

财政或能解释 10 月经济数据的部分疑惑

——10月财政数据分析

核心内容：

主要数据：2023年1-10月全国一般公共预算收入18.74万亿元，累计同比增速为8.1%（前值：8.9%），剔除留抵退税因素后实际同比增速为-1.7%（前值：-2.4%）。一般公共预算支出累计21.57万亿元，累计同比增速为4.6%（前值：3.9%）。1-10月份全国政府性基金预算收入累计4.38万亿元，累计同比增速为-16.0%（前值：-15.0%），政府性基金预算支出累计7.28万亿元，累计同比增速为-15.1%（前值：-21.7%）。

一、10月份财政收支数据活能部分解释经济数据的背离。10月份PMI、CPI及出口数据较9月份有所回落，但10月的经济数据中消费及工业增加值增速均又有不同程度的上行，仅投资数据有所回落，市场对于这一背离有所疑惑，而我们从10月财政数据中似乎能够找到些许答案，经济数据或许会因规模和调查方法存在一定偏差，但税收数据相对客观真实。

二、今年税收收入的趋势整体反映了从需求端到企业利润端的持续改善逻辑，其中内需方面消费税及关税累计同比增速分别为-4.8%、-11.0%（前值：-4.9%、-12.1%），增速降幅持续收窄（连续9个月）反映需求端持续改善，车辆购置税累计同比增速9.2%（前值5.0%），其在8月份由负转正后持续保持较高增长，消费税和车辆购置税反映出当前需求的回升主要在中高端和大宗消费。

三、企业利润端在内需的持续恢复下也有相继改善的趋势。企业所得税1-10月份累计同比-6.3%（前值：-7.4%）降幅较上月显著收窄，自今年7月份以来连续3个月收窄，个人所得税1-10月份累计同比-0.5%（前值：-0.4%），在今年各主要税种中降幅最小，且自6月份以来整体趋于平稳。企业所得税提升与国有企业和大型企业利润改善关联度较高，个税反映中高收入人群的税收增长，但工资短期刚性下今年的小幅回落主要与专项扣除标准的调整相关。当然，税收数据更多反映大中企业状况，对于部分微观主体的感受差异仍然存在，但我国经济复苏的轨迹本就是由政策主导下国企和大型企业的复苏而逐步带动市场预期回升的过程。

四、政府支出端狭义支出进一步兼顾民生与发展，广义支出由于专项债的发行使用完毕，边际增速回落。这也与10月份固定资产投资中基建增速的回落交相印证，专项债由于用作资本金比例的要求，对于整体基建投资的撬动效应较大。10月密集发行的特殊再融资债券主要用于存量债务的置换和部分工程款的兑付，因此其作用主要体现在对于企业当期现金流的改善而并未大幅提升实体工作量。而10月底新增的万亿国债及之后专项债额度的提前下达可能在11和12月再度对基建形成一定支撑，10月份基建的降低或主要是因长假和政府债发行续接期的短期因素引起，不宜过度悲观。

五、当前需要关注地产供需格局改变及地方债务融资转型下，政府性基金全年收入的完成进度。从当前政府性基金完成进度来看，9月和10月份收入均有大幅改善，目前收入进度已高于去年同期。但后续能多大程度完成全年目标存在一定不确定性，主要是往年11和12月份均是土地收入的高峰期，部分原因是因为城投公司为保障收入完成进度会在年底兜底拿地，而在当前对城投平台的转型要求下是否还能补足这部分缺口仍有待观察。按照往年收入进度我们估计今年政府性基金完成进度或许在80%左右，对应欠收金额在1.5万亿左右，但如果城投公司所起的作用减弱，资金缺口可能有所提升。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

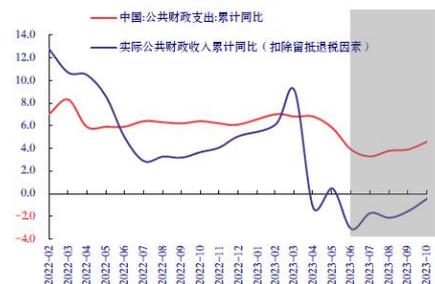
✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：

聂天奇

剔除留抵退税因素后狭义财政收支均有所改善：



风险提示：

- 1.政策不及预期的风险
- 2.房地产市场风险加剧的风险
- 3.政策理解不到位的风险

目 录

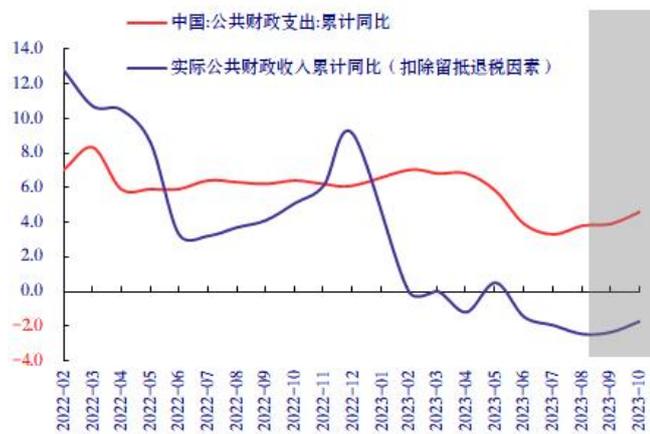
一、1-10月公共财政收入整体情况	3
二、公共财政收入分项变化	3
三、1-10月公共财政支出整体情况	4
四、公共财政支出分项变化	5
五、政府性基金收支情况	6

一、1-10月公共财政收入整体情况

扣除去年留抵退税影响的实际累计同比来看，一般公共预算收入及支出均有显著改善，尤其是收入的企稳回升得到确认。其中既有“金九银十”旺季因素，也有经济在二季度之后U型复苏的趋势性因素。

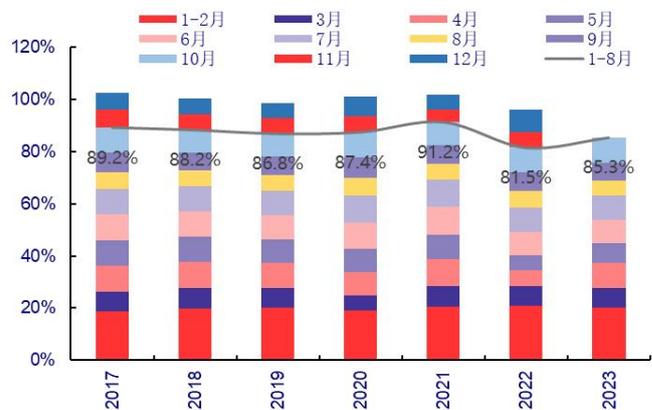
1-9月累计全国一般公共预算收入18.74万亿元，同比增长8.1%，扣除留抵退税因素同比-1.7%，实际收入持续改善。其中，税收收入15.78万亿元，累计同比增长10.7%（前值：11.9%）；非税收入2.96亿元，累计同比下降3.8%（前值：4.1%），非税与税收收入“跷跷板”有向非税收入增长的趋势。1-10月一般公共预算收入完成进度为85.3%，已超去年同期预算完成进度的81.5%。

图1：剔除留抵退税因素后财政收支累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：公共财政收入完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、公共财政收入分项变化

税收分项增速来看，消费税及关税降幅持续收窄（连续9个月）反映需求端持续改善，相继而来在利润端企业所得税自7月以来也持续改善，地产方面需要关注反映一级市场的土地使用税和耕地占用税在10月份降幅均有所收窄。

1-10月消费税累计同比-4.8%（前值：-4.9%）降幅持续收窄。1-10月份关税累计同比-11.0%（前值：-12.1%）降幅进一步收窄，反映内需和外需的两项税种自年初以来累计同比增速降幅连续9个月收窄，体现经济需求端的持续改善。大宗消费方面，1-10月份车辆购置税累计同比增速9.2%（前值5.0%），增速在8月份由负转正，全年持续保持增长态势，是今年税收改善的重要动力。

企业所得税1-10月份累计同比-6.3%（前值：-7.4%）降幅较上月显著收窄，自今年7月份以来连续3个月收窄，个人所得税1-10月份累计同比-0.5%（前值：-0.4%），在今年各主要税种中降幅最小，且自6月份以来整体趋于平稳。个税反映中高收入人群的税收增长，但工资短期刚性下今年小幅回落主要与专项扣除标准的调整相关

房地产相关5项税种1-10月份累计同比增速-3.85%（前值-5.25%），整体有企稳迹象。其中反映二级市场交易热度的房产税、契税、土地增值税1-10月份累计增长分别为10.11%、2.21%、

-15.23%（前值：7.57%、2.18%、-16.05%），反映二手房市场维持一定热度，但有“量升价降”趋势；土地一级市场方面，城镇土地使用税、耕地占用税累计同比降幅分别收窄至-1.47%、-14.88%（前值：-3.07%、-16.0%），自7月份以来整体扭转了降幅持续扩大的趋势，亦有企稳回升迹象。

图 3：主要税种累计同比增速（%）

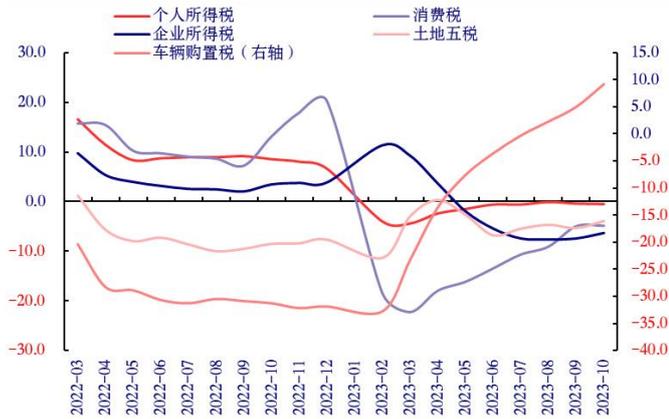
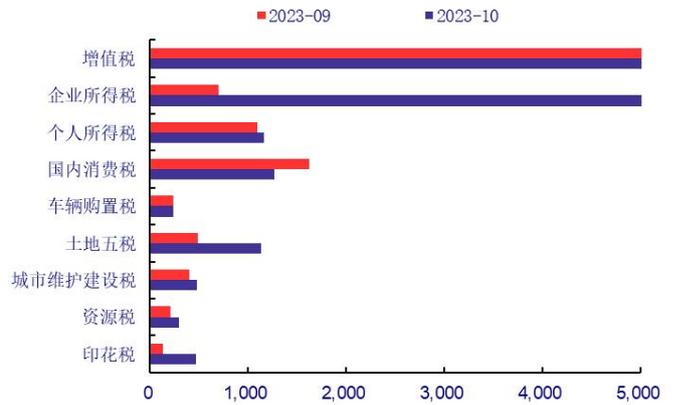


图 4：主要税收 9、10 月份收入绝对值对比（亿元）



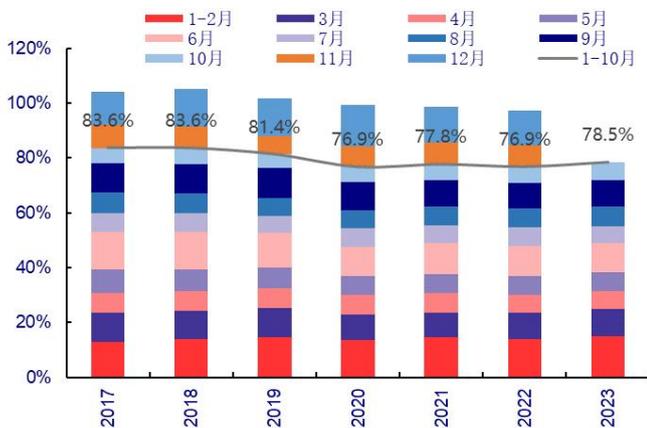
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、1-10 月公共财政支出整体情况

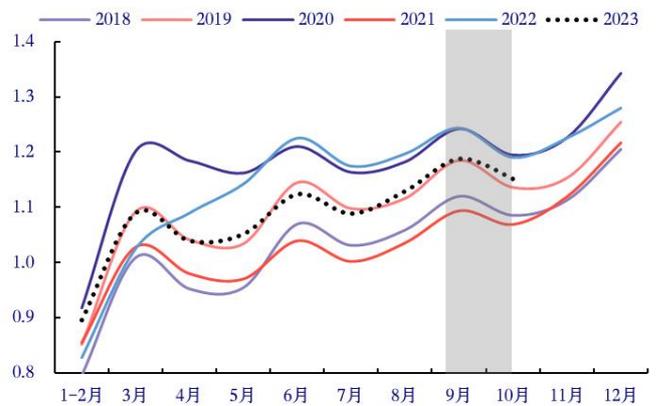
稳增长政策下新增政府债券有力支撑财政支出，财政支出进度及支出强度均有显著提升。1-10 月份全国一般公共预算累计支出 21.57 万亿，同比增长 4.6%（前值：3.9%），财政支出持续发力。1-10 月份公共财政支出进度为 78.5%，支出完成进度已超过过去 3 年的同期水平，主要是新增政府债券对支出端形成了有力支撑。其次，从财政支出强度方面来看，10 月份财政支出与财政收入比值为 115.1%，受季节性因素较上月有所降低，但整体支出强度已高于过去 5 年同期均值水平（114%），显示出当前财政加码发力的整体趋势。

图 5：公共财政支出完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：公共财政支出力度（财政支出/财政收入）



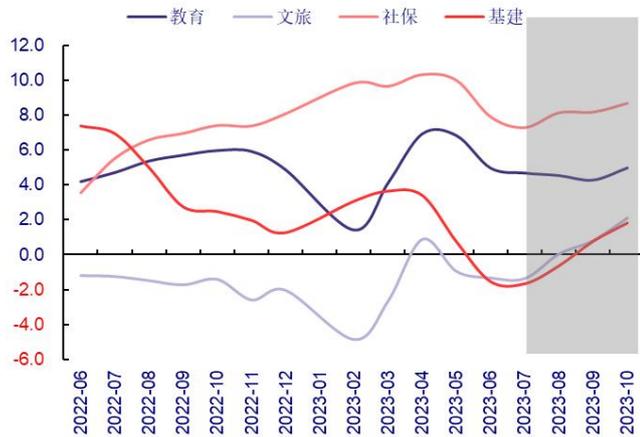
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、公共财政支出分项变化

支出端进一步兼顾民生与发展，社保及基建支出持续加码。财政支出分项来看，1-10月份教育、社保、文旅以及基建四项合计（交通、城乡、农林、节能）支出累计增长分别为4.99%、8.67%、2.10%、1.83%（前值：4.29%、8.17%、0.81%、0.78%）增速自7月份以来均保持持续提升，体现当前财政支出向民生和基建倾斜的总基调，其中基建方面仅交通运输同比增速小幅降低，主要考虑到季节性因素及专项债发行完毕的因素。科技支出当月同比增速有所降低，与10月工业增加值数据中高技术增加值增速降低一致。

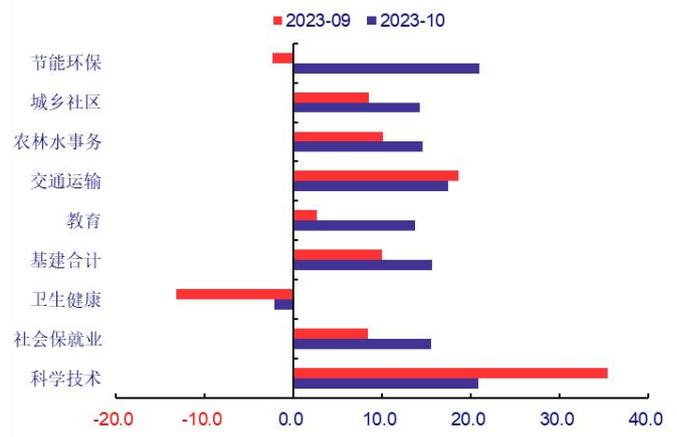
其次，今年基建支出与自8月份以来持续提升，我们将2023年基建支出绝对值与2022年对比，可以看出今年基建支出的U型回升与经济复苏趋势较为一致，体现出当前稳增长政策对经济复苏的重要性显著提升。

图 7：财政支出分类同比增速（%）



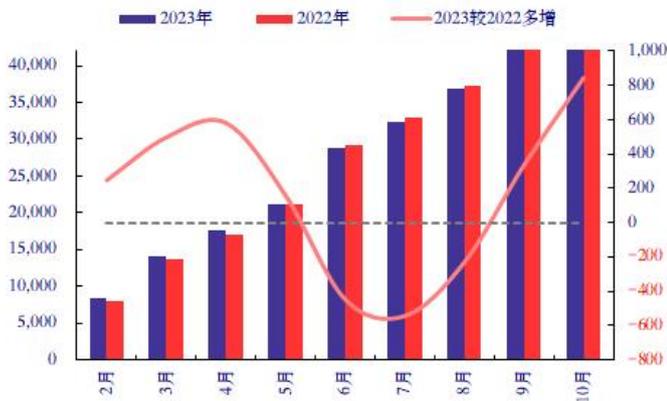
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：财政分项支出同比增速 10 月边际变化（%）



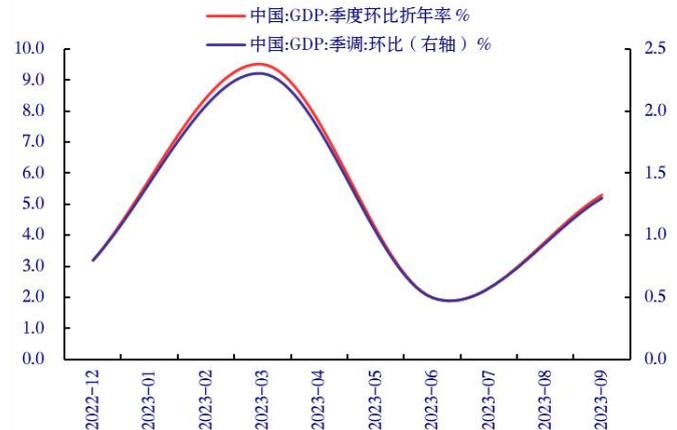
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：2022 年与 2023 年财政基建支出绝对值对比（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：财政基建力度与 GDP 环比均呈“U”型复苏

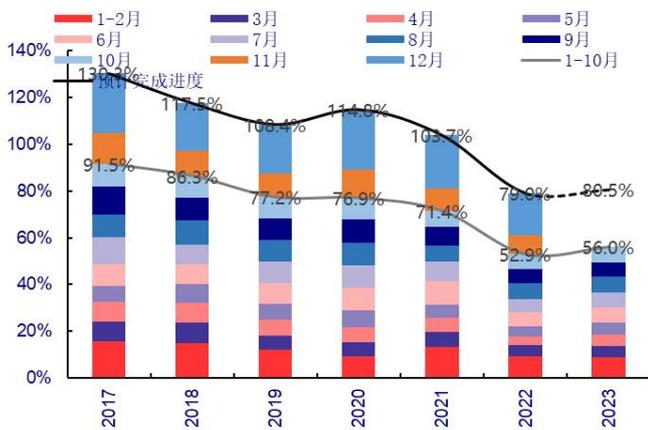


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、政府性基金收支情况

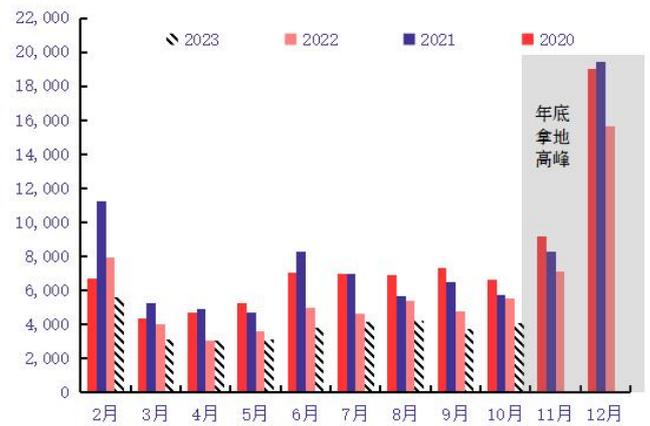
土地市场未显著回升之下，广义财政收入持续偏弱。广义财政收入方面，1-10月全国政府性基金收入为4.37万亿、累计同比下降16%（前值-15.7%）。其中，国有土地使用权出让收入3.49万亿元，同比20.5%（前值-19.8%），土地收入较去年持续下滑，仍是广义财政收入的主要拖累因素。截止目前，政府性基金累计收入完成进度为56.0%，小幅超过2022年同期完成进度的46.5%。按照往年同期收支进度我们预测今年全年完成进度在80%左右。目前仍存在的不确定性是：在今年地方融资平台转型时，以往年底的土地收入高峰是否仍会出现，即年底地方城投是否仍会兜底拿地。

图 11：政府性基金收入完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

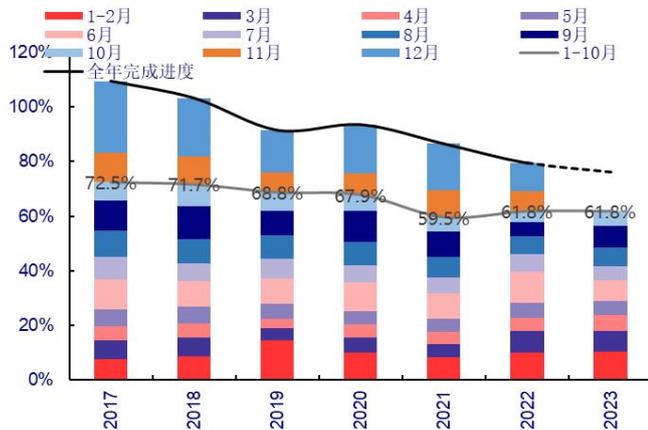
图 12：历年土地出让金收入当月绝对值水平（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

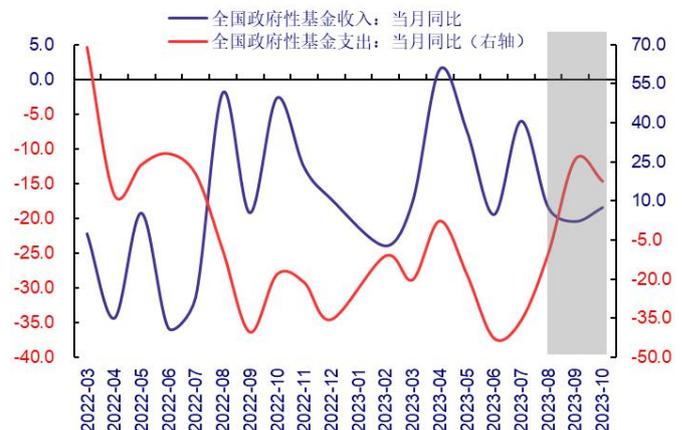
广义财政支出完成进度提速，但在专项债发行使用完毕之后边际支出增速有所回落。广义财政支出方面，1-10月全国政府性基金支出7.28万亿、累计同比增速-15.1%（前值：-17.3%），支出端下行趋势有所缓解，1-10月份政府基金支出进度完成61.8%，已于去年同期持平，小幅低于过去五年的平均水平65.9%。当月同比来，10月份政府性基金支出同比增速17.65%（前值26.14%），10月份全国政府性基金收入同比增速-18.44%（前值：-20.44%），支出边际增速有所回落。

图 13：政府性基金支出完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14：政府性基金收支同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1 : 剔除留抵退税因素后财政收支累计同比增速 (%)	3
图 2 : 公共财政收入完成进度	3
图 3 : 主要税种累计同比增速 (%)	4
图 4 : 主要税收 9、10 月份收入绝对值对比 (亿元)	4
图 5 : 公共财政支出完成进度	4
图 6 : 公共财政支出力度 (财政支出/财政收入)	4
图 7 : 财政支出分类同比增速 (%)	5
图 8 : 财政分项支出同比增速 10 月边际变化 (%)	5
图 9 : 2022 年与 2023 年财政基建支出绝对值对比	5
图 10 : 财政基建力度与 GDP 环比均呈“U”型复苏	5
图 11 : 政府性基金收入完成进度	6
图 12 : 历年土地出让金收入当月绝对值水平	6
图 13 : 政府性基金支出完成进度	6
图 14 : 政府性基金收支同比增速 (%)	6

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn