

5月财政收入仍在磨底，财税和土地出让金较4月微弱改善。与收入偏弱截然不同，5月财政支出增速显著加快。

5月财政在收入萎靡情况下仍可以积极扩张财政，受益于5月政府债券大量发行。5月政府债券合计发行约1万亿，专项债发行的月均规模触达全年最高点，国债和地方一般债表现类似，月均发行量也达触达开年以来新高。

5月基建投资增速接近8%，印证疫后财政行为逻辑，财政积极扩张，推动经济疫后重启修复。

**疫情及抗疫消耗大量财政财力，上半年财政已经进入一个紧平衡状态。**

今年1至5月，财政新增收支压力较往年同比多增3.3万亿。这3.3万亿新增压力全靠政府债券发行前置以及年初上缴的1.65万亿国企利润支撑。

**疫后财政余力有限，下半年财政重点或落到寻求增量资金，以谋求财政再平衡。**

财政再平衡或有四条路径，第一，加快经济复工达产。经济修复动能越强，税收收入越高。财政减收的压力也因此得到缓解。第二，进一步放开地产政策，尽量避免土地出让金规模过快收缩。第三，发行政府债券进行财政筹资。第四，打开银行信贷规模，增加基建项目预算外资金来源。

关注三季度经济运行和地产修复现状，评估三季度政府是否启用新增政府债券发行，或者打开预算外融资，从而达成新的财政平衡。

**风险提示：**经济走势超预期；疫情发展超预期；地产调控超预期。



**分析师 周君芝**

执业证书：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

### 相关研究

- 1、《透过财政看开年经济》——1-2月财政数据点评
- 2、《让财政数据讲述抗疫故事》——3月财政数据点评
- 3、《抗疫财政的行为逻辑》——4月财政数据点评

## 目 录

一、5月财政收入未暖然而支出先行 .....	3
二、疫后经济修复期财政仍在积极扩张 .....	4
三、当前财政已经进入紧平衡 .....	6
四、未来财政重点或在于收支再平衡 .....	6
五、风险提示 .....	8
插图目录 .....	9

## 一、5月财政收入未暖然而支出先行

5月财政收入仍在磨底，广义收入同比表现较4月仅微弱改善（-11%→-9%）。

5月中旬开始，华东地区有序复工复产，经济数据已经显示出明显修复迹象。然而与经济数据不相匹配，5月公共财政收入表现却进一步下探。

5月公共财政收入同比-32.5%，较前值（-41.3%）边际改善，但若剔除留抵退税因素，5月公共财政收入同比仅达-6.0%，甚至低于4月收入同比表现（-4.9%）。<sup>1</sup>

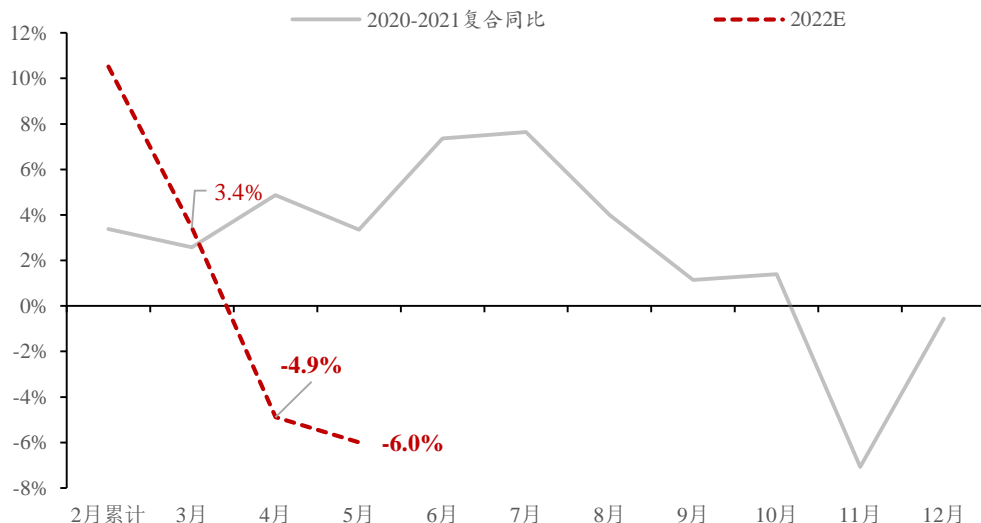
5月政府性基金收入同比-19.2% 较前值上行15个百分点，高于疫情前3月同比（-22.2%）表现，卖地收入已有显性修复。然而对应到具体的土地市场，5月土拍市场并未回暖，溢价率与房企购地意愿仍然下挫，政府性基金收入修复速度明显超预期。

5月公共财政与政府性基金支出同步发力，总体支出力度较4月大幅回升（1.7%→10.7%）。

一般公共预算支出同比5.8%，较前值上行8个百分点，支出节奏基本与2020-2021年相仿。从结构上看，教育支出以及交通领域支出是主要拉动项目。政府性基金支出同比24%，较前值上行12个百分点，支出节奏超过2020-2021年0.8个百分点。

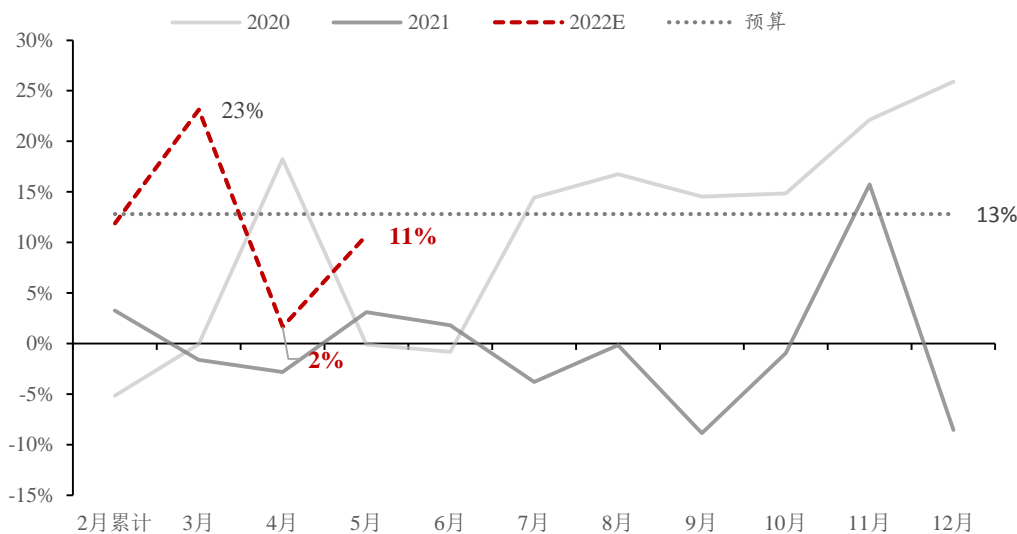
5月经济大盘会议以及国常会，多次要求财政需要加快支出节奏，可以说本月支出表现是近期政策框架内的有效执行。

图1：5月公共财政收入探底



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：此处收入增速已剔除增值税留抵退税影响。

<sup>1</sup> 5月公共财政收入较4月边际修复，主要是5月留抵退税规模大幅缩减导致，4月留抵退税规模逾0.8万亿，而5月留抵退税规模仅达0.2万亿。

**图 2：5 月广义财政支出强度回升明显**


资料来源：Wind, 民生证券研究院

## 二、疫后经济修复期财政仍在积极扩张

### 5 月财政收入表现修复不明显，主因税收滞后经济表现。

5 月各项经济数据表明工业生产、投资、消费有不同程度上的修复。5 月财政数据似乎与当期经济状态出现矛盾，究其原因，实际上是本月收入反映的仍然是疫中的经济状态。

回看 2020 年初，疫情发生在 1 月末，2 月全月，甚至 3 月财政减收程度却明显超过 1-2 月，且 4 月上旬解封后，4 月财政收入表现仍然较弱。说明疫情对收入影响本身会滞后反映于财政收入端。

另外，5 月增值税同比达-14.0%，较前值下行 10 个百分点，是本月收入表现的最大拖累项，直接拉低收入增速 3.4 个百分点，而增值税表现本身与滞后一个月的工增表现同步，增值税实际反应的是 4 月的工业生产情况。正因疫情对财政收入的影响存在时滞，不应将 5 月财政收入表现映射为当期经济状态。

### 除增值税以外，5 月其他细项税收数据实则反映现阶段的经济企稳状态。

譬如个人所得税同比增速达-5.7%，较前值跌幅收窄 3.8 个百分点，或反映部分工商个体户营收情况边际改善。5 月进口环节税费同比达 13%，较前值上行 13 个百分点，与 5 月同期进出口改善状态契合。5 月不动产税收同比达-18%，较前值上行 4 个百分点，与 5 月商品房销售边际修复状态契合。

### 5 月财政支出节奏大幅加快，主要由债务资金支撑，财政主动发力意图明显。

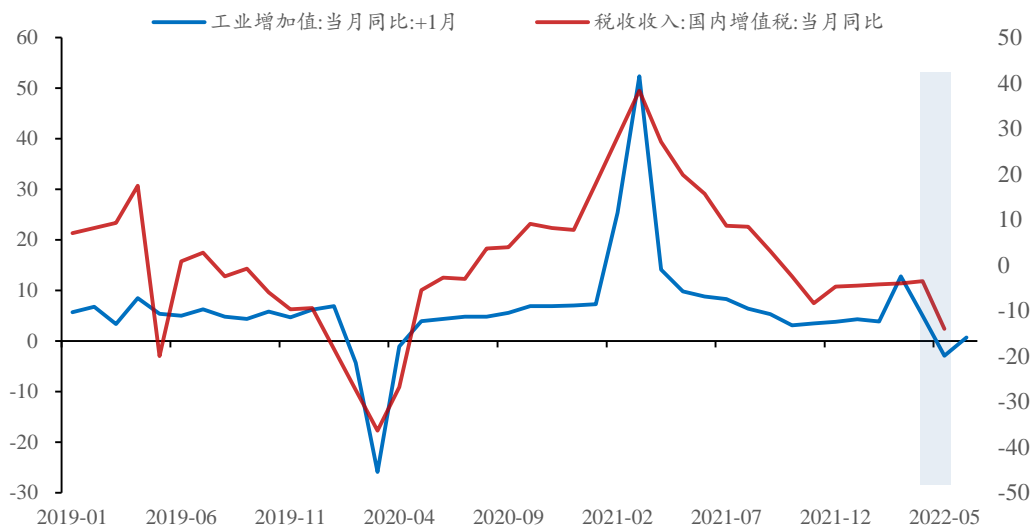
5 月财政支出节奏加快，保证了同期基建投资力度，我们也看到 5 月基建投资修复速度较快。财政收入表现偏弱，支出如期发力，资金从何而来？答案是 5 月放量发行的政府债券。

5 月政府债券合计发行 1 万亿，不仅专项债发行节奏达全年最高点，国债、地方一般债发行也达到今年以来节奏最快月份，充分抵补 5 月收入减收缺口。

综合来说，广义财政收入增速由 4 月的-11%，小幅抬升至-9%（剔除退税影响），与之相对，

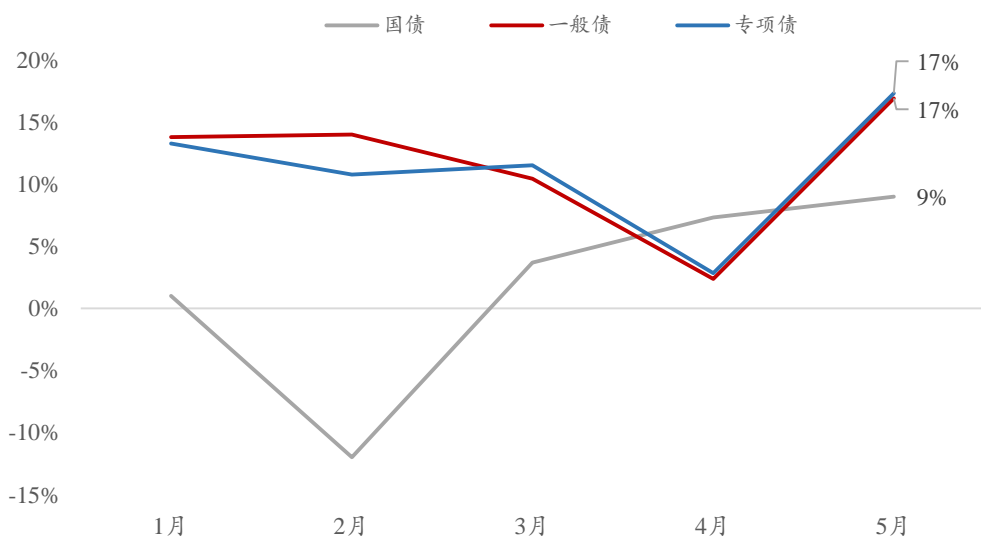
在债务资金支持下，广义财政支出增速由4月的2%，大幅上行至本月的11%，财政收支修复明显错位，财政减收时，支出仍然强势发力，反映财政前置的力度和决心。

图3：5月增值税同比反映4月工增走弱



资料来源：Wind, 民生证券研究院。注：此处增值税收入增速已剔除增值税留抵退税影响。

图4：5月政府债券发行节奏同步加快



资料来源：财政部, 民生证券研究院

### 三、当前财政已经进入紧平衡

1-5 月财政广义赤字较去年多增 3.3 万亿，财政收支已然进入紧平衡。

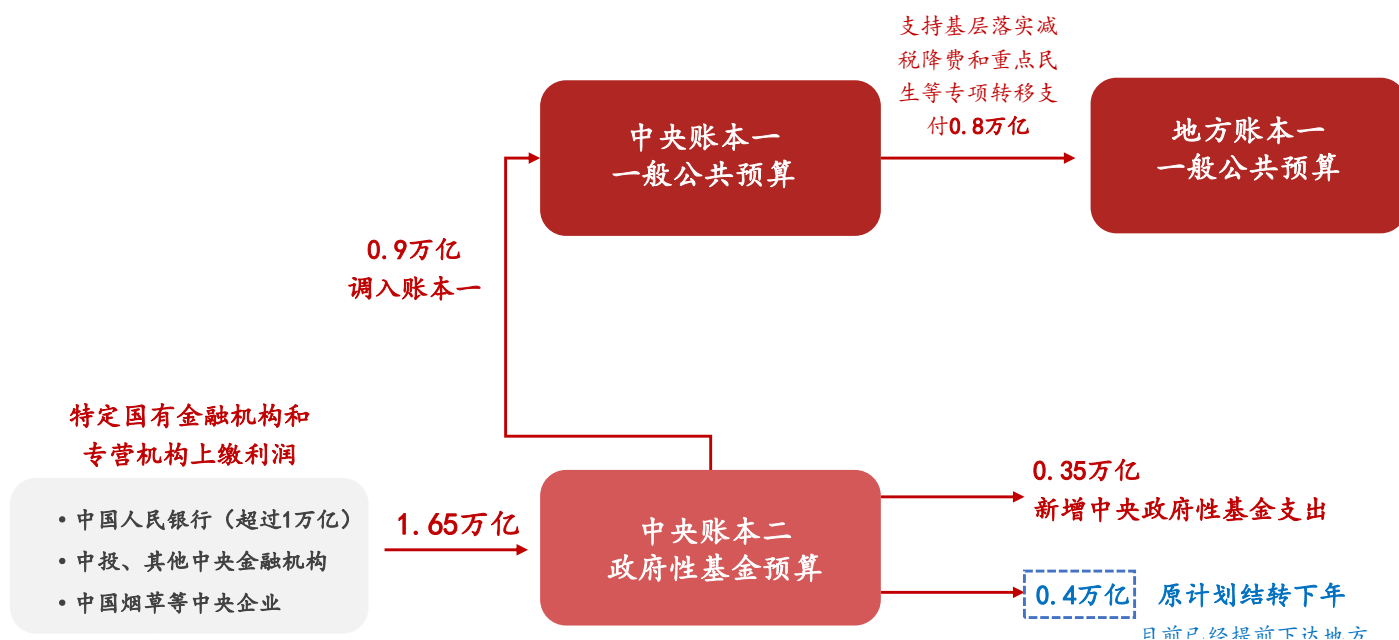
3 月底华东疫情爆发后，财政收入下挫明显，但支出力度并未走弱，显现财政逆周期调节定力。减收扩支的运转模式下，财政收支缺口迅速走高，1-5 月广义财政赤字已经较去年多增 3.3 万亿。

3.3 万亿的多增缺口依靠政府债券发行前置以及 1.3 万亿的央企结存利润填补。

逆周期调节在 2020 年初也曾经历，但与当年不同的是，本年并未配合逆周期调节增扩赤字。3.3 万亿的缺口全部依靠加快预算内资金的调用实现，将下半年的资金提前使用，一方面加快债券发行，前 5 个月债务发行较 2021 年多增 1.5 万亿，另一方面加快央行上缴利润。

然而，正因为债券资金以及央行利润的提前调用，即便下半年财政收入回归到正常节奏，想要保持正常的支出节奏，很难有冗余资金可供调用，财政收支平衡难以维系，需要依赖其他增量财政工具抵补收支缺口。

图 5：留抵退税进程加快，央行上缴利润使用节奏也大幅前置



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\\_43056](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43056)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn