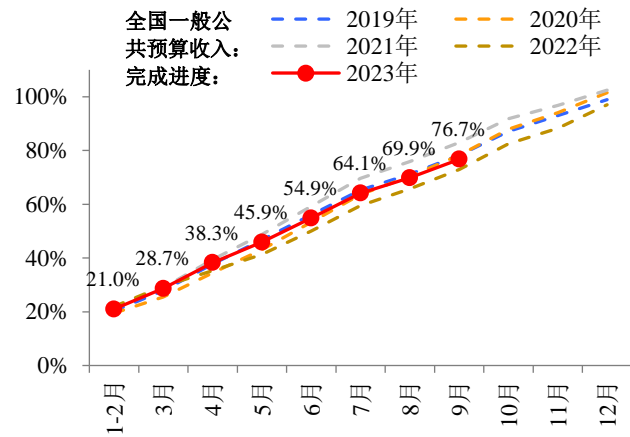
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 9月一般公共预算收入开始回暖



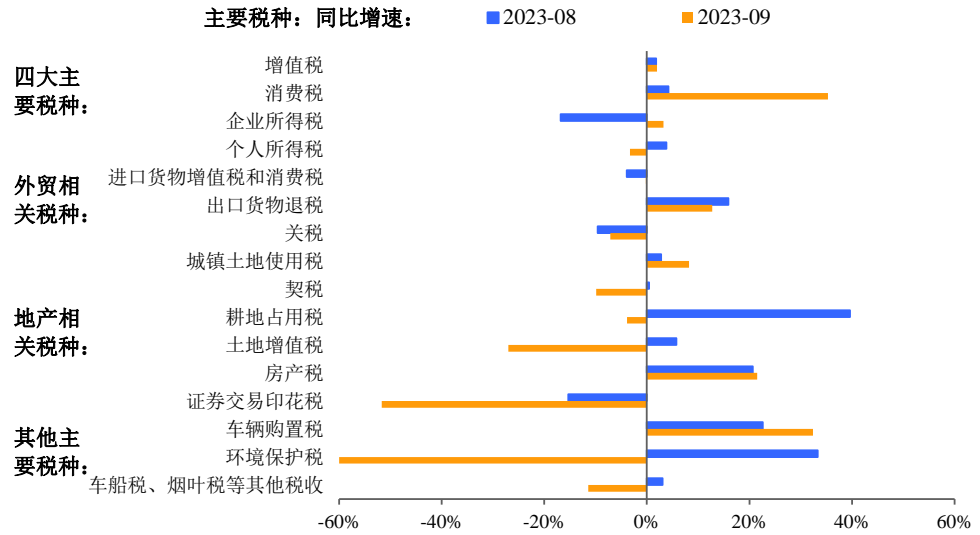
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 目前一般公共预算收入进度仍偏缓



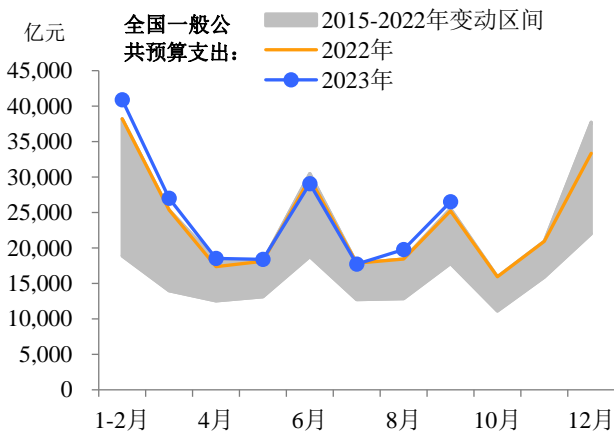
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：9月消费相关税种表现亮眼



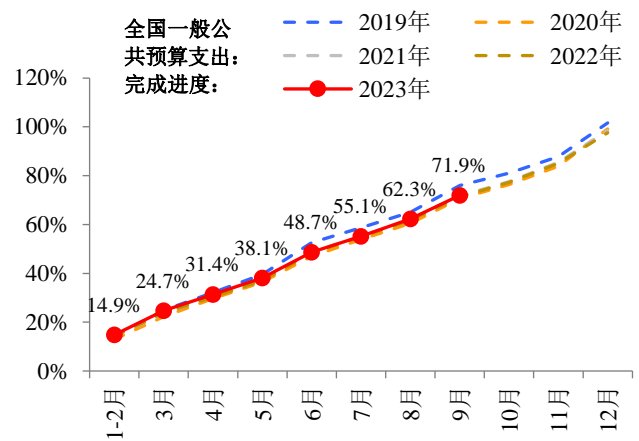
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：9月一般公共预算支出在高基数效应下进一步升高



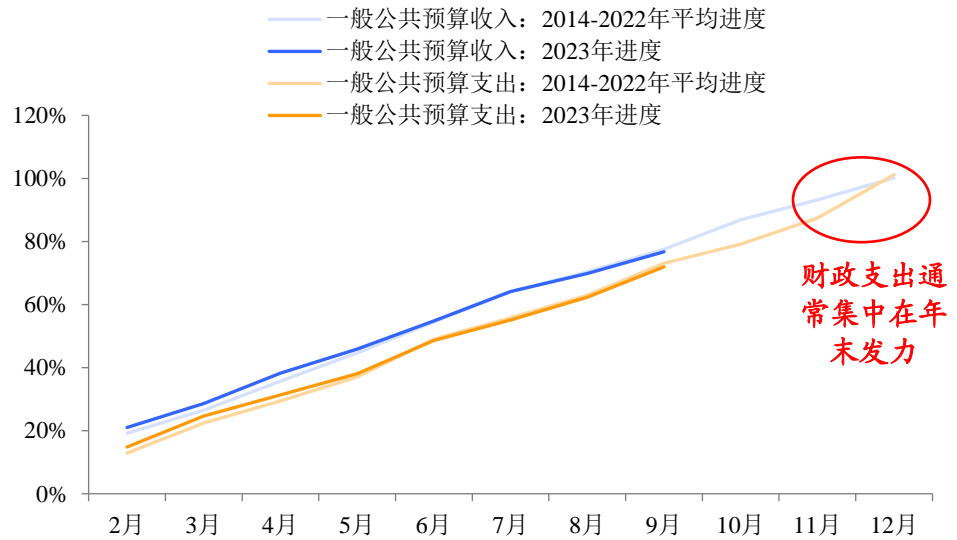
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：9月一般公共预算支出完成全年预算的71.9%



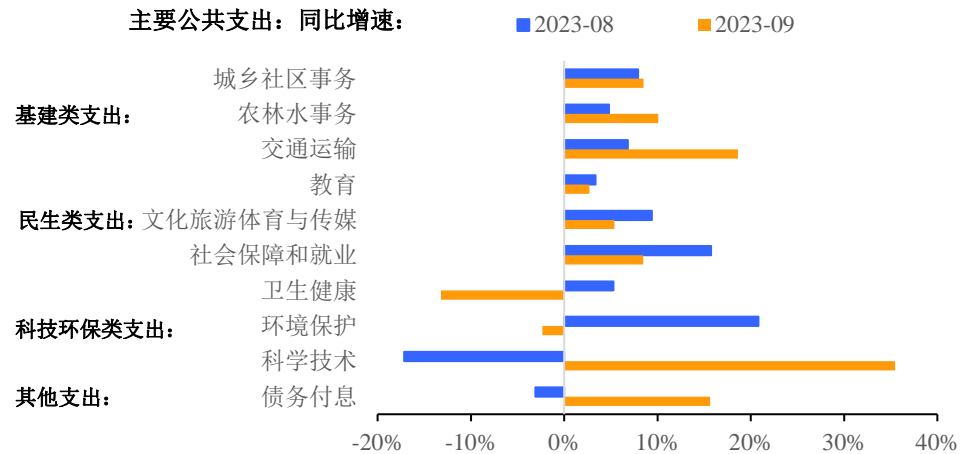
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：财政支出总会在年末“赶进度”



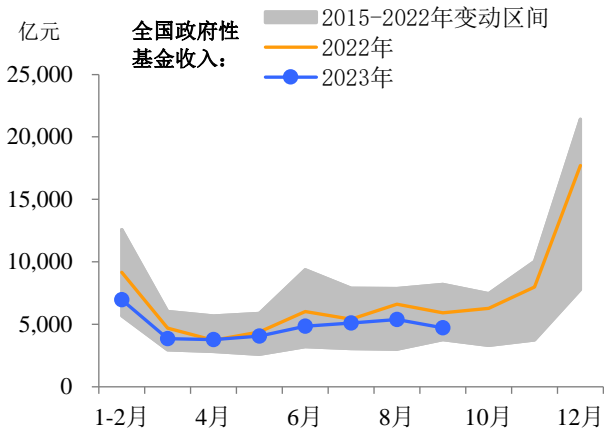
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：9月财政端基建类支出继续走高



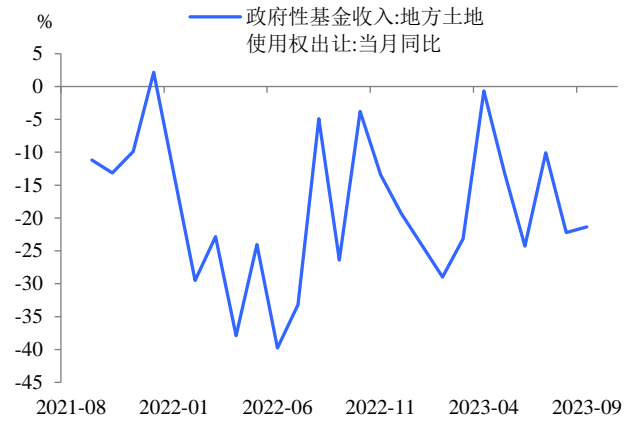
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 9月政府性基金收入规模继续走低



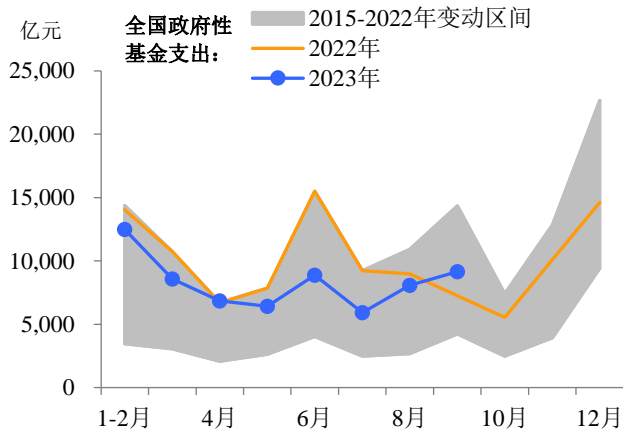
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 9月地方政府卖地收入未出现明显好转



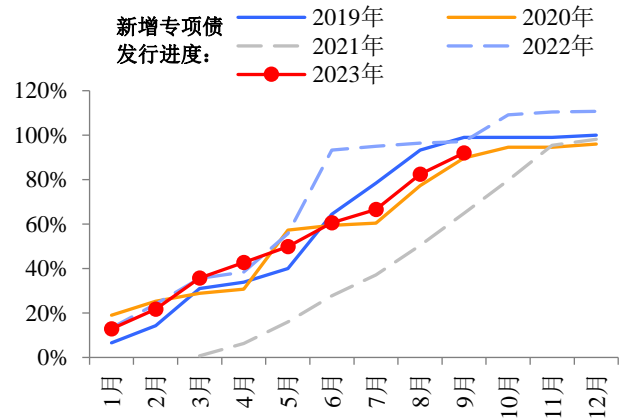
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 9月政府性基金支出规模上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 9月新增专项债发行仍在加速进行中



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023年9月财政数据一览

9月财政数据一览(当月同比, %)											
项目	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-09	2022-08
一般公共预算收入	-1.3	-4.6	1.9	5.6	32.7	70.0	5.5	-1.2	61.1	8.4	5.6
四大税种											
个人所得税	-3.3	3.8	-0.8	4.0	3.1	8.6	-7.1	-4.0	-5.7	11.2	8.8
企业所得税	3.2	-16.8	-16.0	-21.2	-17.4	-5.7	-2.9	11.4	8.8	-12.2	-3.0
国内消费税	35.3	4.2	14.5	8.5	-6.2	3.0	-32.5	-18.4	63.5	-4.4	5.2
国内增值税	2.0	1.8	34.4	112.3	482.2	508.1	32.1	6.3	14.9	6.7	5.7
外贸相关											
进口环节增值税和消费税	-0.2	-3.9	-4.8	-3.6	-4.9	-4.2	2.6	-21.6	48.4	3.8	6.0
外贸企业出口退税	-12.8	-15.9	4.1	20.6	25.0	34.1	-14.0	-9.7	129.9	2.1	3.8
关税	-7.1	-9.6	-10.6	-9.2	-3.2	-6.0	-2.2	-27.1	37.0	-3.6	0.4
地产相关											
城镇土地使用税	8.2	2.8	1.3	-23.9	-41.7	1.0	75.9	-7.5	-2.6	-2.0	-18.2
契税法	-9.9	0.4	-2.0	-8.6	20.8	25.0	10.3	-4.0	-1.0	-11.9	-31.0
耕地占用税	-3.8	39.6	-20.5	-41.1	-23.7	-29.9	-11.1	3.6	-16.4	1.0	-7.7
土地增值税	-27.0	5.8	0.2	-27.6	-18.0	3.2	-13.0	-22.4	6.8	1.9	-18.8
房产税	21.5	20.6	20.1	-18.0	-40.7	17.4	135.6	-2.8	5.5	3.9	-8.7
其他税种											
证券交易印花税	-51.7	-15.3	-30.6	16.7	7.4	15.8	-32.7	-61.7	10400.0	-42.3	-31.9
车辆购置税	32.4	22.6	25.0	19.7	21.7	39.2	0.9	-32.8	-28.0	-33.6	-24.6
环境保护税	-60.0	33.3	2.3	-40.0	100.0	2.3	33.3	-10.9	150.0	150.0	50.0
资源税	-5.9	-17.7	-19.8	-19.5	-13.6	-6.3	-14.1	-11.6	46.7	3.3	28.1
城市维护建设税	4.5	-7.3	5.1	7.7	24.7	28.4	9.6	-10.5	0.3	-4.5	3.9
其他税收	-11.4	3.1	-1.0	-2.0	1.1	2.0	18.2	0.0	2.7	20.7	4.3
非税收入											
非税收入	-7.4	-15.0	-14.9	-14.0	-7.8	-9.7	5.0	15.6	44.4	39.7	33.5
一般公共预算支出	5.2	7.2	-0.8	-2.5	1.5	6.7	6.5	7.0	3.0	5.4	5.6
基建支出											
城乡社区事务	8.5	7.9	-6.7	-20.1	5.5	8.7	3.7	0.7	2.5	-13.6	-9.6
农林水事务	10.1	4.8	-4.0	2.8	-9.7	-0.6	10.3	11.4	-7.1	-2.0	-8.2
交通运输	18.6	6.8	-0.3	-8.8	-34.0	-2.5	-0.5	-0.2	-0.6	-18.9	-2.1
<b>基建类支出</b>	11.3	6.2	-4.2	-7.9	-10.7	2.2	4.8	4.0	-2.8	-10.3	-7.4
民生支出											
教育	2.7	3.4	2.6	-1.6	6.4	18.1	9.0	1.4	-1.4	7.8	11.4
文化旅游与传媒	5.4	9.4	-1.6	-2.5	-8.3	13.8	0.6	-4.8	0.3	-3.1	-3.0
社会保障和就业	8.5	15.7	2.5	-0.5	8.1	13.3	9.3	9.8	15.0	10.0	17.0
卫生健康	-13.2	5.3	-2.9	5.2	1.0	-3.9	-1.7	23.3	32.3	24.6	11.6
<b>民生类支出</b>	1.2	8.6	1.3	0.3	5.3	11.0	6.3	8.8	9.9	11.3	12.7
科技环保支出											
节能环保	-2.4	20.8	16.0	-0.2	-8.8	4.7	1.8	-5.0	-1.6	-5.7	-15.4
科学技术	35.5	-17.2	-16.6	-12.5	7.2	7.8	14.5	3.9	-4.3	-15.3	21.6
其他支出											
债务付息	15.6	-3.1	-2.5	0.5	2.0	-3.3	4.8	27.2	26.4	8.1	16.2
政府性基金收入	-20.4	-18.5	-6.0	-19.5	-7.5	1.4	-17.6	-24.0	-17.2	-19.2	-1.9
地方政府土地出让收入	-21.3	-22.2	-10.1	-24.3	-13.0	-0.7	-23.2	-29.0	-19.3	-26.4	-4.9
政府性基金支出	26.1	-10.1	-35.8	-42.7	-18.2	2.4	-20.2	-11.0	-35.5	-40.3	-8.8

数据来源: Wind, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>