

透过财政看开年经济

——1-2月财政数据点评

周君芝，周恺悦

- 1至2月经济数据争议较大，一些宏观指标的读数与微观体感不符，不仅如此，不同的宏观指标给出的信号也差异较大。最经典的差异莫过于经济数据热，金融数据冷。
- 如何辨析不同指标给出的信号，这是我们观察开年经济最需要解决的问题。财政数据反映政府当期真实的收支现金流，置信度极高，可为其他宏观数据做出交叉验证。借助1-2月财政数据，我们可以更加清晰地描绘出开年经济轮廓。
- **第一，增值税和个人所得税同比较强，指向开年生产有所回暖。**
- 增值税同比增幅较大（6.1%），意味着当前工业生产及服务业经营均较去年下半年有所改善。1-2月个人所得税同比表现大幅超越季节性（46.9%），主因税收政策扰动，不能将此误读为开年征税力度增大，后续个税表现或再回归正常。
- **第二，细分税种和土地出让收入偏低，意味着当前房地产销售和土地成交市场景气度低。**
- 开年不动产相关税收开年数据疲软，印证同期低迷的地产销售状况。土地出让金延续去年三季度以来负增长态势，表明房企拿地意愿仍然偏弱。
- **第三，开年财政支出力度较大，专项债发行如期放量，开年基建投资的资金较为充沛。**
- **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

增值税和个税反映开年两点经济行为超预期

02

卖地收入和契税反映地产销售、拿地均弱

03

开年数据印证基建投资显著前置

04

风险提示

CONTENTS

目录



01. 增值税和个税反映开年两点 经济行为超预期

1.1 开年增值税和个税大超预期

- 年初公共财政收入同比达10.5%（20-21两年复合增速3.4%），远超3.7%预算增速。
- 细拆结构，主要是增值税以及个人所得税同比超预期。
- 1-2月增值税同比达6.1%（20-21两年复合增速-1.5%），远超全年-0.8%预算增速。
- 1-2月个人所得税同比达46.9%（20-21两年复合增速8.8%），远超全年11.1%预算增速。

图1：1-2月增值税同比超预期



图2：1-2月个税同比远超历史季节性



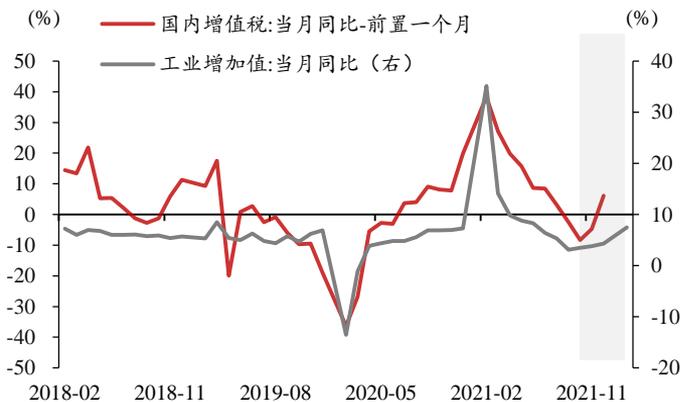
资料来源：财政部，民生证券研究院

资料来源：财政部，民生证券研究院

1.2 增值税超预期，印证开年工业生产有所修复

- 增值税增速表现一般与工业增加值相关，**同比表现滞后工业增加值1个月左右**。
- 增速税年初较强表现或反映去年底今年初工业生产有所改善。
- **开年工业生产修复有两条驱动力**，一是出口高景气加上限电约束解除之后，中下游生产和投资需求释放；二是年初基建放量带动部分制造业投资和生产改善。

图3：增值税表现一般滞后于工业增加值



资料来源：财政部，民生证券研究院

图4：热卷表需上行较快验证工业生产恢复良好



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：18/19指2018年11月至2019年6月，以此类推，同时以正月初一作为时间对齐点。

1.3 个税超预期，或反映服务业现金流改善

- 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。
- 个税开年强势表现，或反映服务业及工商个体户经营现金流有改善。
- **需要说明的是，年初个税、增值税表现超预期，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未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，意味着年初补缴税费将于后续退返企业。这意味着，年超预期的税收表现后续将回归正常区间。

表1：公共财政收入分项1-2月收入进度（进度=当月收入/预算）

年份	全国一般公共预算收入	国内增值税	国内消费税	企业所得税	个人所得税
2016	17%	15%	22%	19%	20%
2017	18%	19%	22%	20%	24%
2018	20%	21%	28%	21%	20%
2019	21%	23%	30%	22%	22%
2020	19%	21%	28%	21%	23%
2021	21%	22%	27%	21%	20%
2022	22%	24%	29%	20%	26%

资料来源：财政部，民生证券研究院

02. 卖地收入和契税反映地 产销售、拿地均弱

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_39622

