

2022年08月17日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com

研究支持

贾东旭 A0230120080001  
jiadx@swsresearch.com

联系人

秦泰  
(8621)23297818x7368  
qintai@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

# 收支高增已启动，中流砥柱稳增长

——财政数据点评（22.7）

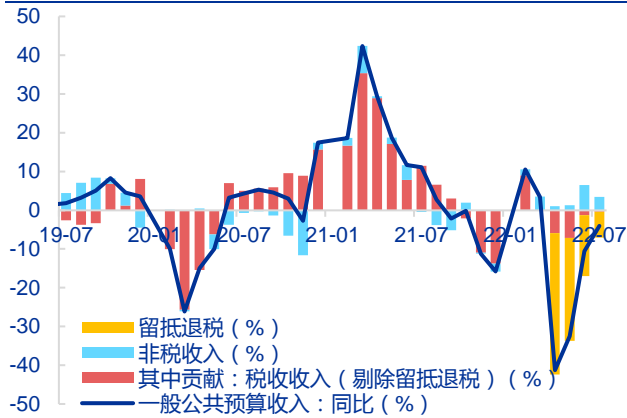
主要内容：

- **存量留抵退税扫尾，经济稳步恢复，财政收入跌幅收窄。**7月一般公共预算收入同比-4.1%，较上月跌幅收窄6.5个百分点，改善主要来自存量留抵退税扫尾规模大幅缩减，对7月财政收入增速的拖累收窄9个百分点至-6.7%。一般公共预算收入（剔除留抵退税，下括号内同）同比较上月小幅下行2.5个百分点至2.6%，**但其中经济稳定改善趋势下税收收入再度小幅向上，主要是增速更高的非税收入在7月财政收入中占比下降所致的技术性波动。**6-7月经济活动明显好于4-5月，增值税同比（+4.1pct至2.9%）自3月以来首次回正。另外，政策对生产的呵护令居民就业趋于稳定，城镇调查失业率小幅下降，个人所得税（-0.2pct至10.3%）稳定处于较高增速区间。另外，非税收入（+3.0pct至36.3%）也进一步发挥对财政收入的支撑效果，**近两个月以来特定国有金融企业利润上缴持续高增，对财政支出形成重要融资支持。**
- **国债发行升温，积极财政支出加码稳增长。**7月一般公共预算支出同比再度上行3.9个百分点至9.9%，进入支出高增长区间。一方面，7月财政收入跌幅进一步明显改善；另一方面预算内政府债务发行加速，7月国债净融资2708亿，同比多增达4525亿，对财政支出更趋积极形成强力支撑。**今年1-7月国债累计新增发行规模已经占到全年计划发行规模的35.5%，明显超过2021年（13.5%），与2019年（35.8%）基本持平，对房地产周期降温导致的政府性基金调入收入减少形成较好的对冲作用。**支出结构方面，**和政府消费关联度更高的经常性支出类别同比增速（+6.4pct至11.4%）大幅改善，积极财政支出正在加码形成稳增长效果。**预算内与基建投资相关的三项支出同比增速（-5.2pct至4.2%）较6月有明显回落，或显示预算内基建投资集中于二季度形成实物工作量。
- **政府性基金：房地产周期降温土地出让收入持续低迷，专项债提前发行推动的基金支出高增迎来拐点，基建投资后续更依赖政策性开发性金融工具。**7月政府性基金收入同比（+4.4pct至-31.3%）小幅回升但仍处于深度收缩区间。7月地产销售再度转冷，居民去杠杆进程尚未结束，土地出让收入未有实质性改善。支出同比（-7.8pct至20.5%）也开始趋于降温，主因前期专项债快速放量推动的政府性基金支出集中高增阶段结束。7月新增专项债骤然收缩至613亿，较去年同期少增近3000亿。**去年8月之后专项债发行姗姗来迟，基金支出增速水涨船高，今年8月至年底高基数下政府性基金支出增速可能已经迎来拐点，后续可能回落速度较快。但这不代表基建投资也将同步回落，后续更多依赖政策性开发性金融工具以及配套信贷的投放。**
- **前三个季度缓税即将到期，财政收支高增阶段已经开启，下半年地产和消费两大内需增长发动机尚未点燃，财政支出高增将成为主要稳增长手段之一而发挥中流砥柱的作用。**财政收入高增的大幕即将开启，政府消费稳经济已在路上，基建驱动因素逐渐转换至金融杠杆，下半年财政将成为稳定经济的主要手段。随着7月底前存量留抵退税基本完成，加之8月开始至年底年初，此前三个季度制造业中小企业缓税的7300多亿将集中到期，财政收入预计将出现跳升并保持15%以上的高增至年底。加之7月已经见到的国债积极发行，以及或可用去年尚未发行完毕的近4000亿额度，财政支出于教育、医疗、养老、科研国防等领域形成的最终消费需求有助于形成直接的稳增长效果。加之财政从年初以来对基建投资的持续发力支持、下半年金融杠杆的进一步融资保障和实物工作量的持续落实到位，基建投资仍将保持自7月以来高增长，**预计下半年实际GDP增速仍有望达到4.8%-5.0%左右。**

**一、存量留底退税扫尾，经济稳步恢复，财政收入跌幅收窄。**

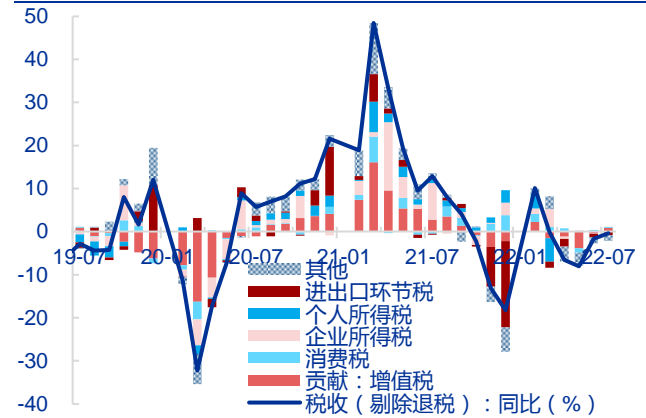
7月一般公共预算收入同比-4.1%，较上月跌幅收窄6.5个百分点，改善主要来自存量留抵退税扫尾规模大幅缩减，对7月财政收入增速的拖累收窄9个百分点至-6.7%。一般公共预算收入（剔除留抵退税，下括号内同）同比较上月小幅下行2.5个百分点至2.6%，但其中经济稳定改善趋势下税收收入再度小幅向上，主要是增速更高的非税收入在7月财政收入中占比下降导致的技术性波动。6-7月经济活动明显好于4-5月，增值税同比（+4.1pct至2.9%）自3月以来首次回正。另外，政策对生产的呵护令居民就业趋于稳定，城镇调查失业率小幅下降，个人所得税（-0.2pct至10.3%）稳定处于较高增速区间。另外，非税收入（+3.0pct至36.3%）也进一步发挥对财政收入的支撑效果，近两个月以来特定国有金融企业利润上缴持续高增，对财政支出形成重要融资支持。

**图 1：一般公共预算收入同比及结构（%）**



资料来源：CEIC，申万宏源研究

**图 2：税收收入（剔除退税）同比及结构（%）**

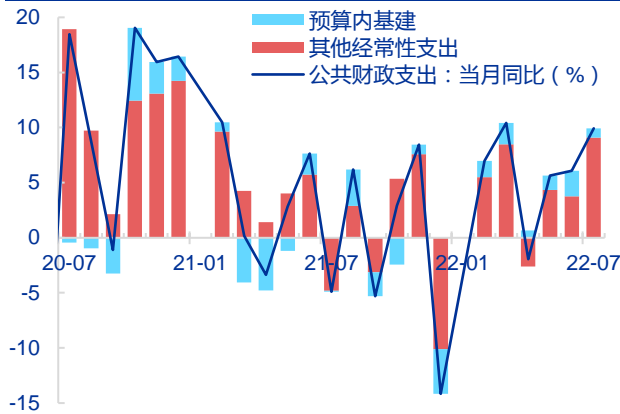


资料来源：CEIC，申万宏源研究

**二、国债发行升温，积极财政支出加码稳增长。**

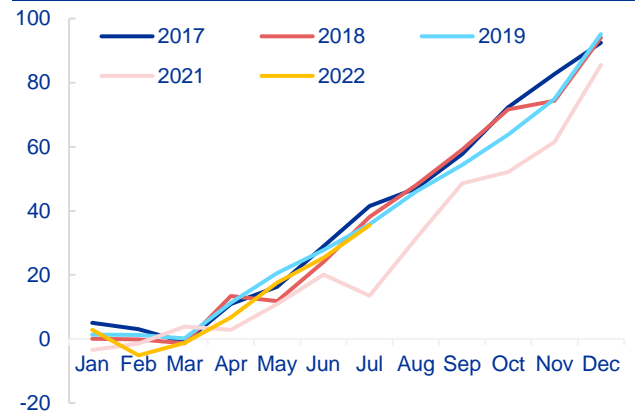
7月一般公共预算支出同比再度上行3.9个百分点至9.9%，进入支出高增长区间。一方面，7月财政收入跌幅进一步明显改善；另一方面，预算内政府债务发行加速，7月国债净融资2708亿，同比多增达4525亿，对财政支出更趋积极形成强力支撑。今年1-7月国债累计新增发行规模已经占到全年计划发行规模的35.5%，明显超过2021年（13.5%），与2019年（35.8%）基本持平，对房地产周期降温导致的政府性基金调入收入减少形成较好的对冲作用。支出结构方面，和政府消费关联度更高的经常性支出类别同比增速（+6.4pct至11.4%）大幅改善，积极财政支出正在加码形成稳增长效果。预算内与基建投资相关的三项支出同比增速（-5.2pct至4.2%）较6月有明显回落，或显示预算内基建投资集中于二季度形成实物工作量。

图 3：一般公共预算支出同比及结构（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 4：累计国债净融资占全年计划融资比重（%）

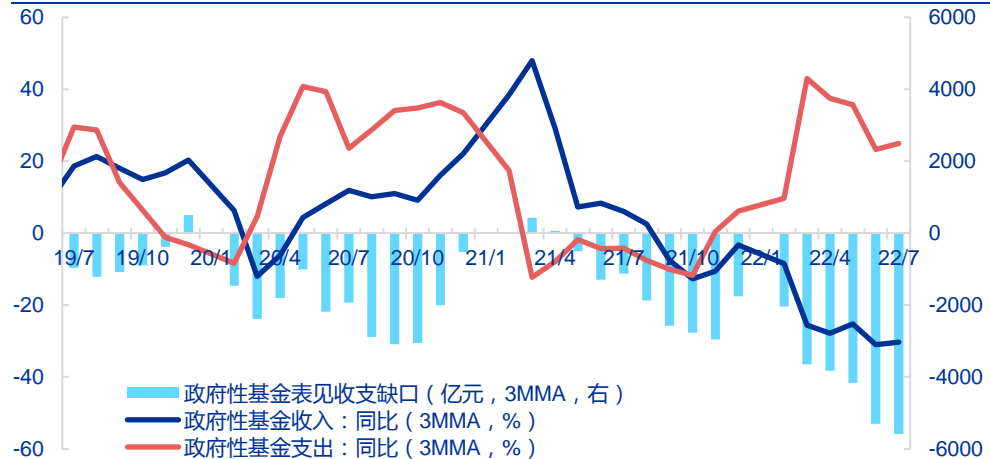


资料来源：CEIC，申万宏源研究

**三、政府性基金：房地产周期降温土地出让收入持续低迷，专项债提前发行推动的基金支出高增迎来拐点，基建投资后续更依赖政策性开发性金融工具。**

7 月政府性基金收入同比 (+4.4pct 至 -31.3%) 小幅回升但仍处于深度收缩区间。7 月地产销售再度转冷，居民去杠杆进程尚未结束，土地出让收入未有实质性改善。支出同比 (-7.8pct 至 20.5%) 也开始趋于降温，主因前期专项债快速放量推动的政府性基金支出集中高增阶段结束。7 月新增专项债骤然收缩至 613 亿，较去年同期少增近 3000 亿。去年 8 月之后专项债发行姗姗来迟，基金支出增速水涨船高，今年 8 月至年底高基数下政府性基金支出增速可能已经迎来拐点，后续可能回落速度较快。但这不代表基建投资也将同步回落，后续更多依赖政策性开发性金融工具以及配套信贷的投放。

图 5：政府性基金表见收支缺口进一步扩大



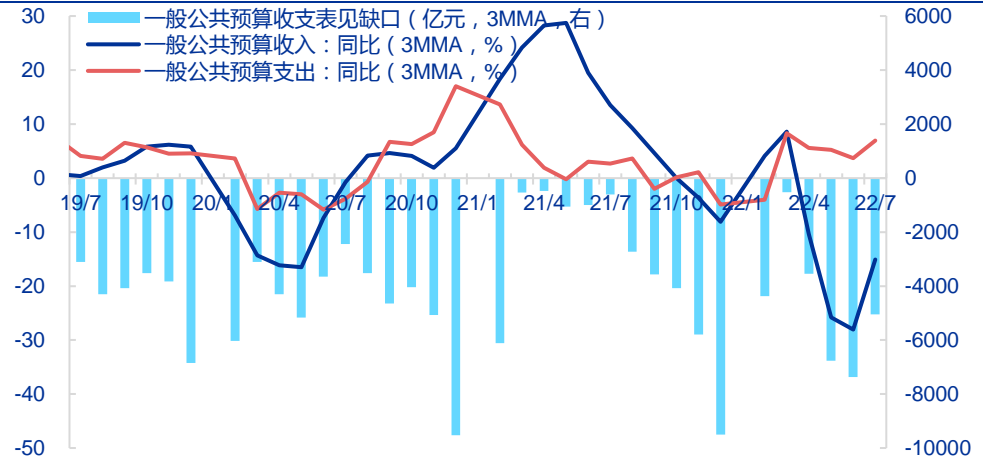
资料来源：CEIC，申万宏源研究

**四、前三个季度缓税即将到期，财政收支高增阶段已经开启，下半年地产和消费两大内需增长发动机尚未点燃，财政支出高增将成为主要稳增长手段之一而发挥中流砥柱的作用。**

财政收入高增的大幕即将开启，政府消费稳经济已在路上，基建驱动因素逐渐转换至金融杠杆，下半年财政将成为稳定经济的主要手段。随着 7 月底前存量留抵退税

基本完成，加之 8 月开始至年底年初，此前三个季度制造业中小企业缓税的 7300 多亿将集中到期，财政收入预计将出现跳升并保持 15% 以上的高增至年底。加之 7 月已经见到的国债积极发行，以及或可动用去年尚未发行完毕的近 4000 亿额度，财政支出于教育、医疗、养老、科研国防等领域形成的最终消费需求有助于形成直接的稳增长效果。加之财政从年初以来对基建投资的持续发力支持、下半年金融杠杆的进一步融资保障和实物工作量的持续落实到位，基建投资仍将保持自 7 月以来高增长，预计下半年实际 GDP 增速仍有望达到 4.8%-5.0% 左右。

图 6：一般公共预算表见收支缺口有所收窄



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。