

财政持续加码基建，收入压力有所缓解

——11月财政数据分析

核心内容：

主要数据：2023年1-11月全国一般公共预算收入20.01万亿元，累计同比增速为7.9%（前值：8.1%），剔除留抵退税因素后实际同比增速为-0.4%（前值：-0.8%）。一般公共预算支出23.84万亿元，累计同比增速为4.9%（前值：4.6%）。1-11月份全国政府性基金预算收入5.18万亿元，累计同比增速为-13.8%（前值：-16.0%），政府性基金预算支出8.31万亿元，累计同比增速为-13.3%（前值：-15.1%）。

一、一般公共预算收入增速保持平稳，预计全年基本完成预算收入目标。1-11月份全国一般公共预算收入累计同比增速为7.9%，整体来看今年一本账预算收入的回升主要仍由增值税留抵退税结束后，增值税的大幅回升，以及车辆购置税的持续高增拉动。其余主要税种中，如企业所得税、消费税、关税、地产五税均对全年公共预算收入增速为负贡献。分项税收的边际变化来看，企业所得税、消费税增速有所改善，当月同比分别增长9.91%、4.16%（前值：0.6%、-3.44%），印花税受税率调整影响当月同比-45.53%。截止目前一本账收入完成全年进度的91.1%，根据往年季节性规律，我们预计12月公共预算收入完成进度在8%-9%左右，全年基本完成预算目标。

二、支出持续加码，结构进一步倾向基建，有力支撑全年经济目标达成。伴随特殊再融资债及新增万亿国债的发行及资金下达，自10月份以来财政支出力度显著增强，1-11月一般公共预算支出累计同比增速4.9%，在上月4.6%增速的基础上持续加码发力，其中11月份的财政支出强度达到119.2%，已显著超过过去五年均值（117%）。在支出结构方面，本月进一步向基建倾斜，1-11月与基建相关的四项财政支出合计金额5.22万亿，累计同比增速自8月份由负转正以来持续上行至2.98%，有力托举经济增速自三季度以来的底部回升。展望全年，我们预计12月无论是在季节性高峰还是新增万亿国债的支撑下，财政支出强度及对基建的支出力度均有望进一步提升，小幅超额完成预算目标。

三、土地出让收入季节性高峰叠加一级市场回暖，广义财政收入压力有所缓解。1-11月政府性基金收入5.18万亿元，累计同比-13.8%，全年累计降幅较上月收窄2.2个百分点。其中，土地出让金收入4.2万亿元，累计同比-17.9%，降幅收窄2.6个百分点。历年年底两月均是地方政府土地出让的高峰，按照过去五年均值水平来看，11-12月合计占全年土地出让收入的比例约30%，其中11月为10%左右，12月为20%左右。而今年11月的土地收入7147亿元，已超过过往18、19年绝对值水平，增幅也已超过单纯的季节性因素，反映出当前土地一级市场的企稳。而这点在土地开发相关的城镇土地使用税、耕地占用税中也有所印证，二者累计同比降幅显著收窄，当月同比增速更是显著高增至15.67%、50%（前值：6.89%、21.21%）。12月14日，上海、北京同时调整购房政策，我们认为12月份的土地收入在季节性和市场企稳双重因素支撑下，可以相对乐观。

四、总结来看，全年财政收支较年初预算缺口仅为土地收入。截止目前今年1.5万亿的特殊再融资债券已发行了1.33万亿，新增万亿国债大部分也已发行完毕。展望全年财政预算收支完成度，目前来看一本账财政收支完成预算目标的压力较小，在政策加码之下公共财政支出甚至有望小幅超额完成预算目标。至此，今年的预算缺口仅在于二本账，政府性基金预算收入虽然在季节性高峰因素下有所缓解，但整体较去年仍有较大降幅，我们预计全年政府性基金收入预算完成度在85%-90%之间，对应约8000-12000亿欠收金额。但考虑到今年合计约2.5万亿的增量政策，财政力度仍较年显著提升。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

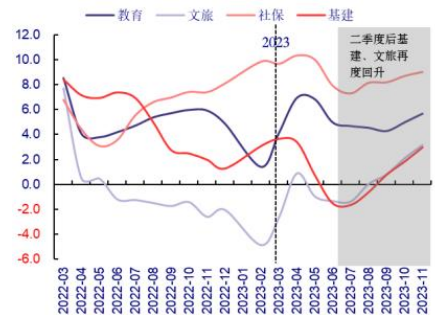
✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：

聂天奇

财政投向基建、文旅支出持续上行（%）：



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

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、1-11 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、1-11 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、1-11 月公共财政收入整体情况

1-11 月份全国公共财政收入累计同比增速为 7.9%，整体来看今年一本账预算收入的回升主要由增值税留抵退税退出后，增值税的大幅回升，以及车辆购置税的持续提高拉动。其余主要税种，如企业所得税、消费税、关税、地产五税均对全年公共预算收入增速为负贡献。截止目前一本账收入完成全年进度的 91.1%，我们预计 12 月公共财政收入完成进度在 8%-9% 左右，全年基本完成预算目标。

1-11 月累计全国一般公共预算收入 20.01 万亿元，同比增长 7.9%，扣除留抵退税因素同比-0.4%，实际收入持续改善。其中，税收收入 16.84 万亿元，累计同比增长 10.2%（前值：10.7%）；非税收入 3.17 万亿元，累计同比下降 3.0%（前值：3.8%），非税收入“跷跷板”进一步倾斜。今年 1-11 月，增值税及车辆购置税分别拉动公共财政收入增长 11.2% 及 0.1%，消费税、企业所得税、关税、地产五税分别为-0.3%、-1.4%、-0.2%、-0.5%。

图 1: 1-11 月各税种对公共预算收入贡献率(单位: 亿元, %)

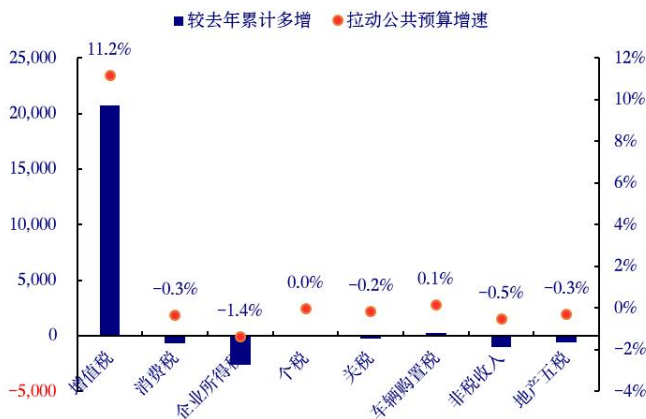
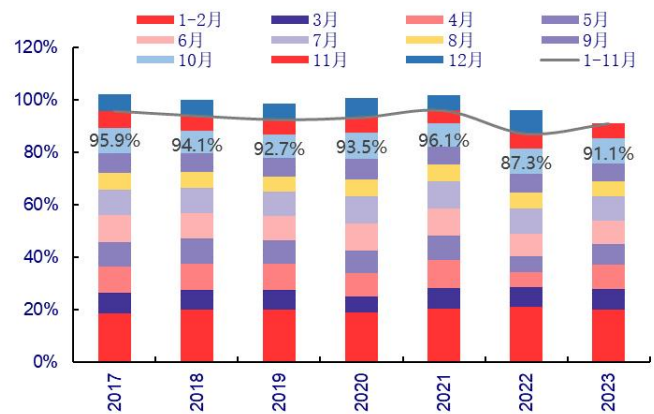


图 2: 公共财政收入完成进度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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 10 个月）反映需求端持续改善，但全年呈弱势复苏。相应的企业所得税及个人所得税均持续低位徘徊，唯有车辆购置税全年持续高增。地产相关税收方面，税收增速反映当前一级市场有所回暖，但二级市场交易遇冷。

1-11 月消费税累计同比-4.1%（前值：-4.8%）降幅在去年年底高基数影响下持续收窄，但全年增速预计仍为负增长，反映今年内需的弱势复苏。此外，1-10 月份关税累计同比-10.6%（前值：-11%）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 10 个月收窄。需求改善相对缓慢，相应的企业所得税及个人所得税均持续在低位徘徊，累计同比分别为-6.0%、-0.5%（前值：-6.3%、-0.5%），唯有车辆购置税全年增速持续高增累计同比 11.7%（前值：9.2%）。

房地产相关 5 项税种 1-11 月份合计累计同比增速-3.25%（前值-3.85%），整体有企稳迹象。边际变化上，其中反映二级市场交易的房产税、契税、土地增值税 11 月份同比增速分别为 16.17%、1.78%、-12.32%（前值：20.16%、2.47%、-5.21%），二手房市场交易遇冷；土地一级市场方面，

城镇土地使用税、耕地占用税 11 月当月同比增速分别为 15.67%、50.00%（前值：6.89%、21.21%），较上月有显著回升，与 11 月土地出让金的高增相互印证，均处于季节性高峰。

图 3：主要税种累计同比增速（%）

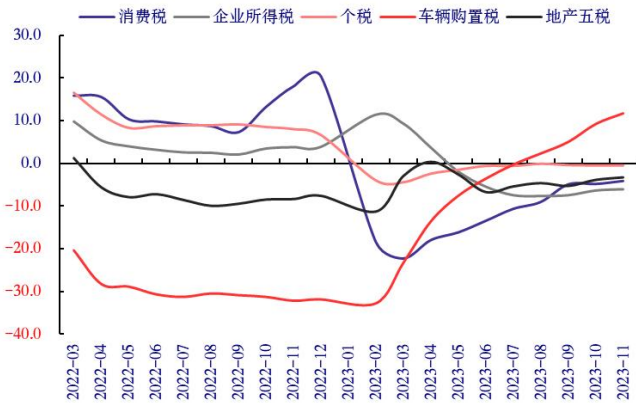
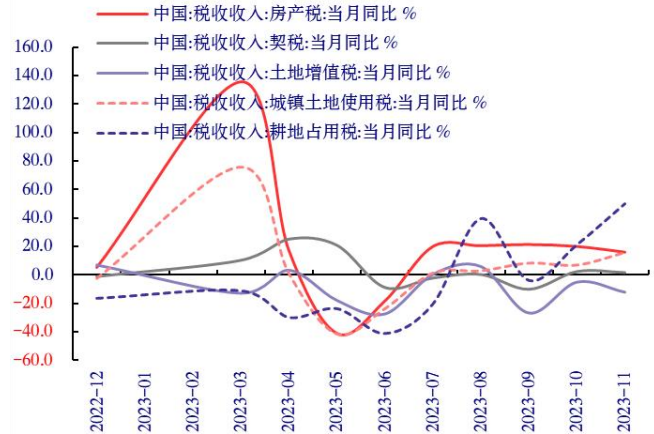


图 4：房地产相关税收当月同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

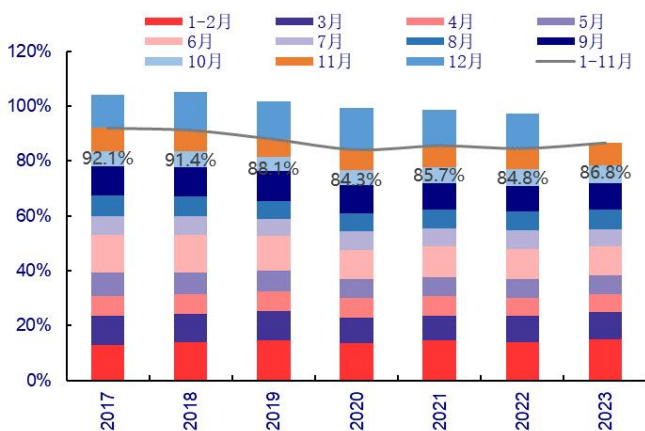
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、1-11 月公共财政支出整体情况

支出持续加码，结构进一步倾向基建。伴随特殊再融资债及新增万亿国债的发行及资金下达，自 10 月份以来财政支出显著增强，1-11 月一般公共预算支出累计同比增速 4.9%，在上月 4.6% 增速基础上持续加码发力，其中财政支出强度达到 119.2%，已显著超过过去五年均值（117%）。

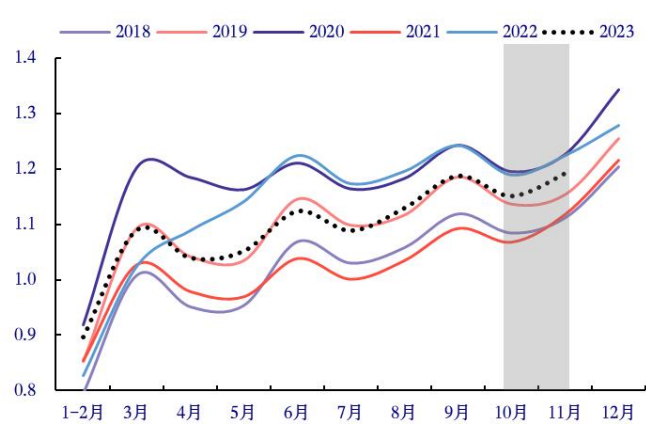
1-11 月份公共财政支出进度为 86.8%，支出完成进度已达到过去 5 年的同期平均水平（86.9%），我们认为在新增万亿国债的项目资金下达后，12 月财政支出仍有望持续加力，全年预算支出完成额或有小幅超增。

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）



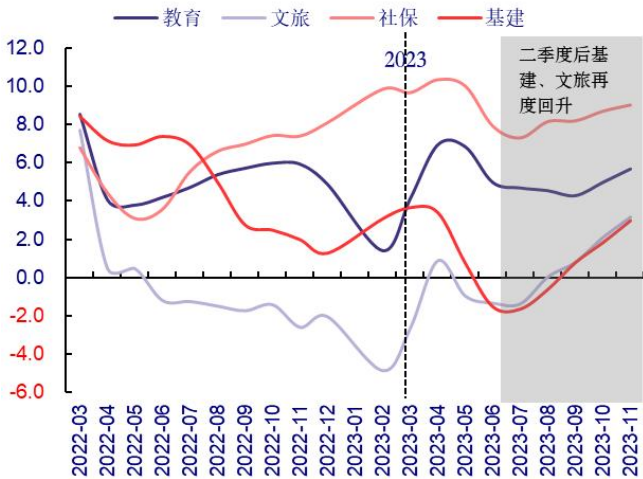
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、公共财政支出分项变化

在支出结构方面，11月进一步向基建倾斜，1-11月与基建相关的四项财政支出合计金额5.22万亿，累计同比增速自8月份由负转正以来持续上行至2.98%，有力托举经济增速自三季度以来的底部回升。展望全年，我们预计12月无论是在季节性高峰还是新增万亿国债的支撑，财政支出强度及对基建的支出力度均有望进一步提升。

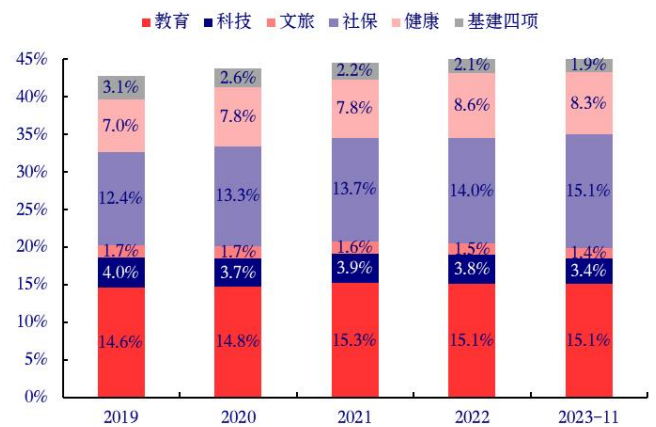
财政支出分项来看，1-11月份教育、社保、文旅以及基建四项合计（交通、城乡、农林、节能）支出累计增长分别为5.69%、9.0%、3.16%、2.98%（前值：4.99%、8.67%、2.1%、1.83%），增速自7月份以来均保持持续提升，体现当前财政支出向民生和基建倾斜的总基调。科技和卫生支出累计同比增速降低至4.34%、1.37%（前值：4.54%、2.92%）。需要注意的是，虽然近期基建支出整体回升较快，但财政支持基建的支出占比已由疫情前2019年的3.1%持续降低至1.9%，这其中主要是疫情期间卫生健康及社保的支出持续增长。因此，展望明年，在疫情及就业压力陆续缓解后，伴随“三大工程”的启动，基建支出占比有望进一步回升。

图 7：财政支出分项累计同比增速（%）



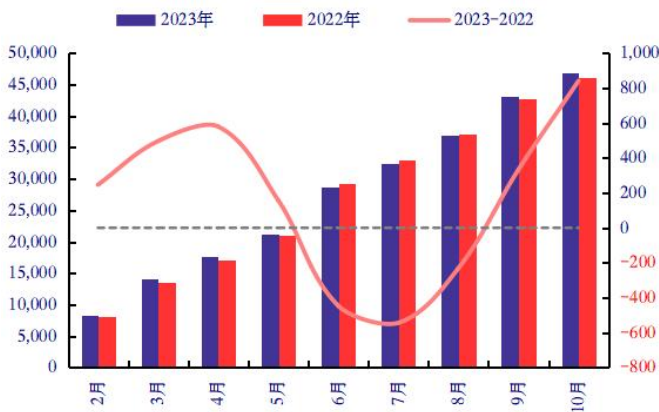
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：主要支出分项占公共财政总支出比重（%）



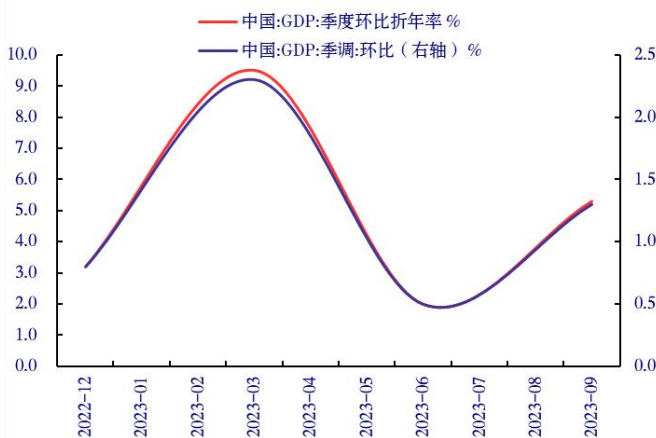
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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



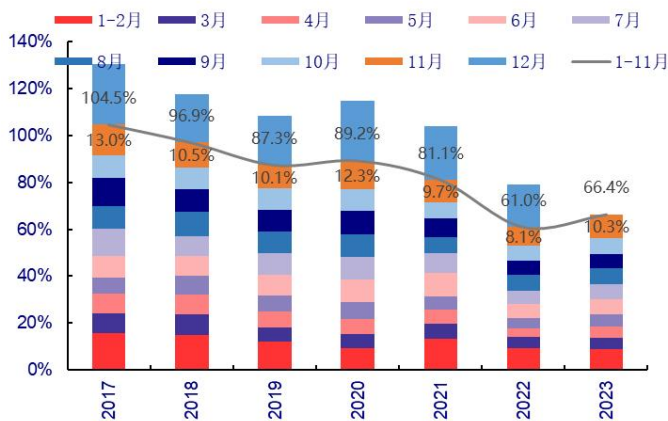
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、政府性基金收支情况

土地出让收入季节性高峰叠加一级市场回暖，广义财政收入压力有所缓解。1-11月政府性基金收入5.18万亿元，累计同比-13.8%，降幅较上月收窄2.2个百分点。其中，土地出让金收入4.2万亿元，累计同比-17.9%，降幅收窄2.6个百分点。历年年底均是地方政府土地出让的高峰，按照过去5年均值水平来看，11-12月两月合计占全年土地出让收入约30%，其中11月为10%左右，12月为20%左右。而今年11月的土地收入7147亿元，已超过过往2018、2019年绝对值水平，增幅小幅超过季节性因素，反映出当前土地一级市场的逐步企稳。而这点在土地一级市场相关的城镇土地使用税、耕地占用税中也有所印证，二者累计同比降幅显著收窄，当月同比增速更是显著高增，分别为15.67%、50%（前值：6.89%、21.21%）。12月14日，上海、北京同时调整购房政策，我们认为12月份的土地收入在季节性和市场企稳双重因素支撑下，相对乐观。

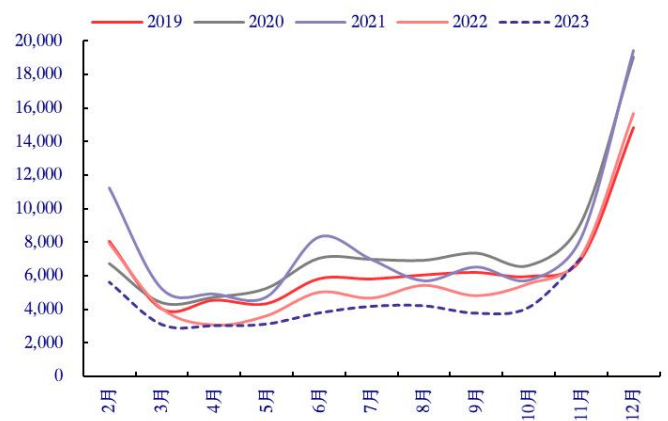
土地市场未显著回升之下，广义财政收入持续偏弱。广义财政收入方面，1-10月全国政府性基金收入为4.37万亿、累计同比下降16%（前值-15.7%）。其中，国有土地使用权出让收入3.49万亿元，同比-20.5%（前值-19.8%），土地收入较去年持续下滑，仍是广义财政收入的主要拖累因素。截止目前，政府性基金累计收入完成进度为66.4%，已超过2022年同期完成进度的61.0%。按照往年同期收支进度我们预测全年完成进度在85%左右。

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

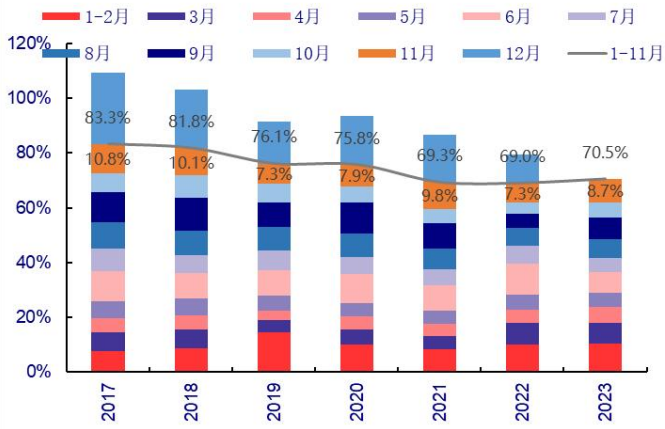
图 12：历年土地出让金收入当月绝对值水平（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

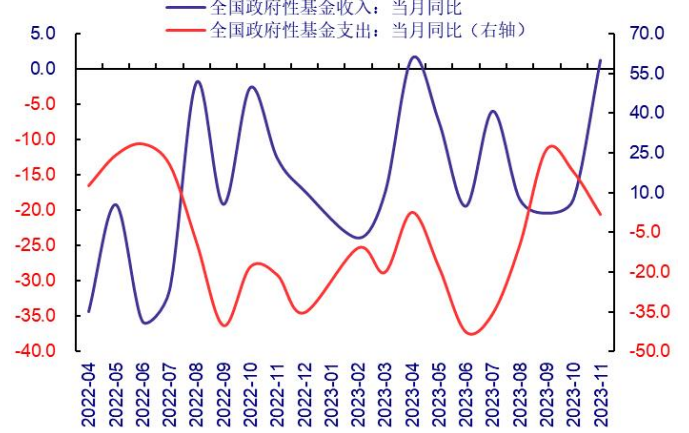
广义财政支出完成进度提速，支出增速边际回落。广义财政支出方面，1-11月全国政府性基金支出8.31万亿、累计同比增速-13.3%（前值：-15.1%），支出端下行趋势有所缓解，1-11月份政府基金支出进度完成70.5%，已高于去年同期，小幅低于过去五年的平均水平（74.4%）。当月同比来看，11月份政府性基金支出同比增速1.64%（前值17.65%），在专项债发行使用完毕之后，支出有赖于土地出让金的收入，边际增速有所回落。

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 : 1-11 月各税种对公共预算收入贡献率 (%)	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 : 房地产相关税收当月同比增速	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 : 财政支出分项累计同比增速 (%)	5
图 8 : 主要支出分项占公共财政总支出比重 (%)	5
图 9 : 2022 年与 2023 年财政基建支出绝对值对比 (亿元)	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 (亿元)	6
图 13 : 政府性基金支出完成进度	7
图 14 : 政府性基金收支同比增速 (%)	7

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