

款收同时支出加速，国债融资还需加力

事件点评

财政数据点评（2024.7）

投资要点

- ◆ **一般公共预算：高基数消退但低通胀仍导致财政收入负增长，去年增发国债对应的预算内水利工程投资拉动财政支出加快。**7月一般公共预算收入同比跌幅较6月收窄0.7个百分点至-1.9%，但仍然低迷，明显低于年度预算增速。随着2023年上半年缓税到期集中缴税导致的高基数效应消退，企业所得税同比跌幅大幅收窄21.8个百分点至-4.9%，并带动税收收入同比跌幅收窄4.6个百分点至-4.0%。但由于低通胀环境下产品价格和企业利润、居民收入增长乏力，增值税、企业所得税、消费税等直接相关的税收收入仍为同比负增长，一般预算财政款收的局面并未因基数趋于正常而明显改善。扣除缓税集中到期等暂时性基数扰动，7月一般预算收入同比为-0.5%，较6月跌幅仅小幅收窄0.5个百分点，但整体仍延续了年初以来的下行趋势。主要来自国有企业和国有资产经营绩效的非税收入，7月对一般预算收入同比的贡献也大幅减少了2.3个百分点。当前一般公共预算收入款收的形势实际上已经颇为严峻。而与此同时，7月一般预算支出同比却大幅改善9.5个百分点至6.6%，达到今年以来次高水平，从结构上来看，农林水、城乡社区、节能环保相关支出的改善幅度最大，显示去年增发万亿国债对应的水利等项目正在持续加速落地。
- ◆ **政府性基金预算：开发商拿地持续谨慎拖累土地出让金收入跌幅扩大。**今年以来陆续推出的房地产市场限购政策放松目前为止对于地产需求的刺激程度比较有限，造成开发商对未来需求相当谨慎的展望未发生根本性扭转，保障房收储进展不快，土地出让市场仍然冷清。7月政府性基金收入同比跌幅再次加深1.2个百分点至-33.6%，其中，土地出让金收入跌幅扩大5.0个百分点至-40.3%，创2017年以来新低。而政府性基金支出、以及其中的土地出让收入相关支出同比跌幅分别收窄6.1、9.9个百分点至-5.0%、-6.5%，尽管对企业贷款形成一定替代支持效果，但考虑到7月企业中长贷内生性加速降温，年内基建投资增速预计仍难大幅推升。
- ◆ **广义财政融资：地方债务风险加速化解阶段对基建项目盈利能力提出较高要求，并对政府债务融资速度形成压制，7月地方政府债券发行再度趋缓。**7月地方政府累计债务融资进度较6月提升5.5个百分点至43.9%，地方政府债券发行有再度趋于放缓的迹象。结合7月基建投资大幅降温的情况综合分析，在当前地方债务风险加速化解的阶段，专项债和超长期特别国债对基建项目本身的盈利能力提出更高的要求，满足高标准的项目或并不十分充分，并因此可能导致专项债发行难以连续大幅提速。地产基建同步去杠杆阶段，一般预算内加码补贴以促进消费可能是更具可持续性的政策方向，近期超长期特别国债腾挪3000亿加码两新是一次额外的尝试，但以政府性基金预算内融资腾挪用于一般预算支出并不具备政策可持续性。
- ◆ **持续款收背景下的支出加速意味着可能需要以更大力度的融资进行保障，当前看来年内再度增发预算内一般国债不失为可行的政策选项。**当前地产、基建两方面同步去杠杆是政策主动而为的风险缓释措施，这两大领域不宜通过货币政策过度宽松操作形成政策信号反复，而且即便刺激预计效果也已经大幅弱化，中央财政加码补贴以提升居民消费信心可能是当前最具现实性和可操作性的政策选项。但通胀低位徘徊对企业利润和居民收入形成拖累，并传导为今年以来持续的一般公共预算结构性款收压力；房地产去杠杆阶段土地出让金又拖累政府性基金收入跌幅趋于扩大。近期特别国债中腾挪资金加码两新的操作可稍缓和一般预算的困难，但难以改变广义财政融资缺口扩大的趋势。考虑到政府投资项目收益的高标准不会轻易松动，年内可能仍需增发普通国债以对一般预算支出和促进消费形成更有力有效的拉动。
- ◆ **风险提示：**一般公共预算支出弱于预期导致消费需求刺激力度不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

Jackson Hole 会后，美联储年内降息100BP？ 2024.8.24

联储纪要放鸽导致美元闪崩，前瞻还是滞后？——华金宏观·双循环周报（第72期） 2024.8.23

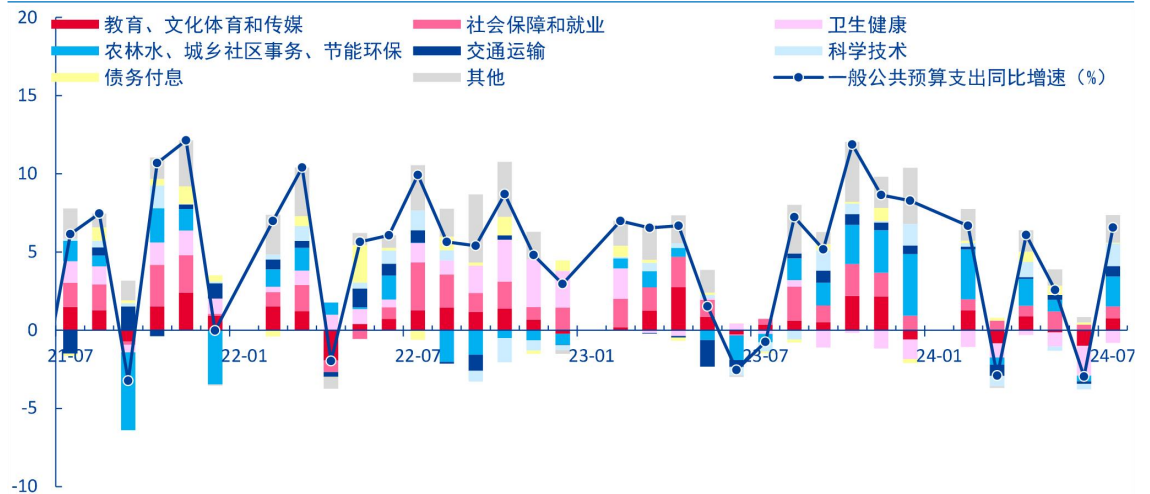
美国消费反弹冲击日元，我国货币政策强价弱量——华金宏观·双循环周报（第71期） 2024.8.16

去杠杆中段阵痛难免，大财政扩张决心可期——经济数据点评（2024.7） 2024.8.15

薪资替代需求成为美国核心CPI的决定变量——美国CPI点评（2024.7） 2024.8.14

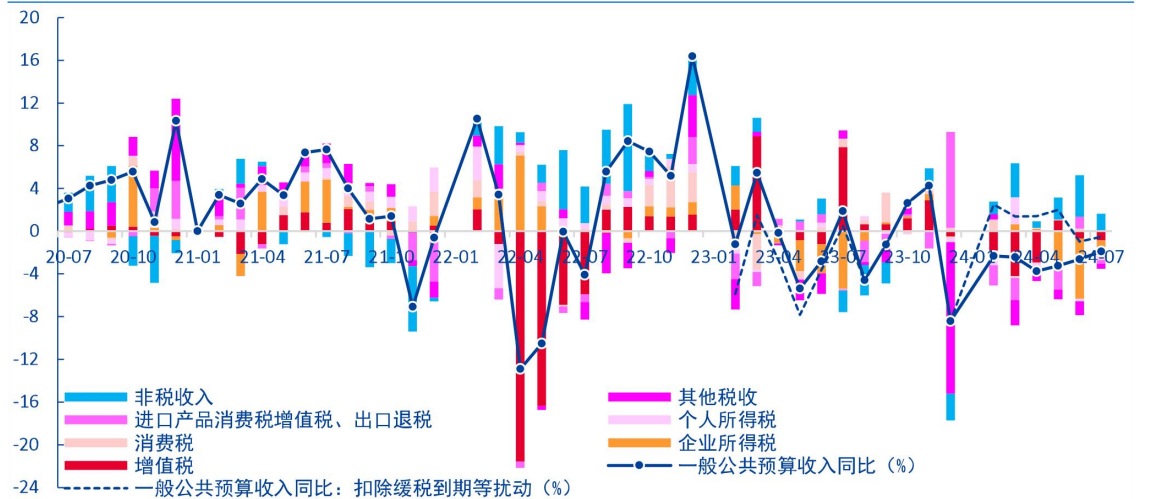


图 1：一般公共预算支出同比增速及贡献结构（%）



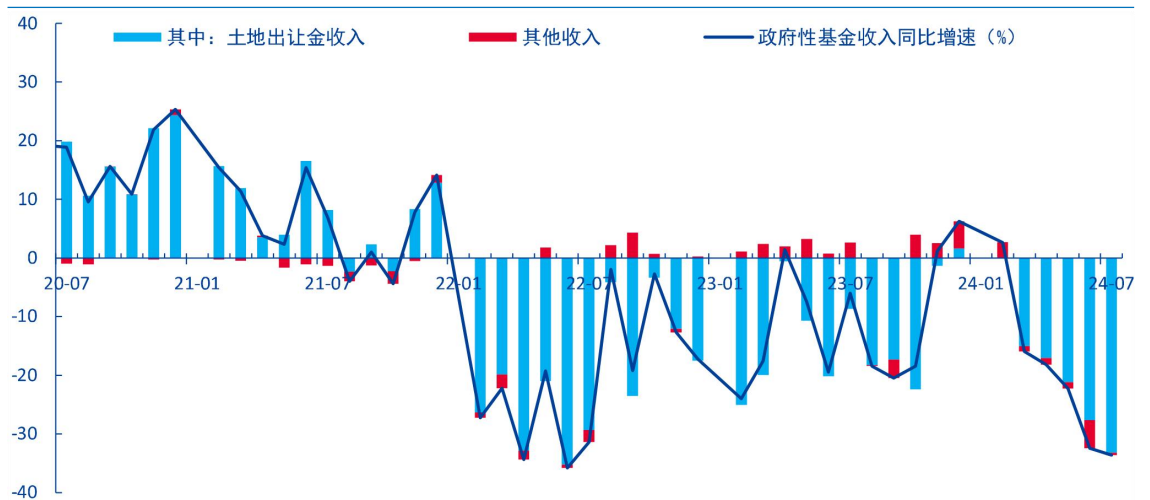
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 2：一般公共预算收入同比增速及贡献结构（%）



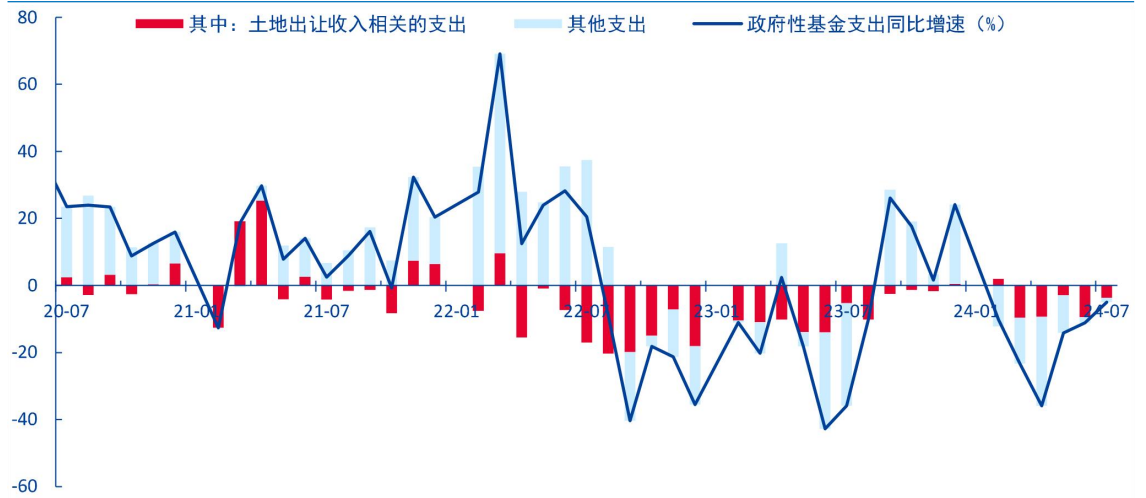
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2022 年 4-6 月、10-12 月，2023 年 4-6 月为两年平均增速

图 3：政府性基金收入同比及贡献结构（%）



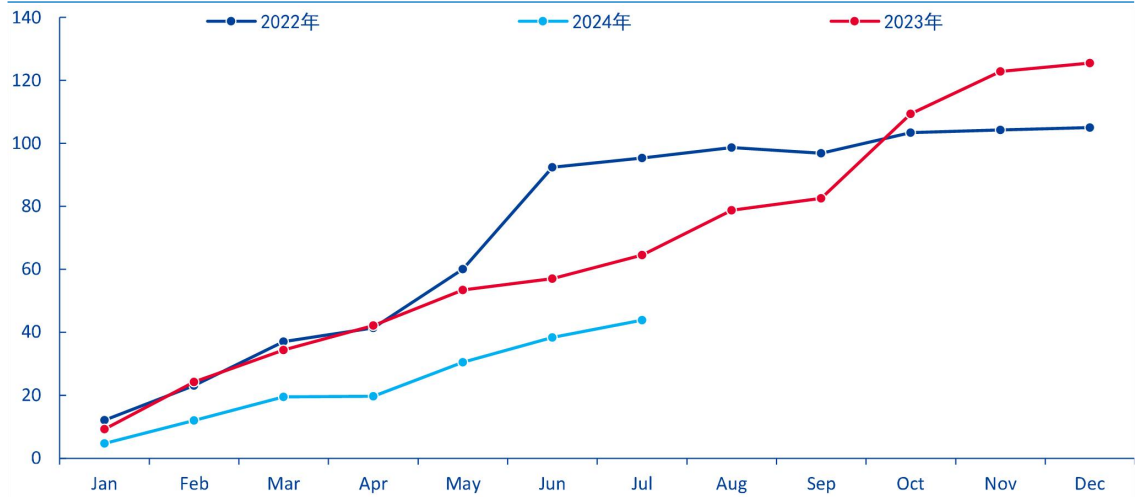
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 4：政府性基金支出同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 5：地方债务发行累计进度（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn