



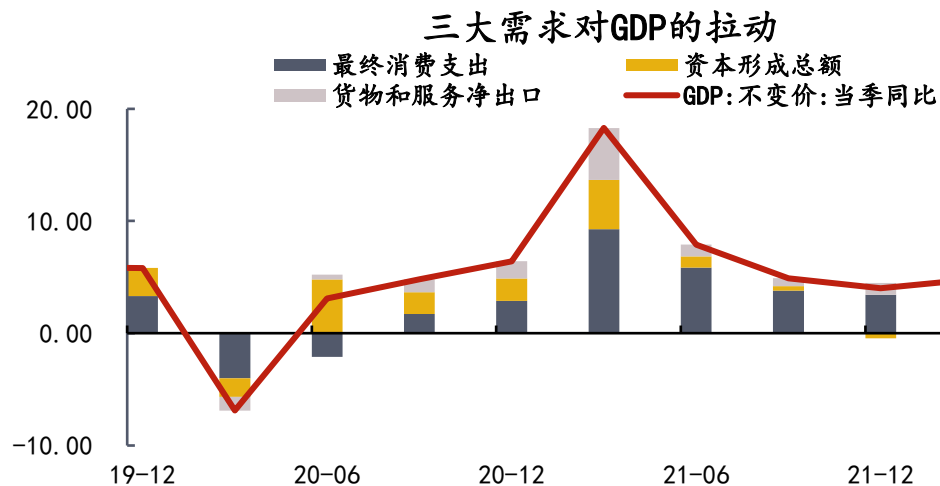
盛达期货
SHENGDA FUTURES CO.,LTD.

我国财政体系初窥

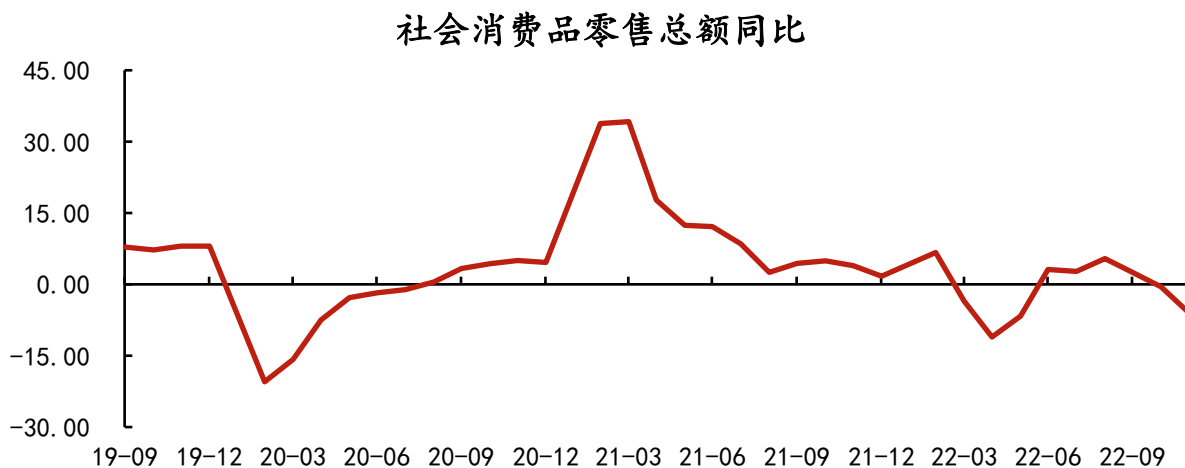
主讲人：谭睿

2022年“风高浪急”的经济环境

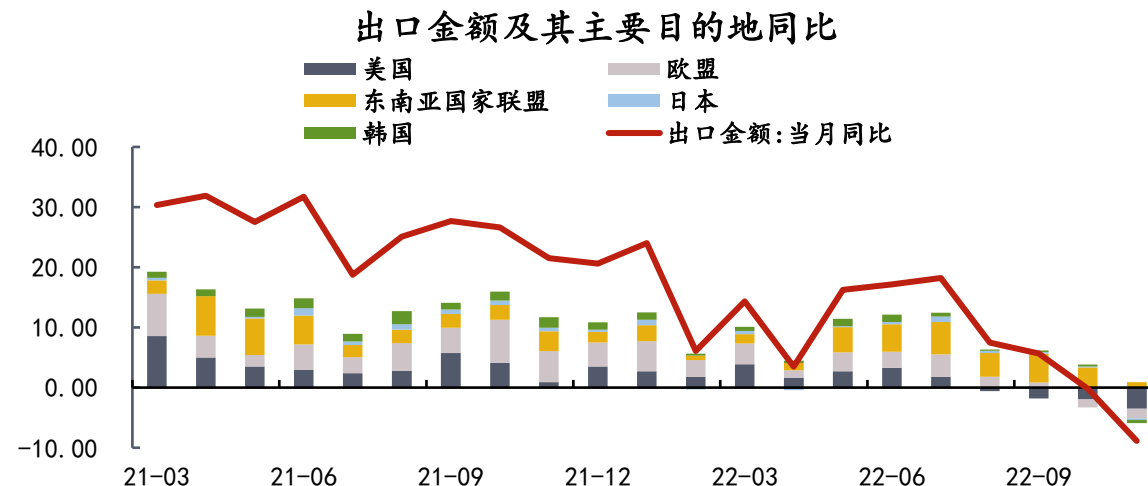
图： 实际GDP同比拉动



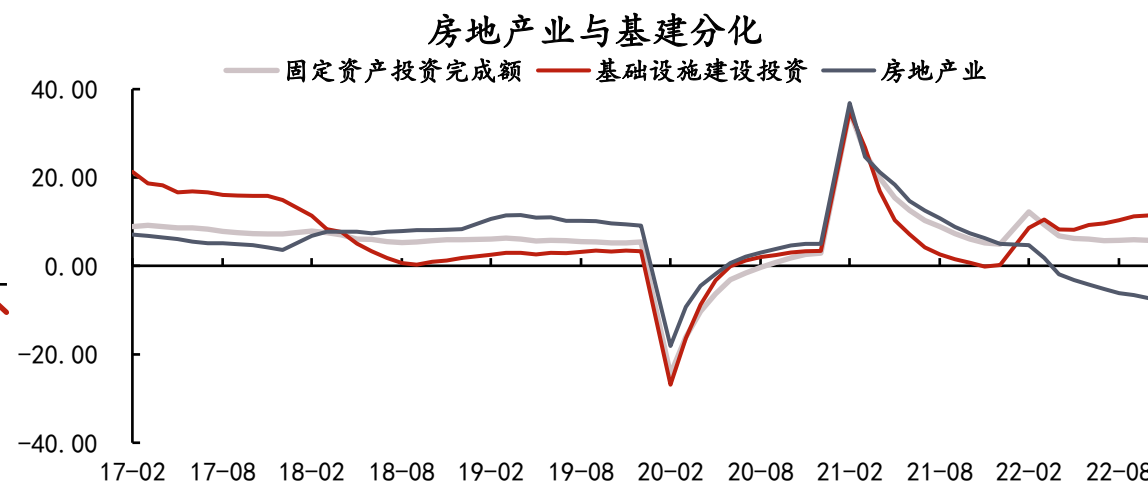
图： 社零同比



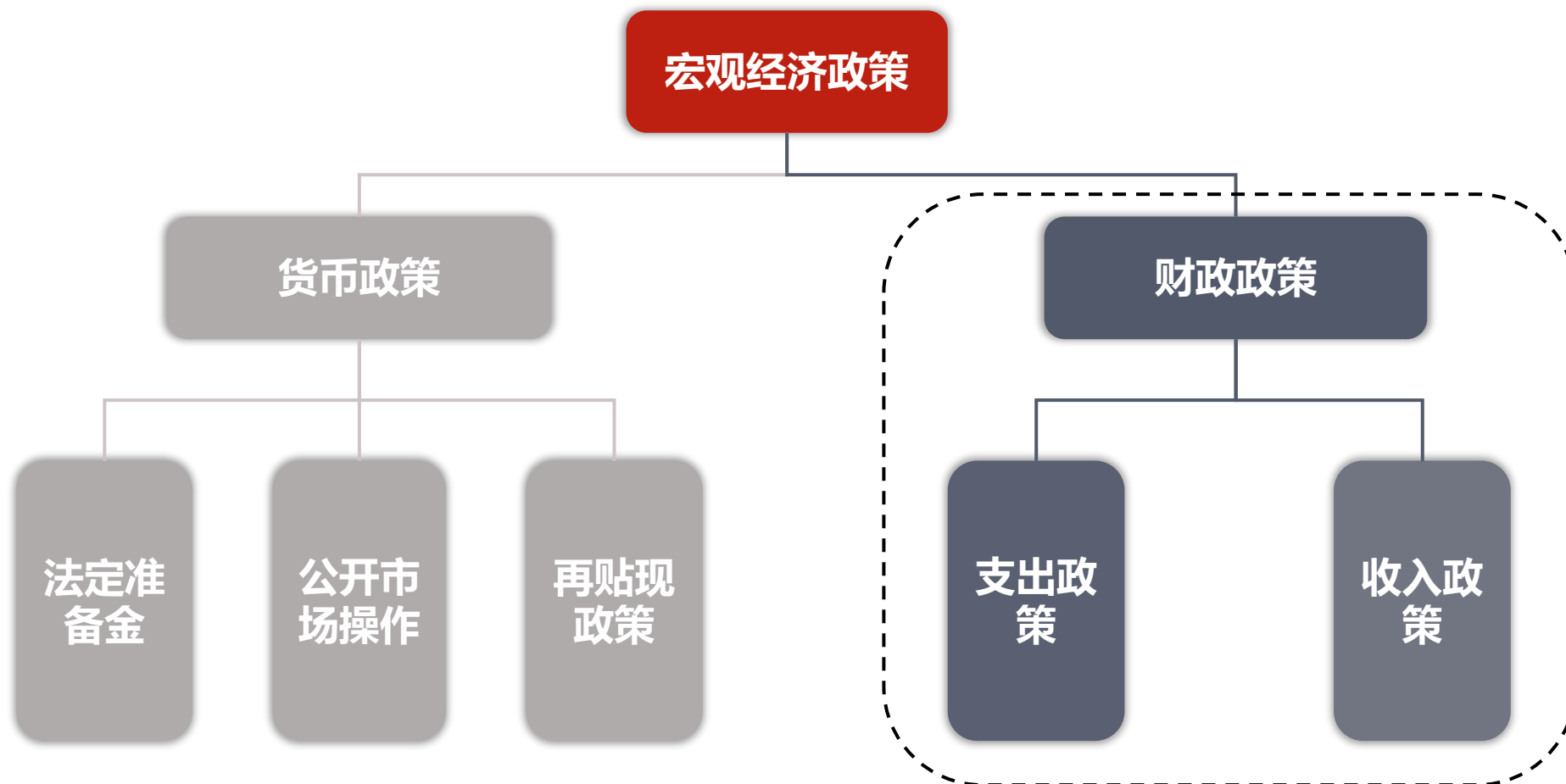
图： 出口金额及其目的地



图： 房地产与基建投资完成额



资料来源：WIND、盛达期货研究院



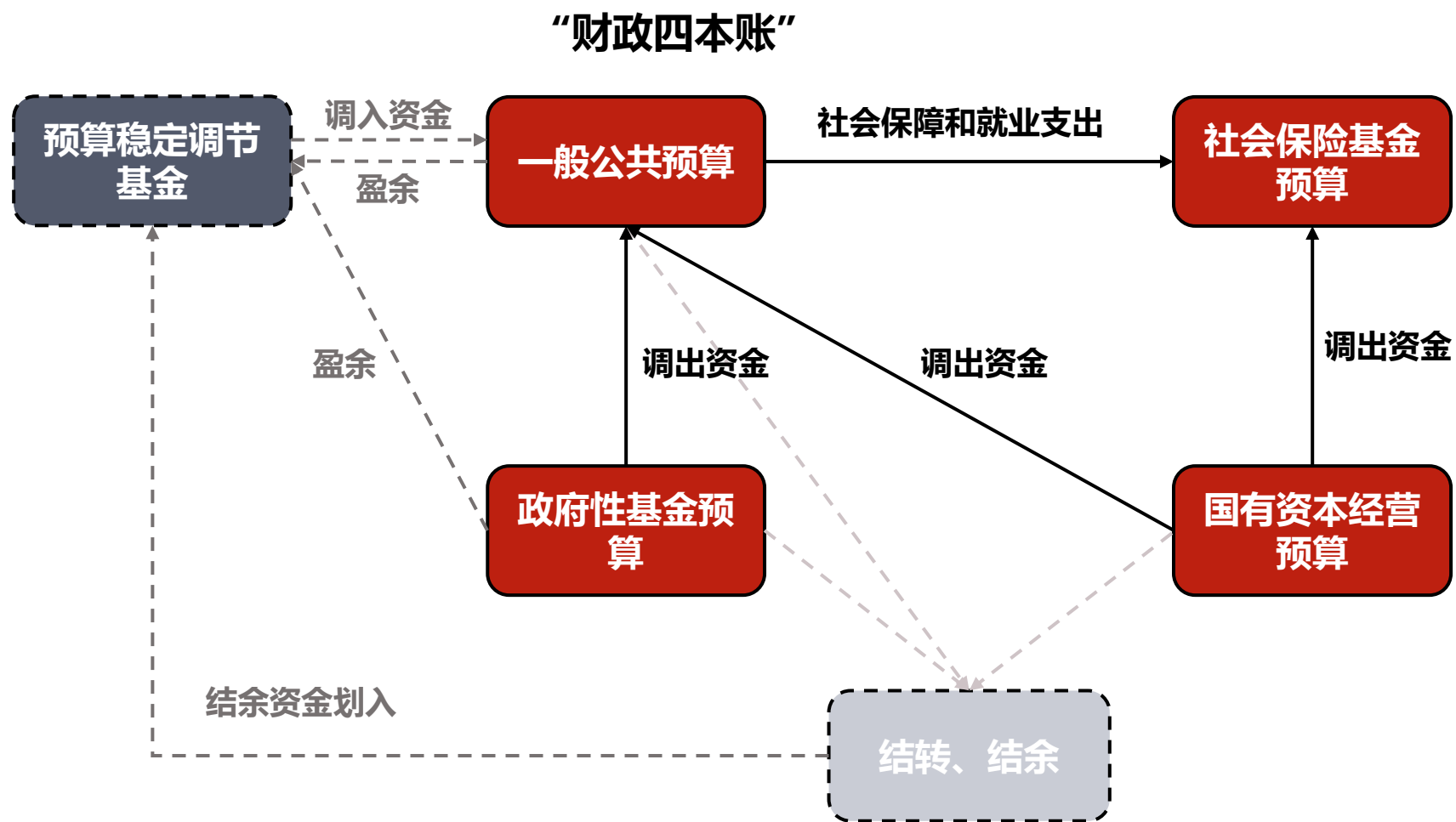


- 1 财政预算体系
- 2 如何观测财政数据
- 3 回顾
- 4 现状与展望

1

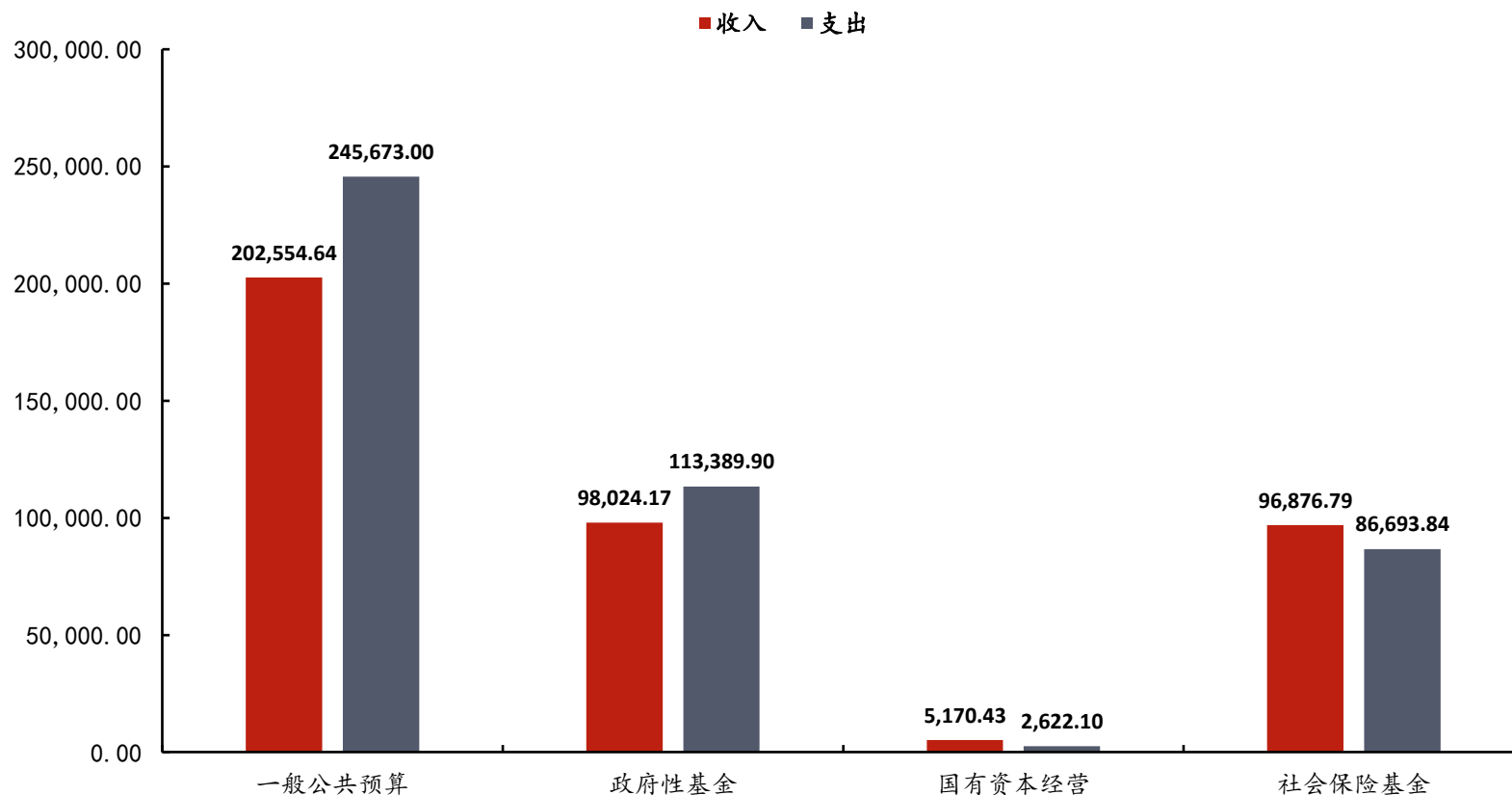
财政预算体系

1.1 财政预算体系总览



1.2 财政预算规模与赤字

2021年财政四本账收支情况



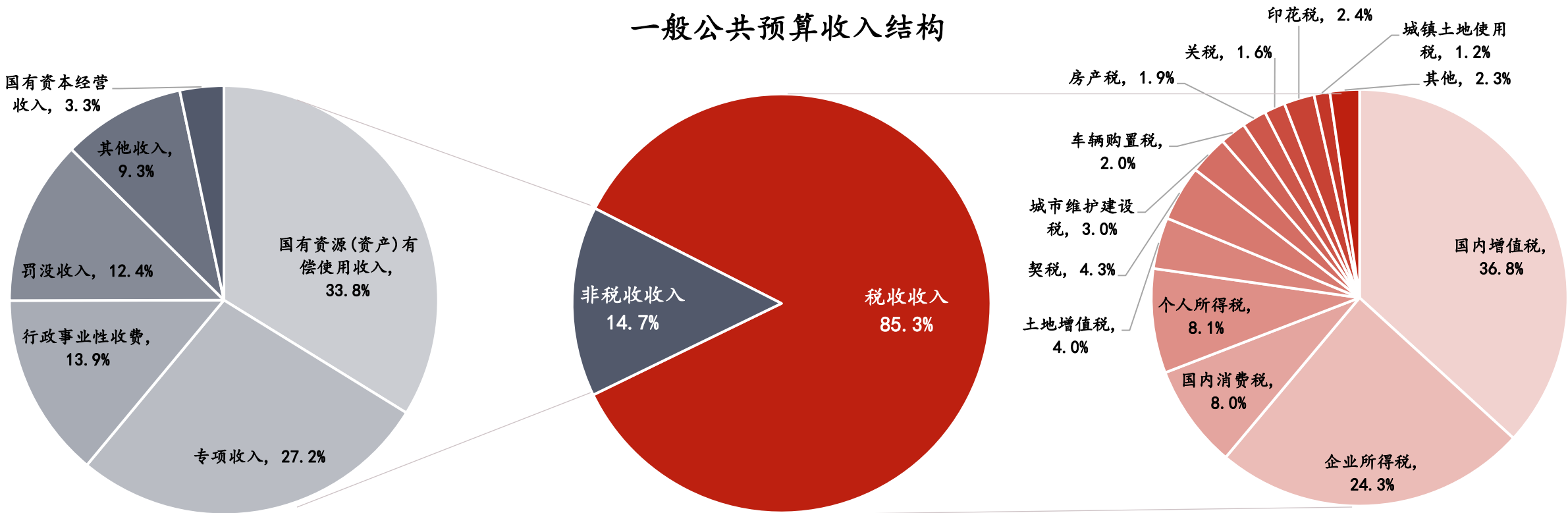
资料来源：WIND、盛达期货研究院

- 财政赤字指一般公共预算中支出大于收入的部分（包含预算稳定基金调入与补充），通过发行政府债券（国债、一般债）弥补。
- 政府性基金不列赤字，其收支差额可以通过发行专项债弥补。
- 当年政府可新发债券的额度（一般债、专项债）可以在年初公布全年财政预算时得知。
- 第三、四本账不列赤字，要求以收定支，收支平衡。

2

如何观测财政数据

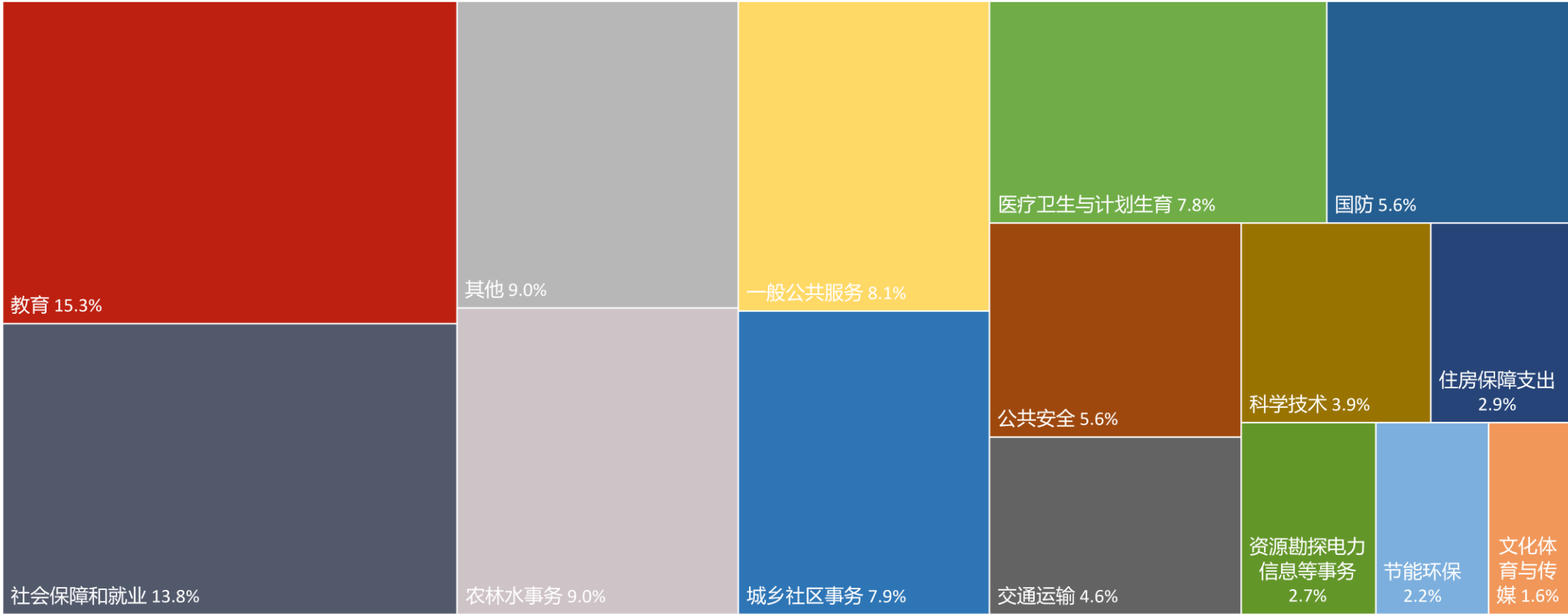
2.1 一般公共预算收入



资料来源：WIND、盛达期货研究院

2.2 一般公共预算支出

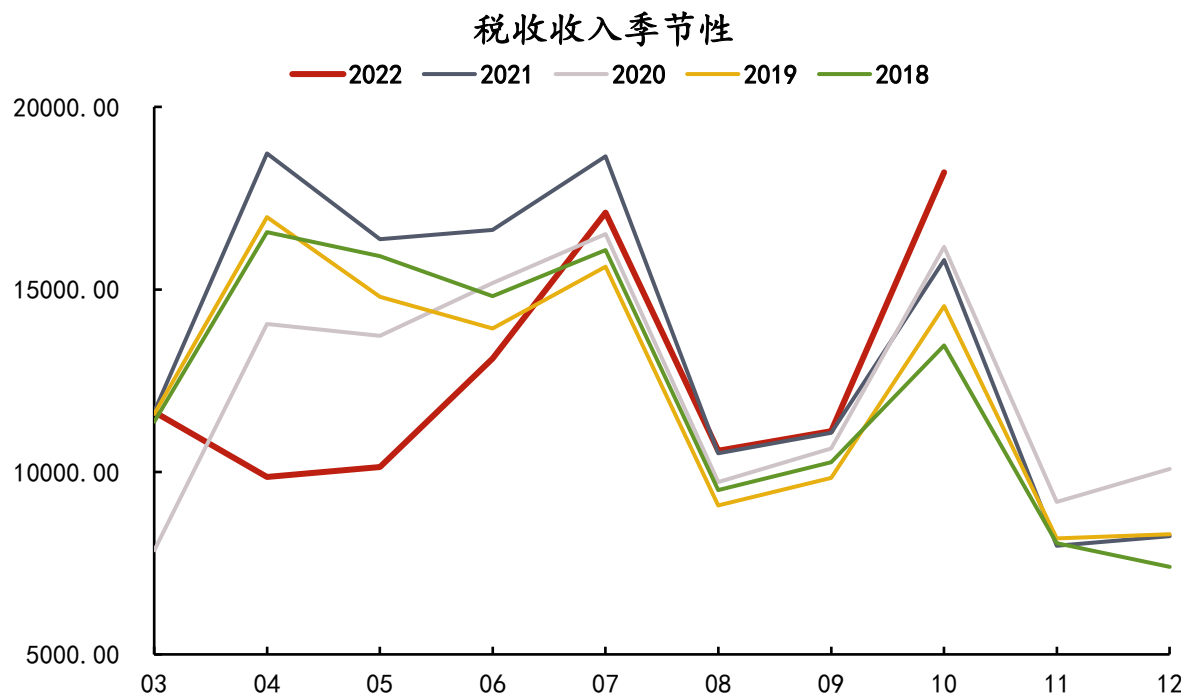
一般公共预算支出结构



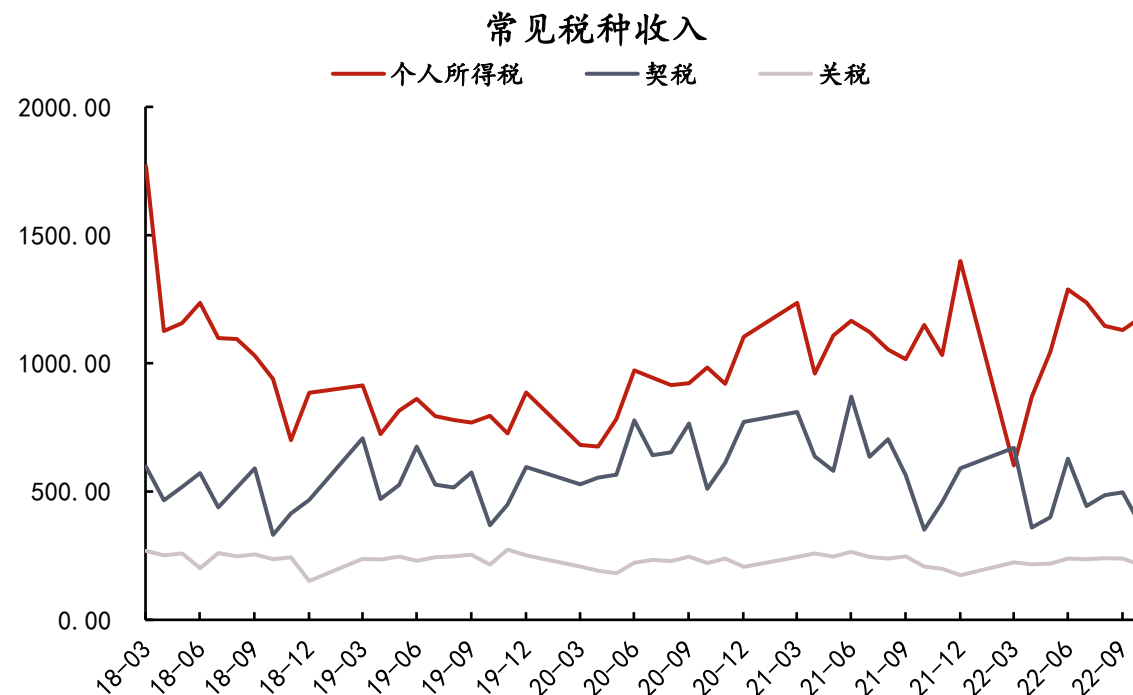
资料来源：WIND、盛达期货研究院

2.3 观测一般公共预算收入

图： 税收收入季节性



图： 几类常见税种收入



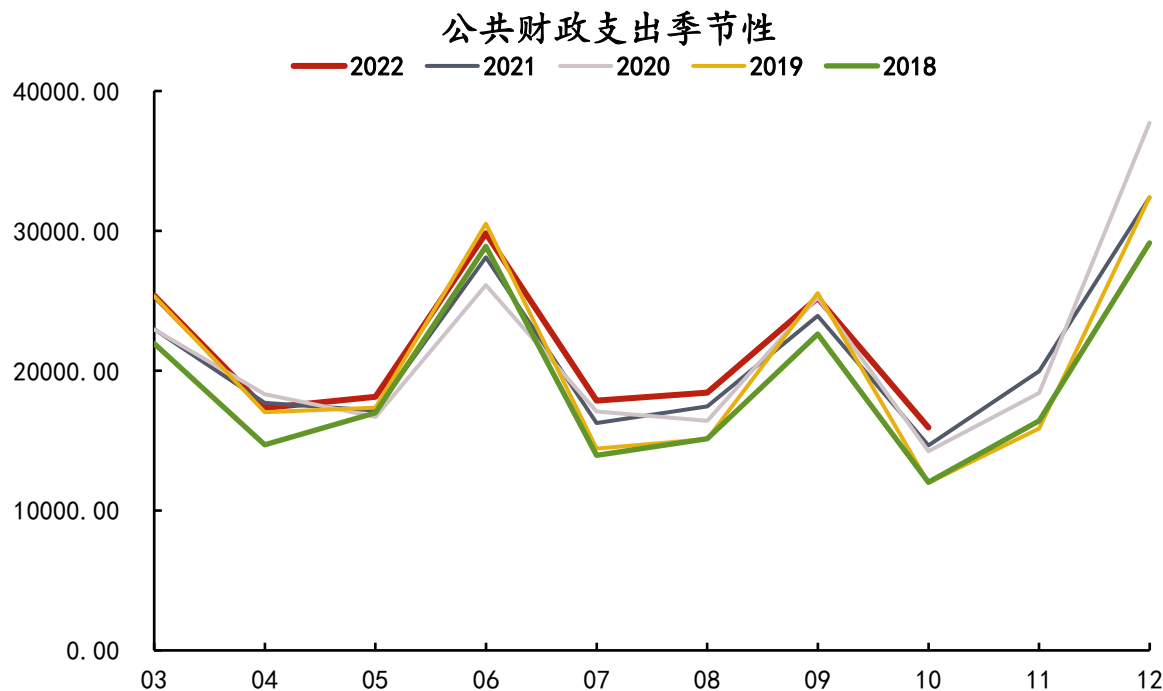
资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

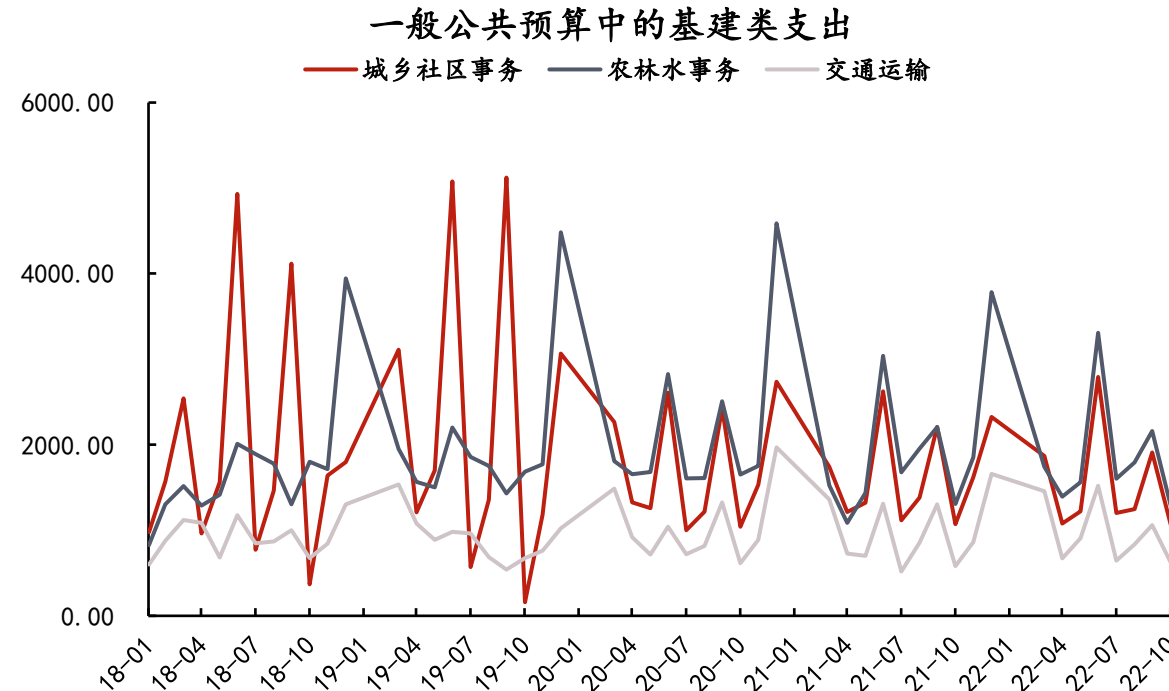
- 因增值税和所得税占税收收入比例超半数，因而税收收入的季节性主要由企业在季度初统一缴纳增值税与所得税而形成，在观测税收收入时应结合季节性规律。
- 其余不同税种亦可以作为观测特定行业的财政视角，如土增税与契税（房地产市场）、关税（进出口）、个人所得税（居民部门收入）。

2.4 观测一般公共预算支出

图： 财政支出季节性



图： 基建类支出

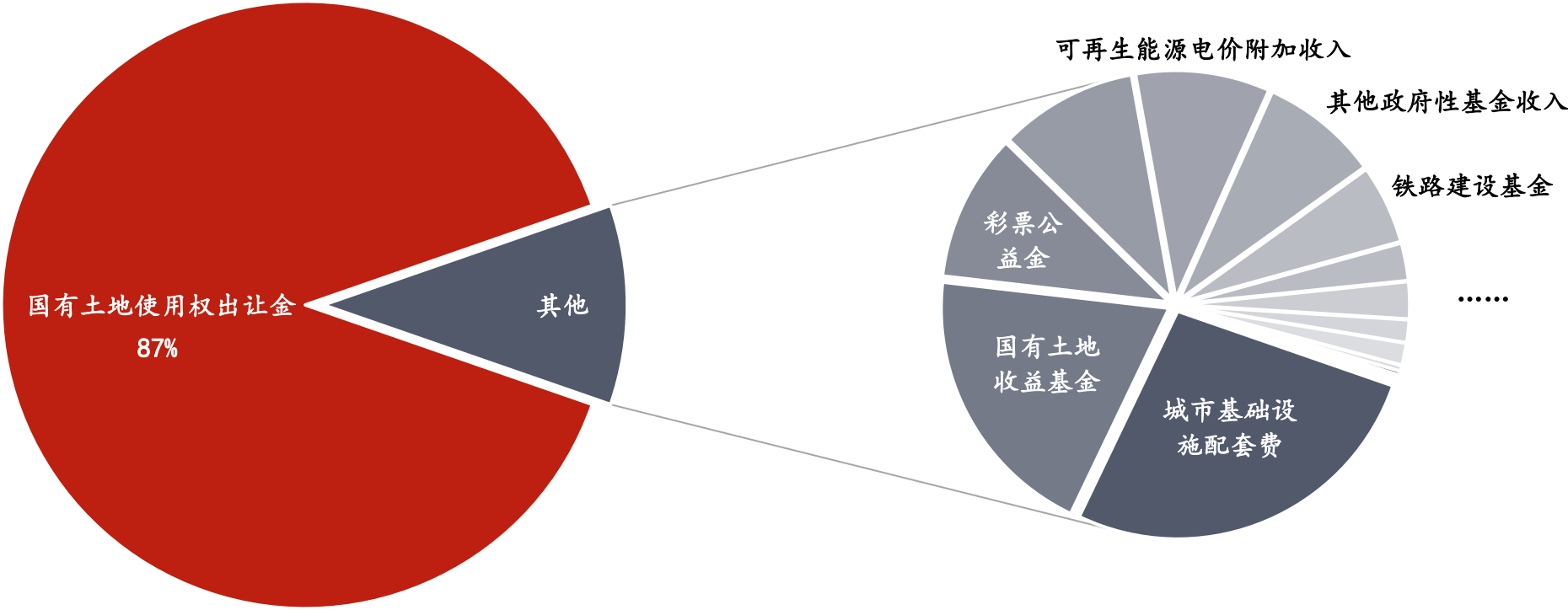


资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

- 财政支出亦有季节性，数据上看政府倾向于在每个季度末增加支出，在年末尤其明显。
- 第一本账中也包含了基建相关的支出，如交通运输支出、农林水事务支出和城乡社区事务支出等等。

政府性基金预算收入结构

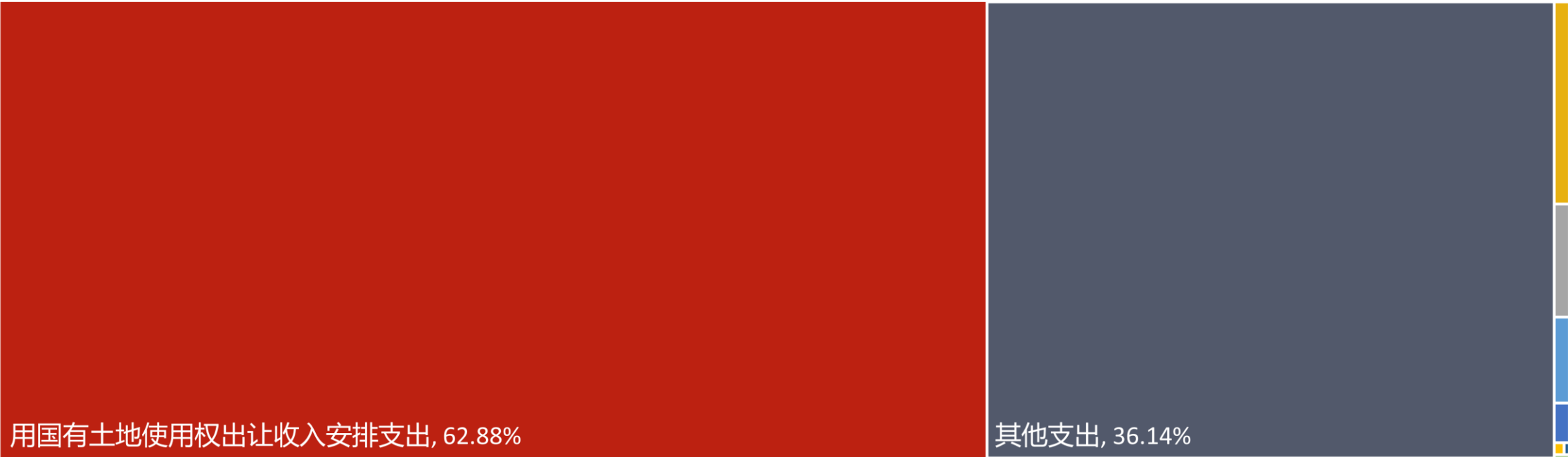


资料来源：WIND、盛达期货研究院

2.6 政府性基金预算支出

政府性基金预算支出结构

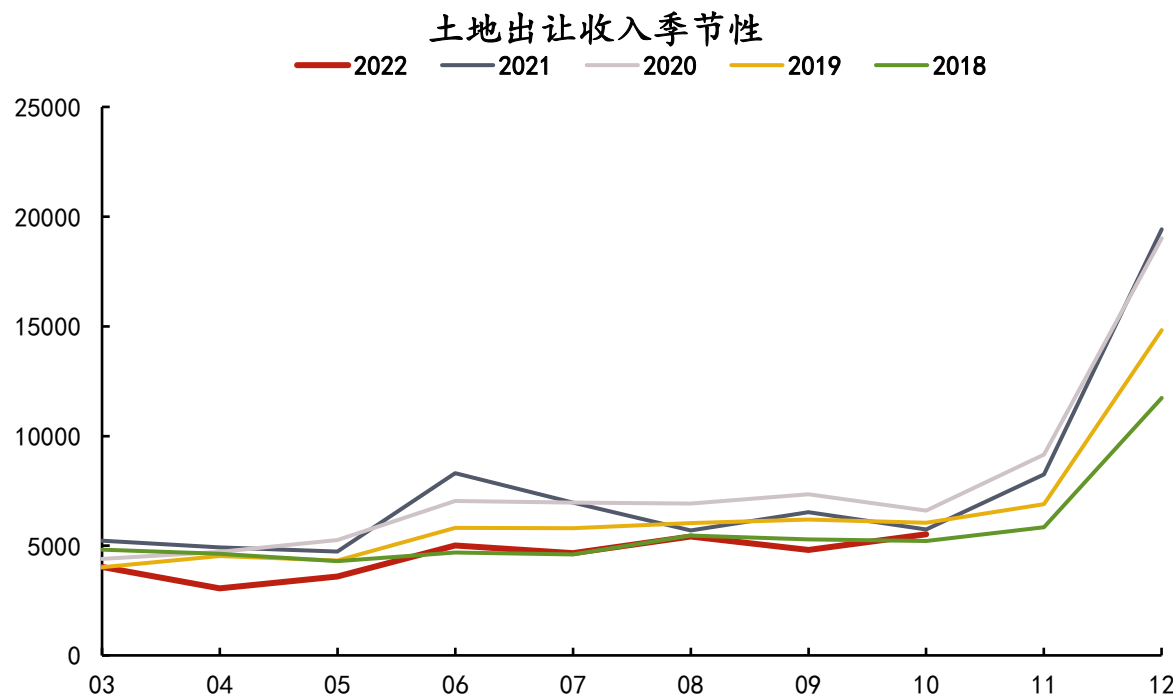
- 农网还贷资金
- 铁路建设基金
- 民航发展基金支出
- 高等级公路车辆通行附加费
- 港口建设费
- 旅游发展基金
- 国家电影事业发展专项资金
- 用国有土地使用权出让收入安排支出
- 其他支出



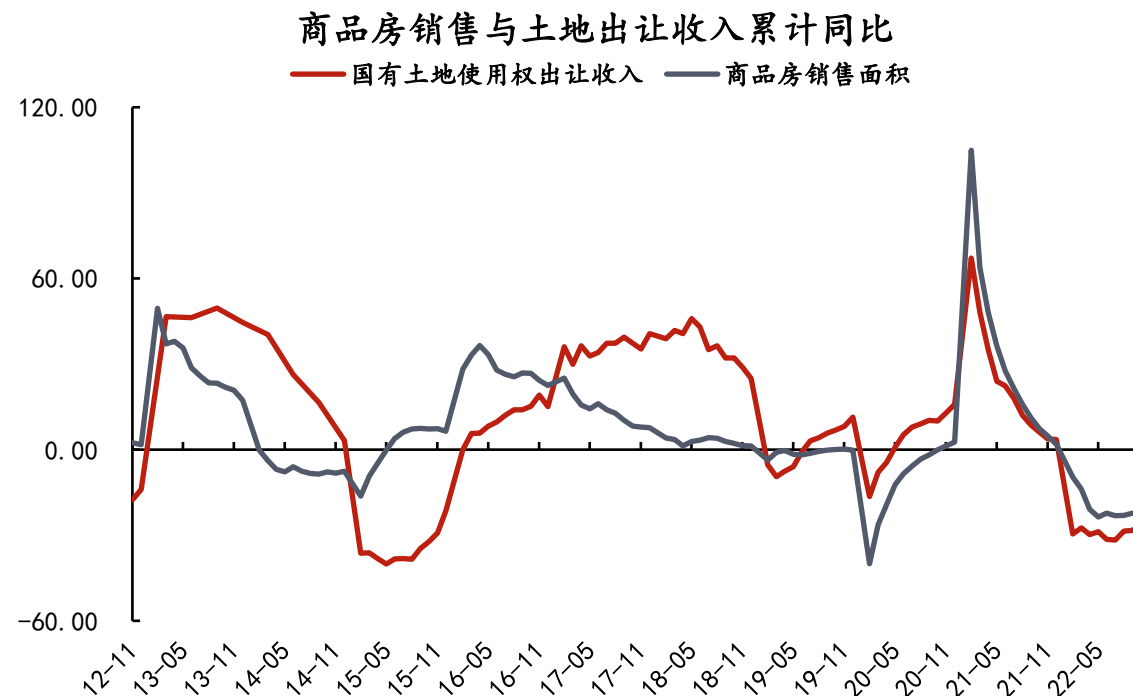
资料来源：WIND、盛达期货研究院

2.7 观测政府性基金预算数据

图：土地出让收入季节性



图：商品房销售与土地出让

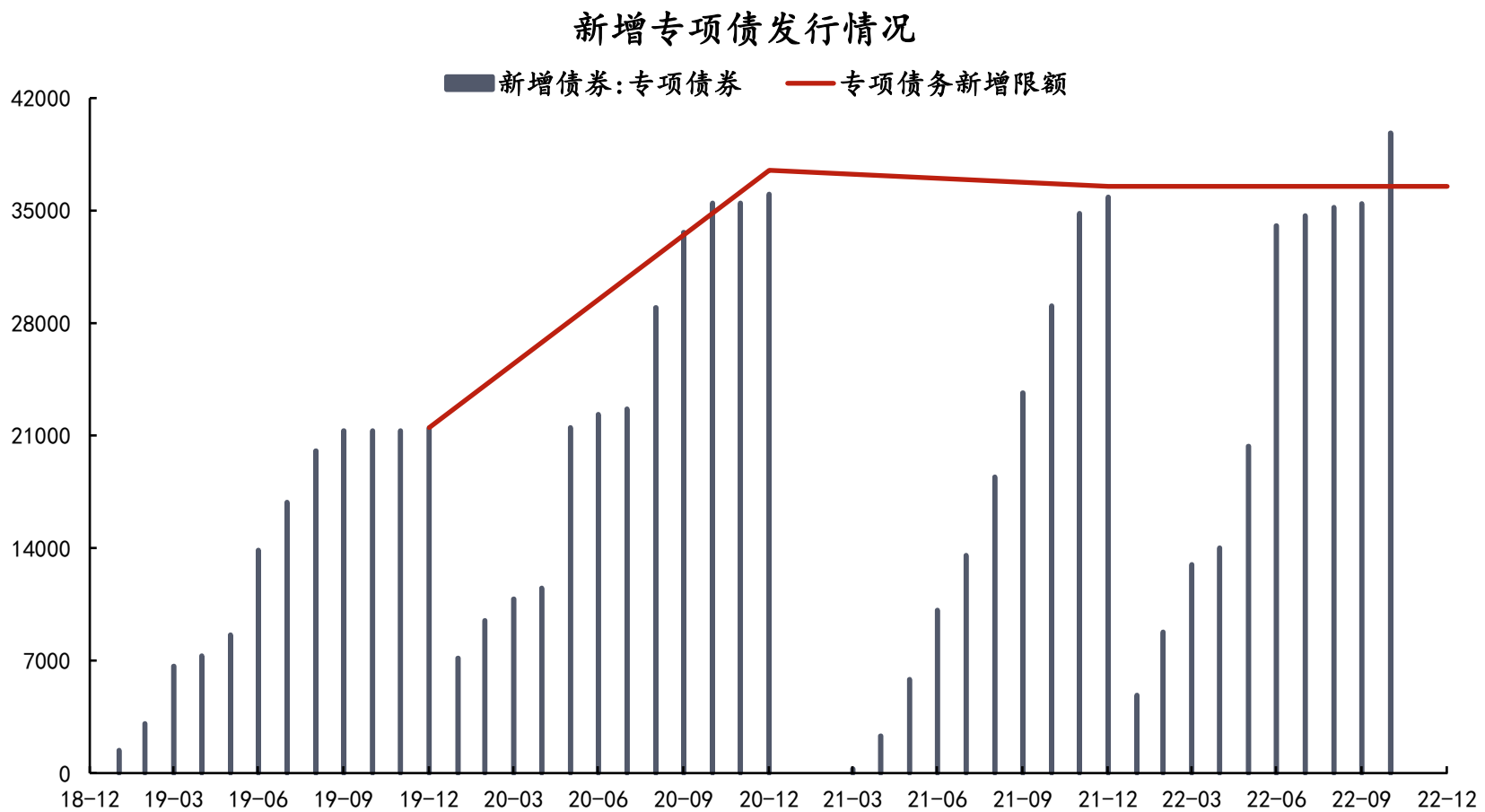


资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

- 土地出让收入为仅有的细分项，也是第二本账中占比最高的项，呈现季节性规律。原因或在于房企常常上半年拿地，拍地时支付定金后，出让合同一般约定6-12个月支付尾款，因此造成6月与12月的收入高峰。
- 一般情况下，房企会根据销售情况和自身土地储备来规划全年拿地，因而商品房销售情况一定程度上领先于土地出让收入，也是能反映房企经营预期的重要指标。

2.8 观测政府性基金预算数据



资料来源: WIND、财政部、盛达期货研究院

◆ 解读:

- 年初财政部公布专项债年末限额以及新增限额, 年中仍有可能根据经济运行情况提高限额。
- 可以根据专项债发行进度观测当前经济形势, 以及预期年内后续专项债的发行力度。
- 关注年末提前批专项债额度的下发。

2.9 国有资本经营预算与社会保险基金预算



国有资本经营预算		社会保险基金预算	
收入	支出	收入	支出
利润收入	补充社保基金支出	企业职工基本养老保险基金收入	企业职工基本养老保险基金支出
股利、股息收入	国有资本经营预算支出	失业保险基金收入	失业保险基金支出
产权转让收入	调出资金支出	城镇职工基本医疗保险基金收入	城镇职工基本医疗保险基金支出
清算收入	其他转移性支出	工伤保险基金收入	工伤保险基金支出
其他收入		城乡居民基本养老保险基金收入	城乡居民基本养老保险基金支出
		居民基本医疗保险基金收入	居民基本医疗保险基金支出

资料来源：WIND、盛达期货研究院



3 回顾

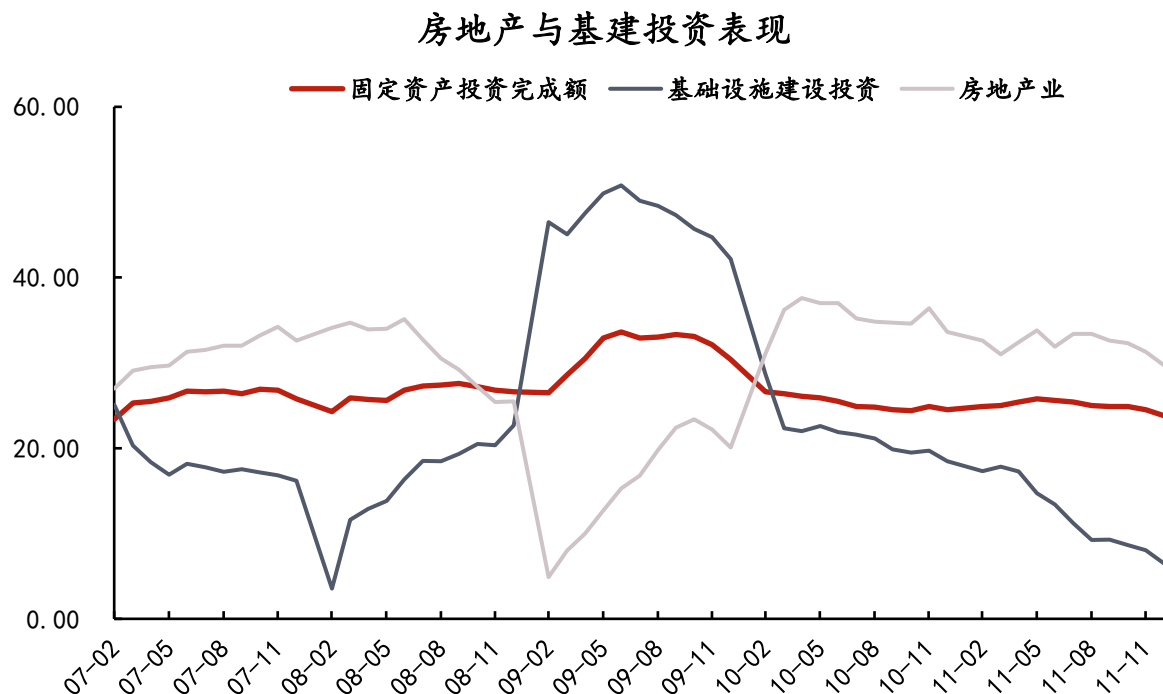
3.1 2008-2010 “四万亿”计划以投向基建、建筑业为主

2008-2010 “四万亿”计划	
资金投向	金额
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约4000亿元
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约3700亿元
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约15000亿元
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约1500亿元
节能减排和生态工程	约2100亿元
自主创新和结构调整	约3700亿元
灾后恢复重建	约10000亿元

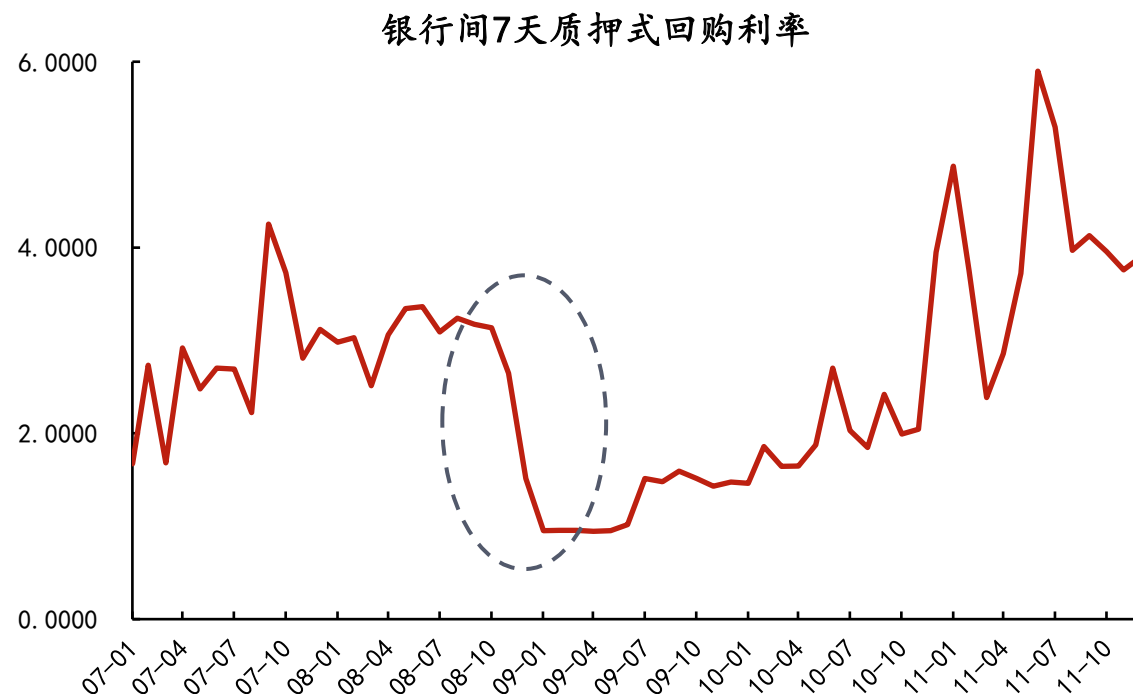
资料来源：财政部、盛达期货研究院

3.2 大力刺激基建的成效

图：房地产与基建投资



图：R007



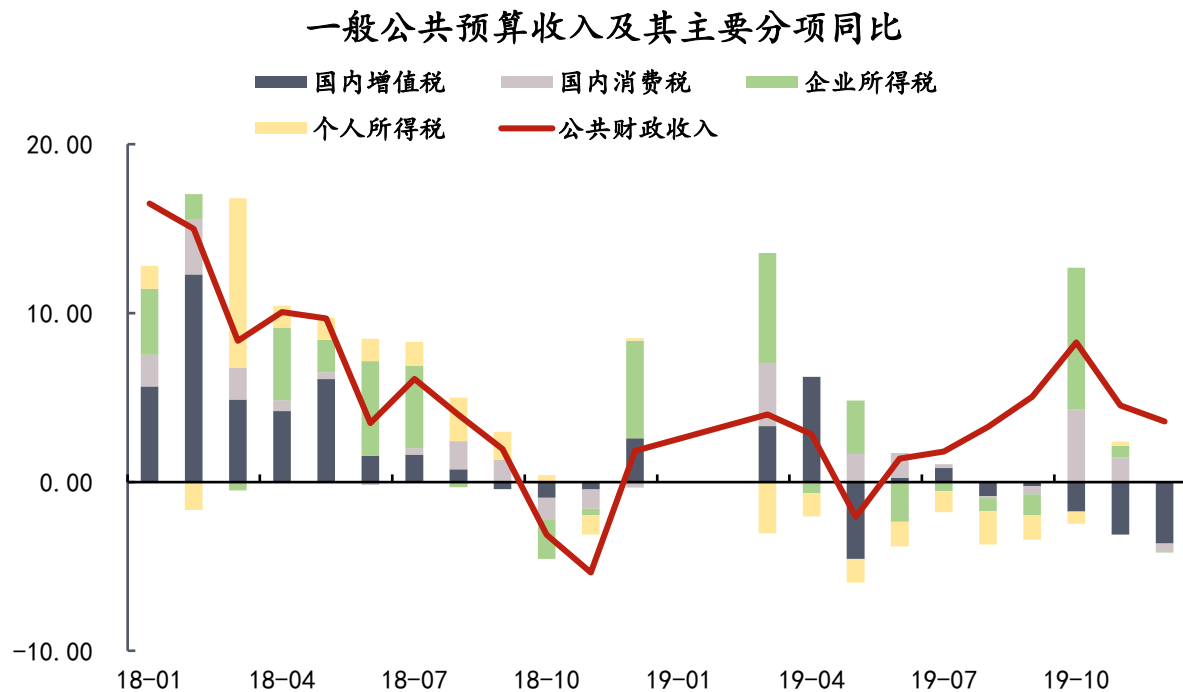
资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

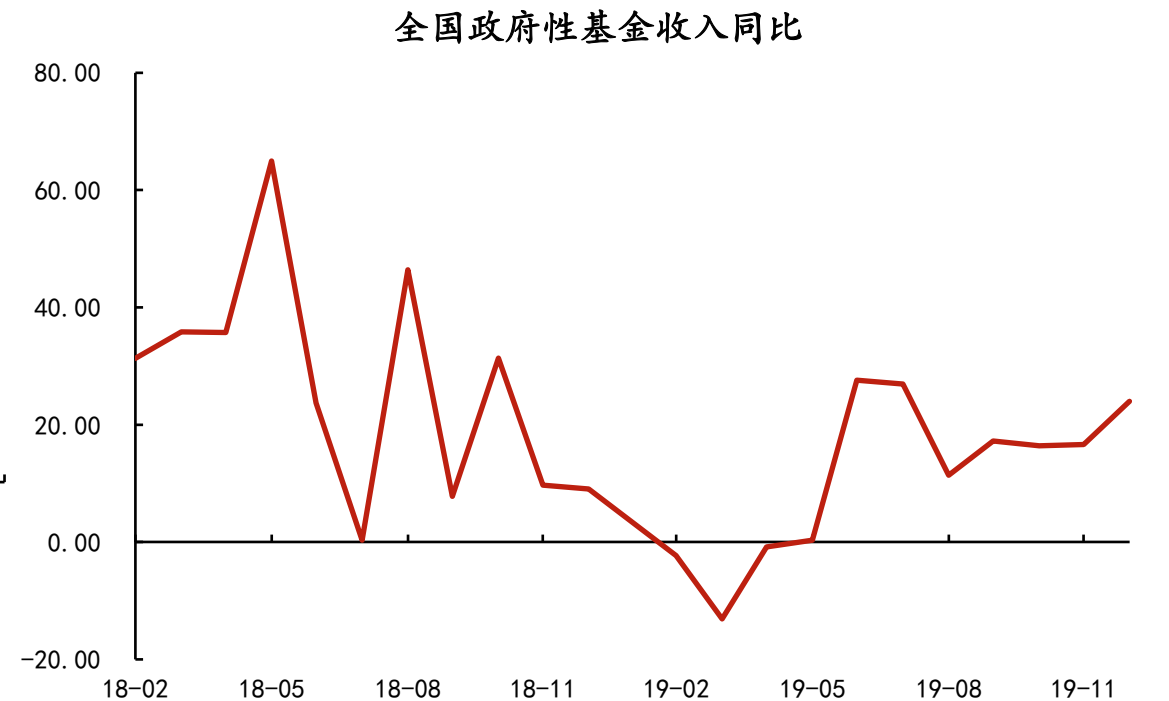
- 刺激政策对经济的稳定作用十分明显，配合货币政策的放宽，市场资金利率大幅降低。两年间固定投资增速最高达到33.6%，其中2009年6月基建投资累计同比峰值达到50.8%。
- 但低利率的浸泡也推高了通胀，低效投资改变了供给端结构，造成产能过剩，催生融资平台、影子银行等等。

3.3 18-19财政收入骤降

图： 第一本账同比及拉动



图： 第二本账同比



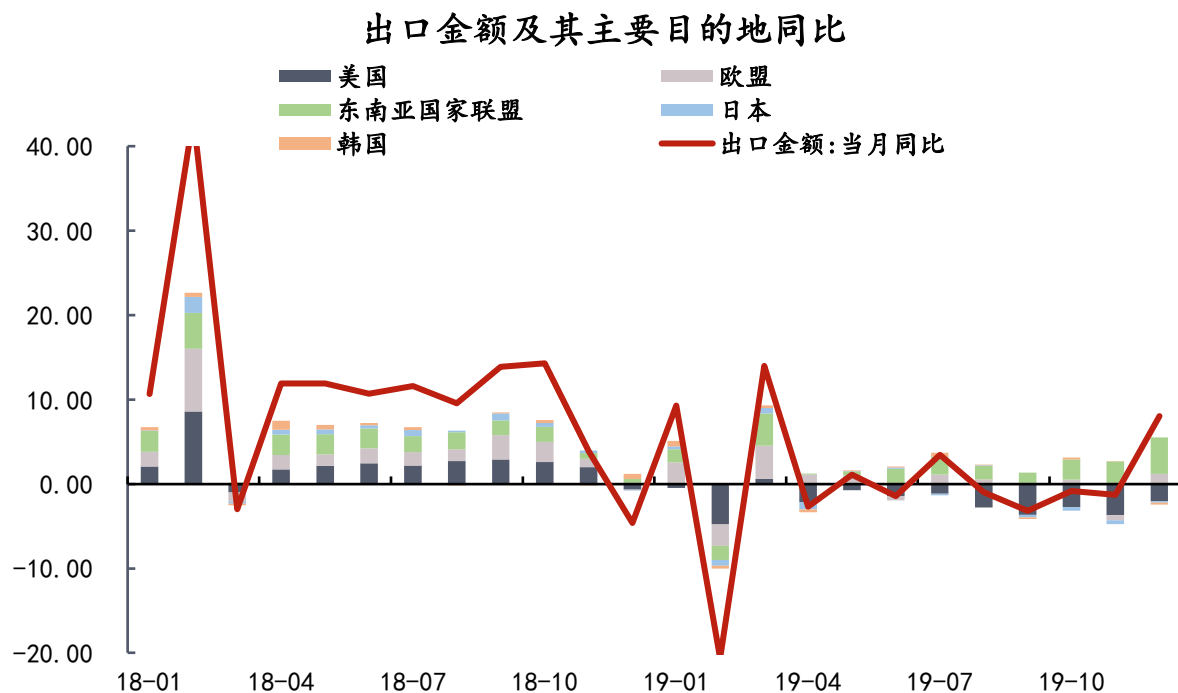
资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

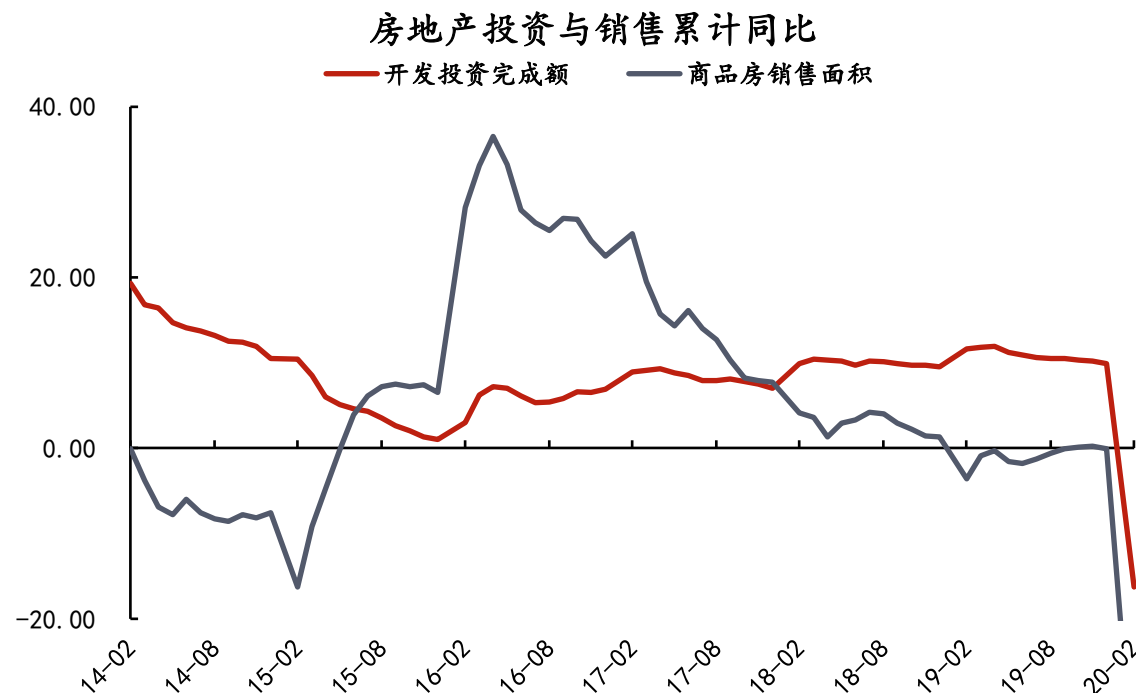
- 2018年受国内供给侧改革和房地产相关调控影响内需，以及中美贸易摩擦带来的出口下行，经济形势急转直下。从财政收入情况亦可观测到生产企业、房地产业经营情况的下滑。此外，财政收入的减少也包含了两年间新出台的各项税收优惠政策带来的收入减少。

3.4 美对华发动贸易战，房地产调控从严

图：出口及目的地



图：房地产销售面积及固投

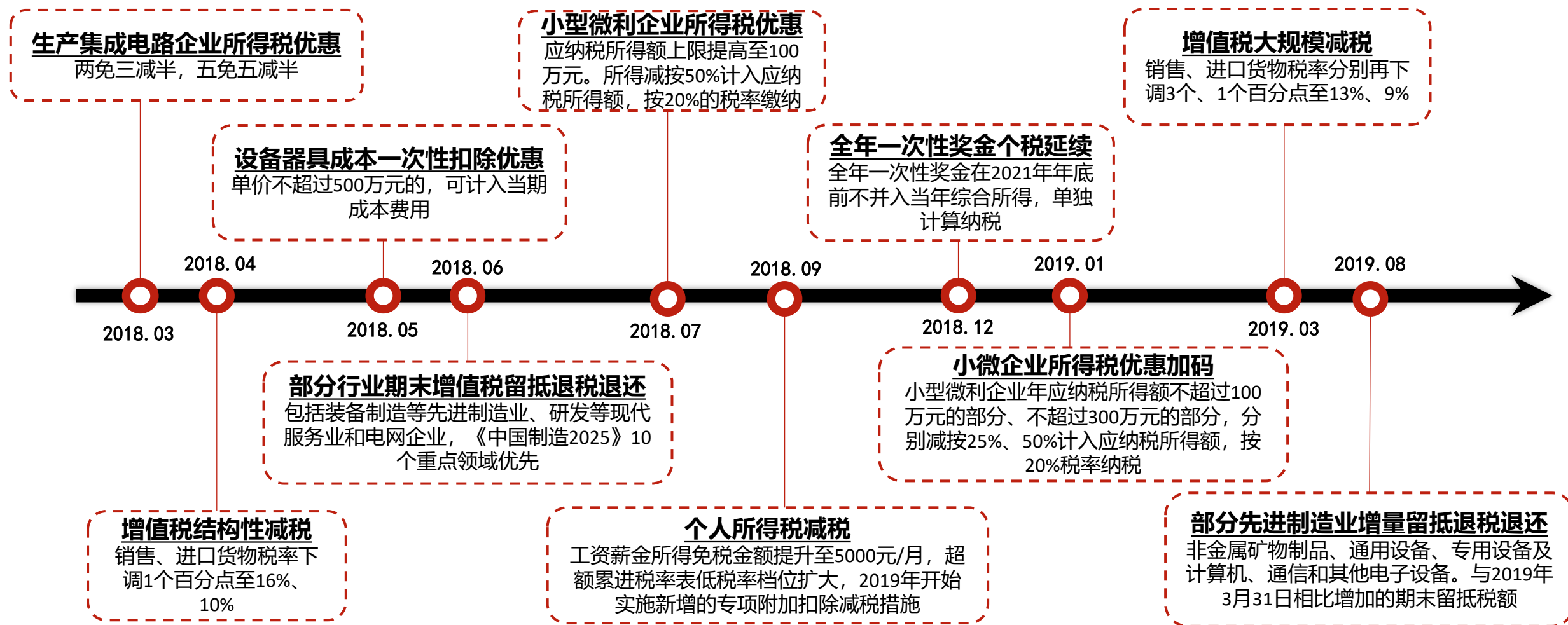


资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

- 外部环境上，美国对华发动贸易战致使出口增速快速转负，并处于低位运行，冲击出口依赖型制造业企业。
- 内部环境亦不容乐观，房地产周期转向下行，商品房销售面积自2016年开始下滑；叠加2017年提出“房住不炒”，同时开始实施资管新规，基建投资出现下滑。外需不振，内需疲软。

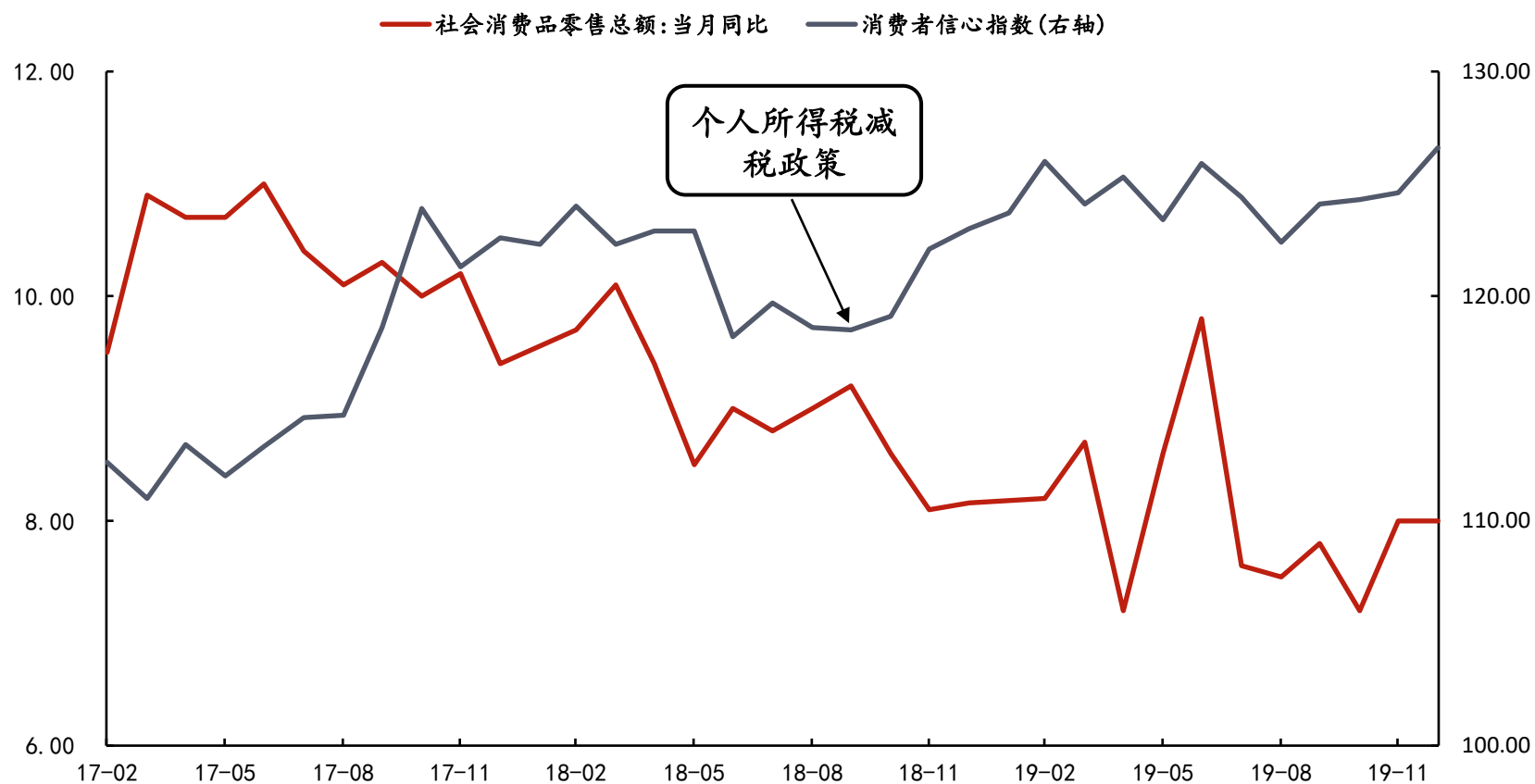
3.5 2018-2019大规模集中减税退税政策



资料来源：财政部、盛达期货研究院

3.6 零售同比增速企稳，中枢下行

社零与消费者信心指数



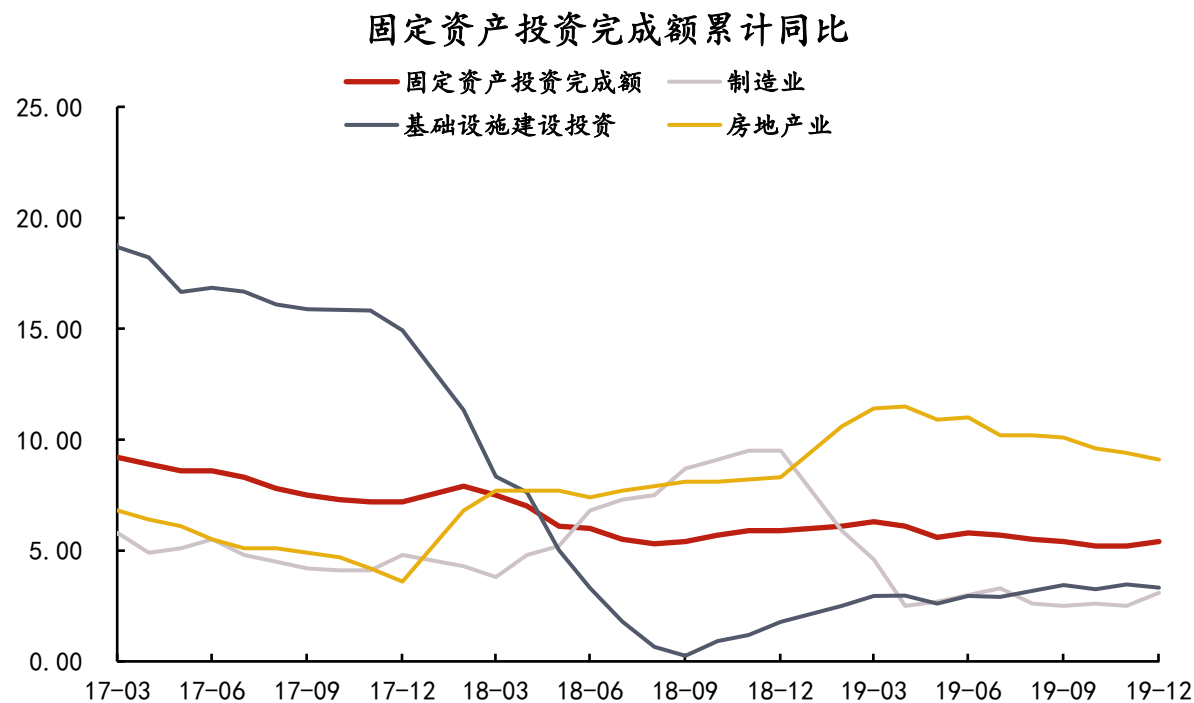
资料来源: WIND、盛达期货研究院

◆ 解读:

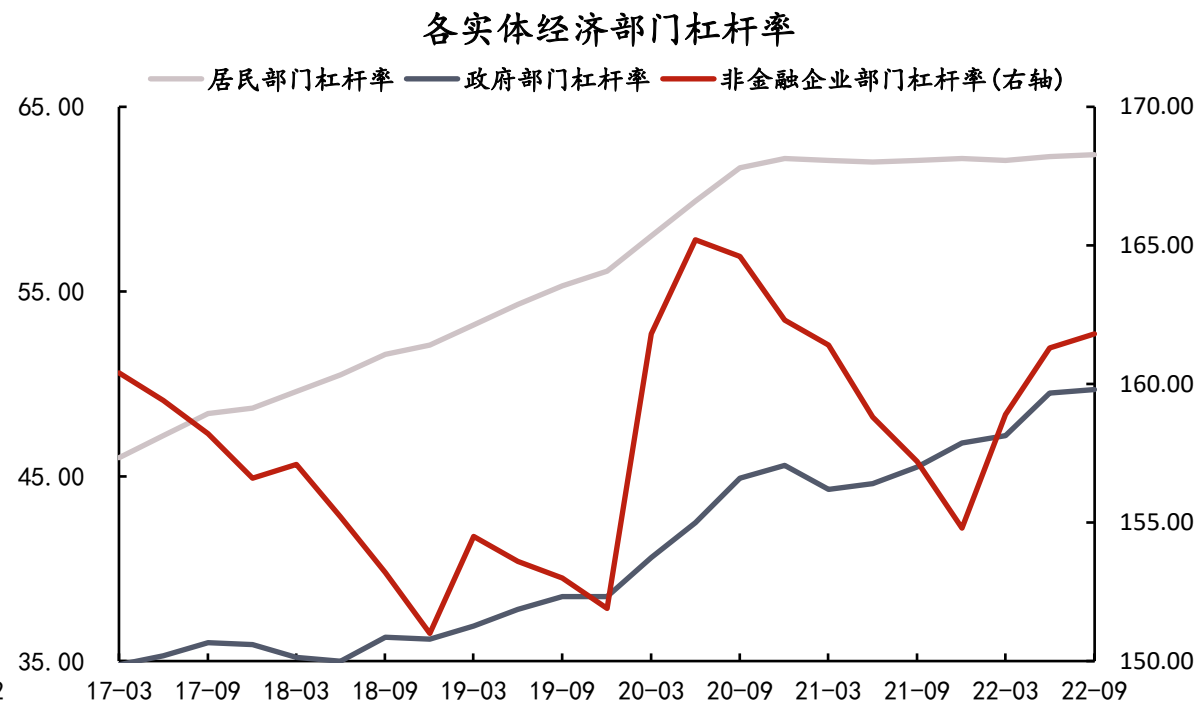
- 2018年前3季度受各类因素影响经济下滑,需求疲软,社零与消费者信心指数同步下滑。
- 个税减税政策出台后,居民收入预期提升,消费者信心指数回升,社零增速中枢经历下移后,逐渐止跌企稳。

3.7 供给侧改革与财政刺激并行

图：固定资产投资额累计同比



图：各部门杠杆率



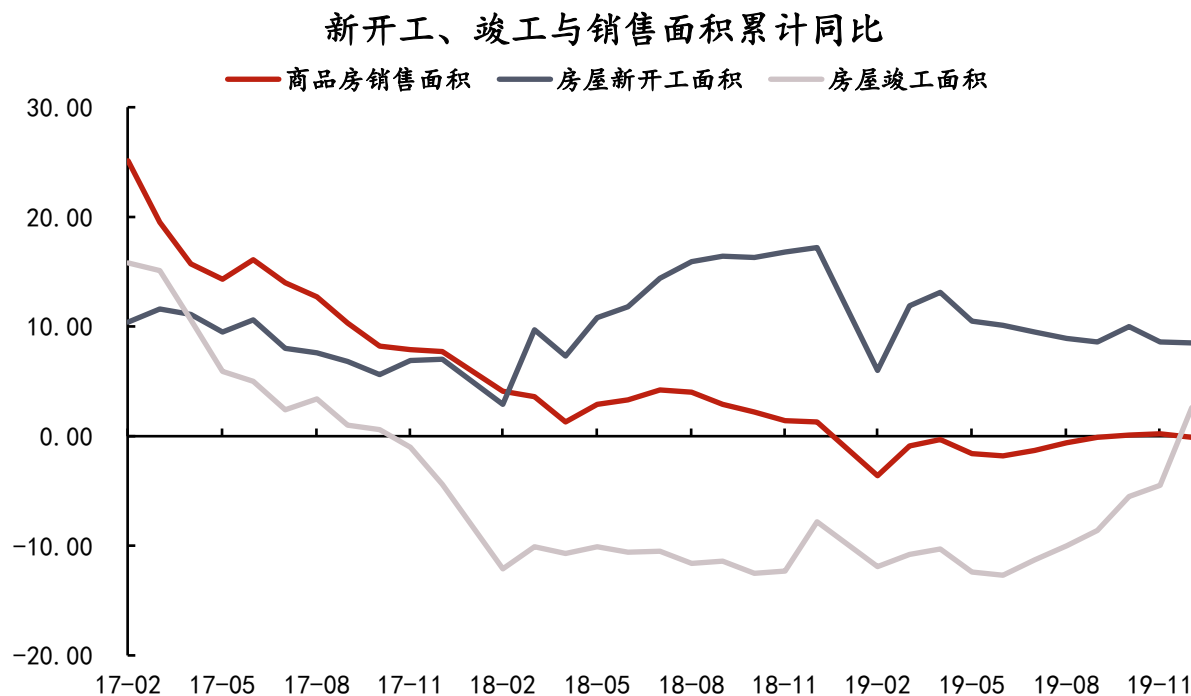
资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

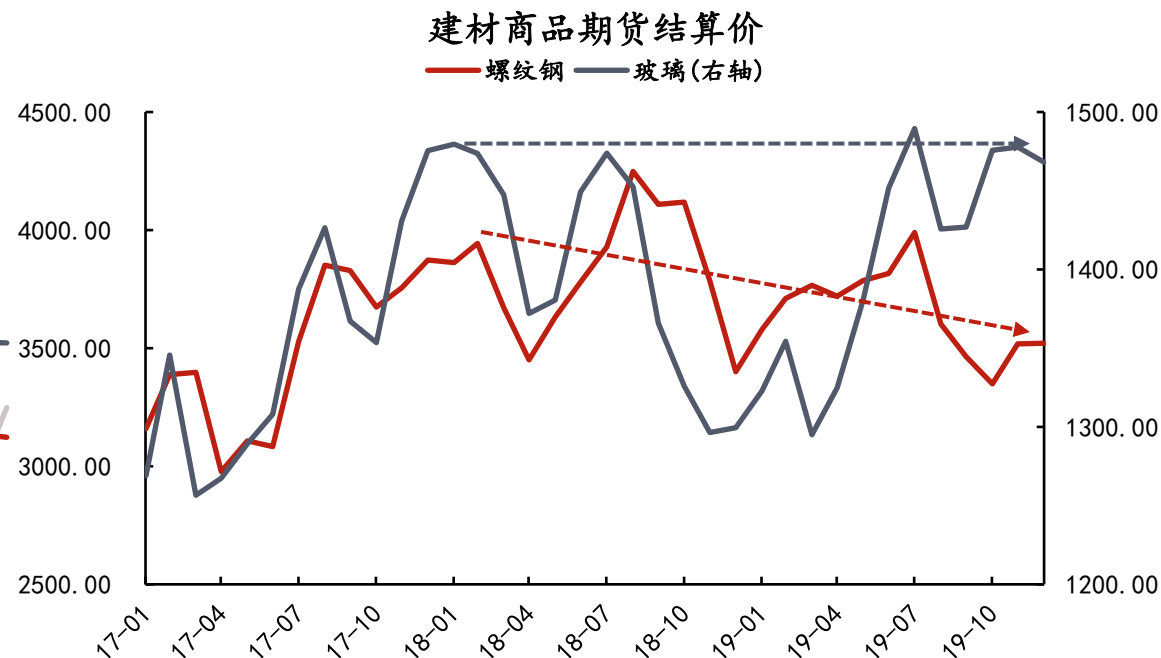
- 固定资产投资完成额累计同比保持平稳，其中基建投资随着去杠杆的进程，增速快速下行后企稳。“房住不炒”政策首先影响销售环节，尚未波及开发投资领域；制造业投资则随着年底出口的下滑而快速下台阶，企业部门经历两轮去杠杆过程。此外，个税减税政策不仅刺激了消费，月收入的增加提高了居民贷款偿还能力，对居民购房需求亦形成一定支撑，体现在居民部门杠杆率的持续升高。而在这些刺激政策的背后，自然是不断升高的政府部门杠杆率。

3.8 房企销售与新开工企稳，竣工抬升，建材类商品价格波动

图：销售、新开工与竣工累计同比



图：螺纹钢玻璃收盘价



资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

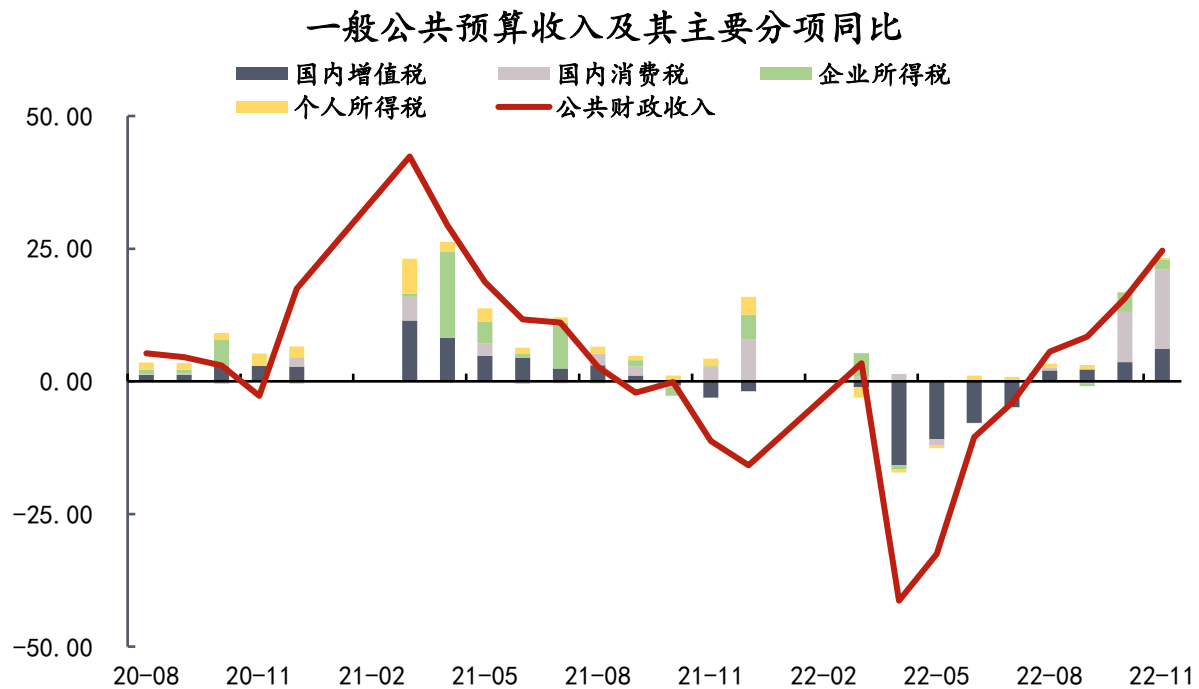
- 商品房销售面积更能直观体现财政政策下的需求的改善。尽管处在房地产下行周期中，但个税减税政策带来的居民偿债能力增强使得房地产销售在下行周期中止跌反弹，竣工面积抬升，新开工亦在大幅下跌后企稳。相应地反应到建材商品价格中，与前端新开工关联更强的螺纹钢价格中枢波动下行，而与后端竣工关联更紧密的玻璃价格则在受创后回归。

4

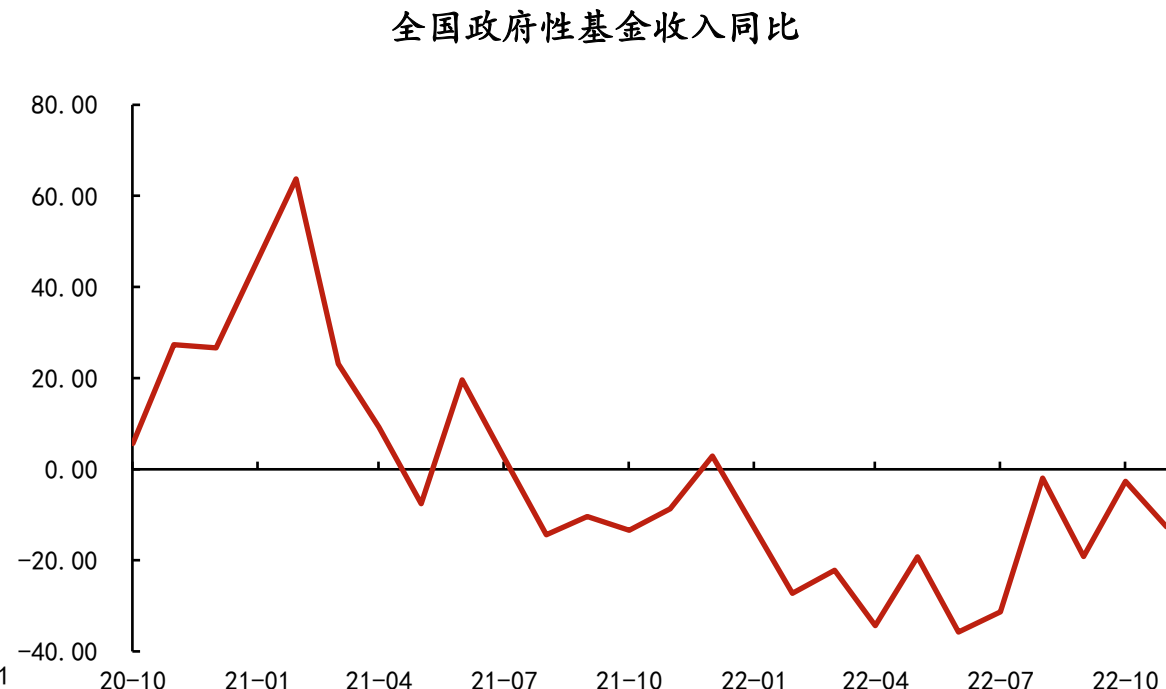
现状与展望

4.1 2022年财政再次收入骤降

图： 第一本账同比及拉动



图： 第二本账同比及拉动



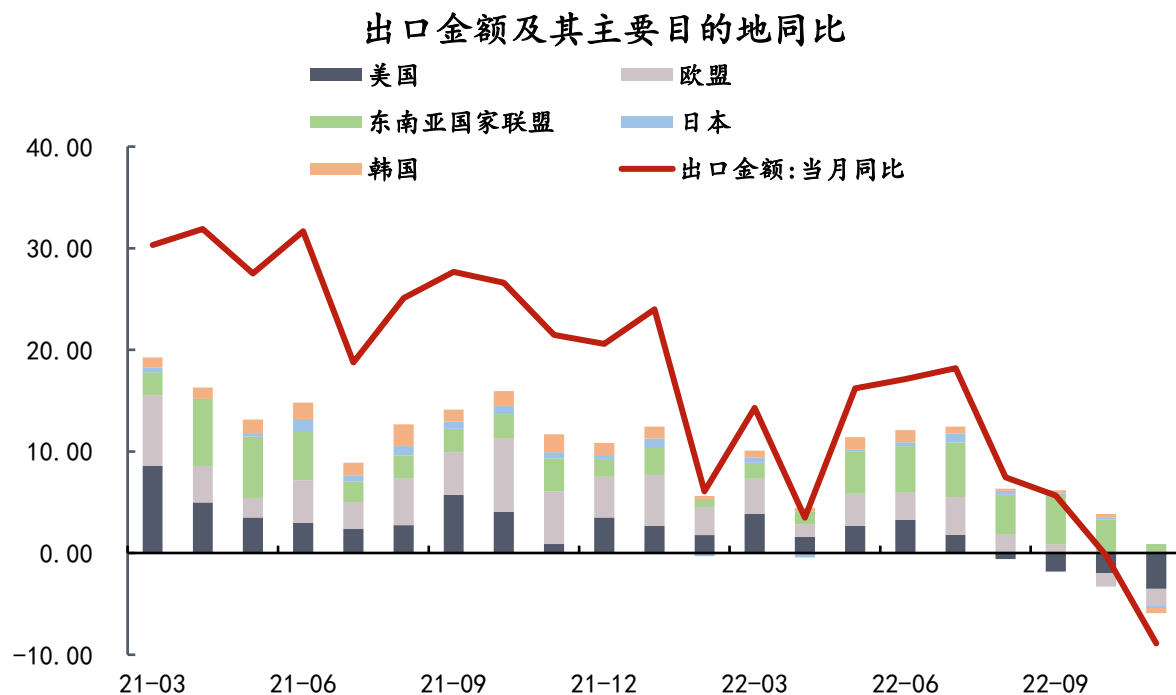
资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

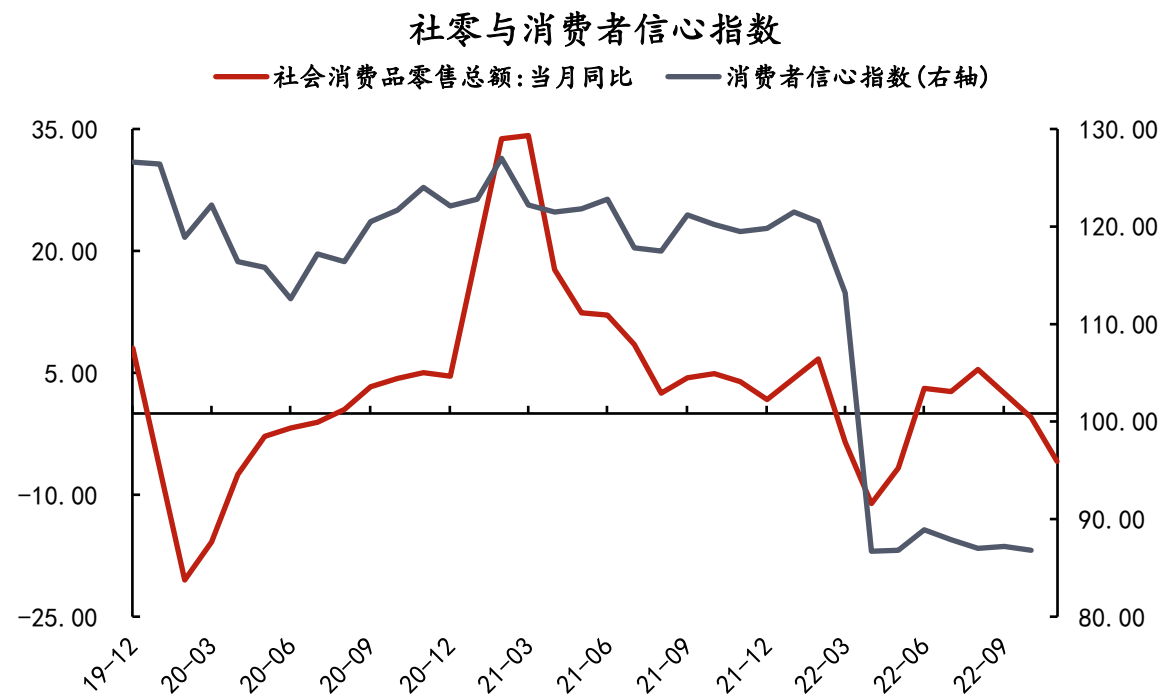
- 今年在海外地缘政治以及加息潮的影响下，外需不断走弱；内需受到疫情反弹影响亦十分疲软。财政收入上增值税大幅反向拉动，体现企业经营活动受限。房地产行业遭受冲击，房企现金流受创减少拿地，土地出让收入减少，第二本账同比负增长。

4.2 外部加息潮抑制外需，内需受疫情和房市双重拖累

图：出口及目的地



图：社零与消费者信心指数



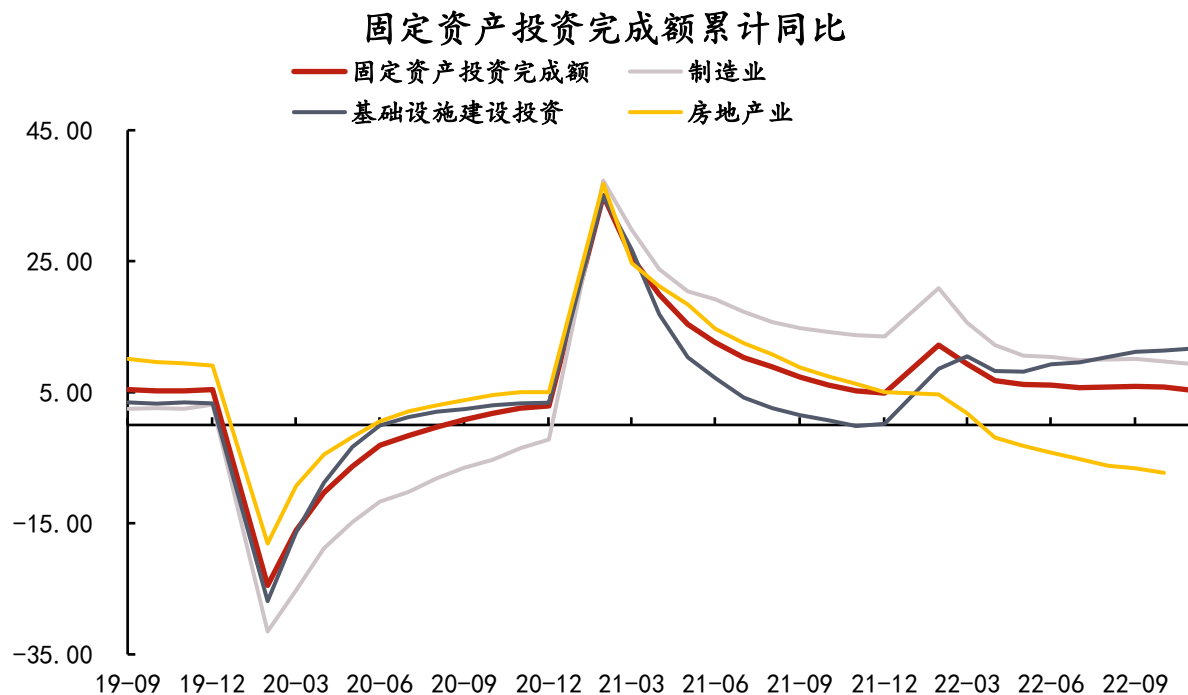
资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

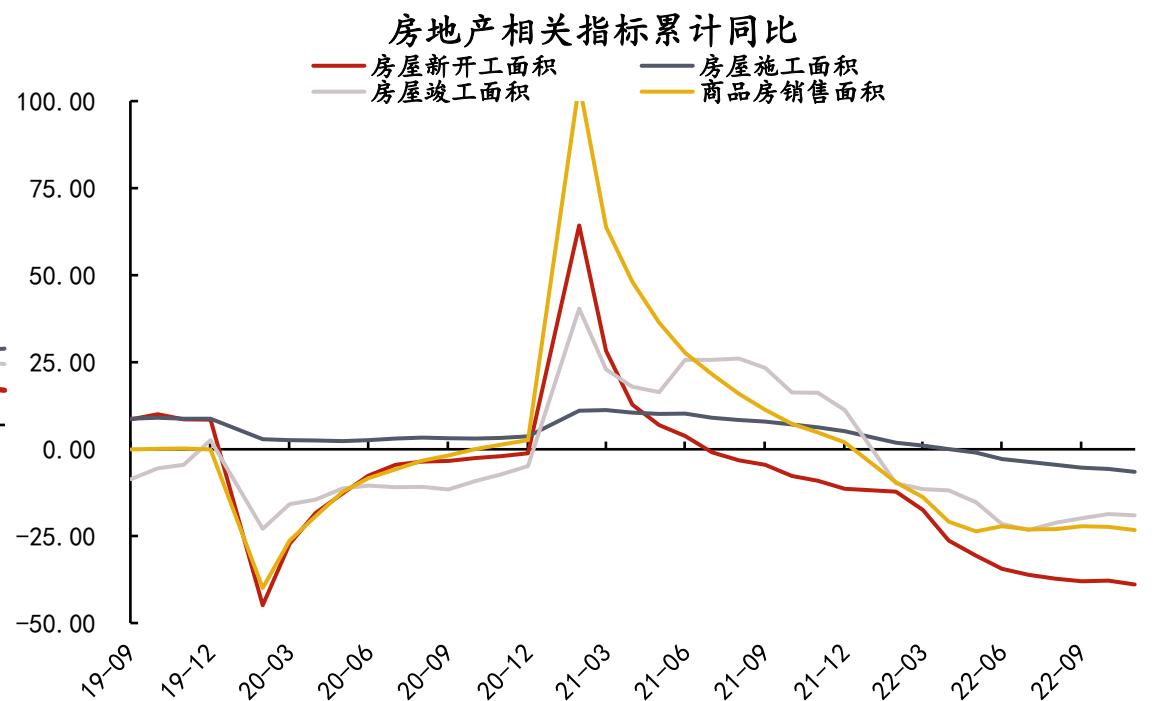
- 美联储从今年3月开始连续大幅加息，截至目前已累计加息425bp，各国纷纷跟随。过高的利率充分抑制投资、消费需求，致使我国出口转弱，增速转负。
- 疫情的反弹限制了居民的生活半径和消费需求，也挫伤了消费者信心。

4.3 房地产相关指标全线走弱

图：固定资产投资完成额



图：房地产相关指标

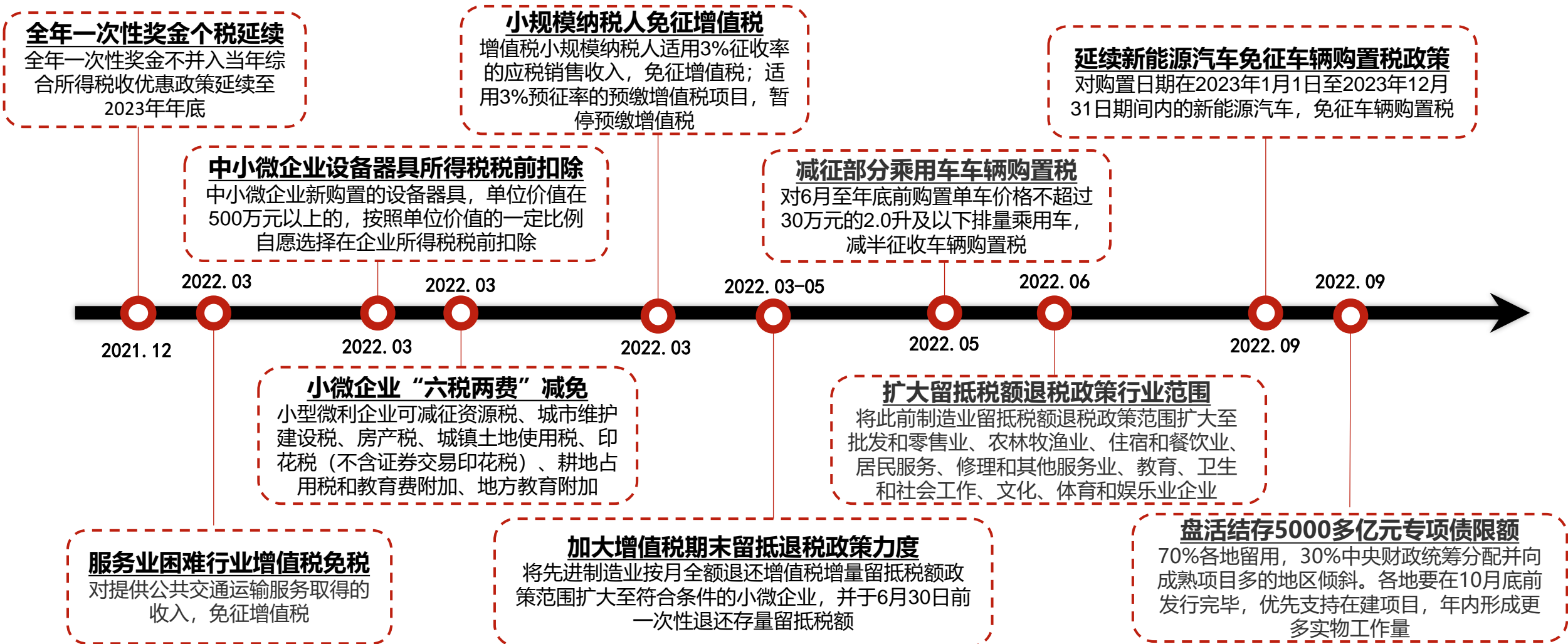


资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

- 今年以来，在各方因素影响下地产行业相关指标新开工、施工、竣工、销售面积全线走弱。地产投资相应地受挫下行，与基建投资明显分化。基建投资则是在专项债快速发行和额外盘活的额度补充之下，增速逆势上了一个台阶，承担起经济稳增长的主要责任。

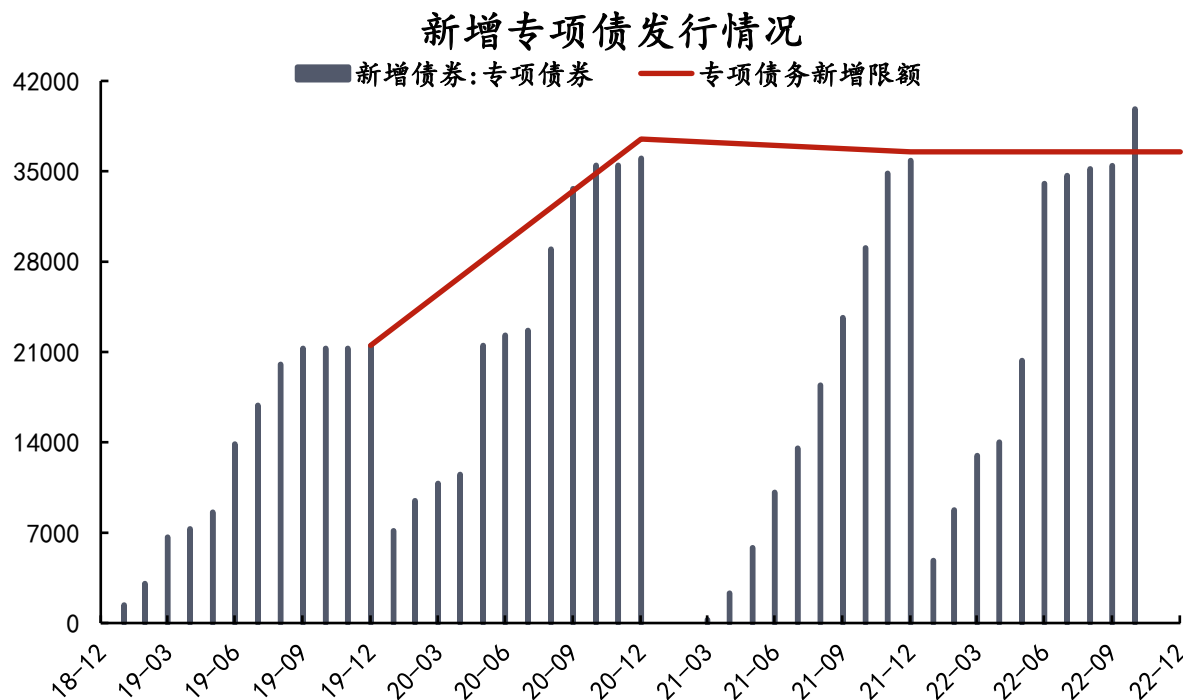
4.4 2022年财政政策汇总



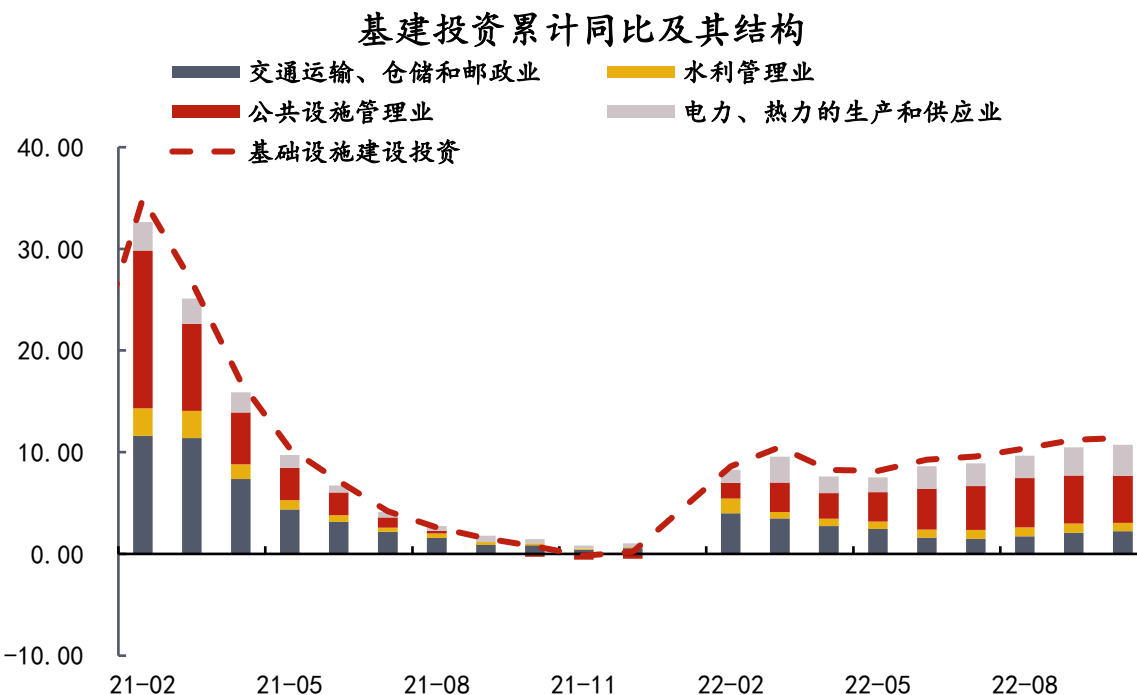
资料来源：财政部、盛达期货研究院

4.5 专项债6月基本发行完毕，并获得额外额度

图：专项债发行情况



图：基建投资同比结构



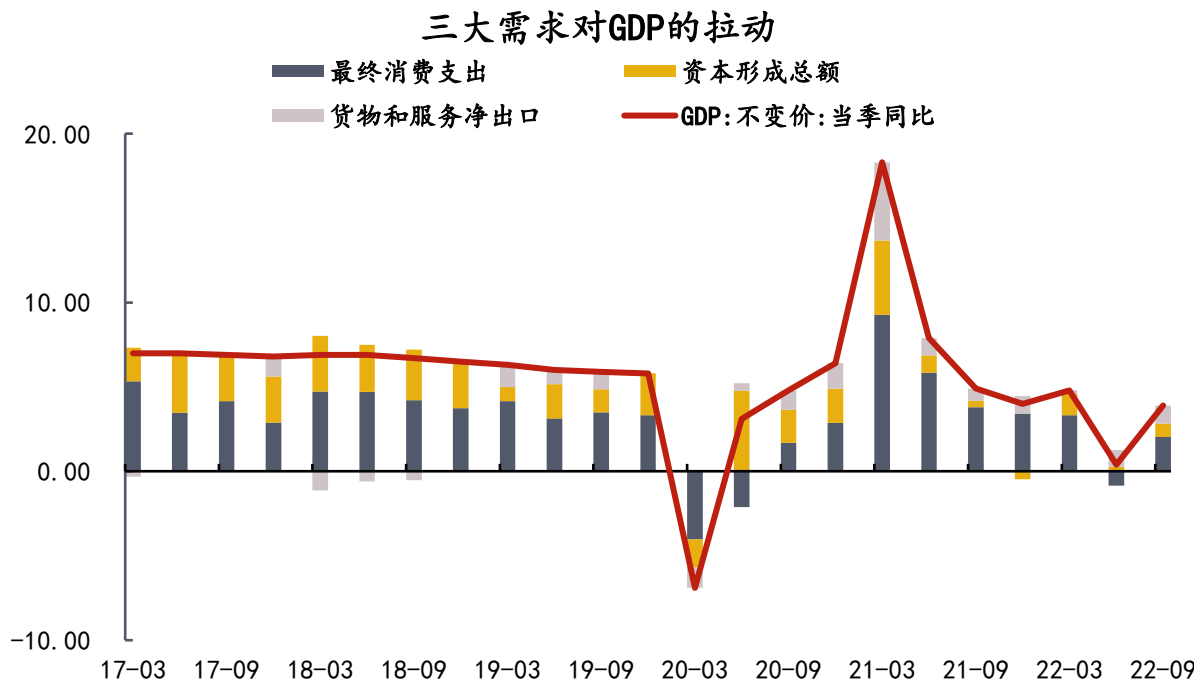
资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

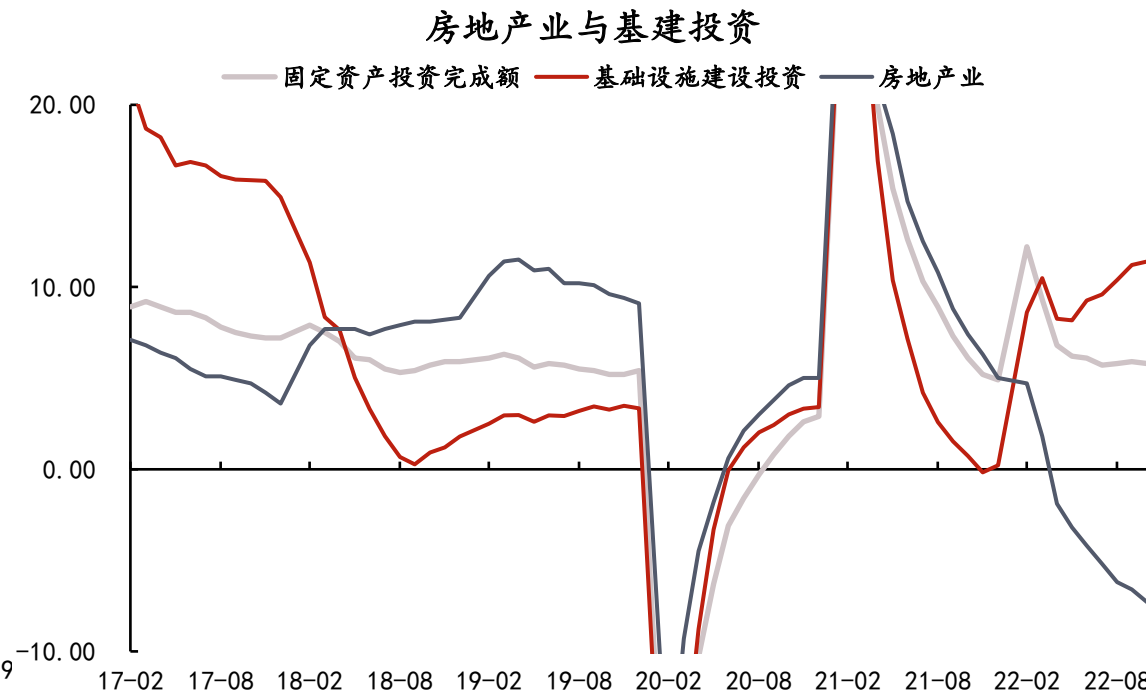
- 今年专项债使用情况快于往年，在6月基本发行完毕，后9月底获5000亿额外额度，并在10月底使用完毕。基建投资主要由公共设施贡献（近半数），达到短期快速拉动的效果，但后续增速支撑同样需要持续的资金支持。我们结合12.6政治局会议的内容以及中共中央和国务院印发的《扩大内需战略规划纲要》内容，未来刺激经济的方向指向了提振内需，发挥消费和投资各自的作用。

4.6 未来基建投资支撑，消费发力

图：三大需求对GDP当季同比的拉动



图：固定资产投资：基建、房地产对比



资料来源：WIND、盛达期货研究院

◆ 解读：

- 粗看彼时基建与此时地产投资年内均造成拖累，并且在次年企稳。若要实现18-19年GDP累计同比5%以上的季增速，投资需释放0.5个百分点的拉动力，进而需房地产业开竣工、销售等指标同比从大幅下降到企稳回升，同时基建投资平稳上行做支撑。另一方面消费需发挥主要拉动作用，释放1.5个百分点的拉动力。

敬请雅正 欢迎交流

主讲人：谭睿 邮箱：tr@sdfutures.com.cn

盛于理念 达于机会

©2022 Shengda futures Co.,Ltd. All rights reserved

