

广义财政支出由负转正

—— 10月财政数据分析 2024年11月18日

11月18日财政部公布10月份收支数据，各项数据显示财政收入和支出端在上月迎来拐点之后，进一步上行。尤为重要的边际变化是：一、二本账合计的广义财政支出累计增速本月已由负转正。收入方面，税收和非税收入累计同比增速均有所回升，当月同比增速多项税收由负转正，土地收入降幅有所收敛。整体来看，税收多项数据印证了10月经济数据中的需求改善，专项债资金拨付提速下亦对基建投资完成额形成较强支撑。展望后市，我们认为财政化债方案落地，地方实际财政支出仍有望进一步回升，经济“投资-消费-再投资”循环重启后，财政收入亦有望进一步螺旋向上。

一、财政收支概览：一、二本账合计支出增速由负转正

10月财政整体收支进一步改善，一、二本账合计收入累计增速为-4.7%（前值-5.6%），支出累计增速为1.0%（前值-0.8%），支出端在上月边际增速由负转正之后，累计同比增速为今年2月份以来首次转正，其中一、二本账支出增速均有所回升，政府性基金支出强度进一步上行至198%（前值196%），突破历史高位。伴随存量专项债资金加快拨付和化债政策的启动，后续财政收支仍有较大修复空间。

二、收入端：多项税收收入边际改善，非税收入高位提升

一本账收入进一步修复，税收和非税收入均有较大提升。1-10月份一般公共预算收入累计增速为-1.3%（前值-2.2%），其中税收和非税收入均有大幅提升。1-10月非税收入累计增速进一步上行至15.3%历史高位（前值13.5%），税收收入累计增速-4.5%（前值-5.3%），多项税收增速大幅改善。

税收分项：多项税收增速边际回升，反映经济供需及现金流改善。10月税收数据中，增值税、企业所得税、个人所得税降幅分别收窄至-5.1%、-2.9%、-3.9%（前值：-5.6%、-4.3%、-4.9%），消费税和房地产五税的增速进一步提升至2.4%、0.3%（前值：1.6%、-0.1%）。税收数据基本与10月经济数据供需结构优化保持一致，消费税和房地产税收上升反映经济需求端持续回暖；企业所得税和个人所得税降幅收窄或主要反映企业利润和现金流改善，这与补贴政策落地、债务资金拨付进度提升密切相关。而反映生产端的增值税一方面是由于去年缓税集中入库的高基数因素，另一方面10月工业增加值增速亦有小幅降低。

非税收入对全年一本账预算收入贡献度进一步提升。如我们前期报告所述，非税收入中占比较高且弹性较大的主要是国有资源（资产）有偿使用收入和国有资本经营收入，二者合计占非税收入比重在40%以上。10月非税收入进一步大幅上行至15.3%，大幅超过年初预算1.8%的增速目标。目前非税收入已超收约4000亿元左右，按去年非税收入总规模3.65万亿计算，全年非税收入的超收规模可能接近5000亿元。

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

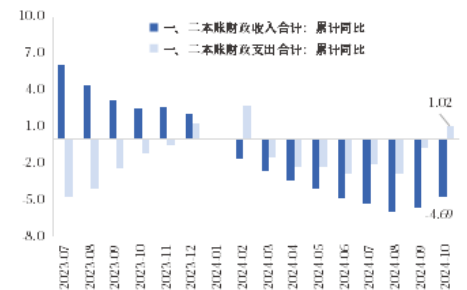
聂天奇

☎：010-8092-7737

✉：nietianqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090001

一、二本账合计收支累计同比增速（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

风险提示

1. 国内经济复苏不及预期风险
2. 国内政策落实不及预期风险
3. 房地产市场大幅走弱风险

土地收入边际改善，但现阶段或难以形成趋势性反转。1-10月土地出让金收入累计收入26971亿元，同比下降22.9%（前值-24.64%）。当月收入3684亿元，边际同比降低10.5%（前值-18.8%），收入边际改善主要或受前期地产增量政策催化。但现阶段地方土地收入趋势性回升的难度仍然较大，当前对于房地产政策调控基调为“严控增量”。下一步需关注今年年底城投集中拿地效应是否仍会出现，以及专项债收购闲置土地政策的具体落地。

● 三、支出端：存量资金加快拨付叠加增量政策落地，广义财政持续回升

一本账支出：9月多项支出分项增速均有回升，基建方面农林水支出大幅高增。一般公共预算支出中教育、社保累计同比增速分别为1.08%（前值1.13%）、5.14%（前值4.29%），反映社保和就业压力较大。伴随财政支出提升，9、10月份青年人口失业率从高点有所回落，但仍面临较大压力。此外，基建四项支出合计累计增速提升至5.64%（前值3.57%），其中农林水事务累计同比增速本月大幅提升至10.4%（前值6.4%），年初以来铁路、水利等中央交通建设项目持续保持较高增速，例如平陆运河等一系列全国交通网络建设，对相关投资增速拉动作用显著。

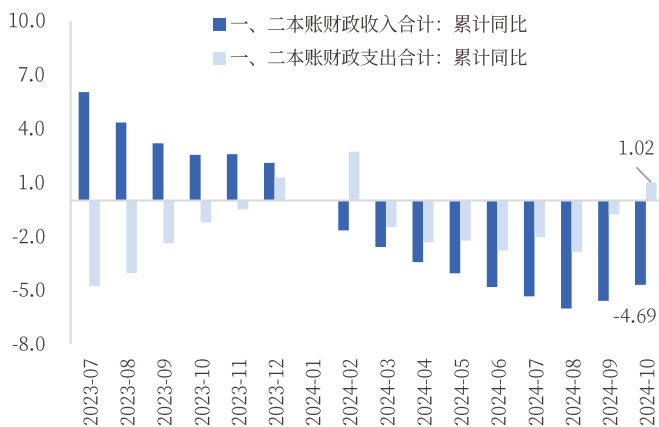
专项债发行和支出进度提速，带动广义财政大幅回升。8、9月份大幅新增的专项债发行陆续形成财政支出，带动政府性基金支出在10月的持续回升，1-10月政府性基金累计增速-3.8%（前值-8.9%），当月同比增速进一步提升至47.8%（前值34.17%），整体支出增速进一步上行。往年9、10月份均是加快专项债项目提速阶段，伴随后续大量专项债资金的加速落地，预计将带动广义财政支出的继续回升。此外，今年2万亿元新增化债政策目前已启动发行，存量资金拨付叠加增量化债资金，预计四季度财政支出拐点有望进一步上扬，带动年内经济的企稳回升。

一、收支概览：一、二本账合计支出增速由负转正

11月18日财政部公布10月份收支数据，各项数据显示财政收入和支出端在上月迎来拐点之后，进一步大幅上行。其中一般公共预算中税收和非税收入累计同比增速均有所回升，当月同比增速多项税收由负转正，基建相关支出增速进一步提升。政府性基金收入方面，土地收入降幅有所收敛，支出增速进一步回升。整体来看，税收多项数据印证了10月经济数据中的需求改善和生产复苏，专项债资金拨付提速下亦对基建投资完成额形成较强支撑。展望后市，我们认为财政化债方案落地，地方实际财政支出仍有望进一步回升，经济“投资-消费-再投资”循环重启后，财政收入亦有望进一步螺旋向上。

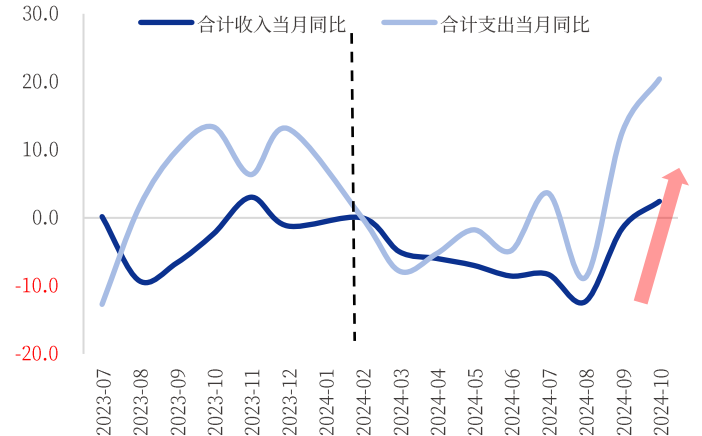
10月财政整体收支进一步改善，一、二本账合计收入累计增速为-4.7%（前值-5.6%），支出累计增速为1.0%（前值-0.8%），支出端在上月边际增速由负转正之后，累计同比增速为今年2月份以来首次转正，其中一、二本账支出增速均有所回升，政府性基金支出强度进一步上行至198%（前值196%），突破历史高位。伴随存量专项债资金加快拨付和化债政策的启动，后续财政收支仍有较大修复空间。

图1：财政一、二本账合计收支累计增速（%）



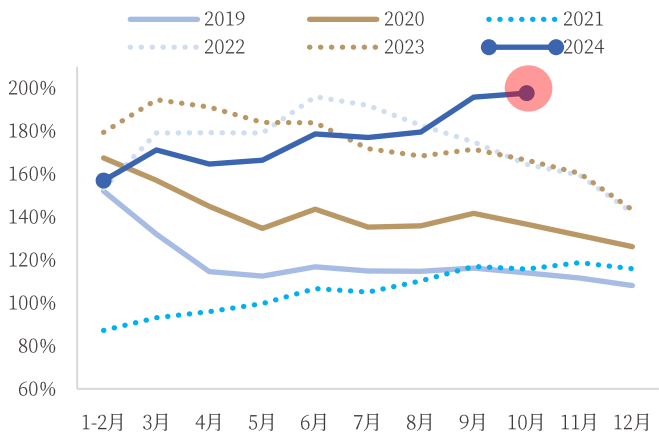
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图2：财政一、二本账合计收支当月同比增速（%）



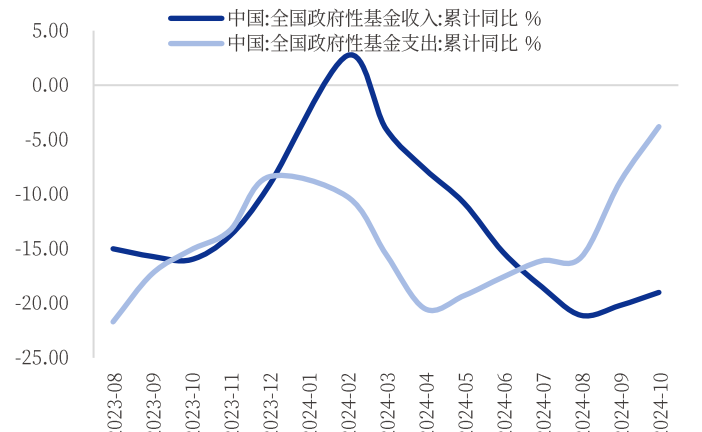
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图3：政府性基金支出强度（累计支出/累计收入）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图4：政府性基金收入累计同比增速



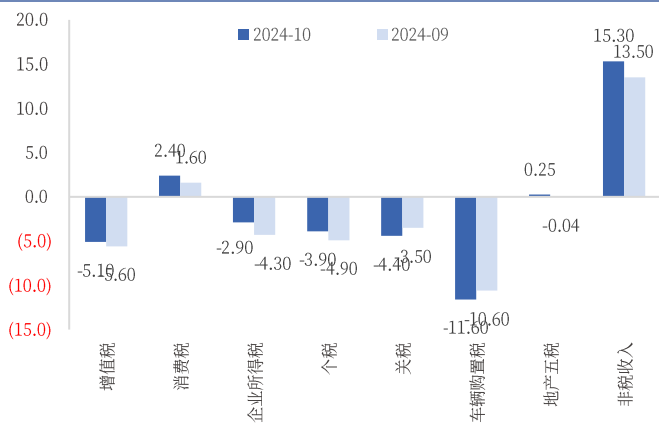
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

二、收入端：非税支撑一本账，土地收入边际改善

一本账收入进一步修复，税收和非税收入均有较大提升。1-10月份一般公共预算收入累计增速为-1.3%（前值-2.2%），其中税收和非税收入均有大幅提升。1-10非税收入累计增速进一步上行至15.3%历史高位（前值13.5%），税收收入累计增速-4.5%（前值-5.3%）。

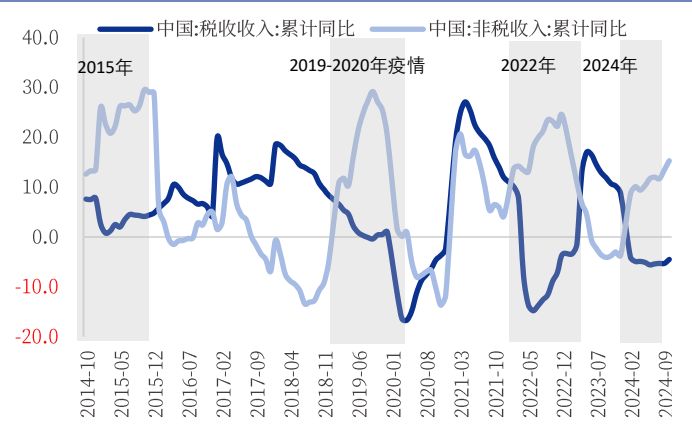
税收分项：多项税收增速边际回升，反映经济供需及现金流改善。10月税收数据中，增值税、企业所得税、个人所得税降幅分别收窄至-5.1%、-2.9%、-3.9%（前值：-5.6%、-4.3%、-4.9%），消费税和房地产五税的增速进一步提升至2.4%、0.3%（前值：1.6%、-0.1%）。税收数据基本与10月经济数据供需结构优化保持一致，消费税和房地产税收上升反映经济需求端持续回暖；企业所得税和个人所得税降幅收窄或主要反映企业利润和现金流改善，这与补贴政策落地、债务资金拨付进度提升密切相关。

图5：主要税种当月累计同比增速对比（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

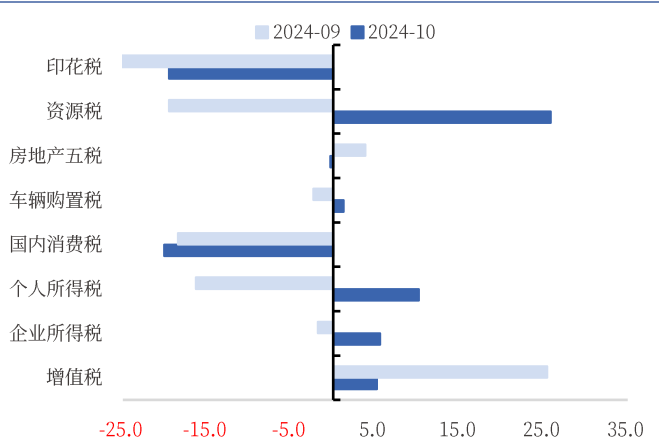
图6：非税收入进一步向上，处于去年以来历史高位（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

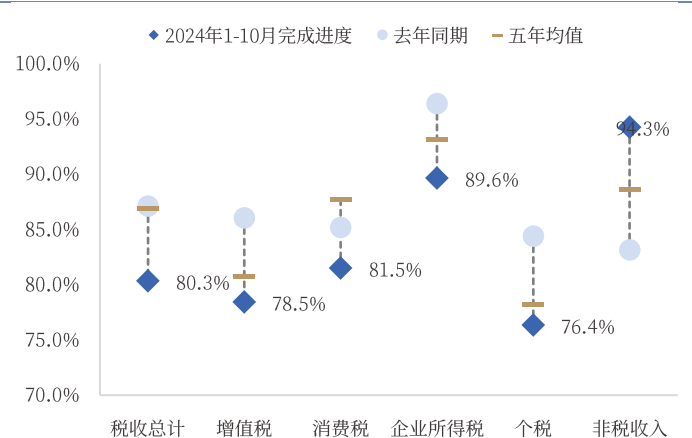
非税收入对全年一本账预算收入贡献度进一步提升。如我们前期报告所述，非税收入中占比较高且弹性较大的主要是国有资源（资产）有偿使用收入和国有资本经营收入，二者合计占非税收入比重在40%以上。10月非税收入进一步大幅上行至15.3%，大幅超过年初预算1.8%的增速目标。目前非税收入已超收约4000亿元左右，按去年非税收入总规模3.65万亿计算，全年非税收入的超收规模可能接近5000亿元。

图7：主要税种当月同比增速对比（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

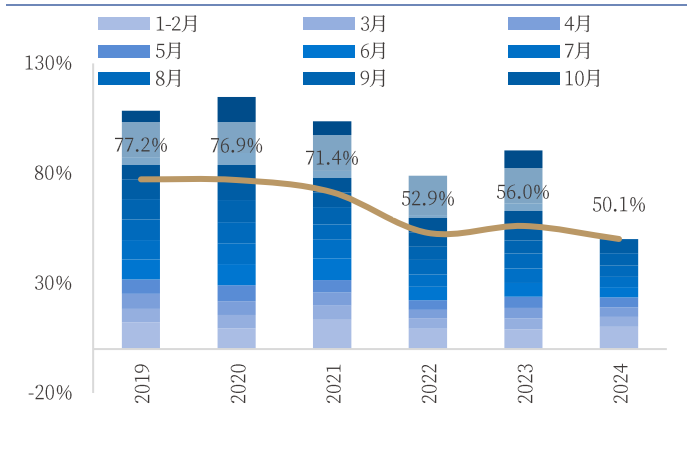
图8：全国税收和非税收入完成进度及往年同期对比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

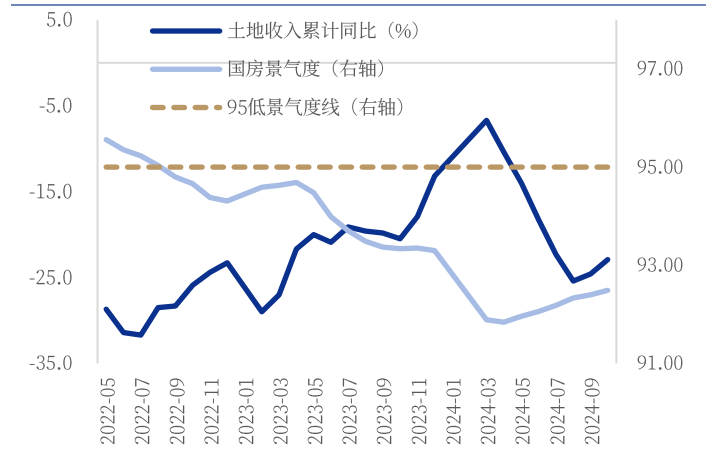
土地收入边际改善，但现阶段或难以形成趋势性反转。1-10月土地出让金收入累计收入26971亿元，同比下降22.9%（前值-24.64%）。当月收入3684亿元，边际同比降低10.5%（前值-18.8%），收入边际改善主要或受前期地产增量政策催化。但现阶段地方土地收入趋势性回升的难度仍然较大，当前对于房地产政策调控基调为“严控增量”。下一步需关注今年年底城投集中拿地效应是否仍会出现，以及专项债收购闲置土地政策的具体落地。

图9：政府性基金收入完成进度



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图10：土地出让收入与国房景气度指数

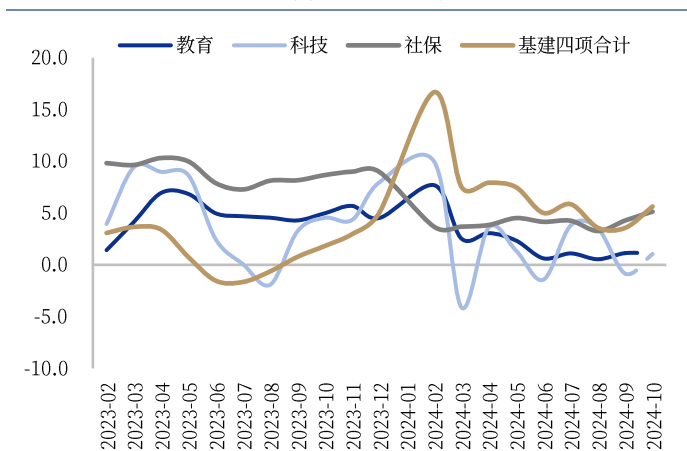


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

三、支出端：专项债提速带动广义财政大幅回升

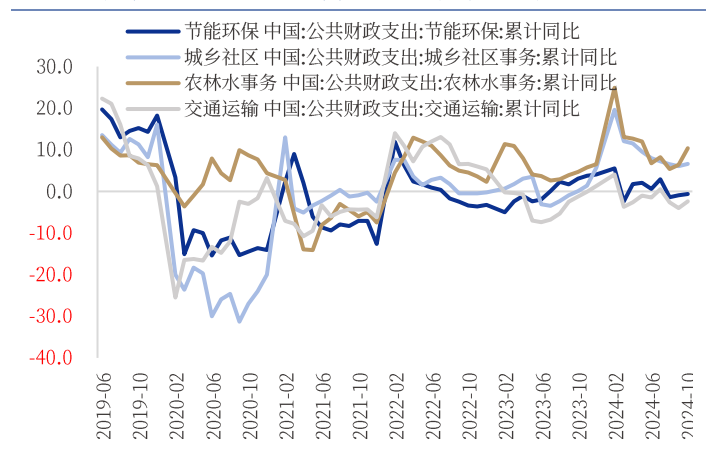
一本账支出：9月多项支出分项增速均有回升，基建方面农林水支出大幅高增。一般公共预算支出中教育、社保、累计同比增速分别为1.08%（前值1.13%）、5.14%（前值4.29%），反映社保和就业压力较大。伴随财政支出提升，9、10月份青年人口失业率从高点有所回落，但仍面临较大压力。此外，基建四项支出合计累计增速提升至5.64%（前值3.57%），其中农林水事务累计同比增速本月大幅提升至10.4%（前值：6.4%），年初以来铁路、水利等中央交通建设项目持续保持较高增速，例如平陆运河等一系列全国交通网络建设，对相关投资增速带动作用显著。

图11：一本账各项支出累计同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

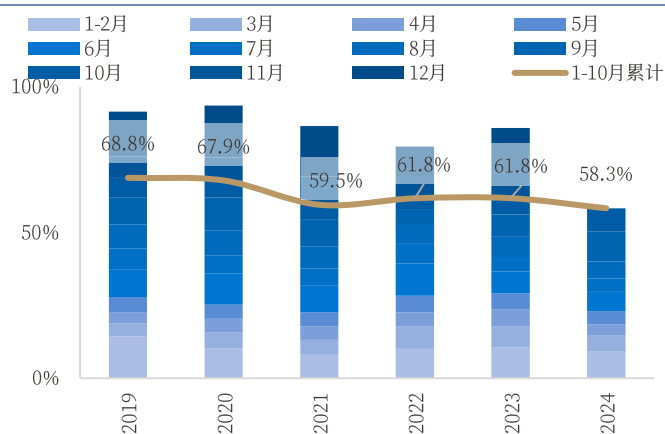
图12：基建相关四项支出累计同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

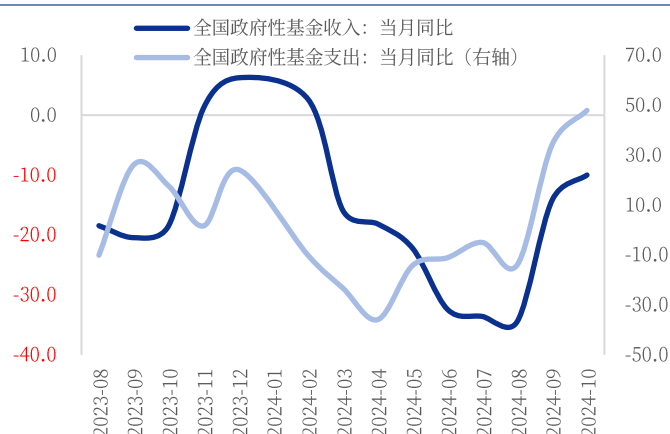
专项债发行和支出进度提速，带动广义财政大幅回升。8、9月份大幅新增的专项债发行陆续形成财政支出，带动政府性基金支出在10月的持续回升，1-10月政府性基金累计增速-3.8%（前值-8.9%），当月同比增速进一步提升至47.8%（前值34.17%），整体支出增速进一步上行。往年9、10月份均是加快专项债项目提速阶段，伴随后续大量专项债资金的加速落地，预计将带动广义财政支出的继续回升。此外，今年2万亿元新增化债政策目前已启动发行，存量资金拨付叠加增量化债资金，预计四季度财政支出拐点有望进一步上扬，带动年内经济的企稳回升。

图13: 政府性基金支出完成进度



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图14: 广义财政收支边际增速持续大幅回升 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

风险提示

1. 国内经济复苏不及预期风险 2. 国内政策落实不及预期风险 3. 房地产市场大幅走弱的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪，中国银河证券宏观团队负责人。聂天奇，中国银河证券宏观分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn