

总量研究

财政发力在途中

——2022年1-2月财政数据点评兼债市观点

要点

事件

2022年1-2月财政收支情况：1) 1-2月全国一般公共预算收入4.62万亿元，同比增长10.5%；全国一般公共预算支出3.82万亿元，同比增长7%；全国政府性基金预算收入0.92万亿元，同比下降27.2%；政府性基金预算支出1.40万亿元，同比增长27.9%。

点评

一般公共预算收入：延续高速增长态势，但存在今年开年集中入库的可能；特定机构利润上缴情况暂不可知。1-2月全国一般公共预算收入同比增长10.5%

(2021年全年为10.7%)，延续2021年高速增长的态势，并且从预算执行进度来看，也稍高出2021年同期水平，说明公共预算收入端表现强劲，但不排除去年下半年公共预算收入压缩入库，而今年开年集中入库的情况。今年政府工作报告和预算报告显示，今年财政收入中有一部分资金来自“特定国有金融机构和专营机构上缴利润”，但从数据来看，上缴利润这一活动实施情况暂不可知。

一般公共预算支出：财政发力尚在途中，预算内基建投资整体在提速。1-2月全国一般公共预算支出同比增长7%，地方政府支出同比增长7.3%；2022年两会上，设定的2022年全年一般公共预算支出增速目标是8.4%，其中地方政府为8.9%，1-2月全国和地方公共财政支出增速均低于预算安排，财政发力尚在途中。在已经公布的10项财政支出细项中，节能环保、城乡社区、农林水、交通运输这4项与预算内基建投资有关领域的支出增速明显提升，说明预算内基建投资领域支出有所加强。

政府性基金预算：土地出让收入快速下降，专项债对应支出明显提速。今年1-2月，全国政府性基金预算收入、地方政府性基金预算收入和土地出让收入同比增速均出现明显下降，考虑到土地出让收入占据地方政府性基金预算收入中的绝大部分，地方政府性基金收入增速下降主要是由于土地出让收入快速下降所致。1-2月土地出让对应的支出同比下降不少，但专项债对应支出同比增速达到了479.3%，这方面的支出明显在提速。

债市观点

从1-2月财政支出情况来看，财政政策正处于发力途中，后续仍有继续加强的空间。后续货币政策将是总量政策和结构性政策的结合，仍有操作空间。影响国内债市主要矛盾的还是市场对国内基本面走势及宏观政策的预期。我们一直强调2022年基本面的最大特征可能是“需求再修复”。政策的适度宽松与基本面的修复结合在一起，债市可能很难出现大的交易机会，择机入场也要适时退场。对于配置型机构来说，后续可以跟随基本面的变化进行配置，10Y国债收益率在2.9%以上时具有较强的配置价值。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebsecn.com

相关研报

目标和政策明确，后续看执行——2022年政府工作报告点评兼债市观点（2022-03-05）

两本预算均有“存粮”，基建领域支出偏慢——2021年12月财政数据点评兼债市观点（2022-01-28）

1、事件

2022年3月18日财政部公布2022年1-2月财政收支情况：

- 1) 1-2月全国一般公共预算收入4.62万亿元，同比增长10.5%；其中税收收入同比增长10.1%，非税收增长13.7%。
- 2) 1-2月全国一般公共预算支出3.82万亿元，同比增长7%；其中，中央本级支出同比增长4.6%，地方支出同比增长7.3%。
- 3) 1-2月全国政府性基金预算收入0.92万亿元，同比下降27.2%，其中土地出让收入0.79万亿元，同比下降29.5%；政府性基金预算支出1.40万亿元，同比增长27.9%，其中土地出让相关支出0.93万亿元，同比下降8.2%。

2、点评

2.1、一般公共预算收入：延续高速增长态势，但存在今年开年集中入库的可能；特定机构利润上缴情况暂不可知

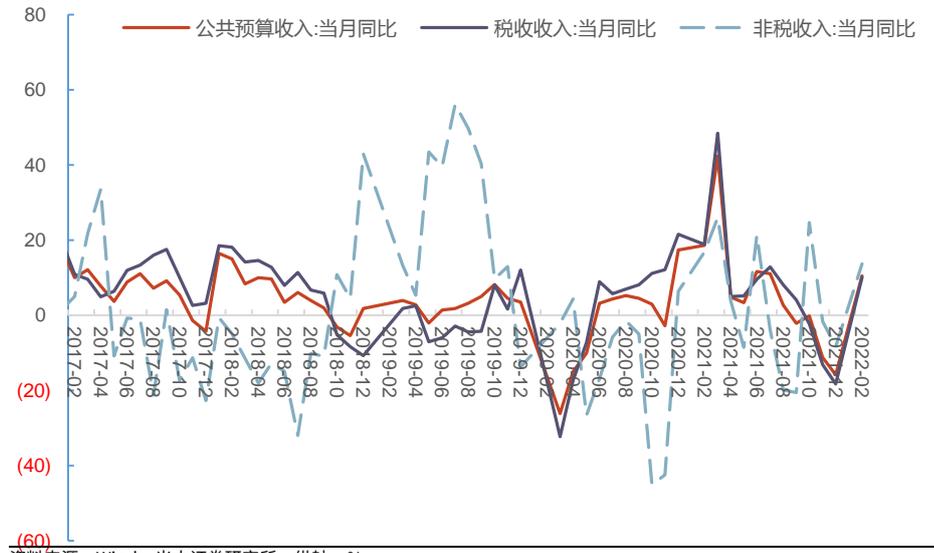
1-2月全国一般公共预算收入4.6万亿元（完成预算进度的22%，2021年为21.1%），同比增长10.5%（2021年全年为10.7%）。其中税收收入同比增长10.1%（2021年全年为11.9%），非税收入同比增长13.7%（2021年全年为4.2%）。

从数据表现来看，一般公共预算收入端延续2021年高速增长的态势，并且从预算执行进度来看，也稍高出2021年同期水平，说明公共预算收入端表现强劲。但需要注意的是，2021年9-12月，公共预算收入增速偏低，而今年1-2月又明显提升，不排除去年下半年公共预算收入压缩入库，而今年开年集中入库的情况。

另外，1-2月非税收入0.54万亿元，同比增速为13.7%，明显超过了2021年4.2%的全年增速。今年政府工作报告和预算报告显示，今年财政收入中有一部分资金来自“特定国有金融机构和专营机构上缴利润”（合计为1.65万亿元，其中超过1万亿元为央行利润上缴）。但考虑到：该部分资金主要进入到中央政府性基金收入总量（部分资金会调入到一般公共预算），在中央政府性基金收入中是否列示并不可知，并且1-2月一般公共预算中非税收入、1-2月中央政府性基金收入分别只有0.54万亿元（2021年1-2月为0.47万亿元）、605亿元（2021年1-2月为584亿元），同比差别并不大，我们认为，上缴利润这一活动实施情况暂不可知。

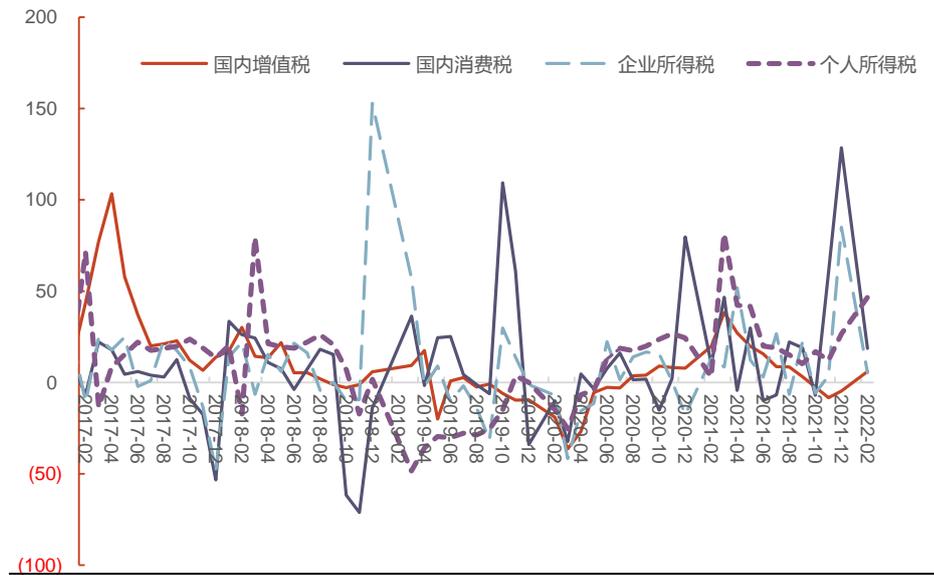
而从主要税种来看，1-2月国内增值税、消费税、企业所得税、个人所得税收入同比增速分别为6.1%、18.7%、5.4%、46.8%（2021年全年分别为11.8%、15.4%、15.4%、21%），增值税和企业所得税这两个收入较高税种增速分别较2021年全年下降了5.7、10个百分点，也印证了目前经济下行压力较大的情况。个人所得税收入增速明显上升，主要是由于2020、2021年连续两年个税基数偏低所致（2020、2021年1-2月个税增速分别为-14.8%、3.1%）。

图表 1: 1-2 月公共财政收入现高增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 2: 1-2 月国内增值税、企业所得税收入增速并不高



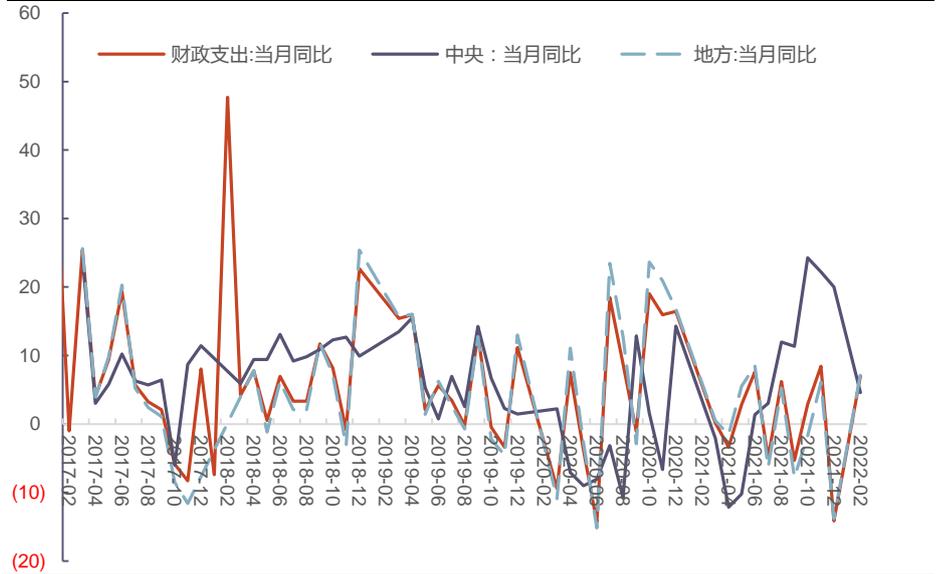
资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

2.2、 一般公共预算支出: 财政发力尚在途中, 预算内基建投资整体在提速

1-2 月全国一般公共预算支出 3.82 万亿元, 同比增长 7% (2021 年为增长 0.3%); 其中中央本级支出 0.4 万亿元, 同比增长 4.6% (2021 年为下降 0.1%); 地方支出 3.43 万亿元, 同比增长 7.3% (2021 年为增长 0.33%)。2022 年两会上, 设定的 2022 年全年一般公共预算支出增速目标是 8.4% (中央本级 3.9%、地方

8.9%)，1-2月地方公共财政支出增速低于预算安排，考虑到地方支出占据大头（2022年全国一般公共预算安排支出26.7万亿元，其中地方为23.1万亿元，占比为86.5%），财政发力尚在途中。

图表3：1-2月一般公共预算支出中，地方财政支出同比增速为7.3%

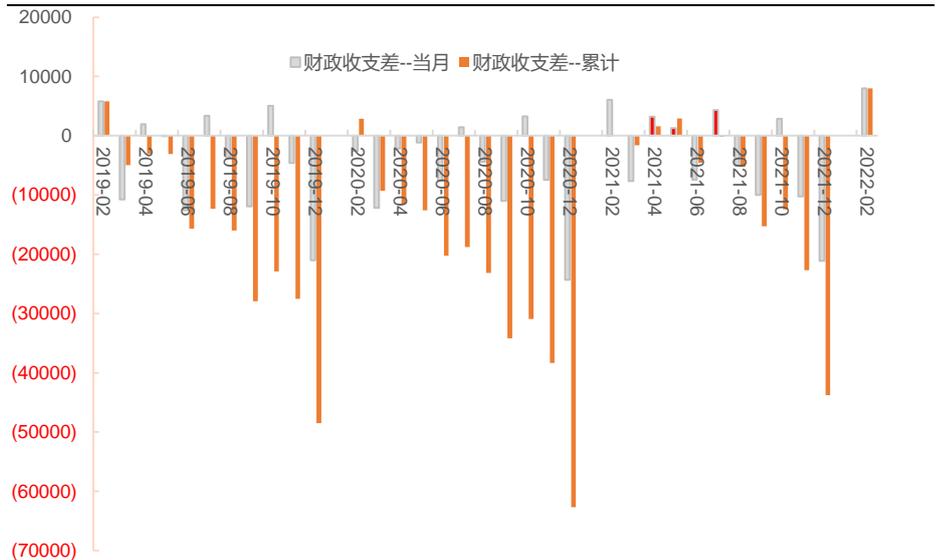


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

一般公共预算支出结构中，在已经公布的10项财政支出细项中，节能环保、城乡社区、农林水、交通运输这4项与预算内基建投资有关领域的支出分别同比分别为11.9%、7.6%、4.5%和14%（2021年全年增速分别为-12.6%、-2.5%、-6.2%、-6.6%），说明预算内基建投资领域支出有所加强，尤其是节能环保项的支出，这一项在预算内基建投资占比将近50%，1-2月增速为11.9%，比2021年全年高出20个百分点以上，说明此项支出在提速。

截至2月，2022年一般公共预算财政累计收入比支出多0.8万亿元。而按照预算安排，2022年一般公共预算财政收支差应大致在5.70万亿元（支出减收入）。

图表4：截至2月底2022年财政累计收入较支出多0.8万亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：亿元

2.3、政府性基金预算：土地出让收入快速下降，专项债对应支出明显提速

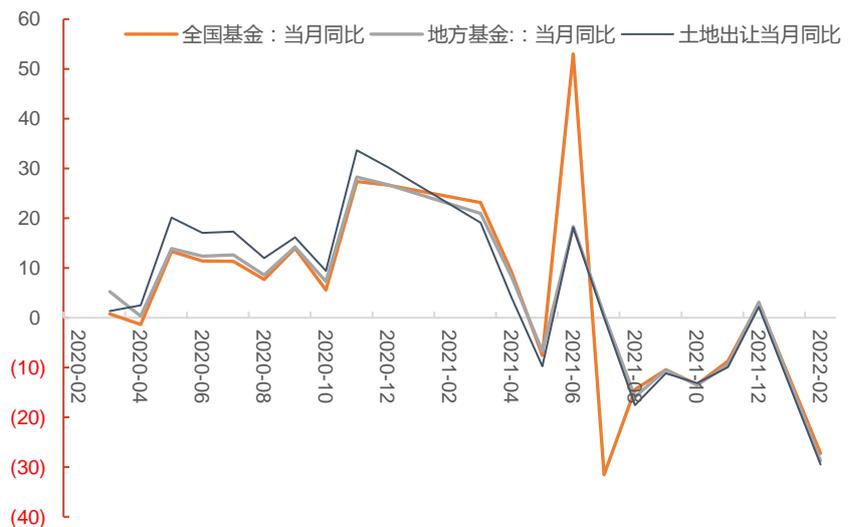
政府性基金预算方面，2022 年预算安排如下：全国政府性基金预算收入为 9.86 万亿元，加上特定机构利润上缴、专项债发债收入，收入总量为 15.2 万亿元，其中中央、地方收入总量分别为 2.11 万亿、13.18 万亿），基金收入增速为 0.6%（其中中央、地方分别为 5.3%、0.4%）；全国政府性基金预算支出总量为 13.90 万亿元（其中中央、地方支出总量分别为 0.81、13.18 万亿），增速为 22.3%（其中地方增速为 19.3%）。

政府性基金预算收入方面，1-2 月全国政府性基金预算收入、地方政府性基金收入和土地出让收入分别为 0.92、0.86 和 0.79 万亿元，增速分别为-27.2%、-28.7% 和-29.5%。2021 年全国政府性基金预算收入、地方政府性基金收入和土地出让收入增速分别为 4.8%、4.5%、3.5%，今年 1-2 月，这三项收入增速均出现明显下降，考虑到土地出让收入占据地方性政府基金预算收入中的绝大部分，因此，地方性政府基金收入增速下降主要是由于土地出让收入快速下降所致。

政府性基金预算支出方面，1-2 月全国政府性基金预算、地方政府性基金和土地出让相关支出分别为 1.40、1.39、0.93 万亿元，同比增速分别为 27.9%、27.1% 和-8.2%，尽管土地出让对应支出下降不少，但政府性基金预算支出同比增速提升明显（2021 年全国和地方政府性基金预算支出增速分别为-3.7%、-4.2%）。

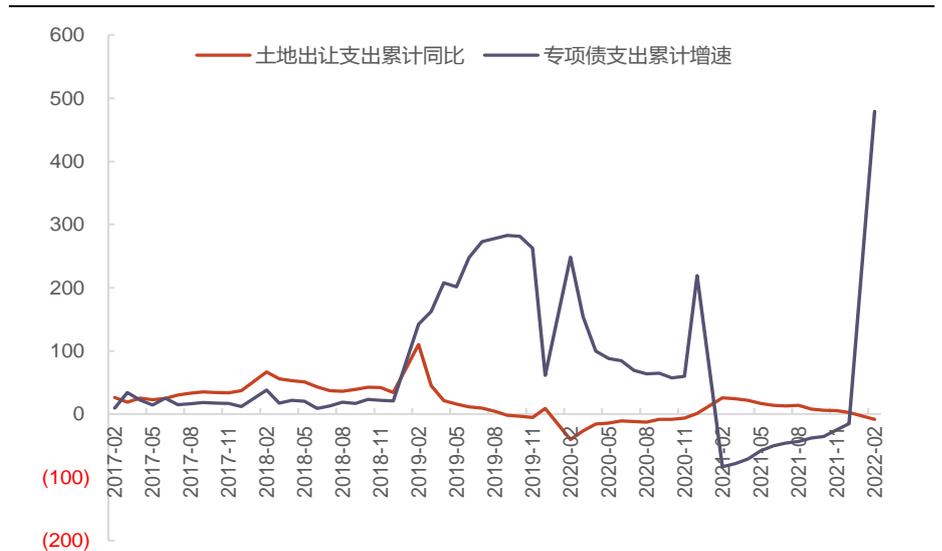
地方政府性基金预算收支有两个重要项，一个是土地出让的相关收支，另一个则是专项债对应的收支。土地出让对应的支出，前文已经提到，出现了明显下降，且支出超出收入近 1400 亿元。2021 年，专项债对应支出增速为-15.1%，而测算下来，1-2 月专项债对应支出增速达到了 479.3%，这方面的支出明显在提速。

图表 5：1-2 月政府性基金预算收入增速出现明显下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 6：今年 1-2 月专项债对应支出同比增速达到 479.3%



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

3、债市观点

政府工作报告中今年经济工作目标已经明确，后续更多是看政策的发力情况以及基本面的走势。从 1-2 月财政支出情况来看，财政政策正处于发力途中，后续仍有继续加强的空间。货币政策方面，与 2021 年政府工作报告中的表述相比，2022 年政府工作报告中对货币政策表述在整体取向、政策工具、流动性等方面有所不同。我们认为，后续货币政策将是总量政策和结构性政策的结合，仍有操作空间。

对于债市，目前外部干扰因素较多，如美联储加息、俄乌事件等，但从近 1 个月债市走势来看，影响国内债市主要矛盾的还是市场对国内基本面走势及宏观政策的预期，10Y 国债收益率整体在 2.8% 左右震荡，10Y、1Y 国债收益期之间利差也基本在 70bp 左右。

我们一直强调，2022 年基本面的最大特征可能是“需求再修复”。政策的适度宽松与基本面的修复结合在一起，债市可能很难出现大的交易机会，择机入场也要适时退场。对于配置型机构来说，后续可以跟随基本面的变化进行配置，10Y 国债收益率在 2.0% 以上时有较强的配置价值

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_39613

