

总量研究

开年财政：基建升温、土地降温

——光大宏观周报（2022-03-20）

要点

本周聚焦：

1-2 月财政数据实现“开门红”，资金加快投放，着力稳增长。但结构上，基建升温与土地降温并存，指向基建投资将持续反弹，而地产投资增速下行压力仍在，经济恢复基础尚不稳固，稳增长政策仍需进一步发力。

狭义财政支出：靠前发力，基建投资有望延续高增

基建支出升温是开年财政释放的重要信号。考虑到今年基建项目储备较为充足，财政资金的加快投放和使用，将有助于后续实物工作量的形成，支撑基建投资进一步发力。1-2 月一般公共预算支出同比增长 7%，其中基建类支出增速达 8.4%，明显高于 2021 年全年的-6.0%。1-2 月政府性基金支出同比增长 27.9%，较去年四季度均有明显回升，表明去年底留存的专项债资金正加快使用，与今年各地重大项目提早开工有关。同时，今年以来专项债发行节奏明显提速，并向基建领域持续加码。

财政收入：生产、消费边际改善，土地市场仍在降温

开年财政收入呈现明显分化，以增值税、消费税、个人所得税为代表的税收收入表现较好，而指征土地市场景气度的契税、土地出让收入却大幅回落。1-2 月增值税、个人所得税、国内消费税收入同比增速分别达 6.1%、46.8%、18.7%，而同期契税、国有土地使用权出让收入同比分别下降 25.8%、29.5%，显示土地市场成交冷淡，考虑到年初以来这一趋势仍在延续，将继续拖累后续的土地出让收入，政府性基金收入短期内难有改观。

广义财政支出：从收缩期转向上升期

我们观测的广义财政支出指标显示，今年 1-2 月广义财政支出增速（3mma）升至 7%，高于去年 12 月的-3%，延续去年四季度以来的上行趋势，将为后续稳增长提供资金保障。

全球央行：

美联储宣布加息 25 个基点，符合市场预期，最快可能在 5 月份宣布开始缩表；欧洲央行行长拉加德预计 2022 年经济仍将强劲增长，围绕前景的不确定性显著增加，通胀态势不太可能回到疫情前水平。

海外政策：

俄乌局势缓和，双方有望达成妥协，但仍需时日；英国政府计划在两周内推出一项激进的新的“能源战略”。

国内政策：

国务院金融稳定发展委员会表示保持资本市场平稳运行；中美元首视频通话，争取中美关系重返稳定发展的轨道；国家卫生健康委员会办公厅发布《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》，提出对病例实施分类收治，调整解除隔离管理、出院标准。

风险提示：国内疫情持续反复、土地出让收入超预期回落

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022 年 3 月美联储议息会议点评（2022-03-17）

经济数据大超预期，成色几何？——2022 年 1-2 月经济数据点评（2022-03-15）

俄乌冲突升级，输入性通胀风险显现——2022 年 2 月价格数据点评（2022-03-09）

俄乌俄乌冲突下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇（2022-03-03）

专项债发行持续提速，基建发力逐步显现——光大宏观周报（2022-02-27）

奥密克戎明显收敛，海外开放重启在即——《全球疫情疫苗追踪系列》第八篇（2022-02-14）

从重大项目看地方稳增长的力度和方向——《见微知著》第四篇（2022-02-10）

制造业扩张放缓，稳增长仍需发力——2022 年 1 月 PMI 数据点评兼光大宏观周报（2022-01-30）

生产法视角，如何看待 2022 年经济走势？——《制造业深度洞察系列》第二篇（2022-01-30）

利润增速加速回落，但中下游盈利大幅改善——2021 年 12 月工业企业盈利数据点评（2022-01-27）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？——流动性洞见系列四（2022-01-25）

从地方两会看稳增长的决心和主抓手——光大宏观周报（2022-01-23）

目 录

1、开年财政：基建升温、土地降温	4
1.1、财政支出：靠前发力，基建投资有望延续高增	4
1.2、财政收入：生产、消费边际改善，土地市场仍在降温	6
1.3、广义财政支出：从收缩期到上升期	7
2、海外观察.....	8
2.1、金融与流动性数据：主要发达国家国债收益率上行.....	8
2.2、全球市场：全球股市上涨，大宗商品涨跌分化	8
2.3、央行观察：美联储如期加息，释放 5 月缩表信号	9
2.4、海外政策：俄乌局势缓和，英国政府推出新一轮“能源战略”.....	10
3、国内观察.....	10
3.1、上游：原油、焦煤、铜铝价格环比上涨，动力煤均价环比下跌.....	10
3.2、中游：水泥价格指数环比跌幅收窄，螺纹钢价格环比涨幅收窄，库存同比下降	11
3.3、下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化	11
3.4、流动性：货币市场利率下行，债券市场利率上行	12
3.5、国内政策：国务院金融稳定发展委员会表示保持资本市场平稳运行，中美元首视频通话	13
4、下周财经日历.....	14
5、风险提示.....	14

图目录

图 1：2022 年 1-2 月一般公共预算支出进度为 2016 年以来最高.....	4
图 2：2022 年 1-2 月政府性基金预算支出进度高于 2021 年同期.....	4
图 3：2022 年 1-2 月一般公共预算支出增速回升	4
图 4：2022 年 1-2 月全国政府性基金预算支出增速回升	4
图 5：1-2 月一般公共预算中基建、科学技术支出增速明显上行	5
图 6：除债务付息支出外，其余支出增速均高于 2021 年全年	5
图 7：1-2 月新增专项债发行进度接近 2020 年同期.....	6
图 8：1-2 月新增专项债投向基建比重高于 2021 年.....	6
图 9：1-2 月多数税种收入增长，但契税收入回落明显	7
图 10：1-2 月全国政府性基金收入增速大幅回落	7
图 11：1-2 月广义财政支出增速回升	7
图 12：实际利率推升美国 10 年期国债收益率上行.....	8
图 13：英、日、德、法 10 年期国债收益率上行	8
图 14：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差小幅下行	8
图 15：美国投资级企业债利差收窄	8
图 16：全球股市普遍上涨.....	9
图 17：大宗商品价格涨跌分化	9
图 18：原油价格环比上涨.....	10
图 19：动力煤、焦煤价格环比趋势分化	10
图 20：铜价环比上涨，库存同比下降.....	11
图 21：铝价环比上涨，库存同比下降.....	11
图 22：螺纹钢价格环比涨幅收窄，库存同比下降	11
图 23：水泥价格指数环比跌幅收窄	11
图 24：商品房成交面积跌幅扩大.....	12
图 25：土地供应面积同比跌幅缩窄	12
图 26：猪价、水果价格回落，菜价上涨.....	12
图 27：乘用车日均零售销量同比由正转负	12
图 28：货币市场利率下行.....	13
图 29：债券市场利率上行.....	13

表目录

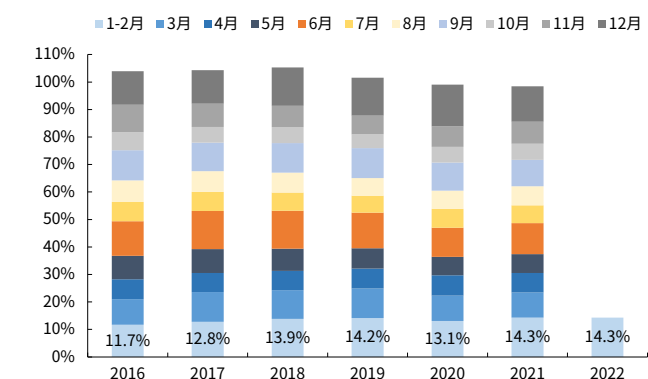
表 1：下周全球经济数据热点	14
----------------------	----

1、开年财政：基建升温、土地降温

1.1、 财政支出：靠前发力，基建投资有望延续高增

开年两本预算均传达出积极财政靠前发力的信号，支出进度均超过 2021 年。其中，1-2 月一般公共预算支出达到全年预算的 14.3%，为 2016 年以来新高；1-2 月政府性基金预算支出达到全年预算的 10.1%，高于 2021 年同期的 8.4%。

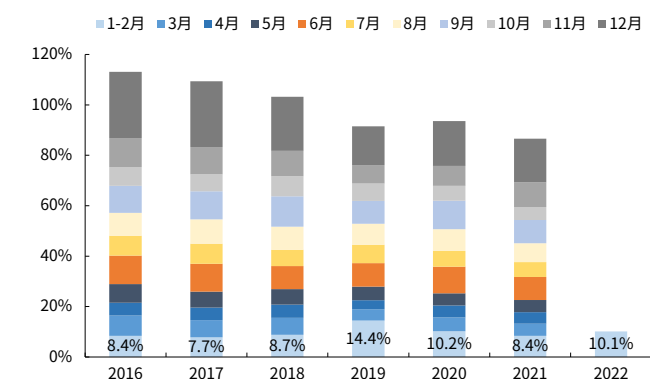
图 1：2022 年 1-2 月一般公共预算支出进度为 2016 年以来最高



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：支出进度为当月实际支出/年初预算支出；其中，2021 年 1-2 月支出进度为 14.29%，2022 年 1-2 月支出进度为 14.31%

图 2：2022 年 1-2 月政府性基金预算支出进度高于 2021 年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：支出进度为当月实际支出/年初预算支出

图 3：2022 年 1-2 月一般公共预算支出增速回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：每年 2 月数值对应 1-2 月累计同比；其中，2021 年调整为以 2019 年为基期的两年复合增速，2022 年调整为以 2019 年为基期的三年复合增速

图 4：2022 年 1-2 月全国政府性基金预算支出增速回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

一般公共预算支出：分项增速普遍上行，发力重心为基建、制造业

1-2 月一般公共预算支出同比增长 7%，较去年四季度出现明显回升。以 2019 年为基准年份来看，一般公共预算支出的三年复合增速升至 4.7%，高于 2021 年全年增速 1.5%（以 2019 年为基期的两年复合增速）。

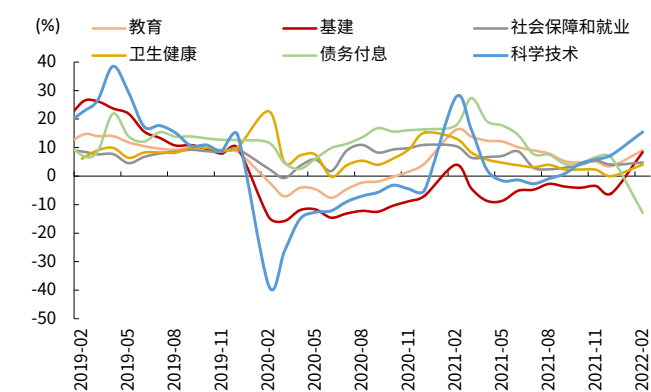
1-2 月一般公共预算支出中，除债务付息支出增速回落外，其余分项增速均同步回升。其中，科学技术、基建类支出增速较 2021 年有明显改善，高于全部

支出 7% 的增速，民生类支出则延续刚性，表明支出重心从上年的保民生、防风险转向稳增长。

具体来看，1-2 月一般公共预算支出增速从高到低分别为，科学技术、教育、基建、文化旅游体育与传媒、社会保障和就业、卫生健康，对应增速为 15.5%、9.1%、8.4%、5.7%、4.8%、4.0%，均高于 2021 年全年的 7.4%、3.5%、-6.0%、-5.8%、3.9%、0%。

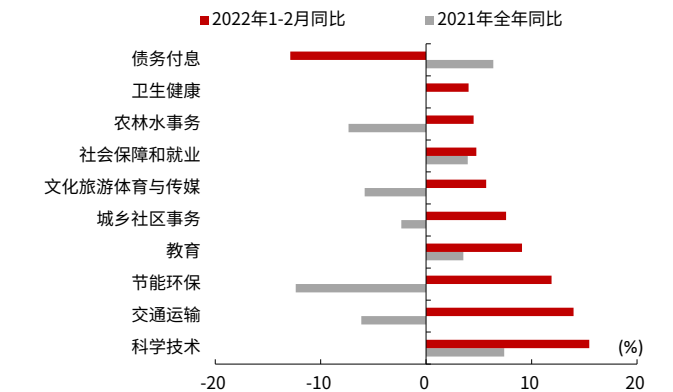
考虑到从资金支出到形成实物工作量仍需要一定时间，1-2 月基建类财政支出加快，也有望进一步支撑二季度基建投资。基建类支出增速由高到低分别为，交通运输、节能环保、城乡社区事务、农林水事务，1-2 月累计增速分别为 14.0%、11.9%、7.6%、4.5%，均高于 2021 年全年的 -6.2%、-12.4%、-2.3%、-7.4%。

图 5：1-2 月一般公共预算中基建、科学技术支出增速明显上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：除债务付息支出外，其余支出增速均高于 2021 年全年



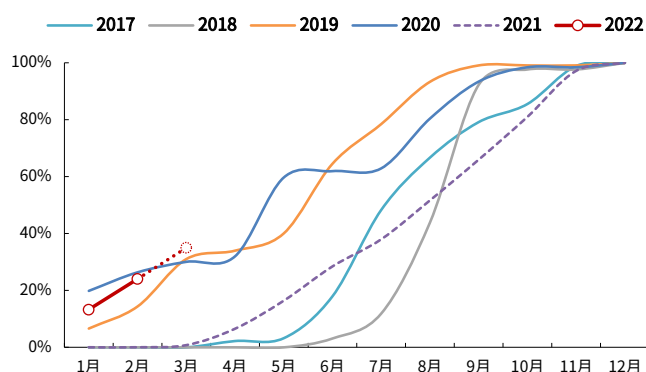
资料来源：Wind，光大证券研究所

政府性基金预算支出：专项债使用加快，投向基建比重提升

1-2 月政府性基金支出累计同比增长 27.9%，在专项债加快使用、去年财政后置的背景下，增速明显提升。分中央和地方看，1-2 月中央政府性基金预算本级支出同比增长 2.8 倍，与特定国有金融机构和专营机构按月上缴利润带来的支出有关，后续将继续提振支出增速；地方政府性基金预算相关支出同比增长 27.1%，主要与专项债资金加快使用有关，而与国有土地使用权出让收入相关支出同比下降 8.2%，主要受土地出让收入拖累。

1-2 月专项债发行节奏明显提速，并向基建领域持续加码。2022 年 1-2 月，全国共计新增专项债 8798 亿，占全年发行额度的 24%，略低于 2020 年，处于历史较高水平，发行节奏明显提速。从投向来看，1-2 月专项债投向基建领域的资金达 4769 亿，占比 63%，相比 2021 年四季度的 56% 显著提升。（详见 2022 年 2 月 27 日外发报告《专项债发行持续提速，基建发力逐步显现》）

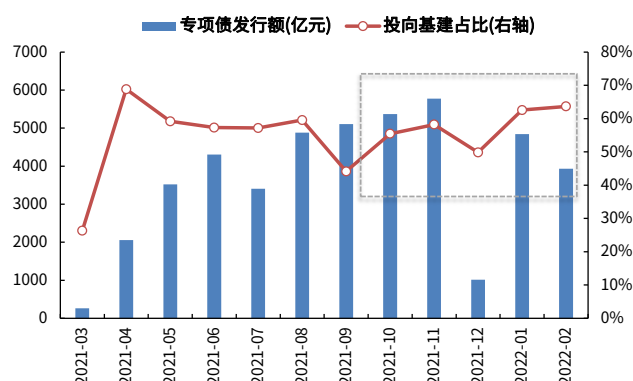
图 7：1-2 月新增专项债发行进度接近 2020 年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2022 年 3 月专项债发行数据为光大宏观估算数

图 8：1-2 月新增专项债投向基建比重高于 2021 年



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、 财政收入：生产、消费边际改善，土地市场仍在降温

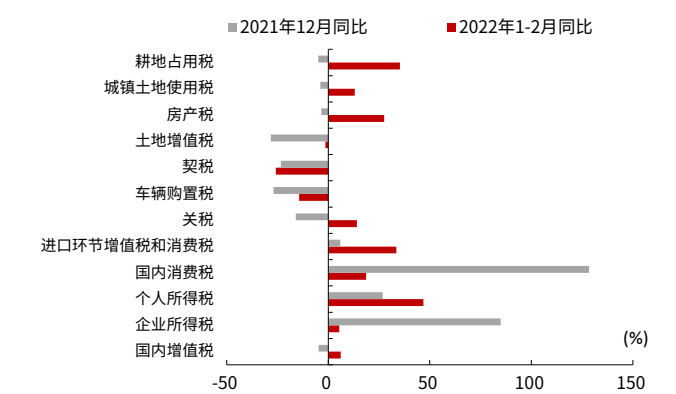
1-2 月一般公共预算收入累计增速为 10.5%，扭转去年四季度以来的回落态势。其中，1-2 月税收收入累计增速为 10.1%，高于去年 12 月的单月增速-18.3%，1-2 月非税收入累计增速为 13.7%，高于 12 月的单月增速-8.3%。若以 2019 年为基准年份来看，1-2 月一般公共预算收入的三年复合增速升至 5.7%，高于 2021 年全年一般公共预算收入的两年复合增速 3.1%；1-2 月税收收入的三年复合增速达到 5.1%，也高于去年 11 月、12 月的两年复合增速-1.2%、-0.3%。

其中，增值税、个人所得税、国内消费税是税收收入增长的主要贡献项，显示出国内生产、消费边际改善。1-2 月增值税收入增速达 6.1%，高于去年 12 月的-4.7%，反映出企业生产边际改善；1-2 月个人所得税收入增速达 46.8%，高于去年 12 月的 26.8%，增速较高与年终奖发放有关，反映的是去年居民收入恢复性增长的滞后体现；1-2 月国内消费税收入增速达 18.7%，高于去年全年增速的 15.4%，与疫情对消费影响减弱有关，同 1-2 月社零增速超预期回升的情况相互印证。

然而，土地和房地产相关税收依旧是拖累项，尤其是土地市场成交冷淡对收入端的拖累更为显著。1-2 月契税同比下降 25.8%，延续去年 9 月以来 20% 以上的单月降幅；1-2 月土地增值税同比下降 1.4%，降幅较去年下半年明显改善，但考虑年初以来商品房销售仍未出现好转，其持续性存疑。

同时，1-2 月政府性基金收入大幅回落，也进一步凸显出土地市场降温，对财政收入的拖累效应。1-2 月全国政府性基金预算收入累计同比下降 27.2%，其中，国有土地使用权出让收入同比下降 29.5%。考虑到年初以来土地成交延续冷淡，将继续拖累后续的土地出让收入，政府性基金收入短期内难有改观。

图 9：1-2 月多数税种收入增长，但契税收入回落明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：1-2 月全国政府性基金收入增速大幅回落

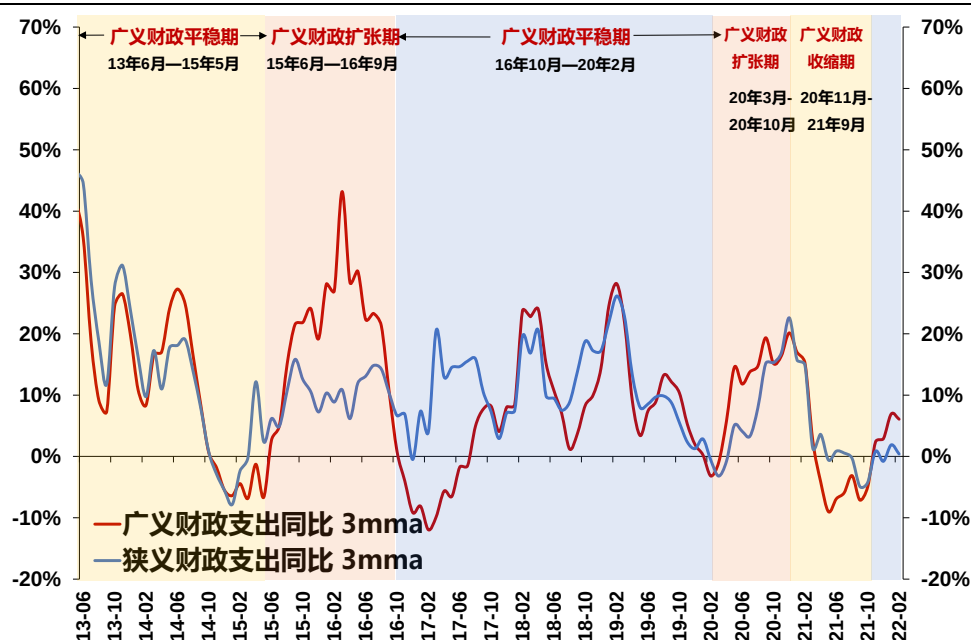


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、 广义财政支出：从收缩期到上升期

今年以来广义财政支出延续去年四季度以来的上行趋势，为稳增长提供资金保障。今年 1-2 月广义财政支出增速（3mma）升至 7%，高于去年 12 月的-3%。其中，狭义财政支出增速（3mma）升至 2%，高于去年 12 月的-1%；1-2 月城投债、政金债平均月度净融资规模为 2112 元、3124 亿元，高于去年四季度的月度均值 1696 亿元、1577 亿元。

图 11：1-2 月广义财政支出增速回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

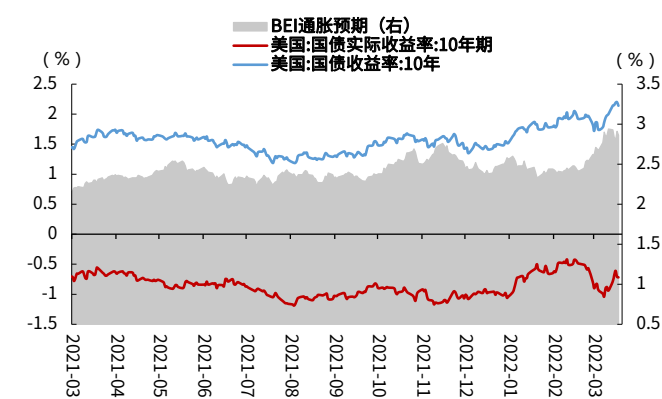
注：狭义财政支出=一般公共预算支出+政府性基金支出；广义财政支出=狭义财政支出+（城投债、政金债、铁道债、专项建设基金、PSL）净融资规模。

2、海外观察

2.1、金融与流动性数据：主要发达国家国债收益率上行

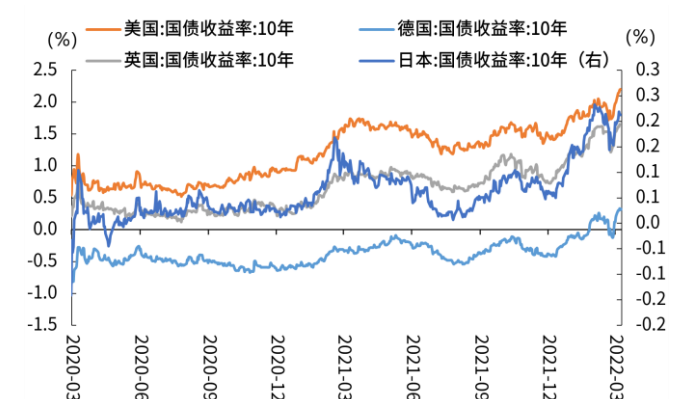
美国 10 年期国债收益率上行。本周美国 10 年期国债收益率 2.14%，较上周上行 14BP，其中通胀预期较上周下行 8BP，实际收益率-0.72%，较上周上行 22BP。法国 10 年期国债收益率上行 9BP 至 0.82%，日本 10 年期国债上行 2BP 至 0.21%（截至 3 月 17 日），德国 10 年期国债上行 11BP 至 0.32%（截至 3 月 18 日），英国 10 年期国债上行 12BP 至 1.66%（截至 3 月 16 日）。

图 12：实际利率推升美国 10 年期国债收益率上行



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022 年 3 月 18 日）

图 13：英、日、德、法 10 年期国债收益率上行



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022 年 3 月 18 日）

美国 10 年期和 2 年期国债利率期限利差小幅下行。本周美国 10 年期和 2 年期国债期限利差为 0.17%，较上周下行 8BP。美国 AAA 级企业期权调整利差较上周下降 12BP，为 0.67%，美国高收益债期权调整利差较上周下降 24BP 至 3.81%（截止 3 月 17 日）

图 14：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差小幅下行

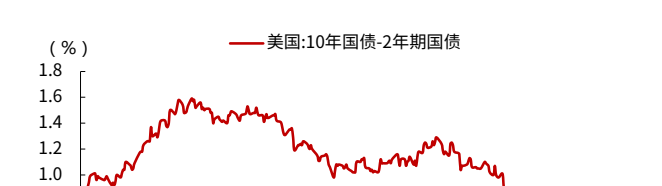
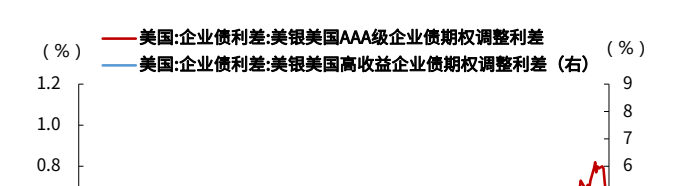


图 15：美国投资级企业债利差收窄



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_39615

