

宏观点评 20231115

10月财政：“加力” vs “提效”，孰更胜一筹？

2023年11月15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

相关研究

《10月经济：万亿PSL的猜想？》

2023-11-15

《美国10月通胀：从崎岖走向平坦？》

2023-11-15

■ 从人大常委会将国务院可提前下达地方债额度这一权利“续期”，到时隔23年后再次年内上调财政赤字率，近期财政端透露的信息无疑是积极的。今天公布的财政数据延续了积极的信号，**公共财政支出增速进一步走高，且支出端往多个领域“火力全开”**。可财政支出端“加力”的同时，收入端能否“挺得住”也是一大问题。**好消息财政收入端终于“守得云开见月明”、争取在经济复苏之路上“不拖后腿”**。

■ **一般公共预算收入：近半年来首次正增长**。从二季度起，财政收入端便紧跟经济步“乏”，一般公共预算收入在扣除留抵退税因素后已连续5个月表现为负增长。**10月公共预算收入终于迎来了增速的转正**，录得3.7%（扣除留抵退税因素后，前值-1.2%）。前10个月一般公共预算收入已完成全年计划的86.3%，较上月明显提速。

透过税收结构来看，经济复苏的结构性矛盾仍比较突出。10月税收收入同比增速为3.2%（扣除留抵退税因素后，前值1.5%），也伴随公共财政收入增速的转正而进一步好转。**根据税收收入细项数据来看**，进口相关税、地产相关税均呈现出不同程度的好转，但保持负增态势的个人所得税说明居民薪酬并不乐观、依旧大幅负增的证券交易印花税说明调降印花税对“量”激起的水花尚小。**不过部分税种数据的干扰性较强**，比如虽然今年“金九银十”汽车销量成绩还不错，但并不足以解释10月车辆购置税64.8%的同比增速，车辆购置税取得较高增速的主因在于去年低基数影响；再比如在10月社零略超预期的情况下，消费税增速却转负至-3.4%（前值35.3%），这主要受到去年高基数影响，属于中央税的消费税可被控制入库时间，因此四季度和次年一季度消费税带来的干扰性较大。

■ **一般公共预算支出：或许“加力”更大于“提效”**。从8月起财政支出端便不再顾及来自收入端的限制、开始为经济“加力”。**10月财政支出力度进一步加大，在去年高基数的情况下，10月一般公共预算支出增速录得11.9%（前值5.2%），完成全年预算的78.4%，这与近期财政发力的政策信号相吻合**。

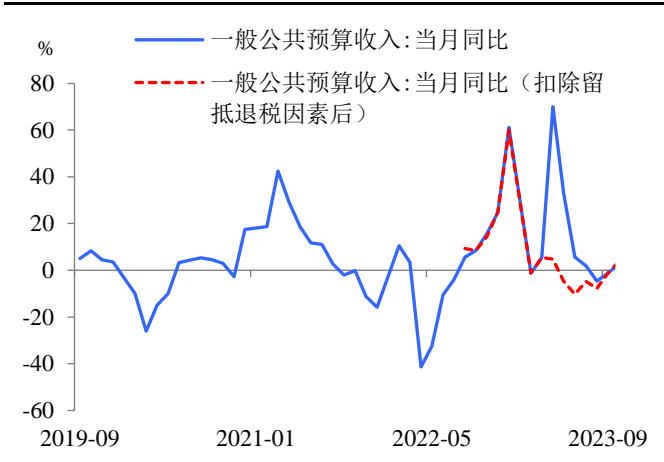
财政支出并非完全往基建等“稳经济”的方向倾斜，更多是“雨露均沾”。10月财政端基建类支出增速进一步走高至15.1%（前值11.3%），不过与之相伴的是民生类支出（增速11.0%，前值1.2%）、节能环保支出（增速21.0%，前值-2.4%）、科技支出（增速20.8%，前值35.5%）的“全线走高”。不过疫后卫生健康支出明显减弱，10月卫生健康支出下滑势头延续，其增速为-2.2%（前值-13.2%）。

■ **政府性基金收入：持续的负增长归因于房地产拐点未现**。10月政府性基金收入同比增速录得-18.4%，其“主成分”土地出让收入同比增速为-25.4%，已连续20个月表现为负增长态势。**“第二本账”的持续低迷证实了目前地方政府财政压力较大，进而催生了今年的三大政策出台**：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；三是增发的1万亿元国债通过对地方政府转移支付的方式、算是间接为地方政府提供缓解财政压力的“良药”。

■ **政府性基金支出：主要受新增专项债发行影响**。10月政府性基金支出同比增速录得17.7%（前值26.1%），已连续2个月保持大幅正增长态势。在政府性基金收入未出现好转的情况下，政府性基金支出增速的上行很大程度上是受到新增专项债发行进度的影响。

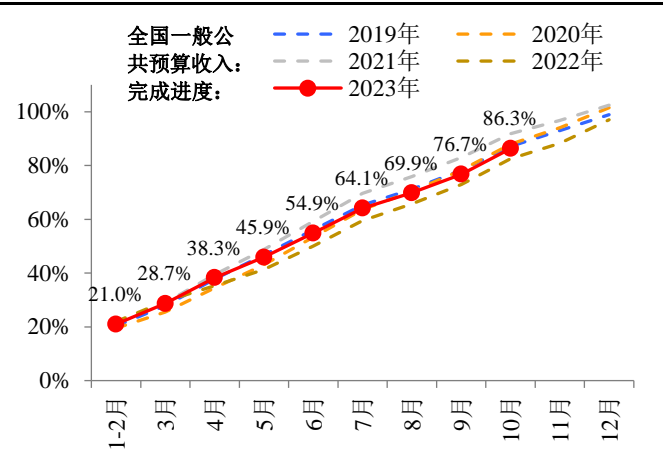
■ **风险提示**：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足；地产政策出台过慢，导致经济动力和市场信心再次下降。

图1: 10月扣除留抵退税因素后的一般公共预算收入增速终于转正



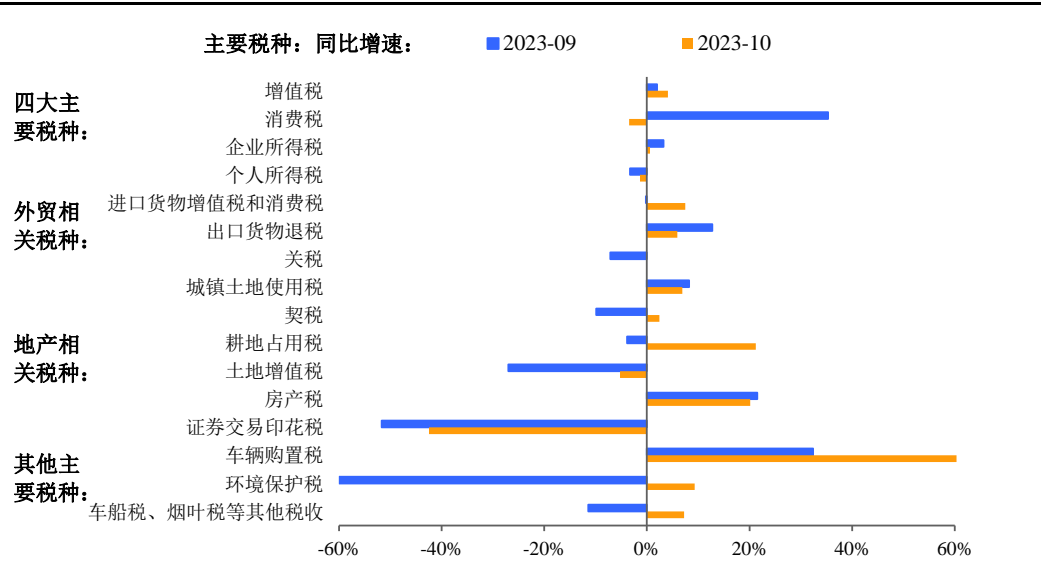
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 10月一般公共预算收入进度加快



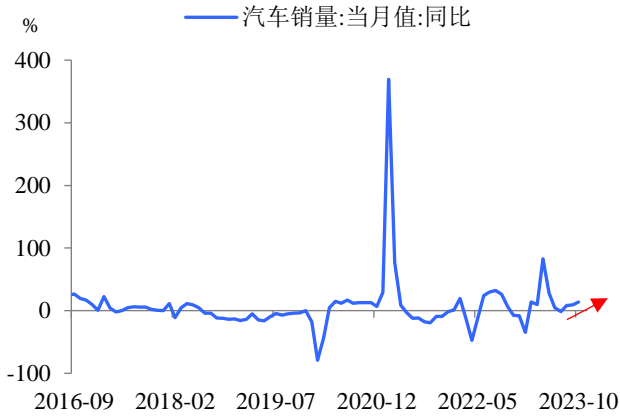
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 10月税收收入表现“各有千秋”



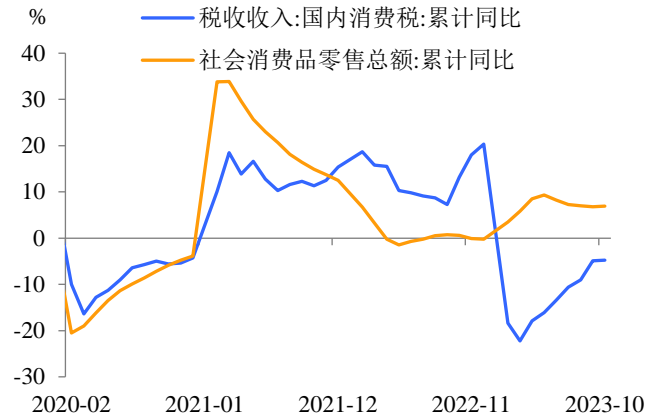
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 今年“金九银十”汽车销量不弱



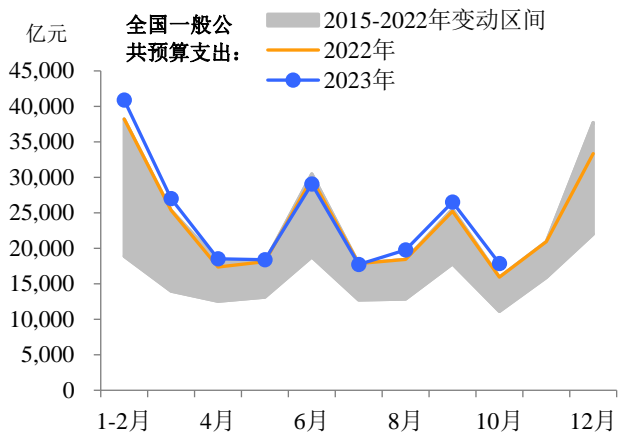
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 10月社零略超预期, 而消费税并未明显好转



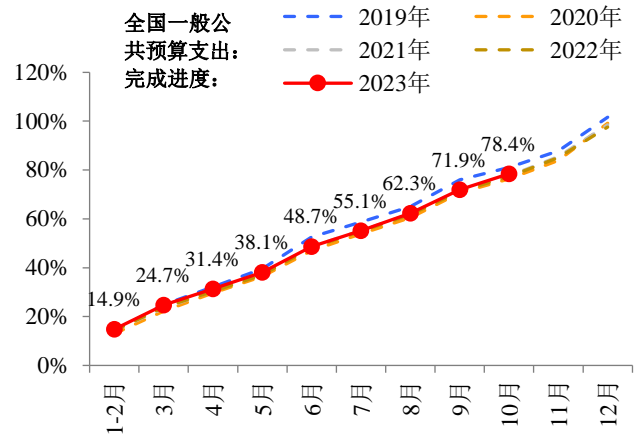
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 10月公共财政支出力度依旧



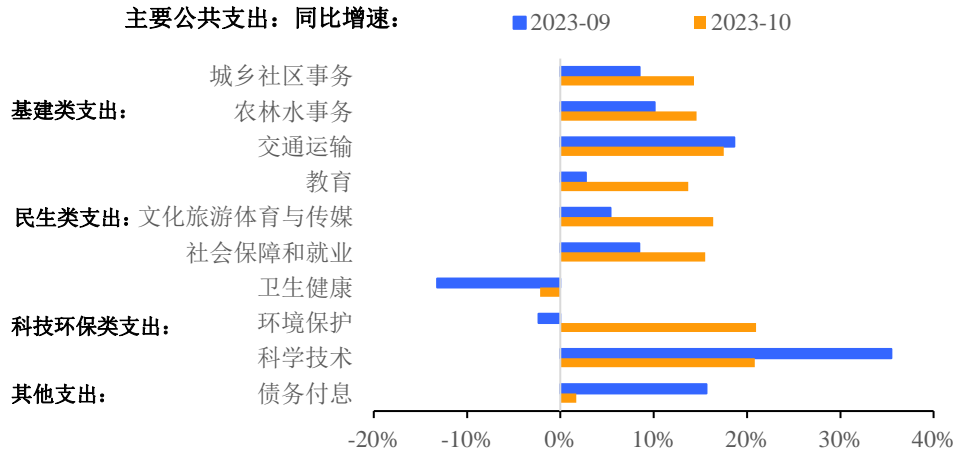
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 10月公共财政支出完成全年预算的78.4%



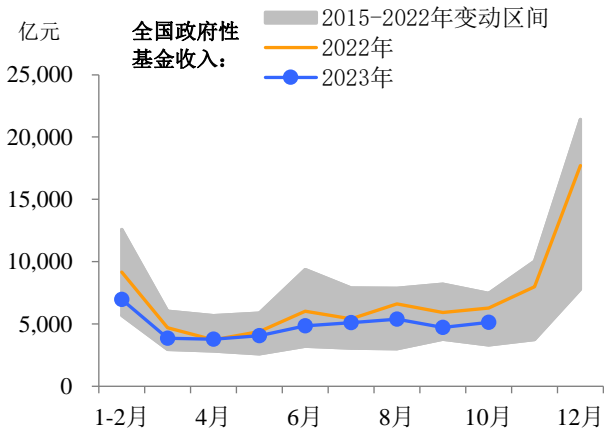
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：10月财政支出往多领域“火力全开”



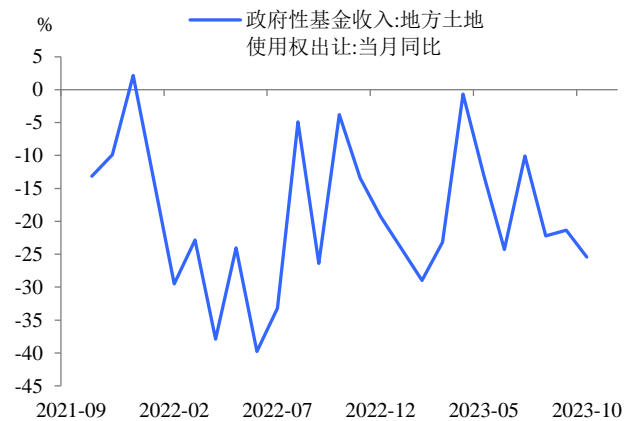
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：10月政府性基金收入表现依旧不佳



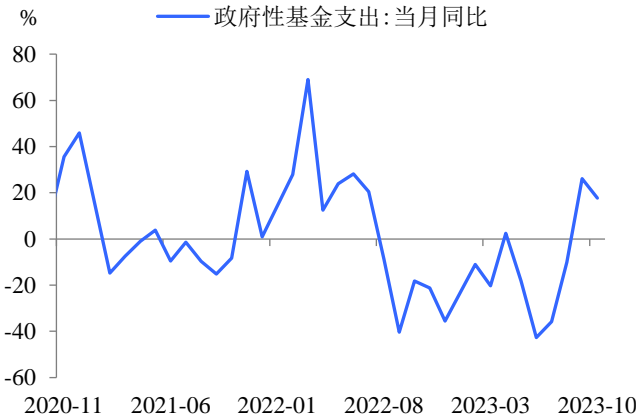
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：地方政府卖地收入已连续20个月表现为负增长



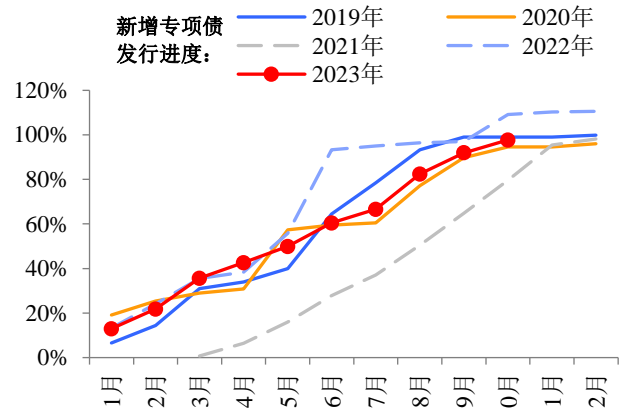
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 近2个月政府性基金支出出现明显好转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 与历史同期相比, 专项债发行进度偏快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023年10月财政数据一览

10月财政数据一览 (当月同比, %)											
项目	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-10	2022-09
一般公共预算收入	2.6	-1.3	-4.6	1.9	5.6	32.7	70.0	5.5	-1.2	15.7	8.4
四大税种											
个人所得税	-1.4	-3.3	3.8	-0.8	4.0	3.1	8.6	-7.1	-4.0	2.7	11.2
企业所得税	0.6	3.2	-16.8	-16.0	-21.2	-17.4	-5.7	-2.9	11.4	12.6	-12.2
国内消费税	-3.4	35.3	4.2	14.5	8.5	-6.2	3.0	-32.5	-18.4	147.2	-4.4
国内增值税	4.1	2.0	1.8	34.4	112.3	482.2	508.1	32.1	6.3	12.2	6.7
外贸相关											
进口环节增值税和消费税	7.5	-0.2	-3.9	-4.8	-3.6	-4.9	-4.2	2.6	-21.6	10.9	3.8
外贸企业出口退税	-5.9	-12.8	-15.9	4.1	20.6	25.0	34.1	-14.0	-9.7	-2.1	2.1
关税	0.0	-7.1	-9.6	-10.6	-9.2	-3.2	-6.0	-2.2	-27.1	3.4	-3.6
地产相关											
城镇土地使用税	6.9	8.2	2.8	1.3	-23.9	-41.7	1.0	75.9	-7.5	-2.2	-2.0
契税	2.5	-9.9	0.4	-2.0	-8.6	20.8	25.0	10.3	-4.0	4.0	-11.9
耕地占用税	21.2	-3.8	39.6	-20.5	-41.1	-23.7	-29.9	-11.1	3.6	-2.9	1.0
土地增值税	-5.2	-27.0	5.8	0.2	-27.6	-18.0	3.2	-13.0	-22.4	-1.2	1.9
房产税	20.2	21.5	20.6	20.1	-18.0	-40.7	17.4	135.6	-2.8	2.2	3.9
其他税种											
证券交易印花税	-42.5	-51.7	-15.3	-30.6	16.7	7.4	15.8	-32.7	-61.7	-26.4	-42.3
车辆购置税	64.8	32.4	22.6	25.0	19.7	21.7	39.2	0.9	-32.8	-36.7	-33.6
环境保护税	9.3	-60.0	33.3	2.3	-40.0	100.0	2.3	33.3	-10.9	10.3	150.0
资源税	6.8	-5.9	-17.7	-19.8	-19.5	-13.6	-6.3	-14.1	-11.6	21.3	3.3
城市维护建设税	0.8	4.5	-7.3	5.1	7.7	24.7	28.4	9.6	-10.5	1.5	-4.5
其他税收	7.2	-11.4	3.1	-1.0	-2.0	1.1	2.0	18.2	0.0	6.3	20.7
非税收入	0.6	-7.4	-15.0	-14.9	-14.0	-7.8	-9.7	5.0	15.6	19.5	39.7
一般公共预算支出	11.9	5.2	7.2	-0.8	-2.5	1.5	6.7	6.5	7.0	8.7	5.4
基建支出											
城乡社区事务	14.3	8.5	7.9	-6.7	-20.1	5.5	8.7	3.7	0.7	-0.7	-13.6
农林水事务	14.6	10.1	4.8	-4.0	2.8	-9.7	-0.6	10.3	11.4	-1.7	-2.0
交通运输	17.5	18.6	6.8	-0.3	-8.8	-34.0	-2.5	-0.5	-0.2	7.4	-18.9
基建类支出	15.1	11.3	6.2	-4.2	-7.9	-10.7	2.2	4.8	4.0	0.4	-10.3
民生支出											
教育	13.7	2.7	3.4	2.6	-1.6	6.4	18.1	9.0	1.4	9.4	7.8
文化旅游与传媒	16.4	5.4	9.4	-1.6	-2.5	-8.3	13.8	0.6	-4.8	2.2	-3.1
社会保障和就业	15.5	8.5	15.7	2.5	-0.5	8.1	13.3	9.3	9.8	13.9	10.0
卫生健康	-2.2	-13.2	5.3	-2.9	5.2	1.0	-3.9	-1.7	23.3	43.6	24.6
民生类支出	11.0	1.2	8.6	1.3	0.3	5.3	11.0	6.3	8.8	16.8	11.3
科技环保支出											
节能环保	21.0	-2.4	20.8	16.0	-0.2	-8.8	4.7	1.8	-5.0	-13.3	-5.7
科学技术	20.8	35.5	-17.2	-16.6	-12.5	7.2	7.8	14.5	3.9	-30.8	-15.3
其他支出	1.7	15.6	-3.1	-2.5	0.5	2.0	-3.3	4.8	27.2	18.4	8.1
政府性基金收入	-18.4	-20.4	-18.5	-6.0	-19.5	-7.5	1.4	-17.6	-24.0	-2.7	-19.2
地方政府土地出让收入	-25.4	-21.3	-22.2	-10.1	-24.3	-13.0	-0.7	-23.2	-29.0	-3.8	-26.4
政府性基金支出	17.7	26.1	-10.1	-35.8	-42.7	-18.2	2.4	-20.2	-11.0	-18.2	-40.3

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>