

财政收支增速回落，基建增速受资金来源制约

——5月财政数据点评

宏观数据点评

2019年06月17日

报告摘要：

1-5月累计，全国一般公共预算收入 89919 亿元，同比增长 3.8%，前值 5.3%。
全国一般公共预算支出 93023 亿元，同比增长 12.5%，前值 15.2%。

● 减税降费见效，消费增速回升

税收拖累财政收入增速明显回落。1-5月累计，全国一般公共预算收入 89919 亿元，同比增长 3.8%，增速较上月回落 1.5 个百分点。其中，全国一般公共预算收入中的税收收入 78493 亿元，同比增长 2.2%，增速较上月回落 2.4 个百分点。

增值税回落一方面是受增值税减税政策影响，一方面是由于 5 月工业增加值回落至 5.0% 的低位。受房地产调控收紧影响，房地产降温，土地和房地产相关税收增速有所回落。受益于个税下降和房地产挤出效应减小，社会零售总额增速反弹，带动消费税维持高增速。

● 财政支出增速回落

财政支出增速回落或受制于税收增速下降，土地出让收入下降给地方政府收入带来压力，导致政府性基金预算支出增速回落。

● 基建增速受资金来源制约

在资金来源中，基建预算内资金占比相对较小。虽然全国公共财政支出中基建相关三项支出增速较去年大幅提升，但 5 月基建贷款季节性回落，城投债净融资明显缩量，导致 5 月份基建投资增速如期回落至 2.6%。

允许将专项债作为基建投资的资本金来使用，可以缓解政府收入下降导致的资本金来源不足，有助于月度基建投资增速回升。但《基建投资资金来源剖析及增速预测——宏观预测专题报告二》中预计 2019 年度基建投资同比增长 7.5%，是基于项目资本金来源不受制约做出的预测，因而该政策对全年项目预计投资额和基建增速影响有限。为对冲经济下行压力，政府需加大财政赤字，进一步减税降费，提高企业投资回报率，保持适度的传统基建增速托底经济。

● 风险提示：积极财政政策不及预期，中美贸易摩擦加剧。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

1、基建投资资金来源剖析及增速预测——

——宏观预测专题报告二 20190523

近日国家财政部公布 2019 年 5 月全国财政收支情况，1-5 月累计，全国一般公共预算收入 89919 亿元，同比增长 3.8%，前值 5.3%。全国一般公共预算支出 93023 亿元，同比增长 12.5%，前值 15.2%。

我们认为：

1、税收拖累财政收入增速明显回落。1-5 月累计，全国一般公共预算收入 89919 亿元，同比增长 3.8%，增速较上月回落 1.5 个百分点。其中，全国一般公共预算收入中的税收收入 78493 亿元，同比增长 2.2%，增速较上月回落 2.4 个百分点。

2、增值税回落一方面是受增值税减税政策影响，一方面是由于 5 月工业增加值回落至 5.0% 的低位。受房地产调控收紧影响，房地产降温，土地和房地产相关税收增速有所回落。受益于个税下降和房地产挤出效应减小，社会零售总额增速反弹，带动消费税维持高增速。

3、财政支出增速回落或受制于税收增速下降，土地出让收入下降给地方政府收入带来压力，导致政府性基金预算支出增速回落。

4、在资金来源中，基建预算内资金占比相对较小。虽然全国公共财政支出中基建相关三项支出增速较去年大幅提升，但 5、6 月基建贷款季节性回落，城投债净融资明显缩量，导致 5 月份基建投资增速如期回落至 2.6%。

5、允许将专项债作为基建投资的资本金来使用，可以缓解政府收入下降导致的资本金来源不足，有助于月度基建投资增速回升。但《基建投资资金来源剖析及增速预测——宏观预测专题报告二》中预计 2019 年度基建投资同比增长 7.5%，是基于项目资本金来源不受制约做出的预测，因而该政策对全年项目预计投资额和基建增速影响有限。为对冲经济下行压力，政府需加大财政赤字，进一步减税降费，提高企业投资回报率，保持适度的传统基建增速托底经济。

一、减税降费见效，消费增速回升

税收拖累财政收入增速明显回落。1-5 月累计，全国一般公共预算收入 89919 亿元，同比增长 3.8%，增速较上月回落 1.5 个百分点。其中，全国一般公共预算收入中的税收收入 78493 亿元，同比增长 2.2%，增速较上月回落 2.4 个百分点。

非税收入总体保持增长。1-5 月累计，非税收入 11426 亿元，同比增长 16.1%，增速较上月回升 5.8 个百分点。其中，教育费附加等专项收入同比下降 2.9%，比去年同期回落 12.9 个百分点。国有资本经营收入、政府住房基金收入、国有资源（资产）有偿使用收入同比增长较多，合计拉高全国非税收入增幅 15.4 个百分点，支撑全国财政收入增幅 1.8 个百分点。国有资本、资源（资产）类非税收入增长较快，表明多渠道弥补减税降费政策减收见到成效。

工业生产放缓，增值税增速大幅回落。1-5 月累计，全国一般公共预算收入中的税收收入 78493 亿元，同比增长 2.2%，增速较上月回落 2.4 个百分点。其中，国内增值税同

比增长 6.8%，较上月回落 5.6 个百分点。我们认为，增值税回落一方面是受增值税减税政策影响，一方面是由于 5 月工业增加值回落至 5.0% 的低位。

房地产降温，地产相关税种有所回落。1-5 月土地和房地产相关税收中，契税 2509 亿元，同比增长 4.5%，增速较上月回落 0.9 个百分点；土地增值税 2683 亿元，同比增长 7.7%，增速较上月回落 1.9 个百分点；房产税 1335 亿元，同比增长 2.2%，增速较上月回落 0.3 个百分点；耕地占用税 520 亿元，同比下降 4.3%，降幅较上月扩大 2 个百分点；城镇土地使用税 963 亿元，同比下降 11.8%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点。我们认为，受房地产调控收紧影响，房地产销售和投资增速回落，土地和房地产相关税收增速或进一步回落。

个税下降刺激消费反弹，消费税维持高增速。1-5 月累计，个人所得税同比下降 30.7%，消费税同比增长 23.1%。我们认为，受益于个税下降和房地产挤出效应减小，社会零售总额增速反弹，带动消费税维持高增速。

土地使用权出让收入增速回落。1-5 月累计，全国政府性基金预算收入 24744 亿元，同比下降 3.8%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入 1579 亿元，同比下降 1.4%；地方政府性基金预算本级收入 23165 亿元，同比下降 4%，其中国有土地使用权出让收入下降 6%，降幅较上月缩小 1.6 个百分点。

二、财政支出增速回落

财政支出增速回落。1-5 月累计，全国一般公共预算支出 93023 亿元，同比增长 12.5%，增速较上月回落 2.7 个百分点。其中，中央一般公共预算本级支出 13439 亿元，同比增长 12.5%，增速较上月回落 2.4 个百分点；地方一般公共预算支出 79584 亿元，同比增长 12.5%，增速较上月回落 2.7 个百分点。我们认为，财政支出增速回落或受制于税收增速下降。

基建相关三项支出增速大幅提升。1-5 月累计，基建类支出达到 22183 亿元，同比增长 21.1%，较上月回落 2.3 个百分点，但仍远高于上年同期。

政府性基金预算支出增速回落。1-5 月累计，全国政府性基金预算支出 27857 亿元，同比增长 32.8%，较上月回落 5.5 个百分点。分中央和地方看，中央政府性基金预算本级支出 542 亿元，同比增长 68%；地方政府性基金预算相关支出 27315 亿元，同比增长 32.2%，其中国有土地使用权出让收入安排的支出增长 15.8%，较上月回落 5.5 个百分点。我们认为，土地出让收入下降给地方政府收入带来压力，导致政府性基金预算支出增速回落。

三、基建增速受资金来源制约

在资金来源中，基建预算内资金占比相对较小。虽然全国公共财政支出中基建相关三项支出增速较去年大幅提升，但 5、6 月基建贷款季节性回落，城投债净融资明显缩量，导致 5 月份基建投资增速如期回落至 2.6%。

截至 2019 年 4 月，地方政府显性债务余额合计 19.68 万亿，地方政府隐性债务余额约 34.11 万亿。地方政府债务风险加大及相关监管对城投企业融资和 PPP 融资具有一定制

约。《政府投资条例》实施后，通过 BT 等模式形成的隐性政府债务或将大幅缩减。土地出让收入决定了政府性基金对基建的支持力度。金融去杠杆使得城投债净融资额下降，信托贷款和委托贷款下跌。《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》允许将专项债作为基建投资的资本金来使用，可以缓解政府收入下降导致的资本金来源不足，有助于月度基建投资增速回升。但《基建投资资金来源剖析及增速预测——宏观预测专题报告二》中预计 2019 年度基建投资同比增长 7.5%，是基于项目资本金来源不受制约做出的预测，因而该政策对全年项目预计投资额和基建增速影响有限。

5 月生产、投资增速回落，预计二季度 GDP 增速为 6.3%，三季度达到 6.2%。为对冲经济下行压力，政府需加大财政赤字，进一步减税降费，提高企业投资回报率，保持适度的传统基建增速托底经济。

风险提示：积极财政政策不及预期，中美贸易摩擦加剧。

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

毛健，民生证券研究院宏观固收组研究助理。上海财经大学经济学博士。4年央企汽车装配工艺设计经验，1年金融科技战略规划经验，曾任私募研究员与投资总监，2019年1月加盟民生证券研究院。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11973

