

让财政数据讲述抗疫故事

——3月财政数据点评

周君芝，周恺悦

- 我们一直强调重视财政数据。财政数据不存在样本偏差、口径调整等统计问题，真实可靠，数据质量高。我们可以利用财政数据观察当前经济状态。尤其当下时点，疫情深度扰动经济节奏，传统统计数据失去了参考锚。这种情况下，财政数据便具有更大的参考价值。
- **抗疫期间民生压力多大？**
- 3月以来华东疫情深刻影响国内经济。本轮疫情影响全然不同以往，关键在于本轮疫情下供应链受阻，进而影响工业生产和出口。疫情及防疫政策本就压制需求端，然而这次华东疫情还冲击了供给端。经济和民生压力可想而知。
- 3月个人所得税同比-51.3%，同样是疫情年份，2020年和2021年这两年的个税复合同比16.3%（3月），明显好于今年-51.3%的个税增速表现。
- 3月个税同比偏低，有退税政策扰动。但不可否认，**-51.3%的个税同比是历史同期最低水平，即便在全球金融危机时期，2009年3月个税同比也才低至-16%。**
- 3月个税表现毫无疑问意味着3月居民收入萎缩。我们知道近80%的个税来自于第三产业，并且个税相当一部分来自个体工商户。**今年3月华东疫情冲击服务业，服务业PMI指数急速走低，印证当前中小企业和中低薪资群体，在本轮疫情中不得不再度面对收入急剧萎缩。**
- **谁在加杠杆抗疫？**
- 3月专项债发行融资4205亿元，较往年同期显著扩张。2019年至2021年3月，专项债发行融资平均规模1726亿元，**政府杠杆快速走高。**
- 3月社融同样能够印证这一点。除了政府债券之外，企业中长期贷款以及城投债券也是3月社融扩张的重要驱动力。对应到经济数据，我们确实看到一季度GDP主要贡献分项在于基建。
- 现阶段，中国主动并且真正有效的抗疫经济政策较为有限，地产和财政是最重要的两大政策抓手。年初至今，地产仍未见到明显修复，**可以说目前明显主动有为的抗疫政策，还是要数政府加杠杆放量基建。**

- **展望未来，财政后劲几何？**
- 整个一季度财政数据呈现出来的状态是，财政积极支出，然而财政收入有限，一季度财政收支缺口极大。
- 一季度收入端压力主要来自于土地出让金不足，当前地产销售及房企拿地过于萎靡。**3月税收压力初显，尤其是增值税和个税，前者与GDP高度相关，后者与居民收入相关，两者在疫情压迫下展露出压力。**未来税收及土地出让收入压力或将进一步加大。
- 支出方面，一季度看到明显扩量的基建。**我们担心目前各地封控带来各地防疫相关的财政支出压力。**未来财政支出压力或只增不减。
- 本轮华东疫情对经济的影响体现在各个方面，压制消费和投资，并且冲击出口和生产，并进一步引发汇率承压和通胀变动。除此之外，本轮华东疫情还将挑战财政收支平衡。关注本轮疫情对财政后劲的影响。
- **风险提示：**经济走势超预期，房地产政策超预期；疫情发展超预期。



01

个税、增值税反映疫情冲击影响

02

卖地收入反映土地市场仍未转暖

03

财政支出力度仍然强劲，支撑基建投资放量

04

风险提示

CONTENTS

目录



01. 个税、增值税反映疫情冲击影响

1.1 疫情扰动下，增值税与个税大幅回落

- 3月公共财政收入同比达3.4%，较前值下降7.1个百分点，收入进度也落后去年同期水平。
- 细拆结构，公共财政收入走弱主要是增值税以及个人所得税同比拖累所致。
- 3月增值税同比达-4.0%（20-21两年复合增速-6.2%），较前值下行10个百分点。
- 3月个人所得税同比达-51.3%（20-21两年复合增速16.3%），较前值下行98个百分点。

图1：3月增值税同比大幅回落



资料来源：财政部，民生证券研究院

图2：3月个税表现大幅下挫



资料来源：财政部，民生证券研究院

1.2 增值税大幅回落的三点原因

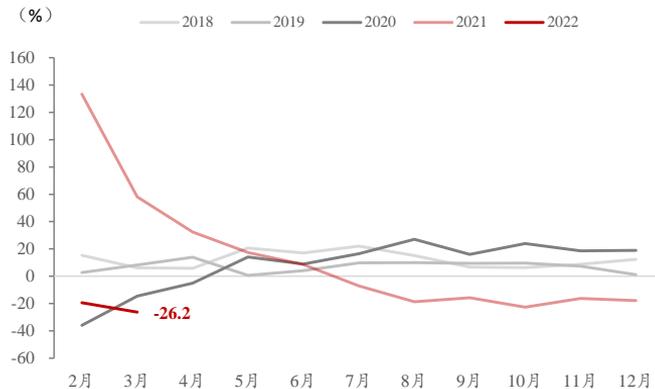
- **第一**，增值税表现一般与工业增加值相关，3月疫情使得东部地区部分工业生产活动停滞，工业增加值下行2个百分点，增值税连带减收。
- **第二**，房地产行业增值税约占增值税比重12%（2019），3月商品房销售额同比进一步恶化，较前值下行7个百分点达-26.2%，拖累本月增值税表现。
- **第三**，今年实施增值税留抵退税，对增量留抵部分足额退还，意味着部分企业3月若进项税额高于销项税额，那么财政部将足额退返增值税，进一步拉低增值税增幅。

图3：3月工业增加值下行明显



资料来源：财政部，民生证券研究院

图4：3月商品房销售情况不佳



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 个税超预期回落的两点原因

- **其一**，个人所得税税源主要来源于第三产业，税基不仅有个人工资薪金，也包含工商个体户经营所得。3月个税大幅走弱，或反映疫情下服务业及工商个体户经营压力骤升，经营所得额大幅缩减。
- **其二**，3月个税、增值税较1-2月大幅回落，也存在政策扰动原因。
- 2021年部分中小微企业享受税费缓缴政策，部分中小微企业可能将去年末税费延期至今年初缴纳，推高年初税费收入。
- 上述政策优惠已经于3月初得到延续，意味着年初补缴

图5:3月服务业PMI指数大幅下行



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_40680

