

**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

开年一季度财政支出节奏偏快，尚有财政前倾迹象。进入四月，公共财政收入放缓、土地出让收入持续磨底、债务发行进度也弱于往年季节性，财政“疲态”显露。待到6月，**广义财政支出同比跌至-16.2%，较前值下行近12个百分点（5月，-4.5%），财政支出保持定力的特征愈发明显。**

➤ **财政保持定力然而6月基建超预期扩张，主因对财政依赖低的电力投资放量。**

二季度基建同比10.7%，6月12.3%，基建表现之所以超预期，或可做如下解释：6月电力投资贡献58%总基建投资增速，而电力项目所需财政资金占比较低，参照2021年各项基建项目到位资金比重，电力项目到位资金中财政资金占比仅达7.6%（交运、水利项目高达21.7%、27.2%）。此外，今年专项债用作资本金比重抬升，2020-2022年专项债用作资本金比重在7%左右，而今年二季度这一比重上行至10%。

**财政收入下行且地方政府能动性受约束，预计未来电力投资之外基建发力有限。**

当前土地出让收入超预期走弱，按此节奏推算，全年土地出让收入或较预算减收1.4万亿，或将约束足量预算内资金投向基建。另外下半年地方工作重心或在化债，地方基建的能动性较弱。

➤ **当前财政保持定力，要因是收入端偏弱约束支出放量，税收和土地出让金均如此。**

今年上半年公共财政收入11.9万亿，去年同期额10.5万亿，而今年上半年退税1.5万亿，故而今年上半年实际公共财政收入达12万亿。可见**今年上半年公共财政收入同比为负（-1.0%）**。上半年土地出让收入1.9万亿，同比收缩约5000亿元，收入进度为2015年以来同期最低值。

疫情影响消除后，财政收入仍在下行，这或许是今年财政支出保持定力的直接原因。

➤ **预计全年财政支出偏克制，因为全年财政导向是向高质量增长倾斜。**

进入二季度，财政收支力度双双走弱，加之当下地产仍在磨底，预计下半年出口环比顶多持平上半年。下半年经济更多呈现企稳迹象，大力度反弹的概率并不高。市场因此对下半年财政发力寄予厚望。

**我们提示两点迹象表明今年财政或定力极强，偏克制的财政取向或截然不同于2022年。**

**迹象之一，二季度以来财政支出节奏明显放缓，与二季度以来地方政府注重债务**

## 相关研究

- 1.宏观专题研究：黄金定价：老框架和新变量-2023/07/18
- 2.2023年6月经济数据点评：GDP“保五”和下半年重点-2023/07/17
- 3.全球大类资产跟踪周报：海外重回宽松交易-2023/07/16
- 4.2023年6月出口数据点评：出口没有崩-2023/07/14
- 5.宏观专题研究：中国对俄出口的潜在机会-2023/07/13

风险化解相呼应。还有一个例证是二季度专项债发行显著慢于往年（今年 25%，去年 58%）。

**迹象之二**，年初财政预算报告清晰展示，国家资源更多向高质量增长领域，故而全国财政支出向国防外交、教育、民生领域资金占比明显提高；一般公共服务支出占比下降，财政资金对基建，尤其地方主导基建的资金支持力度较往年减弱。上半年预算内民生支出同比 6.6%，基建同比仅-1.5%，逐步兑现年初给出的财政规划。

展望未来，政策目标并非为了简单实现经济粗放式高增长而更多关注高质量发展。相较分子端政策（旨在提振增长），分母端政策（重在化解债务风险）或许才是下半年财政重心。

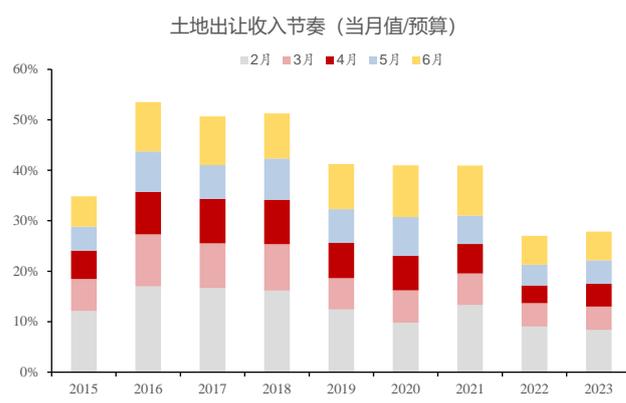
➤ **风险提示：** 地产政策超预期，海外地缘政治超预期。

图1：6月公共财政收入同比进一步下探



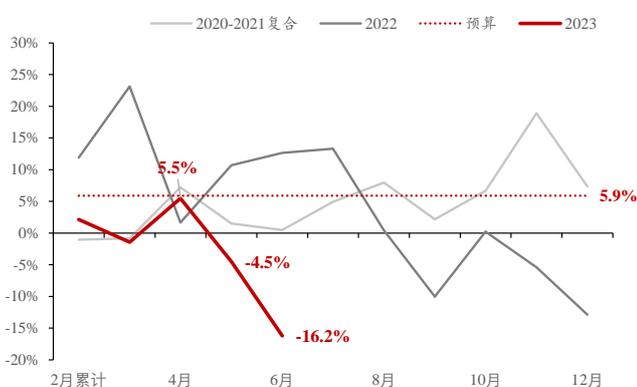
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：6月土地出让收入节奏仍然偏慢



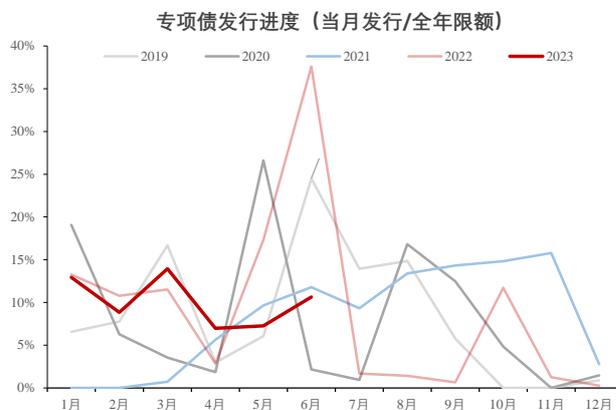
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：6月广义财政支出同比大幅走弱



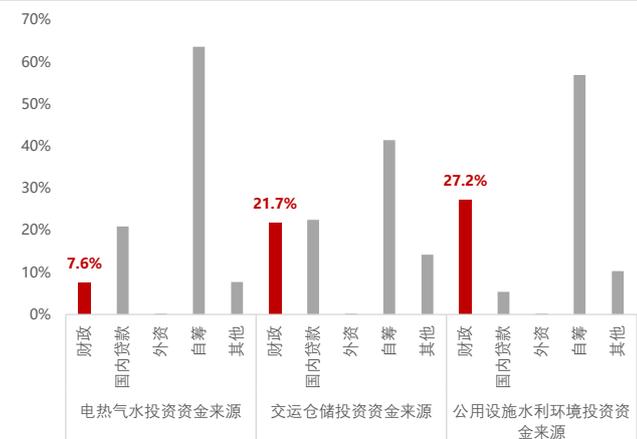
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：二季度专项债发行进度走弱



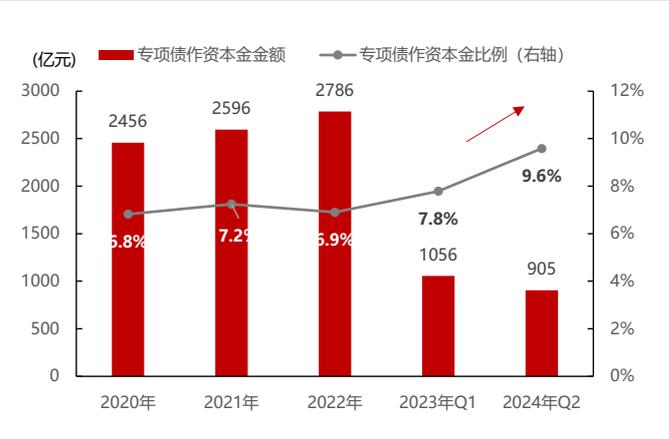
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2021年各类基建投资资金来源占比



资料来源：国统局，民生证券研究院

图6：今年以来专项债用作资本金比重上行



资料来源：企业预警通，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