

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：周恺悦

执业证号：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

上月财政运行过程中，我们已经发现财政收支运行的“疲惫感”，收入放缓，支出节奏放缓。5月经济表现欠佳，上述财政“疲惫感”在本月愈发明显。当下市场对逆周期政策有较高期待，未来财政发力空间还有多少？还有多少增量工具可以期待？我们尝试给出回答。

► 5月财政收入进一步走弱，支出节奏明显放缓，财政“疲惫感”升级。

5月公共财政收入同比32.7%，剔除去年留抵退税影响，实际同比-4.7%（4月，4.8%）。其中**企业所得税负向拖累6.1pct，反映当前工业企业利润回落。**

5月政府性基金收入同比-7.5%（4月，1.4%），收入进度（当月收入/年初全年预算）明显低于非集中供地年份。按当前节奏估算，全年土地出让收入同比落在-14%，**土地出让金规模较2022年继续减少1万亿。**

今年1-5月地方债发行2.2万亿，低于提前批额度2.6万亿，专项债发行节奏明显偏慢。我们发现资产端与负债端行为一致：5月份广义财政支出增速降至-4.5%（4月，5.5%），地方政府扩张意愿不强。**5月地方支出增速明显弱于中央，显示地方财政支出意愿不高。**

► 未来财政发力空间何处寻？或有三项政策工具可以期待。

其一，提高专项债发行和使用节奏。

在地方对专项债项目进行新一轮筛选后，中央可能会督促地方加快专项债的使用，譬如2022年5月末财政部要求专项债于6月发行完毕，后续同样或有类似政策出台，值得持续关注。

其二，或有特殊融资工具支持地方财政支出。

今年财政预算数据显示，全年税收和土地出让金增速弱于往年。今年维持平稳的财政运算需要依赖预算外资金。在所有预算外融资工具中，政策性金融工具使用流程灵活、配套杠杆力度大，或是未来最易使用的预算外融资工具。

其三，或有增量政策工具支持化债。

两会提出今年通过“优化债务期限结构、降低利息负担”应对地方债务风险，指向债务置换、债务展期、债务重组三种方式化债。

历史上行之有效的化债方式是债务置换，2014-2018，2020-2022先后展开过两轮隐性债务置换。根据计算，2022年末仍有2.5万亿地方债务结存限额，后续财力薄弱地区偿付风险或付息压力较重时，或可争取结存限额展开新一轮置换。

另一方面，债务置换、展期、重组这三项化债方式均指向金融机构让利，未来财政可能新增贴息工具，亦或发行特别国债，给与配合地方化债金融机构以资金支持。

风险提示：地产政策变化超预期，地缘政治风险超预期。

相关研究

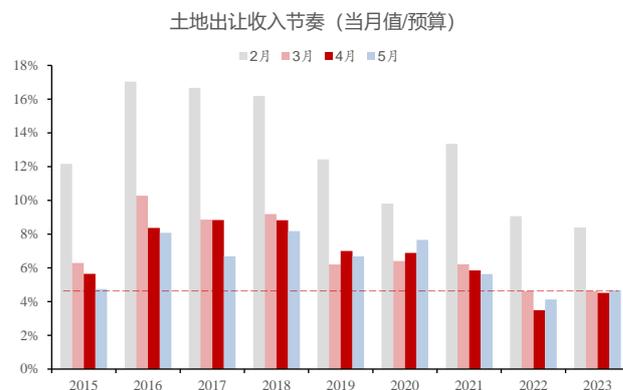
- 1.2023年5月经济数据点评：留一份期待给三季度-2023/06/16
- 2.2023年H2金融条件展望：剩余流动性的“表”与“里”-2023/06/15
- 3.2023年5月金融数据点评：政策底还是经济底-2023/06/14
- 4.2023下半年海外宏观经济及资产展望：美国衰退并非“海市蜃楼”-2023/06/13
- 5.宏观事件点评：假如降息-2023/06/11

图1：5月公共财政收入进一步下探



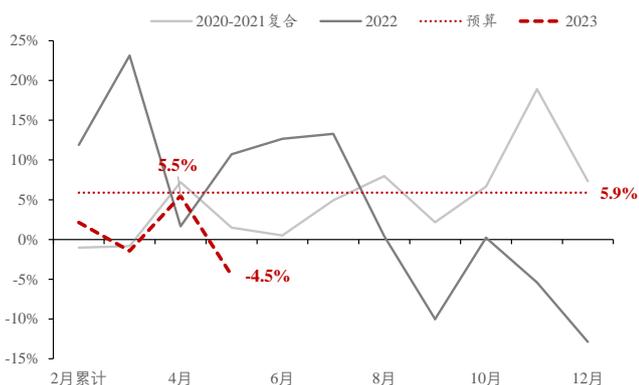
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：5月土地出让收入节奏仍低于非集中供地年份



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：5月广义财政支出同比大幅走弱



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：今年1-5月地方提前下达债务额度尚未用尽



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026