

地方化债速度越快，中央扩张空间越大

事件点评

财政数据点评（2024.8）

投资要点

- ◆ **一般公共预算：缓税到期导致的高基数效应消退，但内需仍显不足导致财政收入持续低迷；地方债务风险加速化解抑制投资类支出，财政支出增速大幅转弱。**8月一般公共预算收入同比-2.8%，跌幅较7月再度扩大0.9个百分点；扣除基期缓税到期和减税翘尾等基数影响后，8月一般预算收入同比-1.2%，跌幅亦较7月扩大0.7个百分点并创年内新低，与年初财政收入目标差距拉大。从税种收入结构来看，一方面，去年上半年中小制造业企业缓税到期补缴导致的高基数效应已经基本消退，8月企业所得税对一般预算收入同比的贡献大幅改善2.3个百分点至+0.9%，增值税拖累也有所缓解；但由于国内投资、消费需求仍显不足，进口产品消费税、增值税、出口退税对财政收入月同比增速的拖累大幅加深，消费税和其他税种拖累也明显扩大。8月一般公共预算支出同比仅-6.7%，增速较7月大幅下滑达13.3个百分点，为2022年以来最低单月增速。其中下滑明显的分项主要是农林水、城乡社区、节能环保等支出，对总支出增速的拖累大幅加深了3.7个百分点；此外，交通运输、科学技术等支出类别也不同程度的转弱。这种结构一方面显示当前地方债务风险加速化解对基建投资增速的持续抑制作用可能已延伸至预算内投资，另一方面也反映了年初以来财政收入持续显著低于预算目标对支出形成的牵制不断强化。
- ◆ **政府性基金预算：房地产市场持续深度调整拖累土地出让金收入跌幅再度扩大至阶段性新低。**当前房地产市场仍在持续调整，7月底降息未对房地产市场起到明显改善作用，居民购房意愿以及开发商拿地积极性均未恢复，8月政府性基金收入同比跌幅再度扩大0.8个百分点至-34.4%的2017年以来新低水平，其中，土地出让金收入跌幅尽管小幅收窄0.4个百分点至-32.8%，但仍处于阶段性低点。8月政府性基金支出以及土地出让收入相关的支出同比跌幅分别扩大9.0和12.9个百分点至-14.0%和-19.4%，与8月基建投资增速大幅降温相对应，在土地市场持续降温、地方债务风险加速化解的双重背景下，预计年内基建增速很难出现明显反弹。
- ◆ **广义财政融资：中央政府融资加速，地方广义政府债务融资小幅放慢。**总体宏观杠杆率趋稳的背景下，地方化债越快，中央扩张才能打开更大空间。8月总体政府债务发行加速，主要由中央财政融资加速拉动，地方政府债务累计融资进度较7月提升12.9个百分点至56.8%，为年内发行速度最快单月，但和2023年同期相比已无加速效应，这充分显示出当前广义财政融资的决定性要求是政府宏观杠杆率整体要趋于稳定，在此前提下，地方政府化债越快，中央政府越能够腾挪出更大规模的高质量债务融资空间，央地对冲抵补腾挪，才能保证政府债务负担总体不提升、人民币贬值压力不因宏观杠杆率上行而加大的同时，政府债务融资对应的一般预算刺激消费支出和中央政府高标准投资项目支出的效率还趋于提升的双重目标。
- ◆ **当前经济结构转型升级脱虚向实进入深水区，货币政策的刺激效果边际递减，财政政策重要性走向前台，但财政政策内部是更加迫切的结构优化要求，地方政府化债越快，中央财政才能打开更大的融资空间。**在这种新的宏观政策组合结构下，又因内需相对不足、房地产市场持续深度调整而遭遇广义财政收入与年初预算目标背离程度的不断扩大，财政支出力不从心具有一定的必然性。展望至年底，房地产市场调整尚难迅速见到拐点并因此拖累消费持续磨底，可能只有基建投资增速出现一定幅度的下行（从而代表了地方加速化债的效果），才可期待中央财政在一般预算内加码增发2024年的普通国债并拉高2025年的预算赤字率，而这两项潜在的增量融资预计也将主要用于促进消费内需，这又将是见效相对较慢但可持续性较强的内需领域。宏观经济政策的沙盘推演指向一个推论：至2025年二季度之前，经济增速预计持续磨底，但随着脱虚向实加速进行、政策逻辑持续疏通，市场信心有望在磨底期的尾部迎来蜕变。
- ◆ **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.com

报告联系人

周欣然

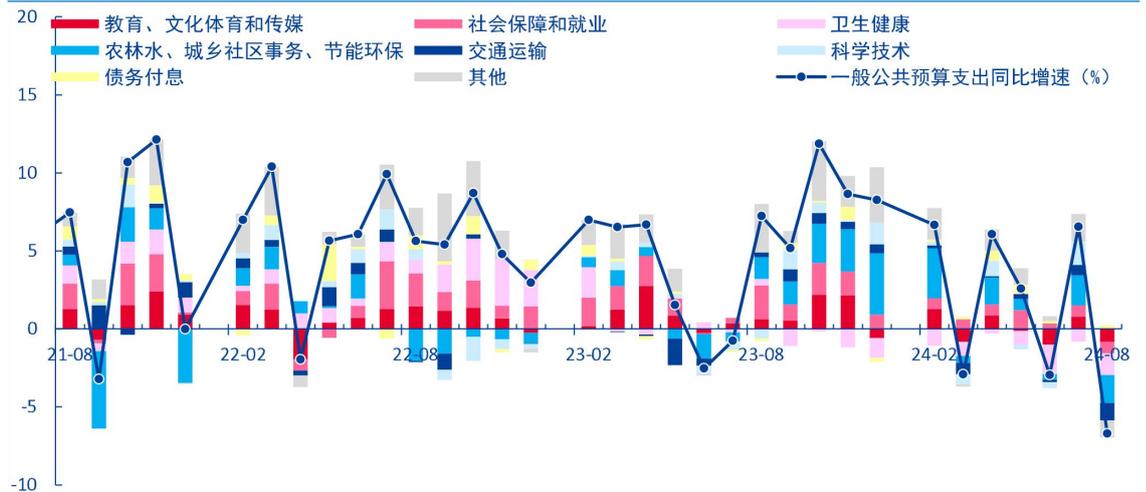
zhouxinran@huajinsec.com

相关报告

- LPR 为何不降？降准是否仍可期待？——华金宏观·双循环周报（第75期）2024.9.20
- 50BP 首降之后，美元为何不降反升？——美联储 FOMC 会议点评（2024.9）2024.9.19
- 去杠杆和结构升级：深水区的“阵痛”——经济数据点评（2024.8）2024.9.14
- 加速去杠杆抑制信用，货币支持性降准可期——金融数据速评（2024.8）2024.9.14
- 美国核心 CPI 强劲反弹，短暂插曲还是趋势逆转？——美国 CPI 点评（2024.8）2024.9.11

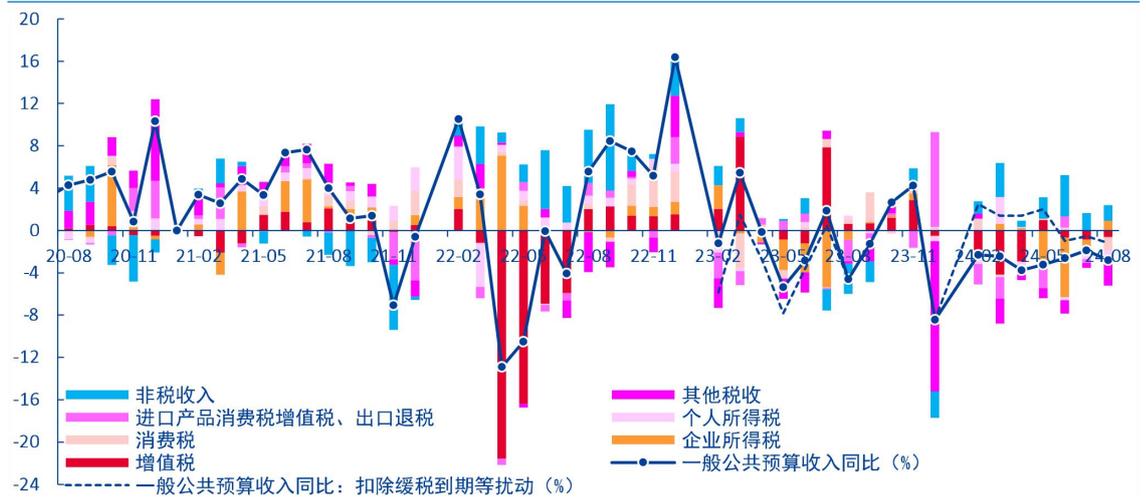


图 1：一般公共预算支出同比增速及贡献结构（%）



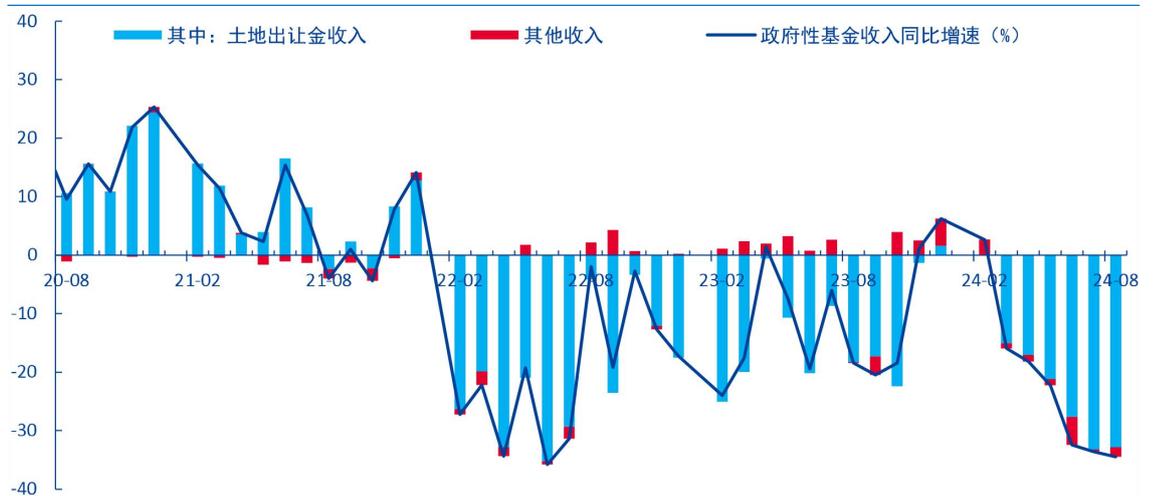
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 2：一般公共预算收入同比增速及贡献结构（%）



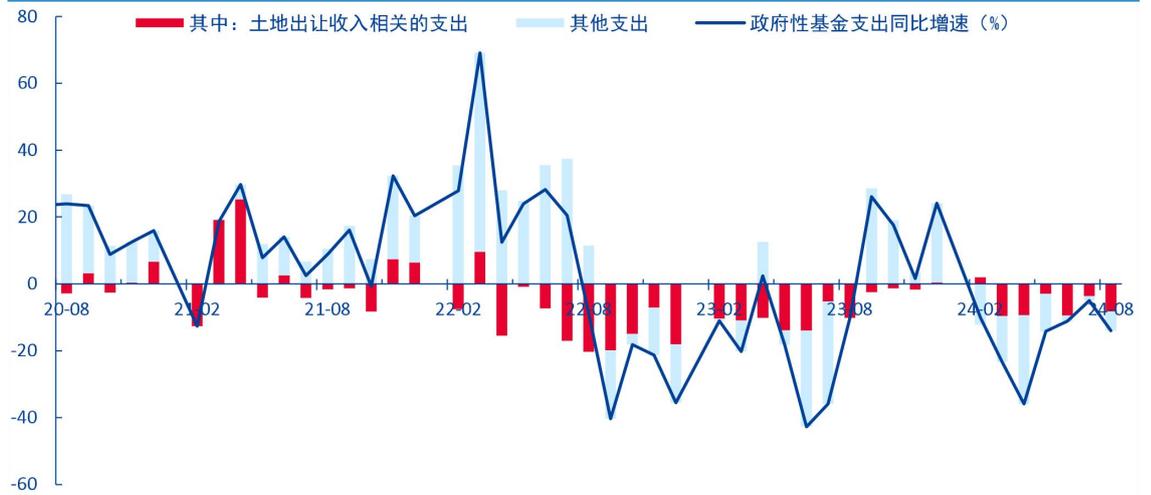
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2022 年 4-6 月、10-12 月，2023 年 4-6 月为两年平均增速

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