

总量研究

财政收支矛盾加大，增量资金如何补？

——5月财政数据点评兼光大宏观周报（2022-06-17）

要点

事件：

2022年5月，一般公共预算收入同比增速为-32.5%，扣除留抵退税因素，同比增速为-6.0%；一般公共预算支出同比增速为5.6%。5月，政府性基金预算收入同比增速为-19.2%；政府性基金预算支出同比增长24.0%。

核心观点：

5月财政收支不平衡压力增大。收入端来看，5月财政收入进度仍然偏弱，减税退税叠加土地收入承压，继续拖累收入增速；支出端来看，5月支出进度已基本持平于往年同期，财政支出增速由负转正，财政发力加快。

向前看，稳住经济大盘需要财政支出的进一步发力，而减税退税政策的实施仍会继续拖累收入增速，财政收支矛盾短时间难以缓解，下半年地方财政或面临较大的资金缺口，亟待增量资金的加快释放。

当前，财政收支矛盾不断突出下，市场主要关注三个核心问题：

第一，全年财政资金缺口有多大？考虑到今年经济增长预期下修、土地出让收入超预期回落、以及地方政府增加抗疫支出，我们调整今年财政实际收支情况，结果显示，今年财政资金缺口接近1.5万亿。

第二，存量政策如何有效落地？一是，今年新增专项债要确保在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕，专项债相关项目落地实施仍待观察；二是，今年全年新增留抵退税1.64万亿。4月1日—6月9日，税务部门已完成新增退税14250亿元，再加上一季度继续实施此前出台的留抵退税老政策1233亿元，已累计有15483亿元退税款退到纳税人账户。

第三，后续还有哪些增量政策可能会推出？6月以来，8000亿政策性银行贷款等增量政策的推出，可部分弥补资金缺口。但相比1.5万亿的巨量缺口，仍需其他增量资金的扶持。我们认为年中调整财政预算的概率不大，更有可能通过加大盘活存量资金、提前下达专项债等形式，来灵活调整财政资金安排。

收入端：减税退税叠加土地收入承压，继续拖累财政收入

5月一般公共预算收入同比增速为-32.5%，大规模留抵退税仍是主要拖累项，扣除留抵退税影响之后，5月一般公共预算收入同比增速为-6.0%，收入增速仍偏弱。拆分结构来看，增值税、土地相关税收继续下滑，个税、企业所得税收入增速逐步修复。5月政府性基金预算收入同比增速为-19.2%，相比上月的降幅有所收窄，主要受到了土地市场景气度延续疲弱的影响。

支出端：财政发力明显，支出提速，继续向基建倾斜

5月财政发力明显，一般公共预算支出同比为5.6%，增速由负转正，债务付息支出增速大幅提升是主要原因。具体来看，5月债务付息对财政支出的同比拉动率为0.44个百分点；基建支出贡献次之，同比拉动率为0.24个百分点；紧接着是卫生健康支出，同比拉动率为0.17个百分点。

5月政府性基金支出同比增长24.0%，大幅高于4月的12.5%。一方面，5月地方政府专项债加快发行与使用，推动政府性基金支出大幅提速。另一方面，尽管土地出让收入降幅仍然高达24%，但与国有土地使用权出让金收入安排的支出增速降幅缩窄至-1.4%，可能与地方留存资金加快使用有关。

风险提示：疫情形势变化超预期，政策落地不及预期。

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

联系人：杨康

021-52523870
yangkang6@ebsecn.com

相关研报

投资率先恢复，消费仍需政策呵护——2022年5月经济数据点评（2022-06-15）

全球粮价高涨，国内通胀能否稳住？——光大宏观周报（2022-06-05）

产需改善，预期向好，经济动能见底回升——2022年5月PMI数据点评（2022-05-31）

从美国粮食霸权到全球粮食危机——《大国博弈》第二十二篇（2022-05-30）

深圳调研：消费券与商场业态恢复——《见微知著》第七篇暨光大宏观周报（2022-05-28）

疫情冲击中下游，政策加码助力复苏——2022年4月工业企业盈利数据点评（2022-05-27）

美联储持续鹰派、剑指通胀——2022年5月美联储议息会议纪要点评（2022-05-26）

从印太经济框架，看美国遏华新思路——《大国博弈》系列第二十一篇暨光大宏观周报（2022-05-22）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-22）

向越南产业转移对我国影响有多大？——《大国博弈系列》第二十篇（2022-05-18）

如何理解4月财政数据的预期差？——2022年4月财政数据点评（2022-05-18）

目录

一、财政收支矛盾加大，增量资金如何补？	4
1.1 收入端：疫情叠加退税，继续拖累收入	4
1.2 支出端：财政发力明显，财政支出提速	6
1.3 财政收支矛盾增大，亟待增量资金扶持	9
二、海外观察	12
2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率同步上行	12
2.2 全球市场：全球股市多数下跌，大宗商品多数收跌	13
2.3 央行观察：美联储公布加息 75bp	13
2.4 海外政策：欧盟四国支持乌克兰加入欧盟	14
三、国内观察	15
3.1 上游：原油、铜价环比上涨，焦煤、铝价环比下跌	15
3.2 中游：螺纹钢价格和水泥价格指数均环比下跌	16
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价环比上涨，菜价、水果价格环比下跌	16
3.4 流动性：货币市场利率下行，十年期国债收益率上行	17
3.5 国内政策：国常会推出支持民间投资的具体措施	18
四、下周财经日历	18
五、风险提示	18

图目录

图 1：扣除留抵退税影响后，5 月公共财政收入继续下滑	5
图 2：5 月政府性基金收入增速降幅收窄	5
图 3：5 月增值税、消费税、土地相关税收拖累财政收入	6
图 4：5 月国有土地出让收入增速降幅收窄	6
图 5：2022 年 5 月一般公共预算支出增速由负转正	7
图 6：2022 年 5 月全国政府性基金预算支出增速明显回升	7
图 7：5 月一般公共预算支出中，债务付息支出增速大幅提升	7
图 8：5 月一般公共预算的基建类支出重心向交通运输明显倾斜	7
图 9：政府性基金支出加快与专项债发行加快有关	8
图 10：5 月与国有土地出让金收入有关的支出增速降幅缩窄	8
图 11：5 月新增专项债规模为今年以来单月最高	8
图 12：2022 年新增专项债发行进度节奏明显快于往年	8
图 13：1-5 月专项债投向基建比重为 66%，高于 2021 年	9
图 14：2022 年 1-5 月投向农林水利的专项债比重提高	9
图 15：2022 年 5 月一般公共预算收入进度仍低于往年同期	9
图 16：2022 年 5 月一般公共预算支出进度与去年同期持平	9
图 17：2022 年 5 月政府性基金预算收入进度仍低于往年同期	10
图 18：2022 年 5 月政府性基金预算支出进度高于过去两年	10
图 19：通胀预期上行，带动美国 10 年期国债收益率回升	12

图 20: 各国国债收益率同步上行	12
图 21: 美国 10y-2y 国债收益率利差小幅上行	12
图 22: 美国投资级企业债利差走阔	12
图 23: 全球股市多数下跌	13
图 24: 大宗商品价格多数收跌	13
图 25: 原油价格环比上涨	15
图 26: 动力煤均价环比上涨, 焦煤价格环比下跌	15
图 27: 铜价环比上涨, 库存同比下降	15
图 28: 铝价环比下降, 库存同比下降	15
图 29: 螺纹钢价格环比下跌	16
图 30: 水泥价格指数环比下跌	16
图 31: 商品房成交面积跌幅扩大	16
图 32: 土地供应面积同比上行	16
图 33: 猪价环比上涨, 菜价、水果价格环比下跌	17
图 34: 乘用车日均零售销量同比跌幅收窄	17
图 35: 货币市场利率下行	17
图 36: 十年期国债收益率上行	17

表目录

表 1: 5 月收入增速降幅收窄, 支出增速由负转正	4
表 2: 2022 年财政资金缺口可能接近 1.5 万亿元	11
表 3: 欧美俄央行官员表态	14
表 4: 下周全球经济数据热点	18

一、财政收支矛盾加大，增量资金如何补？

事件：2022年6月16日，财政部公布5月财政数据。2022年5月一般公共预算收入同比-32.5%，扣除留抵退税因素，同比为-6.0%；5月一般公共预算支出同比5.6%；5月政府性基金预算收入同比-19.2%；5月政府性基金预算支出同比24.0%。

核心观点：5月财政收支不平衡压力增大。收入端来看，5月财政收入进度仍然偏弱，减税退税叠加土地收入承压，继续拖累收入增速；支出端来看，5月支出进度已基本持平于往年同期，财政支出增速由负转正，财政发力加快。向前看，稳住经济大盘需要财政支出的进一步发力，而减税退税政策的实施仍会继续拖累收入增速，财政收支矛盾短时间难以缓解，下半年地方财政或面临较大的资金缺口，亟待增量资金的加快释放。

表 1：5月收入增速降幅收窄，支出增速由负转正

时间	公共预算收入 (单月同比)	公共预算支出 (单月同比)	政府性基金预算收入 (单月同比)	政府性基金预算支出 (单月同比)
2021年11月实际值	-11.2%	8.5%	-8.7%	29.3%
2021年12月实际值	-15.8%	-14.2%	2.8%	1.0%
2021年1-2月实际值	10.5%	7.0%	-27.2%	27.9%
2022年3月实际值	3.4%	10.4%	-22.2%	69.1%
2022年4月实际值	-41.3%	-2.0%	-34.4%	12.5%
2022年5月实际值	-32.5%	5.6%	-19.2%	24.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.1 收入端：疫情叠加退税，继续拖累收入

5月，一般公共预算收入同比增速大幅降至-32.5%，4月为-41.3%，绝对数较去年同期减少6000亿元。5月政府性基金预算收入同比-19.2%，4月同比为-34.4%，绝对数较去年同期减少1044亿元。5月以来，国内疫情形势趋于缓和，各地逐步推进复工复产，部分税收收入增速降幅相比上月有所缩窄。

一般公共预算收入：大规模留抵退税仍是主要拖累项

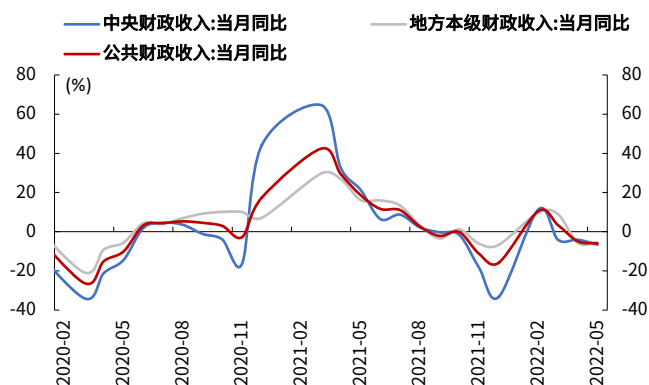
大规模留抵退税仍是拖累5月财政收入大幅下滑的主因。今年以来，大规模增值税留抵退税政策全面落实，帮助企业减负纾困。由于留抵退税在账务上是通过对冲减财政收入来处理的，不是通过财政补贴、财政支出的增加来实施的，因此大规模留抵退税的政策落实，一定程度上拖累了财政收入。

扣除留抵退税影响之后，5月一般公共预算收入同比增速为-6.0%，相比于4月的-4.9%下滑1.1个百分点。

今年出台的新增留抵退税总额达 1.64 万亿，持续帮助企业减负纾困。6 月 2 日，在财政部召开的新闻发布会上，财政部有关负责人表示，将进一步加大增值税留抵退税政策力度，在已出台的制造业等 6 个行业企业存量留抵税额一次性全额退还、增量留抵税额按月全额退还的基础上，新增 7 个行业纳入上述留抵退税政策范围，预计新增留抵退税 1420 亿元。总体看，今年出台的新增留抵退税总额将达到 1.64 万亿元。6 月 10 日，国家税务总局表示，4 月 1 日—6 月 9 日，税务部门完成新增退税 14250 亿元，加上一季度继续实施此前出台的留抵退税老政策 1233 亿元，累计有 15483 亿元退税款退到纳税人账户，超过去年全年办理退税规模的两倍。

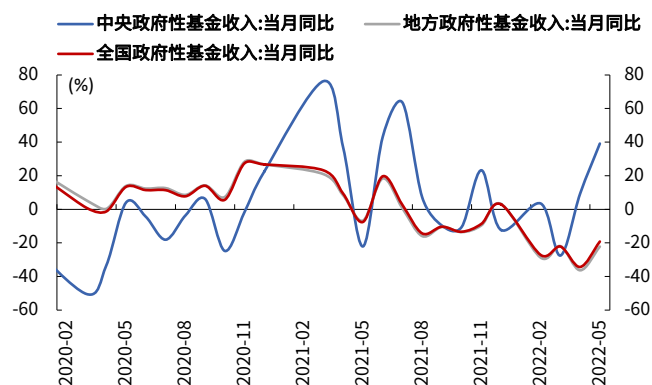
中央转移支付机制的存在，留抵退税带来的财政收入减少，对地方财政支出影响有限。3 月 23 日，财政部副部长许宏才表示，“中央对地方补助比例平均超过 82%。在留抵退税形成的总减收当中，因为中央先承担了 50%，再补 82%，实际上地方承担了 50%当中的 18%，按总量算 9%”。即在全年 1.64 万亿新增留抵退税中，地方实际的财政收入减少为 1476 亿元。

图 1：扣除留抵退税影响后，5 月公共财政收入继续下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所（2022-04 和 2022-05 的数据为扣除留抵退税影响后的同比增速数据）

图 2：5 月政府性基金收入增速降幅收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所

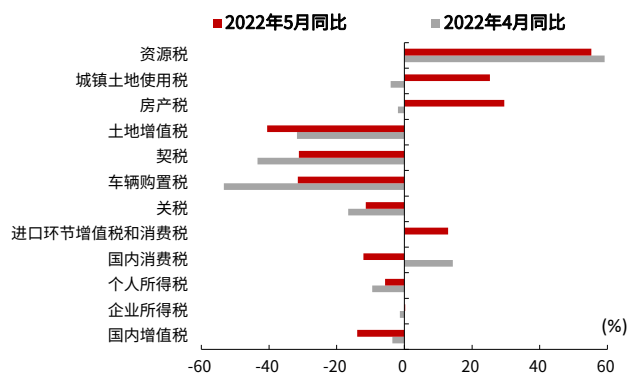
拆分一般公共预算收入的分项来看，5 月财政收入的拖累项主要集中在增值税、消费税、土地和房地产相关税收，个税、企业税收收入增速逐步修复。

增值税缓缴、免缴政策陆续落实下，5 月增值税收入大幅下滑。5 月，增值税收入增速为-124.4%，扣除留抵退税影响之外，增值税收入增速为-14.0%，相比于上月的-3.5%大幅下滑，绝对数较上年减少 624 亿元。我们判断，这可能部分与增值税缓缴、免缴政策有关。4 月 29 日，财政部、税务总局发布公告称，自 2022 年 5 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，对纳税人为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。

受地产销售低迷影响，5 月土地和房地产相关税收增速继续下滑。5 月契税同比为-31.2%，相比于上月的-43.4%有所缩窄；土地增值税同比为-40.5%，相比于上月的-31.7%继续扩大；房产税、城镇土地使用税则逐步修复，增速由负转正。

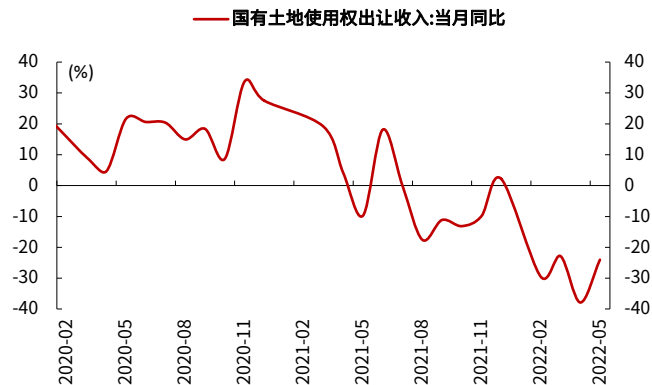
5月疫情形势趋于稳定，复工复产逐步推进，个税、企业所得收入增速逐步修复。5月企业所得税同比增速为0.3%，相比上月上行1.6个百分点；个人所得税同比增速为-5.7%，相比上月上行3.8个百分点。

图3：5月增值税、消费税、土地相关税收拖累财政收入



资料来源：Wind，光大证券研究所（其中增值税为扣除留抵退税影响后增速）

图4：5月国有土地出让收入增速降幅收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所

政府性基金预算：土地出让金收入下滑是主因

5月土地和房地产市场景气度延续疲弱，但相关财政收入降幅有所缩窄。5月政府性基金预算收入同比增速为-19.2%，相比上月缩窄15.1个百分点。其中，中央政府性基金收入同比增速为39.1%，相比上月上行29.8个百分点；地方本级政府性基金收入同比增速为-22.2%，相比上月上行14.1个百分点；国有土地使用权出让收入同比增速为-24.0%，相比上月上行13.8个百分点。

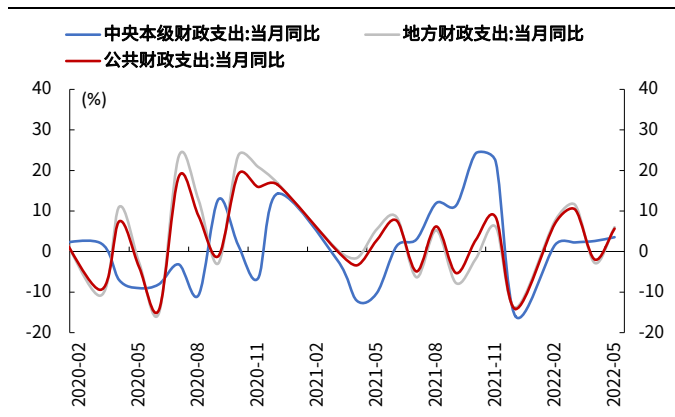
土地出让金下滑主要受到疫情与地产销售景气偏弱的影响，6月以来土拍市场已逐步恢复。6月8日，上海首批次集中供地收官，此次推出的36宗涉宅用地全部成交，共获土地出让金834.7亿元。

近期地产调控放松持续推进，三季度有望企稳。3月以来房地产调控政策调整，逐渐从三四线城市延伸至强二线城市，且二线城市开始触及限购、限贷、限售等调控深水区，例如哈尔滨取消限售、武汉四大远城区全面取消限购、济南两区全面取消限购、济南二套房首付比例降至4成。二线城市“四限”政策调控的政策依然有发力空间，我们认为，后续各地将根据房地产基本面企稳情况，进一步因城施策调整政策。

1.2 支出端：财政发力明显，财政支出提速

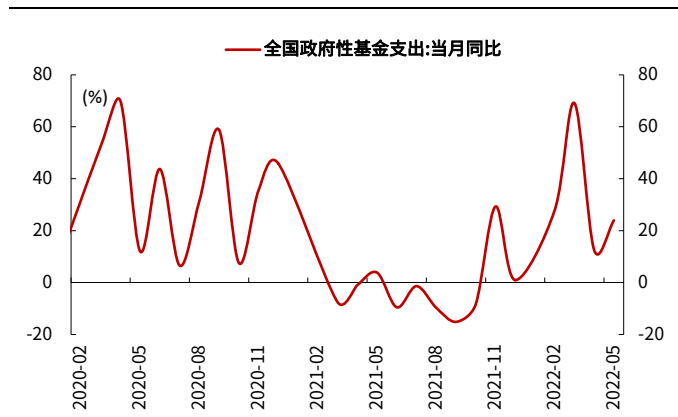
5月财政发力明显，其中一般公共预算支出增速由负转正，政府性基金预算支出增速也明显回升。5月一般公共预算支出增速为5.6%，相比上月上行7.6个百分点，其中中央本级财政支出增速为3.5%，地方财政支出增速为6.0%；政府性基金预算支出增速为24.0%，相比上月上行11.5个百分点。

图 5：2022 年 5 月一般公共预算支出增速由负转正



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：2022 年 5 月全国政府性基金预算支出增速明显回升



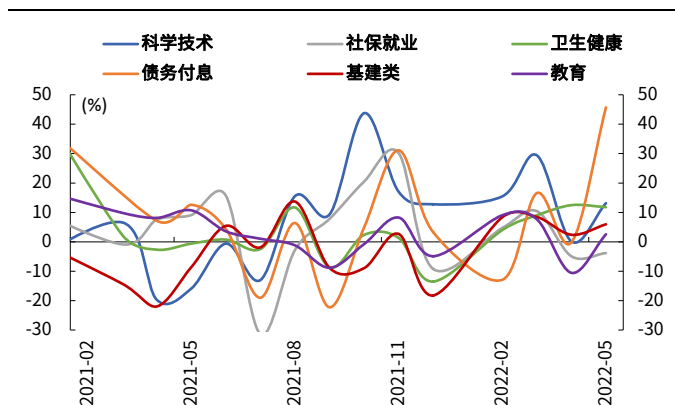
资料来源：Wind，光大证券研究所

一般公共预算支出：债务付息支出是主要贡献项

从一般公共预算支出的结构来看，债务付息支出增速大幅提升是本月财政支出增速转正的主因。具体来看，5月一般公共预算支出增速从高到低分别为：债务付息、科学技术、卫生健康、基建、教育、文化旅游体育与传媒、社会保障和就业，对应增速为45.7%、13.2%、11.8%、6.0%、2.6%、0.4%、-3.8%。其中债务付息支出贡献最大，5月债务付息对财政支出的同比拉动率为0.44个百分点；基建支出贡献次之，5月同比拉动率为0.24个百分点；紧接着是卫生健康支出，5月同比拉动率为0.17个百分点。

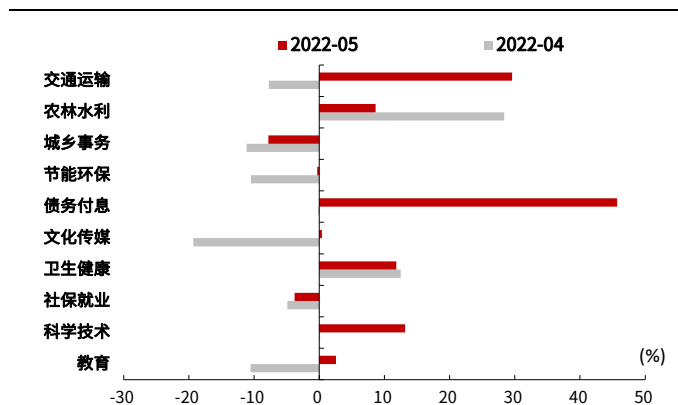
从基建内部来看，5月一般公共预算的基建类支出重心向交通运输明显倾斜。5月基建类支出增速为6.0%，相比上月的2.4%回升了3.6个百分点，但仍低于今年3月份的8.5%。其中，交通运输支出增速为29.6%，相比上月上行37.3个百分点；节能环保、城乡社区事务支出降幅收窄；农林水利支出增速为8.6%，相比上月回落19.7个百分点。

图 7：5 月一般公共预算支出中，债务付息支出增速大幅提升



资料来源：Wind，光大证券研究所（图中为当月同比增速）

图 8：5 月一般公共预算的基建类支出重心向交通运输明显倾斜

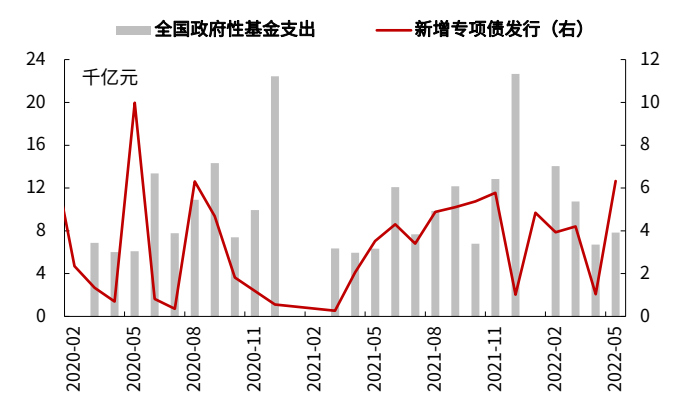


资料来源：Wind，光大证券研究所，注：图中值为当月增速（基建类支出包括交通运输、农林水利、城乡事务以及节能环保）

政府基金预算支出：专项债发行提速，土地支出降幅缩窄

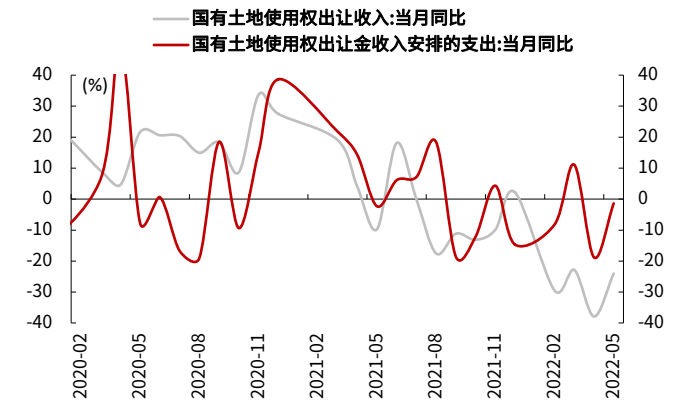
5月政府性基金支出同比增长24.0%，大幅高于4月的12.5%。根据以收定支原则，专项债资金加快发行与使用，是推动政府性基金支出大幅提速的原因。此外，尽管土地出让收入降幅仍然高达24%，但与国有土地使用权出让金收入安排的支出增速降幅缩窄至-1.4%，可能与地方留存资金加快使用有关。

图9：政府性基金支出加快与专项债发行加快有关



资料来源：Wind，光大证券研究所

图10：5月与国有土地出让金收入有关的支出增速降幅缩窄



资料来源：Wind，光大证券研究所

1-5月专项债发行规模已超过2万亿，占全年计划的56%，发行节奏基本持平于2020年。一季度专项债发行进度创历史新高，为财政靠前发力储备资金，进入4月后，受疫情影响，专项债发行节奏有所放缓，4月仅发行1038亿元，但进入5月中旬后，随着各地疫情形势稳定，专项债发行再度加速，5月发行6320亿元，为今年以来单月最高发行规模。

5月30日，财政部表示，省级财政部门要抓紧调整专项债券发行计划，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。截至6月20日，全国新增专项债发行6300亿，已达到全年发行计划的73%，按照财政部发行规划，预计6月下旬发行会继续提速。

图11：5月新增专项债规模为今年以来单月最高

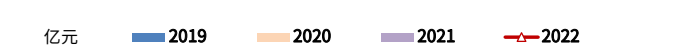
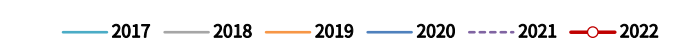


图12：2022年新增专项债发行进度节奏明显快于往年



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_43205

