



财政“疲态”的两点启示

2022年10月26日



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：周恺悦

执业证号：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

9月财政数据显现出一定“疲态”，这是我们理解未来财政运行的关键。

先看收入端，税收和土地出让金收入走软，今年大部分专项债收入也在1-8月使用完毕，目前财政收入主要依靠非税支撑。

再看支出端，地方政府基建支出开始收缩，财政支出更大比重倾向民生领域。结合政策性金融工具来一起做理解，我们不难发现四季度以来中国财政支出的核心逻辑——基建资金更多诉求预算外体系，预算内资金对基建的拨付比例下降。

126号文规范地方财政收支，呼应了9月财政特征，预算内收支规模维持保守性平衡，避免大收大支。

9月财政或许是未来财政运行的一个开始，蕴含了两点启示：

启示之一，基建融资更多依赖预算外体系，例如政策性工具。这种基建资金拨付方式与上半年依赖专项债的模式极为不同。典型表现是银行间流动性从极宽走向偏紧，企业中长贷规模走高。

启示之二，地方财政收支规模有所收敛，这也与126号文的精神内核一致。或许未来我们将看到更加透明也更加规范的地方财政收支，政府性基金收入项目尤其如此。

➤ **9月公共财政收入小幅回落，非税收入为最大贡献项。**

9月一般公共预算收入同比达8.4%（剔除退税因素），较前值小幅下行0.9个百分点。

本月收入保持平稳得益于两大因素，其一为非税收入高企，本月同比高达39.7%（前值33.5%）；其二为同期房地产相关税收基数走弱，2021年同期增速仅达-22.7%。

排除上述因素，与经济相关的增值税、消费税、企业所得税同比均较前值回落。9月经济数据相对平稳，本月与经济锚定的税收走弱，或更多反映当前减税缓税力度较强，政策效果持续释放。

➤ **9月土地出让金走弱，城投拿地比重仍在提升，土地市场未见回暖。**

9月国有土地使用权出让收入同比-26.4%（8月，-4.9%），较前值下行21.5个百分点。

7-9月土地出让增速波动较大，主要因为今年与去年集中供地时间错位所致（2021年第二批集中供地时间多延后至9月，今年第二轮土拍多在7-8月结束）。

9月百城住宅用地溢价率仍位于历史低位，且城投拿地比重较前月进一步抬升，可见当前土地市场仍然较为疲软，房企拿地意愿不高。

相关研究

1.宏观专题研究：四季度美债利率或在4%-2022/10/25

2.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24

3.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23

4.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20

5.宏观专题研究：专项债提前下达的五问五答-2022/10/19

➤ **8-9 月增量政策工具快节奏落地，财政支出规模显著收缩。**

今年第一、二批 6000 亿政金债于 8-9 月投放完毕，基建投资资金得到保障，财政支出诉求减弱，8 月广义财政支出增速下行至 0.4% (7 月，13.3%)，9 月进一步下探至 -10.0%。

其中，公共财政基建相关支出同比 -9.9% (7 月，3.6%)，拉低公共财政支出增速 2.6 个百分点。连续三个月专项债发行缩量后，政府性基金支出也大幅回缩，9 月同比 -40.3% (8 月，-8.8%)，单月支出节奏创新低。

➤ **当前政策约束下，年末财政收支逻辑将有调整。**

根据测算，若要完成年初支出预算，仍有 2.7 万亿资金缺口待补足。

公共财政受疫情冲击、新增退税减税政策影响，全年或减收 1.3 万亿，政府性基金受地产市场疲软影响，全年或减收 1.9 万亿。考虑新增 5000 亿专项债结存额度，还剩余 2.7 万亿收支缺口，若支出要按年初预算执行，需另外 2.7 万亿新增收入。

但在当前政策背景下，相较扩收，减支或是后续财政更可能的选择，原因有三：

其一，四季度减税降费力度仍然较大，税收收入难扩容。

9 月国常会明确对制造业中小微企业、个体工商户前期缓缴税费再延迟 4 个月，预计缓缴税款 4400 亿元。同时加大四季度设备支出、研发费用支出加计扣除力度，制约后续月份税收走强。

其二，受财预 126 号文约束，未来虚增或不规范的非税收入及土地出让收入规模将受压制。

126 号文一则明确不得通过国企购地虚增土地出让收入，意味着当前不规范的城投托底拿地规模难以增扩；

二则明确不得巧立名目虚增收入弥补财政收入缺口，意味当前地方通过处置各类公益性资产、增加罚没收入行为也将得到遏制，相应非税收入同样难以扩容。

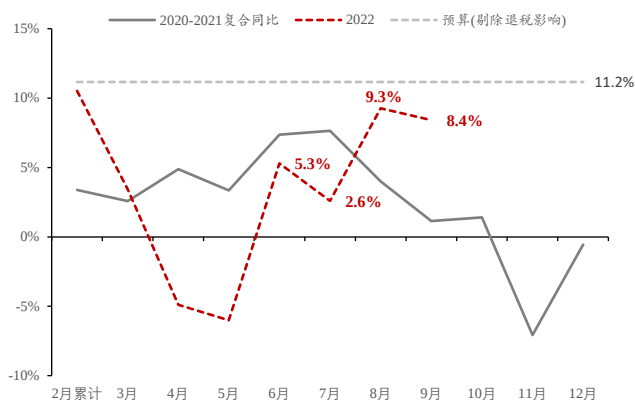
其三，政策性金融工具启用，稳增长不诉求预算内资金支持。

截至 10 月 12 日，国开行、进出口银行、农发行累积投放政策性金融工具 6743 亿元，已经超过原定 6000 亿额度，或意味后续新增基建投资诉求，仍将依赖政策性工具而非预算内资金实现。

总结来说，当前政策性金融工具助力稳增长、126 号文规范财政收支预算背景下，减支或是化解年末财政收支矛盾的最优解。

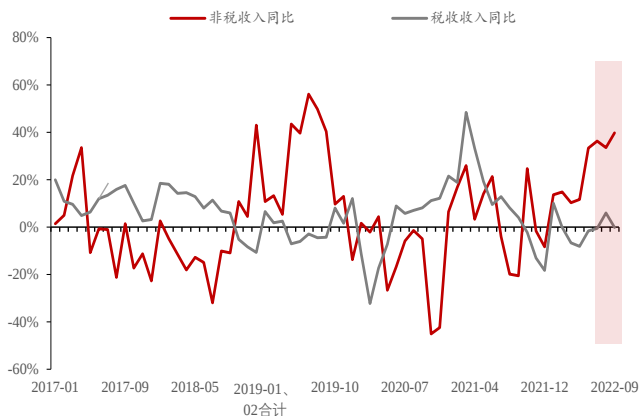
风险提示：疫情发展超预期，地产政策效果超预期。

图1：9月公共财政收入同比小幅回落



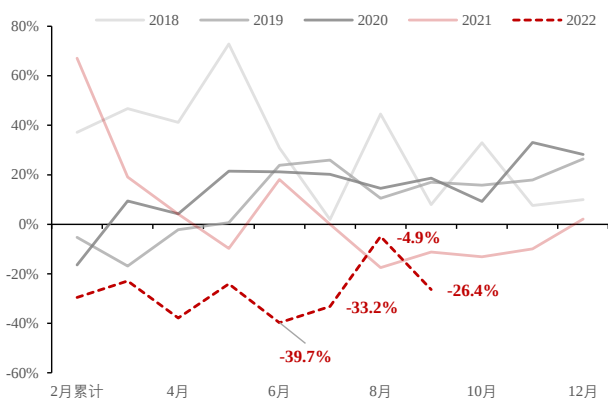
资料来源：wind，民生证券研究院。注：收入同比已剔除退税影响

图2：9月非税、税收同比走势进一步分化



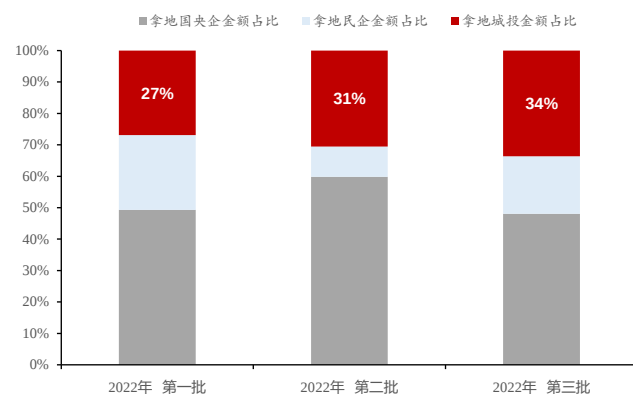
资料来源：wind，民生证券研究院；注：税收收入同比已剔除退税影响

图3：9月土地出让收入再度回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：今年第三批集中供地城投拿地金额比重上升



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：9月广义财政支出增速大幅下挫



图6：9月广义财政收支赤字为近5年最低值



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_47920

