

6月财政数据点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：侯倩楠

houqiannan@gjzq.com.cn

财政稳增长，后续或如何加力？

事件：

7月19日，财政部公布上半年财政收支情况。上半年，全国一般公共预算收入119203亿元，同比增长13.3%；全国一般公共预算支出133893亿元，同比增长3.9%。

点评：内需偏弱、稳增长受掣肘下，后续财政加力或重在打通资本金堵点、对冲需求不足等

广义财政收入、支出均明显下滑。6月，剔除留抵退税因素影响后，广义财政收入同比下降12.2%、较5月降幅走阔近7个百分点；剔除基数效应影响后，广义财政支出两年复合同比下降2.8%、降幅较5月走阔超5个百分点。从预算完成进度看，上半年广义财政收入、支出进度为48%、45%，分别落后过去五年同期平均进度1个百分点、3个百分点。广义财政收入持续低迷，或主因经济内生动能修复偏弱。剔除留抵退税因素后，6月税收收入同比下降9%、较5月降幅走阔超4个百分点；其中，占比较高的增值税和企业所得税，同比分别下降7.2%、21.2%，或指向有效需求不足、企业经营承压等。地产销售持续低迷下，6月土地出让收入继续下探、同比下降24.3%。

财政支出强度持续下滑，除收入掣肘外，或也受资本金及项目缺位等因素压制。2023年上半年稳增长资金呈发行慢、落地慢特征，专项债发行规模和进度均低于2022年同期，石油沥青开工率也自二季度起走弱。稳增长发力受掣肘，一方面或缘于项目储备不足、质量不佳；另一方面，地方财政低迷、项目资本金缺位或导致专项债难以落地使用。经济边际改善下，内需不足依旧突出，后续财政支出或需保持较高强度，阶段性对冲有效需求不足。稳增长加力，项目审批已提速，后续重点或在打通资本金堵点、补充配套资金等。考虑到2022年政策性开发性金融工具已使用七成，且和财政资本金带动至少五倍配套资金，后续或可重点关注政策性开发性金融工具、PSL等储备工具。

常规跟踪：一般财政、政府性基金收支均回落，拖累广义财政收支继续下滑

政府性基金收入、一般财政收入均下滑，拖累广义财政收入增速继续回落。6月，剔除留抵退税因素影响后，广义财政收入同比下降12.2%、较5月5.2%的降幅走阔7个百分点；其中，一般财政收入同比下降10.2%、较5月降幅走阔超5个百分点；政府性基金收入同比下降19.5%、较5月降幅走阔12个百分点。从预算完成度来看，6月广义财政收入预算完成度为8.3%，低于过去五年同期的9.2%；一般财政、政府性基金预算完成度均处于过往较低水平。

受收入掣肘与专项债发行基数影响，广义财政支出强度明显下滑。6月，广义财政支出同比下降16.3%，两年复合同比下降2.8%、较5月回落超5个百分点。剔除专项债的高基数影响，6月政府性基金支出两年复合同比下降14.3%、较5月回落15个百分点；一般财政支出同比下降2.5%、低于5月的1.5%。从预算完成度来看，6月广义财政支出预算完成度为9.7%，明显低于过去五年同期的12.2%；政府性基金支出拖累明显，6月预算完成度仅7.5%。

风险提示

政策落地不及预期，数据统计存在误差或遗漏。

内容目录

1. 内需偏弱、稳增长发力受掣肘下，后续财政加力或重在打通资本金堵点.....	3
2. 常规跟踪：一般财政、政府性基金收支均回落，拖累广义财政收支下滑.....	4
风险提示.....	7

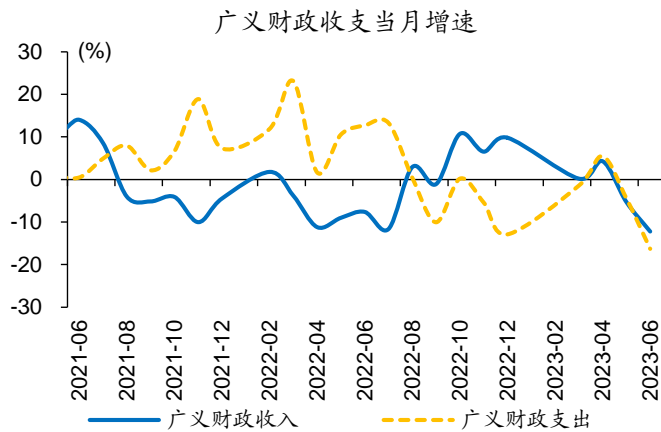
图表目录

图表 1： 6 月，广义财政收支增速延续下滑.....	3
图表 2： 上半年广义财政支出预算完成度处于较低水平.....	3
图表 3： 二季度居民收支支出修复放缓.....	3
图表 4： 6 月，商品房成交仍处于历史低位.....	3
图表 5： 6 月，地方新增专项债发行规模低于过往同期.....	4
图表 6： 专项债项目资本金（不含专项债）占比超五成.....	4
图表 7： 5 月以来，国家发改委核准项目加速.....	4
图表 8： 部分地区金融工具与财政资金带动效果明显.....	4
图表 9： 6 月，广义财政收入同比下降 12.2%.....	5
图表 10： 6 月，政府基金、一般财政收入延续下滑.....	5
图表 11： 6 月，一般财政收入同比下降 10.2%.....	5
图表 12： 6 月，税收收入、非税收入均下滑.....	5
图表 13： 6 月，一般财政收入预算完成度为 9%.....	5
图表 14： 6 月，国内增值税、企业所得税均下滑.....	5
图表 15： 6 月，土地出让收入拖累政府性基金收入下滑.....	6
图表 16： 6 月，政府性基金收入预算完成度为 6.2%.....	6
图表 17： 6 月，广义财政支出同比下降 16.3%.....	6
图表 18： 6 月，一般财政、政府性基金支出均下滑.....	6
图表 19： 6 月，政府性基金支出增速延续下滑.....	7
图表 20： 6 月，政府性基金支出完成度明显慢于过往.....	7
图表 21： 6 月，卫生健康、农林水支出提速.....	7
图表 22： 6 月，一般财政支出中基建类支出占比提升.....	7

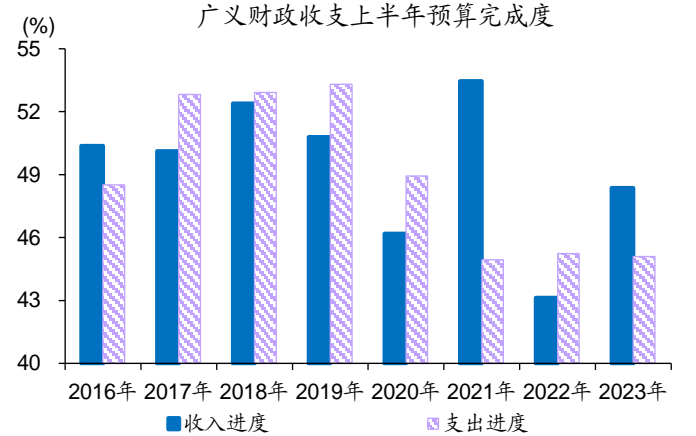
1. 内需偏弱、稳增长发力受制肘下，后续财政加力或重在打通资本金堵点

广义财政收入、支出均明显下滑。6月，剔除留抵退税因素影响后，广义财政收入同比下降12.2%、较5月降幅走阔近7个百分点；收入掣肘下，广义财政支出同比-16.3%，两年复合同比下降2.8%、较5月回落超5个百分点。从预算完成进度看，上半年广义财政收入、支出进度为48.4%、45.1%，分别落后过去五年同期平均进度1个百分点、3个百分点。

图表1：6月，广义财政收支增速延续下滑



图表2：上半年广义财政支出预算完成度处于较低水平

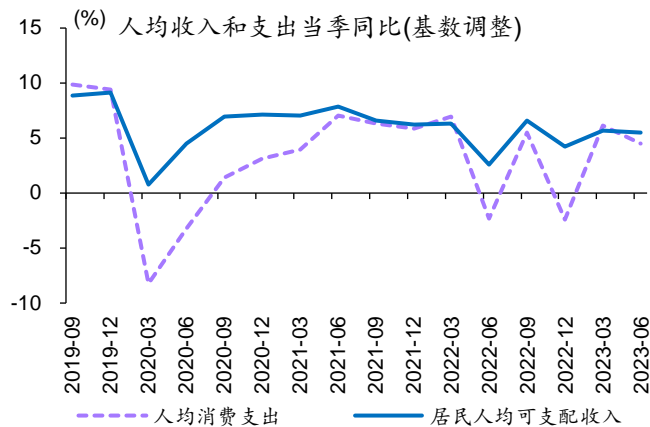


来源：Wind、国金证券研究所

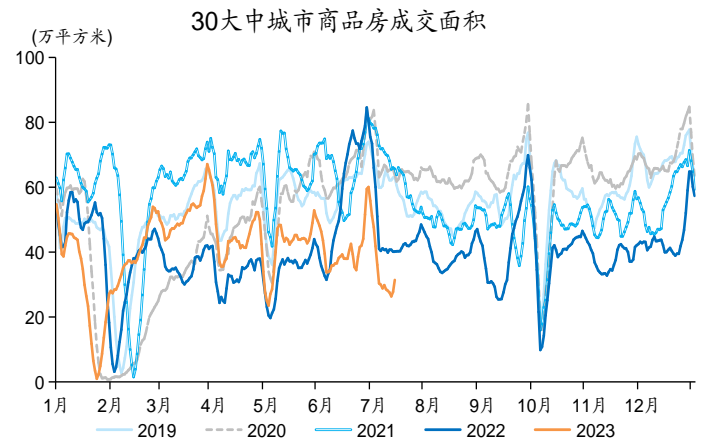
来源：Wind、国金证券研究所

广义财政收入延续低迷，或主因经济内生动能修复偏弱。6月，剔除留抵退税因素后，税收收入同比下降9%、较5月降幅走阔超4个百分点；其中，占比较高的增值税和企业所得税，同比增速分别下降7.2%、21.2%，或指向有效需求不足、企业经营承压等。地产销售持续低迷下，6月土地出让收入继续下探、同比下降24.3%。税收收入及土地出让收入持续下滑，均指向经济内生动能不足，需要政策加力进一步呵护。

图表3：二季度居民收支修复放缓



图表4：6月，商品房成交仍处于历史低位

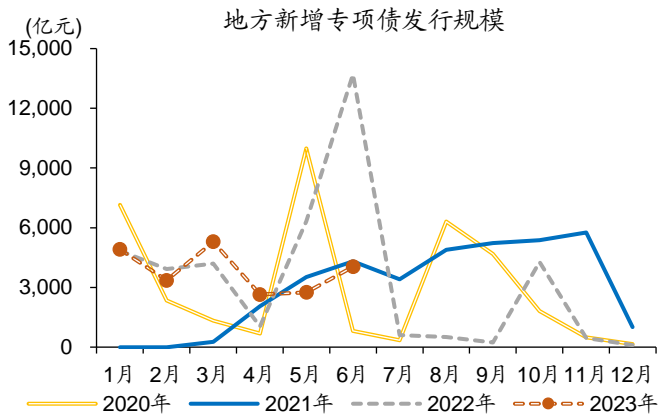


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

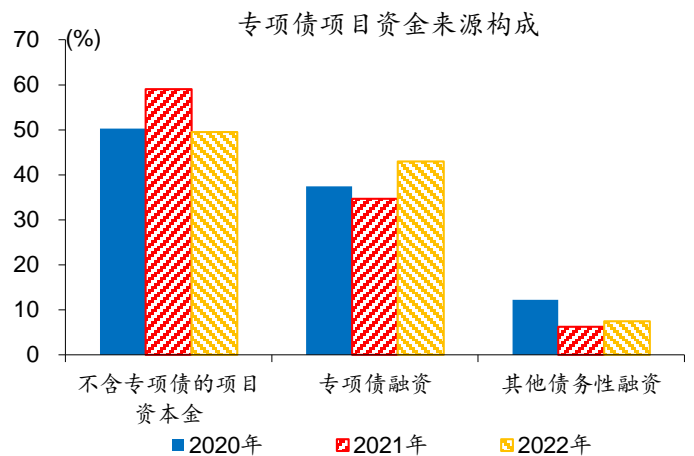
财政支出强度持续下滑，除收入掣肘外，或也受资本金、项目缺位等因素压制。2023年上半年稳增长资金呈发行慢、落地慢特征，专项债发行规模及进度均明显不及2022年同期；石油沥青开工率也自二季度起走弱，或指向基建资金落地较慢。稳增长资金发行、落地慢，一方面或缘于项目储备不足、质量不佳；另一方面，近年非专项债的项目资金占项目投资的平均比例约占50%，或指向专项债使用很大程度受到地方财政掣肘、而非互补，地方财政低迷、项目资本金缺位或导致专项债难以落地使用。

图表5: 6月, 地方新增专项债发行规模低于过往同期



来源: Wind、国金证券研究所

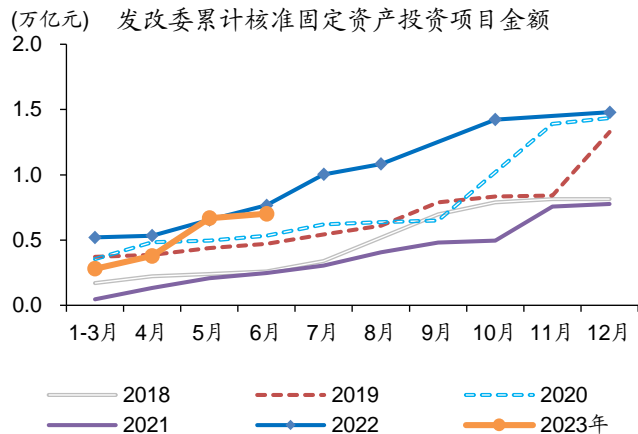
图表6: 专项债项目资本金(不含专项债)占比超五成



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

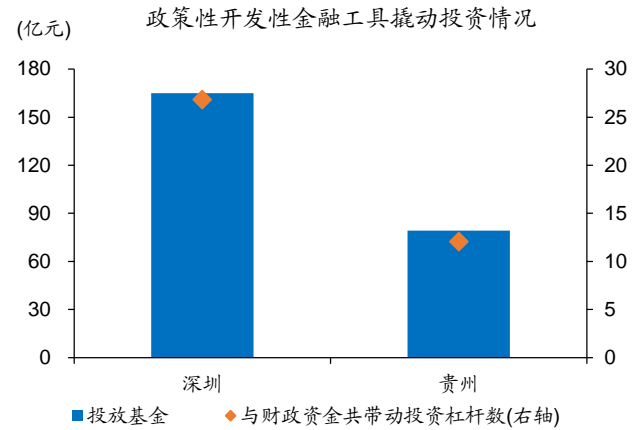
经济边际改善下, 内需不足依旧突出, 后续财政支出或需保持较高强度, 阶段性对冲有效需求不足。稳增长加力, 项目审批已提速, 后续重点或在打通资本金堵点、补充配套资金等。考虑到 2022 年投放的 7399 亿元政策性开发性金融工具使用进度已达七成, 且与财政资金一起至少带动 5 倍配套融资¹, 部分地区投资杠杆率甚至可超 10 倍。后续稳增长强度, 或可重点关注政策性开发性金融工具、PSL 等储备工具对广义财政的支持。

图表7: 5月以来, 国家发改委核准项目加速



来源: 国家发改委、国金证券研究所

图表8: 部分地区金融工具与财政资金带动效果明显



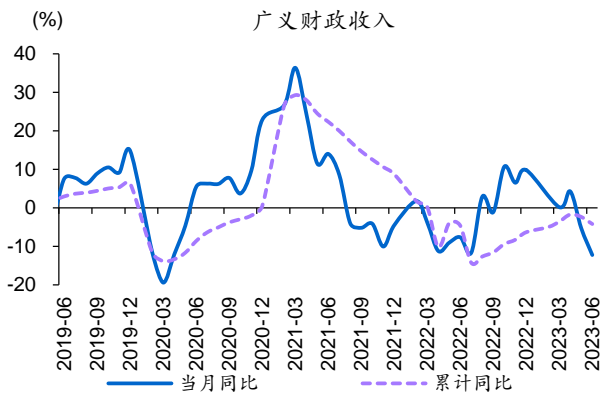
来源: 各地政府网站、国金证券研究所

2. 常规跟踪: 一般财政、政府性基金收支均回落, 拖累广义财政收支下滑

政府基金、一般财政收入均明显回落, 拖累广义财政收入降幅走阔。6月, 剔除留抵退税因素影响后, 广义财政收入同比下降 12.2%、较 5 月 5.2% 的降幅走阔; 其中, 一般财政收入同比下降 10.2%, 较 5 月降幅走阔近 7 个百分点; 政府性基金收入同比下降 19.5%, 较 5 月降幅走阔超 12 个百分点。从预算完成度来看, 6 月广义财政收入预算完成度为 8.3%, 低于过去五年同期的 9.2%; 一般财政、政府性基金预算完成度均处于过往较低水平。

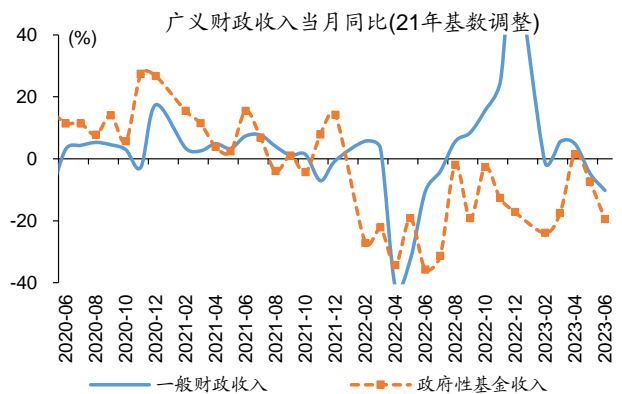
¹ https://www.gov.cn/xinwen/2022-11/17/content_5727428.htm

图表9: 6月, 广义财政收入同比下降12.2%



来源: Wind、国金证券研究所(注: 2023年二季度广义财政同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

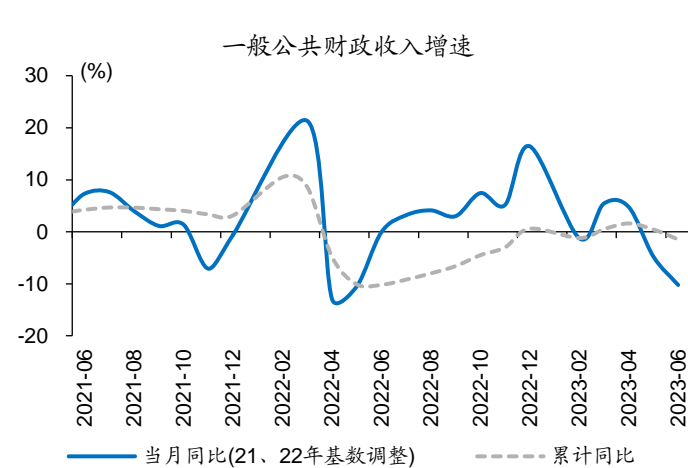
图表10: 6月, 政府基金、一般财政收入延续下滑



来源: Wind、国金证券研究所(注: 2023年二季度一般财政同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

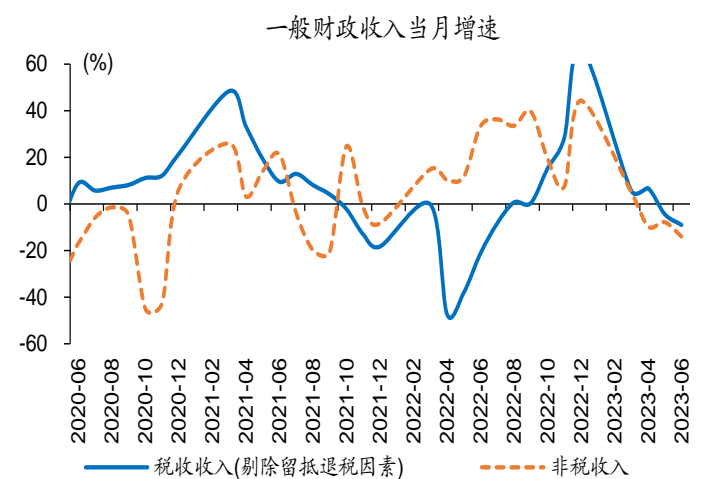
一般财政收入回落, 或指向经济内生动能不足依旧突出。6月, 剔除留抵退税因素, 一般财政收入同比下降10.2%; 其中税收收入同比下降9%, 较5月4.4%的降幅走阔超4个百分点, 剔除留抵退税基数因素, 国内增值税和企业所得税下滑明显; 非税收入同比下降14%、较5月降幅走阔约6个百分点。从预算完成进度看, 6月一般财政收入预算完成度9%, 处于过往同期次低水平; 上半年预算完成度55%, 与过往同期基本持平。

图表11: 6月, 一般财政收入同比下降10.2%



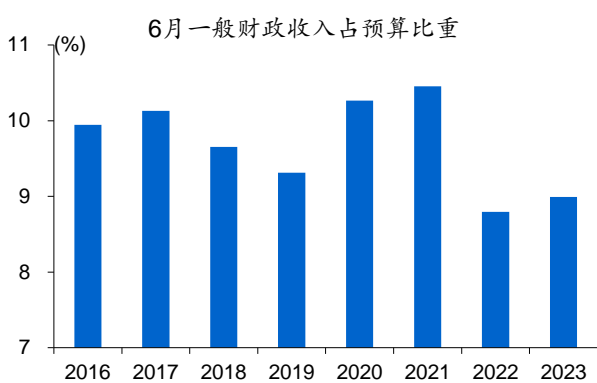
来源: Wind、国金证券研究所(注: 2023年二季度一般财政同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

图表12: 6月, 税收收入、非税收入均下滑



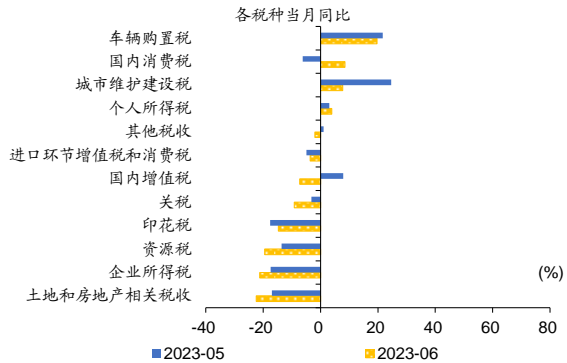
来源: Wind、国金证券研究所(注: 2023年二季度税收收入同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

图表13: 6月, 一般财政收入预算完成度为9%



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 6月, 国内增值税、企业所得税均下滑

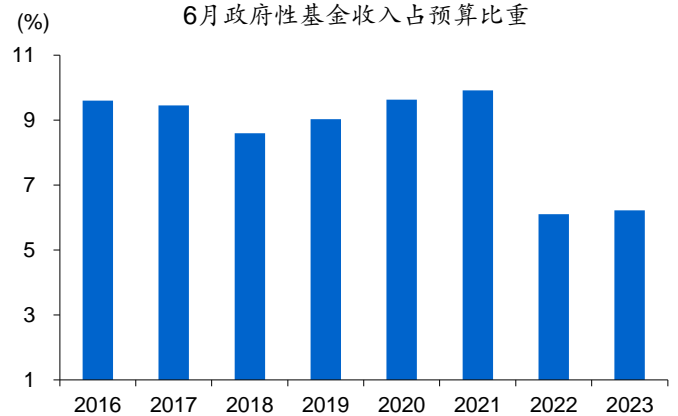
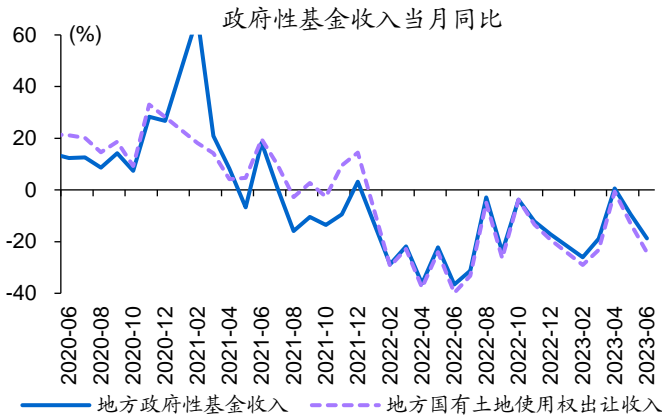


来源: Wind、国金证券研究所(注: 2023年二季度国内增值税同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

土地财政拖累政府性基金收入继续回落。6月，政府性基金收入同比下降19.5%；与土地财政领先指标、百城土地市场成交相印证，土地出让收入延续低迷、同比下降24.3%，较5月降幅扩大超10个百分点；从预算完成进度来看，6月政府性基金收入预算完成度为6.2%，与2022年同期持平、处于较低水平；上半年政府性基金收入预算完成度为30%、仅略高于2022年同期。

图表15: 6月，土地出让收入拖累政府性基金收入下滑

图表16: 6月，政府性基金收入预算完成度为6.2%



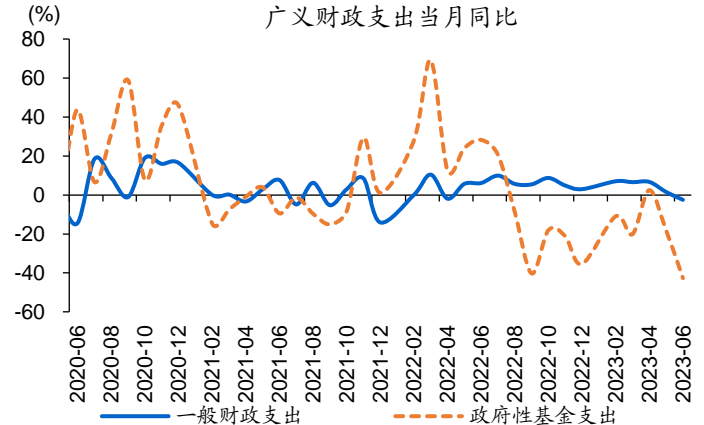
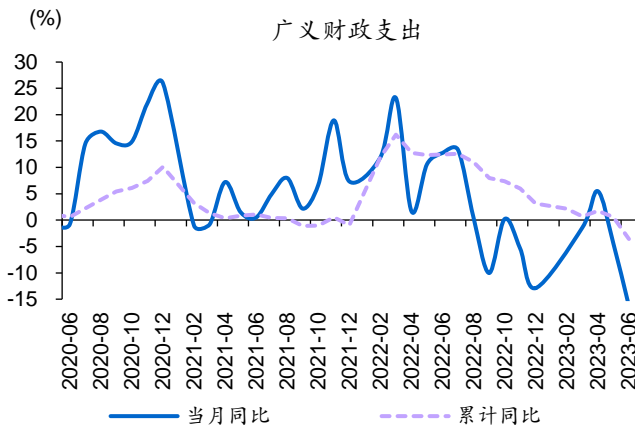
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

收入低迷、地方债发行较慢等因素，导致广义财政支出强度继续回落。6月，广义财政支出同比下降16.3%，两年复合同比下降2.8%、较5月回落超5个百分点。2022年同期专项债发行的高基数效应影响下，6月政府性基金支出下滑尤为明显、同比下降42.7%，两年复合来看，政府性基金支出同比下降14.3%；一般财政支出同比下降2.5%、亦低于5月的1.5%。

图表17: 6月，广义财政支出同比下降16.3%

图表18: 6月，一般财政、政府性基金支出均下滑

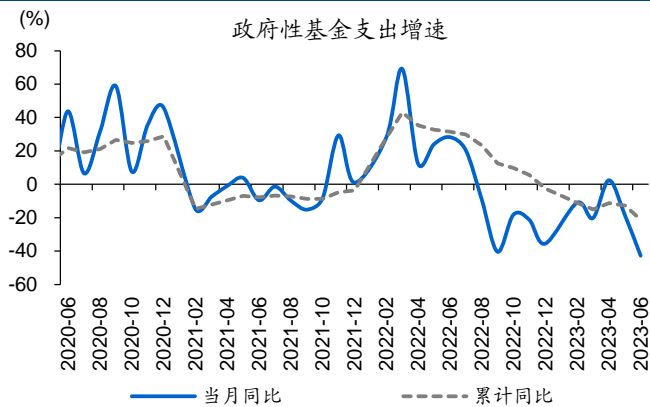


来源: Wind、国金证券研究所

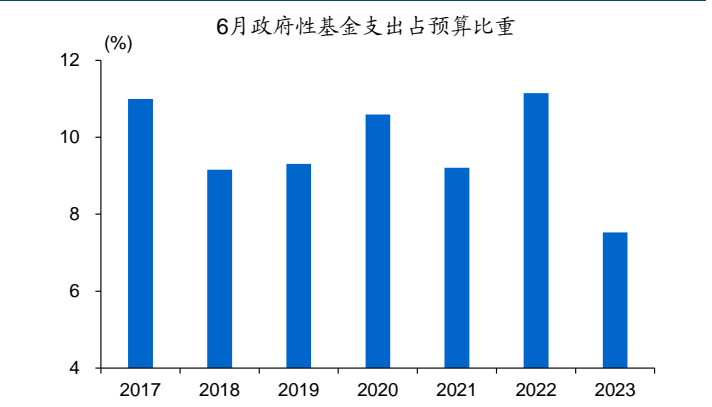
来源: Wind、国金证券研究所

政府性基金支出大幅下滑，主因收入拖累及专项债发行进度较慢。6月，政府性基金支出同比下降42.7%，两年复合同比下降14.3%、较5月的0.7%增速回落15个百分点；6月政府性基金支出预算完成度为7.5%、慢于过往同期水平。除了收入端大幅回落掣肘支出强度外，地方新增专项债发行进度较慢也是重要原因；6月地方新增专项债发行规模为4038亿元，明显低于2022年同期的1.37万亿元。

图表19: 6月, 政府性基金支出增速延续下滑



图表20: 6月, 政府性基金支出完成度明显慢于过往

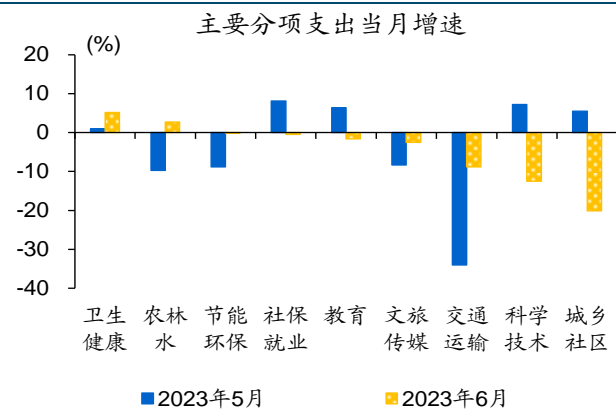


来源: Wind、国金证券研究所

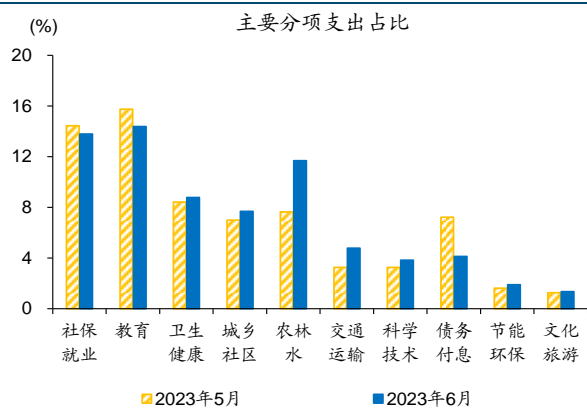
来源: Wind、国金证券研究所

一般财政支出对民生、基建等支持力度相对较大。6月一般财政支出中, 农林水支出同比增长2.8%、较5月增速提升超12个百分点; 卫生支出同比增长5.2%、高于5月的1%; 从支出占比来看, 民生支出仍是重点, 教育、社保就业支出占比分别达14.4%、13.8%; 基建类支出占比提升至24%, 较5月的18%提升约6个百分点。

图表21: 6月, 卫生健康、农林水支出提速



图表22: 6月, 一般财政支出中基建类支出占比提升



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放; 房企债务、居民购房意愿等, 继续拖累地产投资和销售。
- 2、数据统计误差或遗漏。一些数据指标, 可能存在统计或者处理方法上的误差和偏误; 部分数据结果也可能受到样本范围、统计口径等影响。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402