

2024年08月26日

## 政府债券发行支撑广义财政支出

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（联系人）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110036

● **事件：**7月，全国一般公共预算收入19750亿元，全国一般公共预算支出18892亿元。全国政府性基金预算收入3380亿元，全国政府性基金预算支出5629亿元。

● **7月财政收入延续偏弱，支出力度大幅提升**

财政收入增速不及预算计划，全年或现缺口。1-7月公共财政收入13.6万亿元，同比下降2.6%。扣除中小微企业缓税入库抬高基数、2023年减税政策翘尾减收等因素影响后，可比增长1.2%。2024年以来公共财政收入增速下滑，收入同比负增。尽管剔除基数等影响因素后可比口径小幅增长，但2024年预算报告中全国一般财政收入预算隐含约3%的增长，目前收入存在7800亿元左右的缺口。

税收方面，非税收入高增支撑财政收入，土地类税收走强。1-7月税收收入同比下滑5.4%，与之相反的是非税收入增长12%，反映当前财政更多靠非税罚没收入支撑。7月国内增值税收入5903亿元，同比降低2.8%，降幅环比扩大。个人所得税收入1171亿元，同比下降4.6%，延续低迷。企业所得税收入环比回升，同比下降5%（6月下降27%），上篇点评我们提示企业所得税收入或与行业价格有较强相关性，PPI约领先企业所得税3个月左右。PPI同比回升，企业所得税增速边际改善。消费税收入下滑，同比减少3%，或与烟酒等消费品消费走弱有关。其他税种方面，部分土地税种大幅增收，车辆购置税降幅收窄。耕地占用税、房产税、城镇土地使用税、契税分别增长43%、21%、12%、10%，而土地增值税大幅下滑，同比下降28%。车辆购置税同比减收13%，降幅较上月缩小。

公共财政支出力度加强，科技、基建支出发力。6月公共财政支出18892亿元，同比增长6.6%。财政支出加速，科技、基建类支出力度略强于民生。7月预算内科技支出同比增长48%，7月政治局会议表示，“要大力推进高水平科技自立自强，加强关键核心技术攻关，推动传统产业转型升级”，政府对科技类投入有望加大。基建支出方面，交通运输、农林水事务支出均同比增长18.5%，城乡社区事务支出同比下滑0.3%。环保支出同比增长16.6%。民生方面，7月社保就业、教育支出分别同比增长5.1%、4.7%。

● **政府债券发行节奏迎拐点；补缺口逆周期政策有待发力**

全年土地收入或难扭转跌势。7月全国政府性基金收入3380亿元，同比下滑幅度继续扩大至34%。其中地方本级政府性基金收入同比下降36%，中央政府性基金收入增长3.6%。土地出让收入一再下探。地方国有土地出让金收入2500亿元，同比下降40%，较6月下月滑5个百分点。总体来看，上半年政府性基金累计下滑18.5%，土地收入同比下滑22.3%。若以年初财政预算中隐含的零增长测算，截至7月底，政府性基金收入缺口为5300亿左右；若全年延续低增，缺口或在1-1.2万亿左右。

政府性基金支出增速降幅缩窄，政府债券节奏显著加快。7月政府性基金支出5629亿元，同比下降5%，跌幅进一步缩小，政府性基金支出两年复合增速约为-22%。广义财政支出降幅收窄，反映政府债券对财政的支撑进一步加强，专项债和特别国债资金发行使用加速。7月专项债净融资额共计99亿元，相对较缓，但5-6月份超4千亿的净融资额逐渐投入使用。7月国债净融资额4310亿元，超过季节性水平，国债资金平稳形成支出。7月是政府债券发力的拐点，进入8月，国债和地方债发行大幅加速。截至8月26日，8月国债净融资额显著高于季节性，超过1万亿；而地方政府债净融资额约为7445亿元，也超过近5年季节性水平。其中专项债净融资额达到5200亿元，为2024年以来的峰值。

后续政府债或继续发力支撑广义财政和社融。预计9月专项债发行将保持高强度，而截至8月下旬超长期特别国债已发行4630亿元，年内还有超过5000亿的额度。政府债发行加快一方面支撑广义财政支出加速落地，另一方面将有力拉动社融回升。但年内财政收支仍承压，税收收入对财政收入贡献减弱、土地出让金难逆转颓势，逆周期政策有待进一步发力。

● **风险提示：**经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

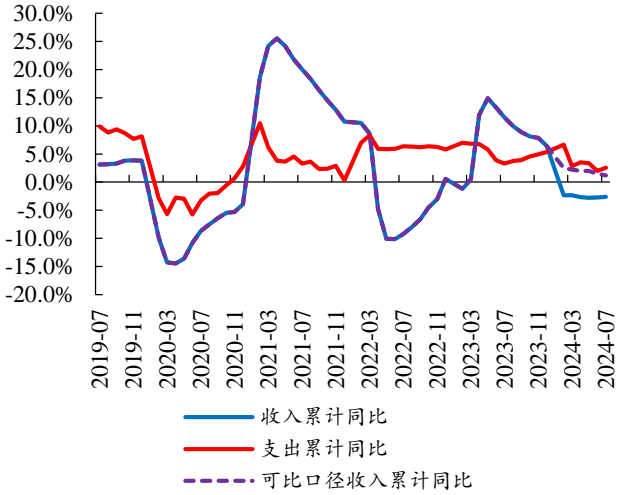
### 相关研究报告

《关注绿色转型和西部地区发展—宏观周报》-2024.8.25

《国际大宗价格有所回升—宏观周报》-2024.8.25

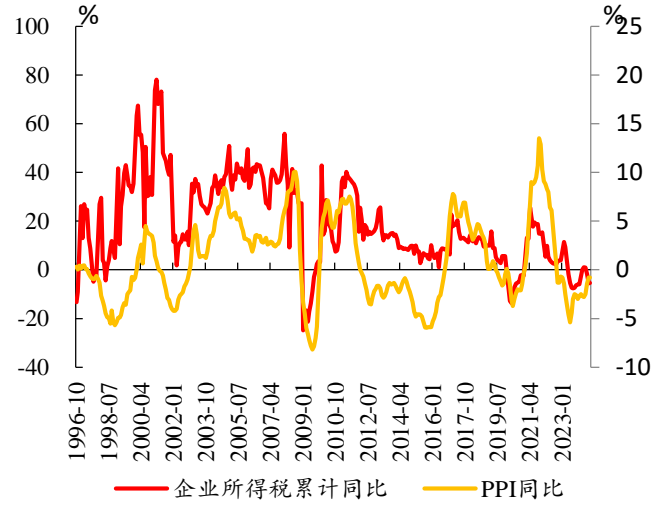
《美联储后续降息路径或颇具不确定性—2024 Jackson Hole 鲍威尔发言点评》-2024.8.24

附图 1: 今年以来财政收入增速偏低



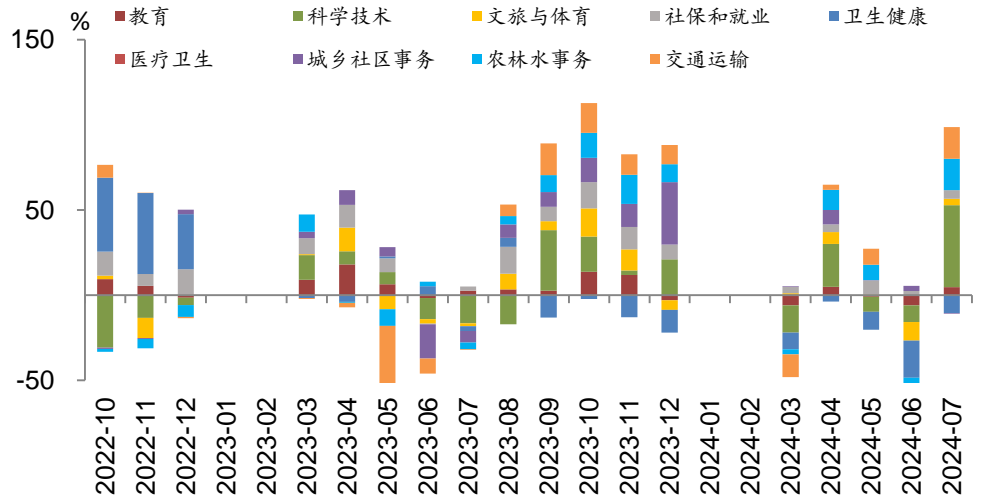
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 企业所得税增速与 PPI 同比有一定相关性



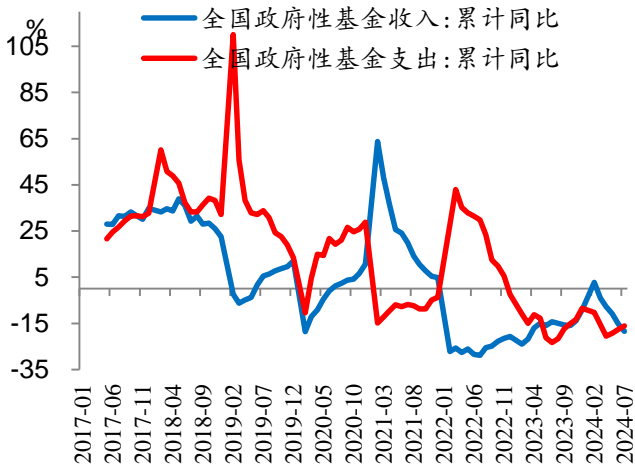
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 7月科技和基建类财政支出大幅增加



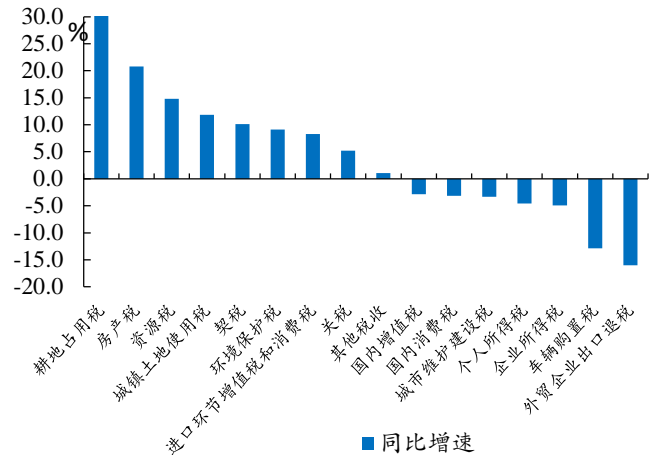
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6：政府性基金支出增速见底回升



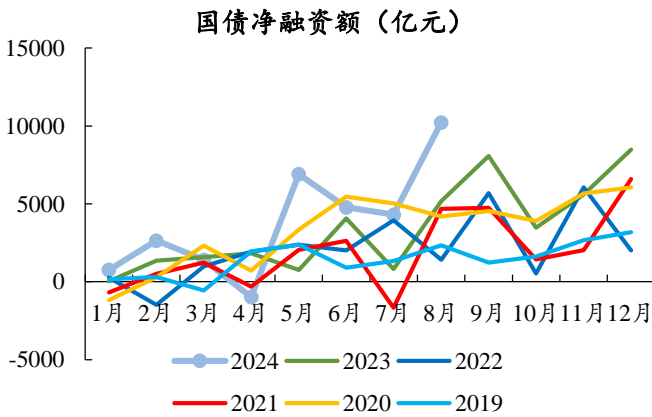
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：7 月土地类相关税种表现亮眼



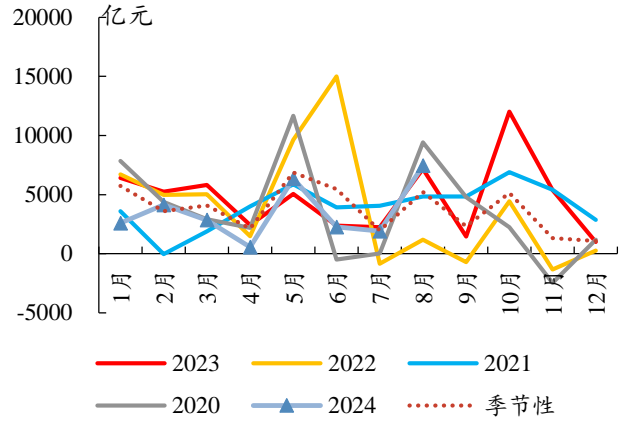
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：8 月国债净融资额为季节性新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：8 月地方政府债券净融资额反超季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn