



宏观点评

证券分析师

张浩

资格编号: S0120524070001

邮箱: zhanghao3@tebon.com.cn

相关研究

广义财政支出低位回升

——2024 年 7 月财政数据点评

投资要点:

> **核心观点:** 当前宏观数据和微观体感存在温差, 当前市场对于财政政策扩围加码有较高期待。我们认为下半年财政政策重在落实已有安排、完成预算目标, 有助于推动广义财政支出提速, 维稳经济。此外, 若外贸遇到挑战或去地产化进一步风险释放, 财政政策存在进一步加码可能, 准财政工具的可行性相对较高。

资产配置: 稳中求进。股票短期求稳、中期求进, 方向上建议把握红利、资源能源、出口及出海, 以及受海外科技事件催化和国内产业政策支持的科技成长方向。债券方面, 在“低利率”和“信用利差极窄化”背景下, 信用债需重新思考股债性价比和厚尾风险, 利率债 Q3 震荡概率较高, 在配置力量主导下, 10 年国债 Q4 仍有下探至新低可能。大宗商品关注供给收缩确定性强+海外需求定价的品种, 黄金仍有较强的配置价值。

> 一般公共预算收入: 负增长系前期减税影响

1-7 月, 全国一般公共预算收入 135663 亿元, 同比下降 2.6%, 扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后, 可比增长 1.2% 左右。其中, 国内增值税、国内消费税、企业所得税和个人所得税增速分别达到了 -5.2%、5.5%、-5.4% 和 -5.5%, 前值 -5.6%、6.8%、-5.5% 和 -5.7%。

一般公共预算收入同比增速仍为负, 主要系前期减税影响。根据财政部负责人介绍, 受 2022 年制造业中小微企业缓税入库抬高 2023 年基数、2023 年年中出台减税降费政策减收等特殊因素影响, 今年以来财政收入低位运行。根据此前国新办发布会披露, 一般公共预算收入负增长主要受到两项特殊因素的扰动。其一, 2023 年财政收入基数高, 2022 年制造业中小微企业部分缓税在 2023 年前几个月得以入库, 抬高了 2023 年一般公共预算的收入基数。其二是 2023 年年中出台的减税政策对 2024 年的减收影响。比如, 2023 年 8 月开始实施了减半征收证券交易印花税, 这就会使 2024 年前 8 个月执行的低税率对应 2023 年同期相对较高的税率。又如, 2023 年年中出台了先进制造业企业增值税收加计抵减, 提高部分行业企业研发费用税前加计扣除比例的政策也属于这种情况。因此, 扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后, 可比增长 1.5% 左右。

预计四季度一般公共预算收入有望稳步回升, 主要有四点原因: 一是已有政策加速落地, 7 月 30 日政治局会议强调“要加强逆周期调节, 实施好积极的财政政策和稳健的货币政策, 加快全面落实已确定的政策举措, 及早储备并适时推出一批增量政策举措”; 二是非税收入增长积极对地方财政形成支撑, 据经济观察网统计, 截止 8 月 13 日, 已公布财政收入和非税收入分项数据的 15 省市中, 仅重庆、陕西两地非税收入占一般公共预算收入比例下降, 北京、天津、山西、贵州、云南、内蒙古、甘肃、江西、山东、辽宁、吉林、湖南、福建等 13 省市非税收入占比同比上升。其中, 福建 2024 年上半年非税收入占比达到 42.3%; 三是公用事业调整, 财政补贴减少下有效财政收入增多, 近期多地出台公用事业收费改革方案, 2024 年 1-7 月非税收入 24423 亿元, 同比增长 12%, 也有反映; 四是通过“金税四期”对逃税、不合理避税等进行规范也有助于对一般公共预算收入形成支撑。在四方面因素合力支撑下, 我们预计下半年一般公共预算收入有望稳步回升。

> 一般公共预算支出: 1-7 月支出进度已达 54.5%, 四季度关注政策落地

1-7月，全国一般公共预算支出 155463 亿元，同比增长 2.5%，完成了全年预算进度的 54.5%，其中社保就业、城乡社区、卫生健康、交通运输分别达到 61.5%、54.2%、51.7%和 52.6%。

7月支出增速由负转正，三四季度继续关注政策落地。7月一般公共预算支出同比增长+6.6%，较6月（同比增长-3.0%）增速转正，1-7月全国一般公共预算支出同比增长 2.5%，完成了全年预算的 54.5%，3月政府工作报告明确要求“积极的财政政策要适度加力、提质增效。综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合”。7月政治局会指出“要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。”预计三四季度随着宏观政策发力落地，一般公共预算支出增速有望提速。

从结构上看，1-7月社会保障和就业、卫生健康、城乡社区、交通运输、住房保障等支出进度较快。其中社会保障和就业支出进度 61.5%、城乡社区支出进度 54.2%、卫生健康和交通运输支出进度分别为 51.7%和 52.6%。我们认为，1-7月社会保障和就业支出较快主要系经济修复下，稳就业被置于战略通盘高度，国家努力兜牢“三保”支撑经济平稳运行。此外，1-7月城乡社区、交通运输和教育的支出较高，预计前两者主要系推动基建投资发力，后者聚焦青年人就业支撑，7月全国城镇不包含在校生的 16-24 岁劳动力失业率为 17.1%，为缓解青年人就业问题，政府通过鼓励企业加大招用力度，对吸纳重点群体就业的给予社会保险补贴，对招用符合条件的高校毕业生就业见习的给予就业见习补贴，挖潜更多基层就业机会和岗位，实施大学生村医专项计划等，鼓励高校毕业生基层就业。

➢ 政府性基金：收支相对较慢，下半年关注政策推进

1-7月，全国政府性基金预算收入 23295 亿元，同比下降 18.5%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入 2386 亿元，同比增长 7.8%；地方政府性基金预算本级收入 20909 亿元，同比下降 20.7%，其中，国有土地使用权出让收入 17763 亿元，同比下降 22.3%。

卖地收入增速有待改善。1-7月地方国有土地使用权出让收入累计同比下降 8.9%，较前值-9.2%跌幅收窄；2024年1-7月，房屋新开工面积下降 23.2%，商品房销售面积累计同比下降 18.6%，地产“高库存+低销售+慢开工”特点明显，5月以来一系列地产放松政策已经落地，政策效果还有待进一步的显现，预计后续卖地收入仍将处于较弱水平。

政府性基金支出较慢，后续关注政府债发行提速和准财政发力。卖地收入的扰动一定程度上影响了政府性基金的支出，未来发力重点关注政府债发行提速和准财政发力：

- **超长期特别国债继续平稳发行。**政府工作报告提出拟从今年开始发行超长期特别国债，首先发行 1 万亿元专项用于“国家重大战略实施和重点领域安全能力建设”，为经济平稳发展提供强大宏观调控政策供给。6月24日财政部表示，截至6月14日，财政部已发行 4 期次超长期特别国债共 1600 亿元。**我们预计：节奏上**，预计下半年发行节奏平滑。**投向上**，超长期特别国债重点聚焦加快实现高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设等方面的重点任务。我们认为，随着超长期特别国债的平稳发行短期来看有助于经济平稳增长，长期来看有助于支撑产业结构转型。
- **专项债下半年加速发行：**节奏上，2024年4月，政治局会议要求“加快专项债发行进度”；从各省已披露的重大项目投资角度来看，多地就推进重大项目建设召开调度会议、集中签约仪式，截止6月13日，2024年重大项目规划投资额相较 2023 年有所增加，可比口径下同比增加 6.1%，主要是海南和江苏等省份新增较多，其他省份与 2023 年接近。截止 8 月 1 日，按照两会提出的 2024 年发行 3.9 万亿专项债，目前仅发行了计划的 45.6%。参考往年经验，我们预计 Q4 可能为发行高峰期。
- **当前宏观经济处于“去地产化”的背景下**，一定程度上限制了财政的发力，在此阶段准财政工具发力或是边际核心支撑，例如可以通过 PSL、政金债，推动政策性金融机构发力来替代财政发力。若 PSL 投放加大，预计可以对地

产、基建等领域形成强化支持，但考虑当前政金债发行利率低于同期PSL利率，4月以来净融资额保持较高水平，持续的政金债净融资较多或起到PSL的相似效果。

➢ 针对市场关心的三个问题，我们认为：

➢ 一是，广义财政支出提升能否带动经济增长？

其一，1-7月一般公共预算支出目前仅完成了全年预算进度的54.5%，当前一般公共预算支出仍有45.5%未完成，若9月后支出加速有望带动经济增长；其二，政府性基金支出受到卖地收入不足的拖累，根据地产高频数据来看，预计短期较难出现大幅边际改善，1-7月地方国有土地使用权出让收入累计同比下降8.9%，较前值-9.2%跌幅收窄；其三，财政措施落地实施有望对经济增长形成有力支撑，截止8月1日，专项债发行进度仅为45.6%，730政治局会议强调“加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。”假使再度发行类似2023年的万亿特别国债，参考2023年经验，广义财政支出加速下有望带动经济增长。

➢ 二是，下半年，逆周期政策和加杠杆的空间在哪里？

当前国内地产呈现“总量尚可，结构不足”的特点，海外美国大选过程中候选人的表态表明贸易摩擦或加剧，内外或面临压力，市场对逆周期政策出台抱有期待。我们认为，短期来看逆周期政策刺激的幅度可能较难跳升，节奏提速的可能性有限。若外贸遇到挑战或去地产化进一步风险释放，财政政策存在进一步加码可能，准财政工具可行性相对较高。

去地产化下，当前国内地产呈现“总量尚可，结构不足”。总量上，1-7月，房地产开发投资同比增速为-10.2%，较前值降幅走阔。结构上，以价换量明显，中国房地产指数系统百城价格指数显示，7月百城新建住宅平均价格为16443元/平方米，环比上涨0.13%，涨幅较6月收窄0.02个百分点。二手住宅方面，以价换量趋势延续，百城二手住宅价格连续27个月下跌至均价14653元/平方米。整体来看，核心城市二手房价格回落后性价比凸显，对新房市场造成分流。二手房延续以价换量态势，后续政策落地效果仍需观察。高频数据验证政策效果仍然有限，以价换量明显，7月商品房成交面积及土地成交面积同比均回落。商品房销售方面，30大中城市商品房成交面积均值同比下降20.1%，其中一线、二线和三线城市商品房成交面积均值同比分别变动-12.7%，-27.0%和-12.8%。土地成交方面，100大中城市成交土地占地面积均值较去年同期下降26.4%，较上月环比下降23.7%。

海外大选，出口向好能否持续？“短期抢出口”还是“长期向好”？特朗普遭遇袭击和拜登退选发生后，市场担忧特朗普胜选后对华加征关税，特朗普在7月接受福克斯新闻采访时称“或许会对中国征收更高的关税。”市场担忧短期可能出现“抢出口”支撑下的出口“昙花一现”的高增现象，我们认为，供给端逻辑下，“性价比优势”和“渠道出海”是出口的两大核心支撑，无需过度对此担忧。此外参考2018年中美出现贸易摩擦，“抢出口”也不是支撑当年出口超预期的核心因素。2018年底，在商务部举行的例行新闻发布会上，发言人高峰表示“针对外贸领域存在的‘抢出口’现象，这可能存在于个别受到贸易保护主义、单边主义影响的出口市场，但总体上看，这种现象不是2018年我国进出口实现较快增长的决定性因素。”

消费难提振下，逆周期政策和加杠杆的空间在哪里？市场对外需仍然存在一定的担忧，内需的改善仍需时间。2024年上半年消费中地产相关产业链受到“去地产化”影响景气度低迷，加之收入、财富效应和收入预期影响下，居民消费行为受到影响，在此背景下市场对准财政工具加杠杆十分关切。我们认为，2024年财政政策定调积极，下半年重在落实已有安排。在已有财政政策工具进展上，超长期特别国债已完成首发，预计均匀发行至11月中旬。我们预计下半年侧重落实已有财政预算安排，加快财政政策落地，不排除类似2023年发行特殊国债的可能，从政策可行性角度，我们认为政金债等准财政工具发力概率较高。

➢ 三是，财政政策对新质生产力发展的支持

新质生产力是符合新发展理念的先质生产力质态，具有高科技、高效能、高质量特征。二十届三中全会《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》指出“健全因地制宜发展新质生产力体制机制”。我们认为，在发展新质生产力方面，通过建立未来产业投入增长机制，对孕育着新质生产力的战略性新兴产业和未来产业持续提供资金支持，部分战略性新兴产业发展也需要更加完善的科技基础设施，部分未来产业尚处在发展早期，暂时缺乏盈利性或成熟的商业模式。因此需要政策层面引导各方给予支持，重点关注财政、准财政及央企民企等对于科技公共产品和未来产业的持续支持；2024年开始连续几年发行超长期特别国债，一个重要目标就是支持“两重”（国家重大战略实施、重点领域安全能力建设）。在支持科技创新发展方面，财政和准财政工具有望形成有力支撑：

- **其一，政府工作报告强调“落实好结构性减税降费，重点支持科技创新和制造业发展”对我国中长期产业结构转型有积极作用。**结构性减税降费一方面体现了政策精准性，有助于引导创新资源向优质企业集聚；另一方面，政策也有利于提升税负的稳定性，避免减税降费推升债务规模。2017年全年减税降费规模超1万亿，其中小型微利企业所得税减半征收政策共减税454亿元，提高科技型中小企业研发费用税前加计扣除比例等税收优惠政策合计减税200多亿元。借鉴2017年的减税降费政策，对小型微利企业或者科技型中小企业给予减税降费的优惠，有助于引导资源有效聚集，对企业研发起到有效支撑，从而加速高科技研发创新，支持新质生产力的发展。
 - **其二，超长期特别国债和专项债的投向中涉及数字基础设施等，对新质生产力发展也有支撑。**超长期特别国债重点支持“两重”建设，即8个方向+17个具体投向。17个细分领域具体包括：科技研发，绿色智能数字基础设施，农村转移人口市民化配套的就业、教育、医疗、住房、养老等公共保障体系，高标准农田建设，城市地下隐患管线维修、更新和升级改造，绿色产业体系，能源原材料重点领域，重点行业设备更新和技术改造等。这些投向有助于从重大基础设施硬件建设方面培育新质生产力，适应新一轮人工智能信息技术变革，对新质生产力产生强有力的支撑。
 - **其三，国家大基金三期呈现“换主帅”、“改股东”、“长周期”、“调项目”四大特点，对新质生产力产生资本支撑。**国家大基金三期旨在引导社会资本加大对集成电路产业的多渠道融资支持，重点投向集成电路全产业链，集成电路是发展新质生产力的重要着力点之一，此外也要关注财政贴息等对新质生产力的支撑。2022年9月，国常会对高校、职业院校和实训基地、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。2022年的贴息再贷款政策对产业数字化转型起到了有力支撑，我们认为未来财政贴息有望对新质生产力形成边际支撑。
- **风险提示：**（1）财政政策落地不及预期；（2）地缘政治风险超预期；（3）地方政府债务化解不及预期。

表 1：2024 年 1-7 月财政支出结构

一般公共预算支出	2022 预算		2022 决算		2023 预算		2023 决算		2024 年预算		2024 预算较 2023 年决 算绝对值新增 亿元	2024 预算较 2023 年决 算占比新增 %	2024 年 1-7 月支出 进度
	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)									
农林水支出	24041	9.0%	22490	8.6%	23661	8.6%	23967	8.7%	25261	8.8%	1294	0.1%	52.8%
公共安全支出	14692	5.5%	14333	5.5%	14857	5.4%	14864	5.4%	14906	5.2%	42	-0.2%	
科学技术支出	10418	3.9%	10023	3.8%	10455	3.8%	10823	3.9%	11541	4.0%	718	0.1%	44.8%
社会保障和就业支出	37398	14.0%	36603	14.0%	39344	14.3%	39883	14.5%	41384	14.5%	1501	0.0%	61.5%
教育支出	41404	15.5%	39455	15.1%	42095	15.3%	41242	15.0%	42906	15.0%	1664	0.0%	53.9%
城乡社区支出	21103	7.9%	19415	7.4%	19809	7.2%	20530	7.5%	21388	7.5%	858	0.0%	54.2%
外交、国防支出	15226	5.7%	15376	5.9%	16508	6.0%	16377	6.0%	17552	6.1%	1175	0.2%	
节能环保支出	5877	2.2%	5396	2.1%	5778	2.1%	5633	2.1%	5580	2.0%	-53	-0.1%	50.7%
一般公共服务支出	21103	7.9%	21109	8.1%	21460	7.8%	21247	7.7%	21365	7.5%	118	-0.3%	
资源勘探工业信息等支出	6945	2.6%	7297	2.8%	7704	2.8%	8259	3.0%	8380	2.9%	121	-0.1%	
文化旅游等支出	17096	6.4%	15637	6.0%	16783	6.1%	17087	6.2%	18773	6.6%	1686	0.4%	
债务付息支出	11219	4.2%	11358	4.4%	12381	4.5%	11829	4.3%	12746	4.5%	917	0.2%	55.8%
交通运输支出	12021	4.5%	12025	4.6%	12381	4.5%	12206	4.4%	12461	4.4%	255	-0.1%	52.6%
住房保障支出	7747	2.9%	7558	2.9%	7704	2.8%	8234	3.0%	8411	2.9%	177	-0.1%	
卫生健康支出	20836	7.8%	22542	8.6%	24211	8.8%	22393	8.2%	22836	8.0%	443	-0.2%	51.7%
总计	267125	100.0%	260609	97.56%	275130	100.0%	274574	100.0%	285490	100.0%	10916		54.5%

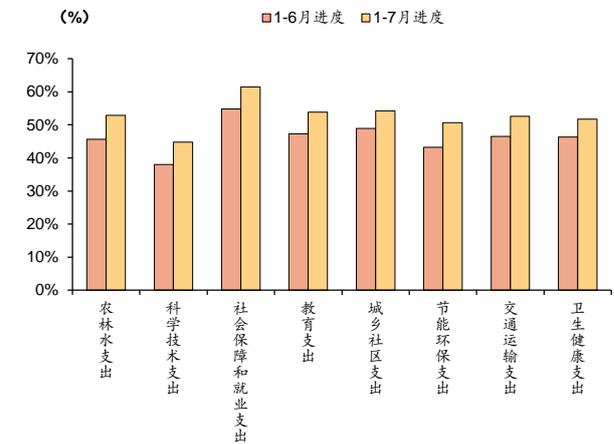
资料来源：Wind，财政部，《关于 2023 年中央和地方预算执行情况与 2024 年中央和地方预算草案的报告》等，德邦研究所

图 2：超长期特别国债发行情况

期限 (年)	招标日期	首发/续发	付息方式
20	5月24日	首发	按半年付息
	6月19日	续发	
	7月19日	续发	
	8月14日	首发	
	9月20日	续发	
	10月18日	续发	
30	11月8日	续发	按半年付息
	5月17日	首发	
	6月7日	续发	
	6月21日	续发	
	7月5日	续发	
	7月24日	首发	
	8月2日	续发	
	8月21日	续发	
	9月6日	续发	
	9月24日	首发	
	10月11日	续发	
50	10月25日	续发	按半年付息
	11月15日	续发	
	6月14日	首发	
	8月9日	续发	
	10月16日	续发	

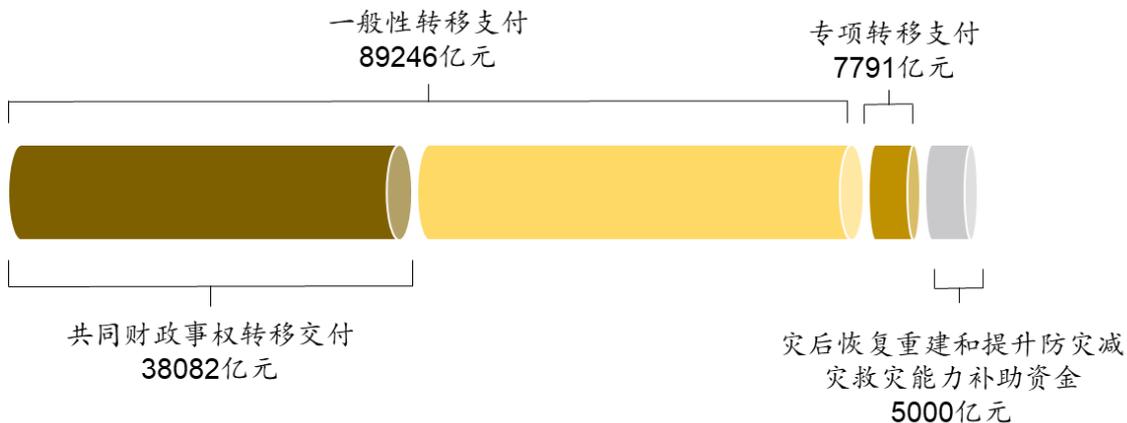
资料来源：中国政府网，德邦研究所

图 3：结构上看，1-7 月社会保障、城乡社区、卫生健康和教育支出进度较快



资料来源：财政部，《关于 2023 年中央和地方预算执行情况与 2024 年中央和地方预算草案的报告》，德邦研究所

图 4：2024 年中央对地方转移支付结构：地方财政收入和支出本身就不完全相当



资料来源：财政部，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

张浩，硕士，德邦证券研究所宏观组组长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。