

7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

财政支出或需“赶进度”

事件：

8月19日，财政部公布前7月财政收支情况。1-7月累计，全国一般公共预算收入139334亿元，同比增长11.5%；全国一般公共预算支出151623亿元，同比增长3.3%。

点评：稳增长受掣肘下，财政支出进度处于历史低位，后续如何“赶进度”值得关注

广义财政收入拖累放缓，带动支出增速边际修复。7月，剔除留抵退税因素影响后，广义财政收入同比-5%、较6月降幅收窄超7个百分点；剔除基数效应，广义财政支出两年复合同比-0.6%、降幅较6月收窄超2个百分点。从预算完成度看，前7月广义财政收入、支出进度为56.9%、46.6%，落后过去五年同期平均进度2个百分点、10个百分点。广义财政支出进度处于历史低位，主因政府性基金支出拖累。政府性基金支出前7月预算完成进度为41.2%，落后于过去五年平均进度42.6%超1个百分点，处于历史次第水平；7月预算完成进度仅5%，明显落后过去五年平均6.5%。一般财政支出前7月预算完成度为55.3%，7月预算完成进度为6.4%、与过去五年平均支出进度基本持平。

7月政府性基金支出进度慢，除收入掣肘外，或也受资本金、项目缺位、暴雨天气等因素干扰。7月，地方债发行慢、财政资金使用慢，一方面或缘于项目储备不足、质量不佳，专项债使用受到财政资本金缺位掣肘等；另一方面暴雨天气带来的降雨量激增或对以财政资金为主的基建投资节奏产生了一定扰动。

重申观点：稳增长货币先行，后续财政如何“赶进度”同时激发实体需求修复或更为关键。准财政工具、政策性金融工具等作为预算内的重要补充，可助力进一步打通项目资本金“堵点”，后续或需紧密追踪；同时，防风险、促消费、稳投资等一揽子稳增长政策已加速出台，落地效果有待观察。

常规跟踪：广义财政收入拖累放缓，带动广义财政支出边际改善

政府性基金、一般财政收入边际改善，推动广义财政收入降幅收窄。7月，剔除留抵退税因素后，广义财政收入同比-5%、较6月12%的降幅收窄超7个百分点，累计同比-4.3%、较6月的-4.2%基本持平；一般财政收入同比-4.8%，较6月降幅收窄超5个百分点；政府性基金收入两年复合同比-19.7%、较6月降幅收窄近9个百分点。7月，一般财政收入预算完成度9.3%，低于过去五年平均9.8%；政府性基金收入预算完成度为6.5%，仅高于2022年的5.5%。

政府性基金、一般财政支出均有提速，推动广义财政支出边际改善。7月，广义财政支出同比-12.7%、累计同比-4.8%；剔除基数效应，广义财政支出两年复合同比-0.6%、较6月降幅收窄超2个百分点；其中，政府性基金支出两年复合同比-12.1%、一般财政支出同比-0.8%，均较6月降幅收窄2个百分点左右。从预算完成进度看，7月政府性基金支出预算完成度5%，处于过往同期低位；一般财政支出进度6.4%、略低于过去五年平均6.7%。

风险提示

政策落地或不及预期，数据统计存在误差或遗漏。

内容目录

1. 财政支出进度处于历史低位，后续如何“赶进度”值得关注	3
2. 常规跟踪：广义财政收入边际修复，带动广义财政支出有所提速	4
风险提示	8

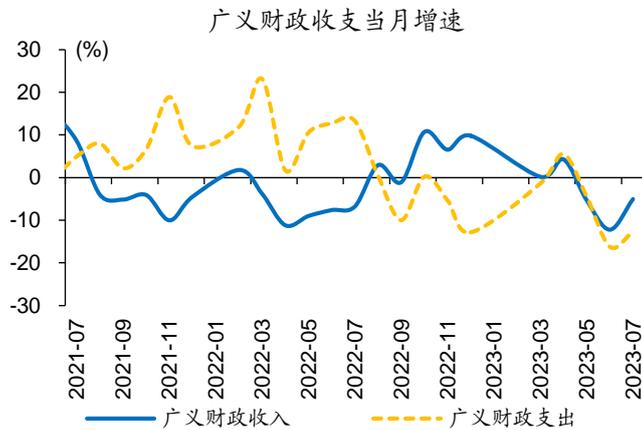
图表目录

图表 1：7月，广义财政收支均边际修复	3
图表 2：前7月广义财政支出预算完成度处于较低水平	3
图表 3：前7月，政府性基金支出进度为 41.2%	3
图表 4：7月，政府性基金支出进度低于过往同期	3
图表 5：前7月，地方新增专项债发行进度较慢	4
图表 6：7月，新增财政存款超九千亿元	4
图表 7：政策性金融工具 VS 专项建设债券	4
图表 8：2022 年四季度，PSL 一度明显放量	4
图表 9：7月，广义财政收入同比-5%	5
图表 10：7月，政府性基金、一般财政收入边际改善	5
图表 11：7月，一般财政收入同比-4.8%	5
图表 12：7月，税收收入边际修复	5
图表 13：7月，一般财政收入预算完成度为 9.3%	5
图表 14：7月，国内增值税、消费税边际修复	5
图表 15：7月，政府性基金收入边际修复	6
图表 16：7月，土地出让收入拖累放缓	6
图表 17：7月，政府性基金收入预算完成度为 6.5%	6
图表 18：前7月，政府性基金收入预算完成度为 36.7%	6
图表 19：7月，广义财政支出同比-12.7%	7
图表 20：7月，一般财政、政府性基金支出边际加快	7
图表 21：7月，政府性基金支出边际改善	7
图表 22：7月，国有土地出让收入拖累放缓	7
图表 23：7月，政府性基金支出进度为 5%	7
图表 24：前7月，政府性基金支出进度为 41.7%	7
图表 25：7月，社保就业、教育类支出提速	8
图表 26：7月，一般财政支出中民生类支出占比提升	8

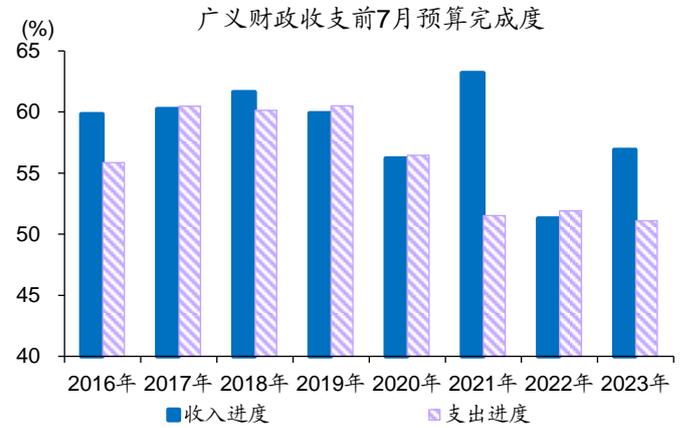
1. 财政支出进度处于历史低位，后续如何“赶进度”值得关注

广义财政收入拖累放缓，带动支出增速边际修复。7月，剔除留抵退税因素影响后，广义财政收入同比-5%、较6月降幅收窄超7个百分点；剔除基数效应，广义财政支出两年复合同比-0.6%、降幅较6月收窄超2个百分点。从预算完成度看，前7月广义财政收入、支出进度为56.9%、51.1%，落后过去五年同期平均进度2个百分点、5个百分点。

图表1：7月，广义财政收支均边际修复



图表2：前7月广义财政支出预算完成度处于较低水平

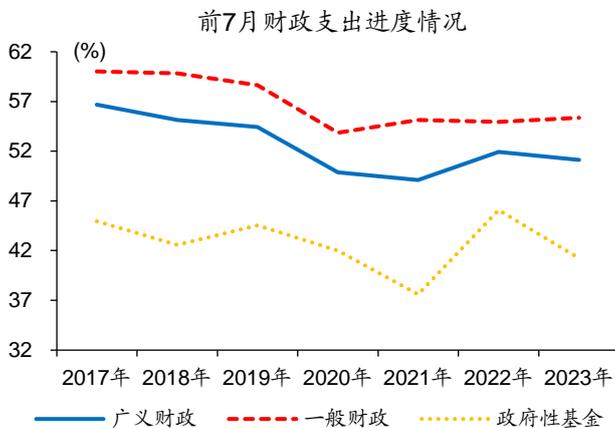


来源：Wind、国金证券研究所

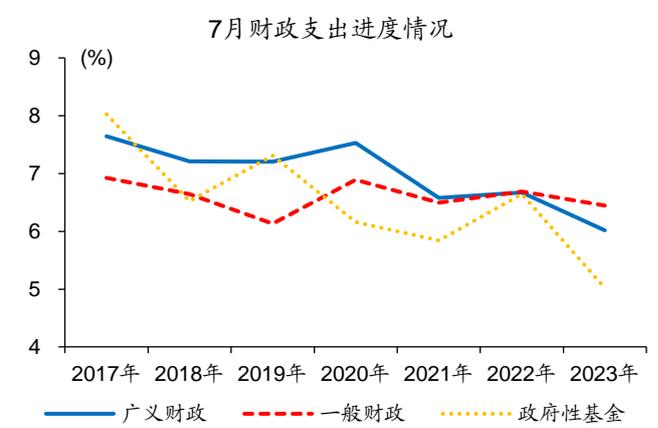
来源：Wind、国金证券研究所

广义财政支出进度处于历史低位，主因政府性基金支出拖累。政府性基金支出前7月预算完成进度为41.2%，落后于过去五年平均进度42.6%超1个百分点，处于历史次低水平；7月预算完成进度仅5%，明显落后过去五年平均的6.5%。一般财政支出前7月预算完成度为55.3%，7月预算完成进度为6.4%，与过去五年平均支出进度6.6%基本持平。

图表3：前7月，政府性基金支出进度为41.2%



图表4：7月，政府性基金支出进度低于过往同期



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

政府性基金支出进度慢，除收入掣肘外，或也受资本金、项目缺位等因素压制。7月，地方新增专项债发行规模相对进度依旧较慢；同时，新增财政存款达9100亿元、明显高于过去五年平均的6600亿元。地方债发行慢、财政资金使用慢，一方面或缘于项目储备不足、质量不佳，以及专项债使用受到财政资本金缺位掣肘；另一方面暴雨天气带来的降雨量激增或对以财政资金为主的基建投资节奏产生了一定扰动。

图5: 前7月, 地方新增专项债发行进度较慢

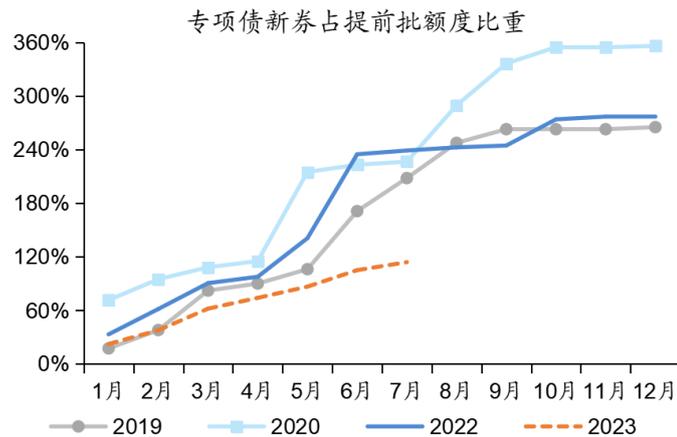
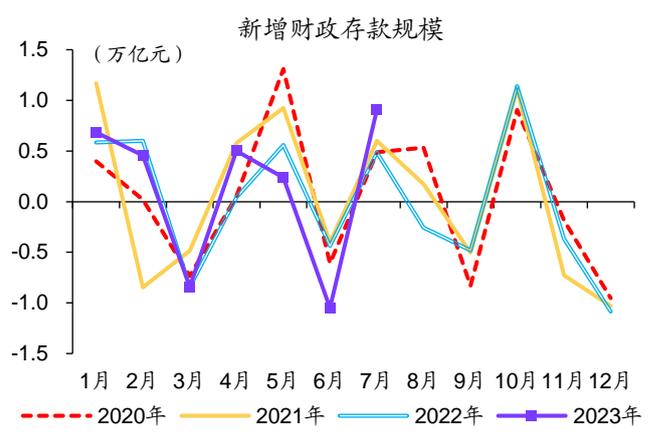


图6: 7月, 新增财政存款超九千亿元



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

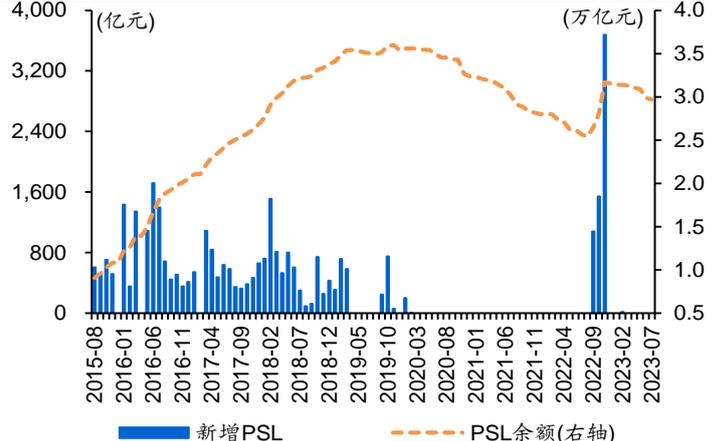
稳增长货币先行, 后续如何激发实体需求修复或更为关键。准财政工具、政策性金融工具等或是预算内的重要补充, 可助力进一步打通项目资本金“堵点”; PSL、再贷款等结构性货币政策工具亦可与财政端配合进一步定向支持相关融资; 同时, 防风险、促消费、稳投资等一揽子稳增长政策已加速出台, 落地效果有待观察。

图7: 政策性金融工具 VS 专项建设债券

分类	2015-2017年专项建设债券	2022年政策性金融工具
发行金额	超2万亿元	6000亿
发行期限	8-20年	/
发行利率	2015年发行之处财政按照90%比例贴息; 2016年9月, 针对不同项目类型, 执行最低0%、最高90%, 其他档次分别是70%和50%的分档贴息政策	中央财政按实际股权投资额予以适当贴息, 贴息期限2年
发行用途	支持国家重大项目建设	补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金, 或为专项项目资本金搭桥
支持领域	①民生工程: 棚户区改造等; ②基础设施: 重大水利工程、轨道交通等; ③产业转型: 增强制造业竞争力等转型升级项目等	①基础设施: 交通水利能源、信息科技物流、地下管廊、高标准农田、国家安全基础设施等; ②重大科技创新: 前沿新兴领域; 稳链补链领域; ③专项债投资项目: 基建相关、社会事业、保障性安居工程; 生态环保; 能源、城乡冷链物流
注资限制	不超过项目总投资的20%	不超过资本金的50%
运作方式	国开行和农发行向邮储银行定向发行, 并将债券收入以股本方式投入发展基金; 合格企业向政府递交基金支持申请, 发改委审核并入库重大项目; 国开和农发基金采用股权方式向项目注资	人民银行牵头支持开发银行、农发行发行金融债券等筹资; 发改委会同各个地方, 中央有关部门和中央企业形成足够的备选项目清单; 开发银行、农发行通过金融工具按照市场化原则自主选择投资

来源: 中国人民银行、Wind、财政部、国金证券研究所

图8: 2022年四季度, PSL 一度明显放量



来源: Wind、国金证券研究所

2. 常规跟踪: 广义财政收入边际修复, 带动广义财政支出有所提速

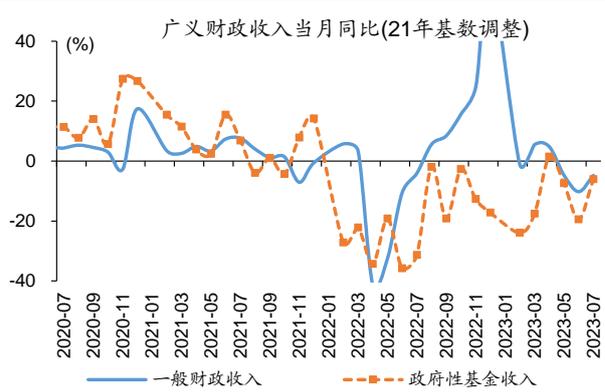
政府性基金、一般财政收入边际改善, 推动广义财政收入降幅收窄。7月, 剔除留抵退税因素后, 广义财政收入同比-5%、较6月12%的降幅收窄超7个百分点, 累计同比-4.3%、较6月的-4.2%基本持平; 其中, 一般财政收入同比-4.8%, 较6月降幅收窄超5个百分点; 政府性基金收入同比-6%、两年复合同比-19.7%、较6月降幅收窄近9个百分点。

图表9: 7月, 广义财政收入同比-5%



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

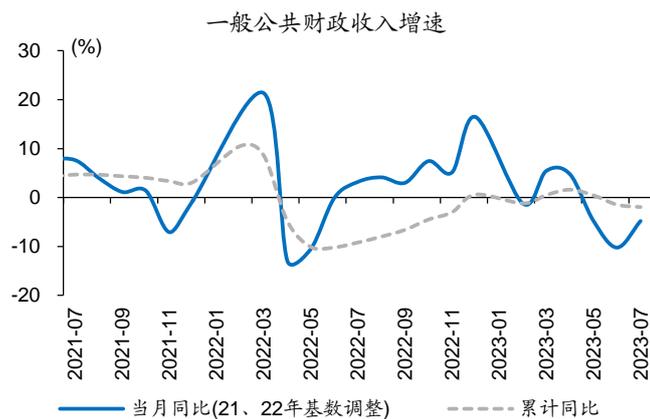
图表10: 7月, 政府性基金、一般财政收入边际改善



来源: Wind、国金证券研究所(注: 2023年一般财政同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

税收收入边际修复, 推动一般财政收入降幅收窄。7月, 剔除留抵退税因素, 一般财政收入同比-4.8%, 其中, 税收收入同比-3.8%, 较6月降幅收窄超5个百分点, 剔除留抵退税基数因素, 国内增值税、消费税边际修复, 同比分别提升至2.8%、14.5%; 非税收入同比-14.9%、较6月降幅走阔近1个百分点。从预算完成进度看, 7月一般财政收入预算完成度9.3%, 低于过去五年平均9.8%; 前7月完成64.2%, 低于过去五年平均64.9%。

图表11: 7月, 一般财政收入同比-4.8%



来源: Wind、国金证券研究所(注: 2023年一般财政同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

图表12: 7月, 税收收入边际修复



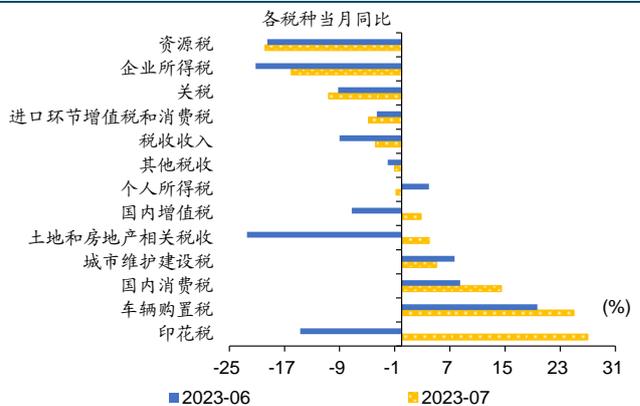
来源: Wind、国金证券研究所(注: 2023年二季度税收收入同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

图表13: 7月, 一般财政收入预算完成度为9.3%



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 7月, 国内增值税、消费税边际修复

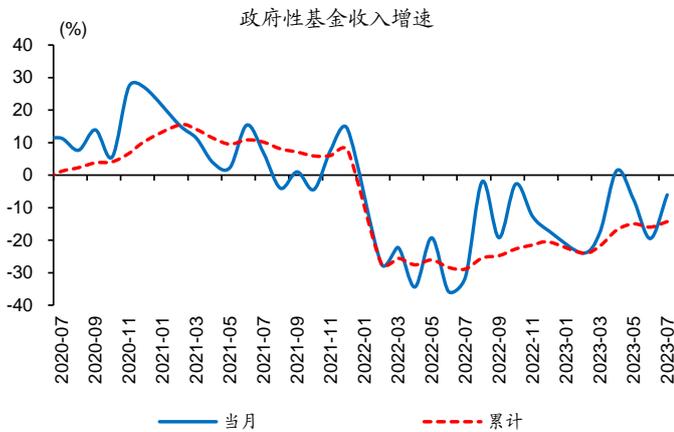


来源: Wind、国金证券研究所(注: 2023年国内增值税同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

土地出让收入拖累放缓下, 政府性基金收入企稳。7月, 政府性基金收入同比-6%, 两年

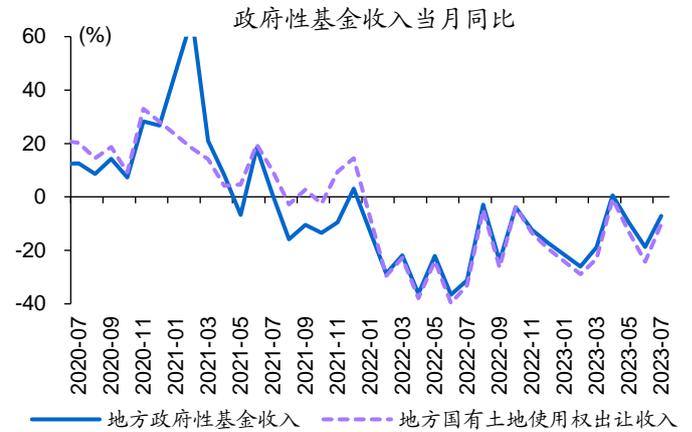
复合同比-19.7%、较6月降幅收窄近9个百分点；其中，土地出让收入同比-10%，较6月24%的降幅明显收窄；从预算完成进度来看，7月政府性基金收入预算完成度为6.5%，仅高于2022年的5.5%；前7月预算完成度为36.7%、低于过去五年平均47.7%。

图表15: 7月, 政府性基金收入边际修复



来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 7月, 土地出让收入拖累放缓



来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 7月, 政府性基金收入预算完成度为6.5%



来源: Wind、国金证券研究所

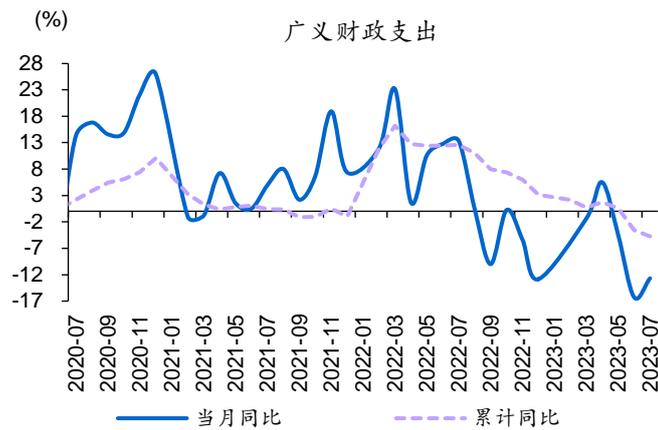
图表18: 前7月, 政府性基金收入预算完成度为36.7%



来源: Wind、国金证券研究所

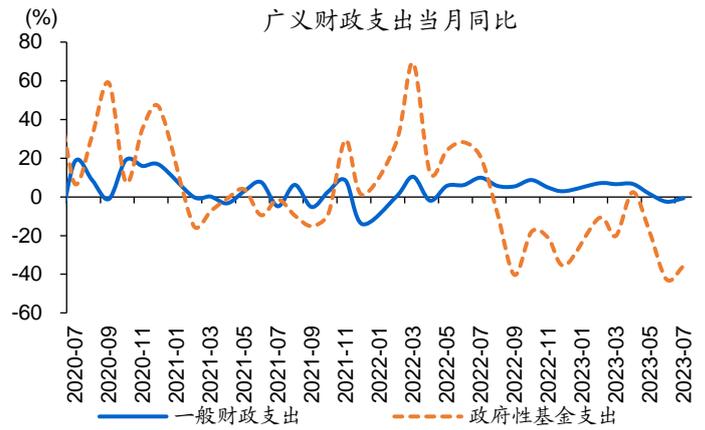
政府性基金、一般财政支出均有提速，推动广义财政支出力度边际改善。7月，广义财政支出当月同比-12.7%，累计同比-4.8%。剔除基数影响，7月广义财政支出两年复合当月同比-0.6%、较6月降幅收窄超2个百分点；其中，政府性基金支出同比-35.8%，两年复合同比-12.1%、较6月降幅收窄超2个百分点；一般财政支出同比-0.8%、较6月降幅收窄近2个百分点。

图表19: 7月, 广义财政支出同比-12.7%



来源: Wind、国金证券研究所

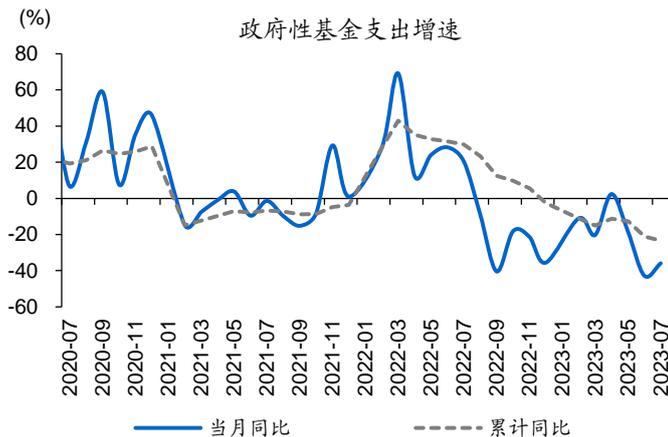
图表20: 7月, 一般财政、政府性基金支出边际加快



来源: Wind、国金证券研究所

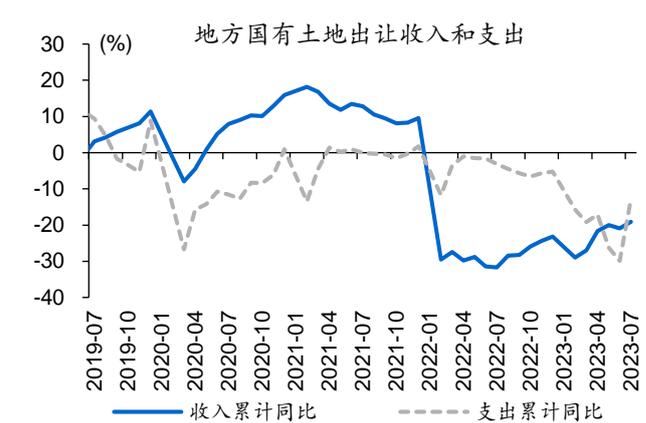
土地出让收入拖累放缓下, 政府性基金支出虽边际提速, 但预算完成度仍处于近年较低水平。7月, 政府性基金支出同比-35.8%, 两年复合同比-12.1%、较6月降幅收窄超2个百分点, 或主因土地出让收入拖累放缓; 从预算完成进度看, 7月政府性基金支出预算完成度5%, 低于过往同期水平; 前7月预算完成度41.7%, 低于过去五年平均水平42.6%。

图表21: 7月, 政府性基金支出边际改善



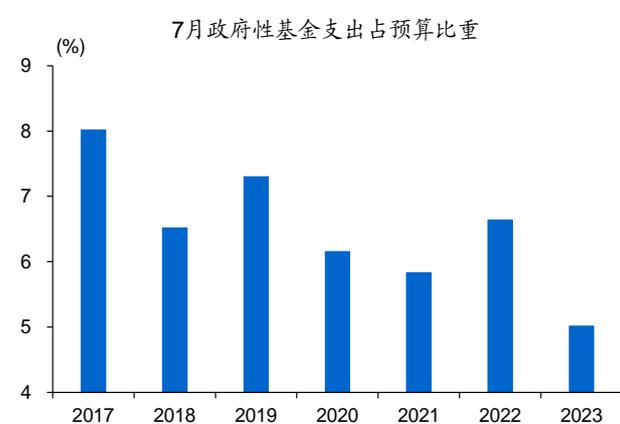
来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 7月, 国有土地出让收入拖累放缓



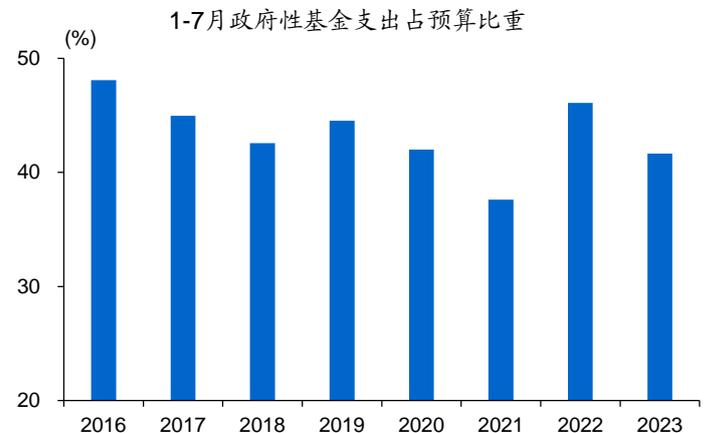
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 7月, 政府性基金支出进度为5%



来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 前7月, 政府性基金支出进度为41.7%



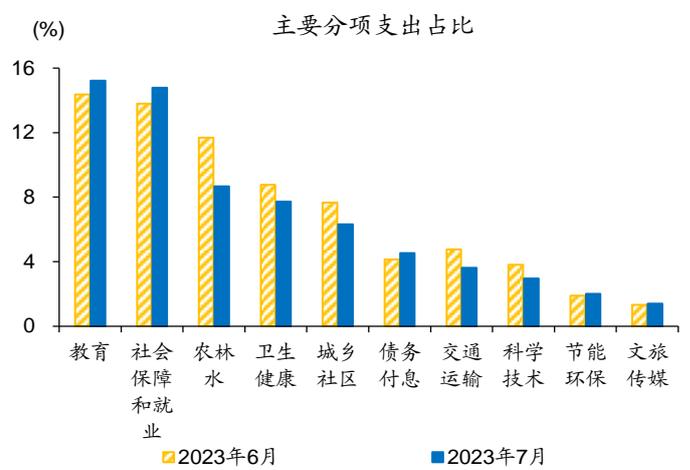
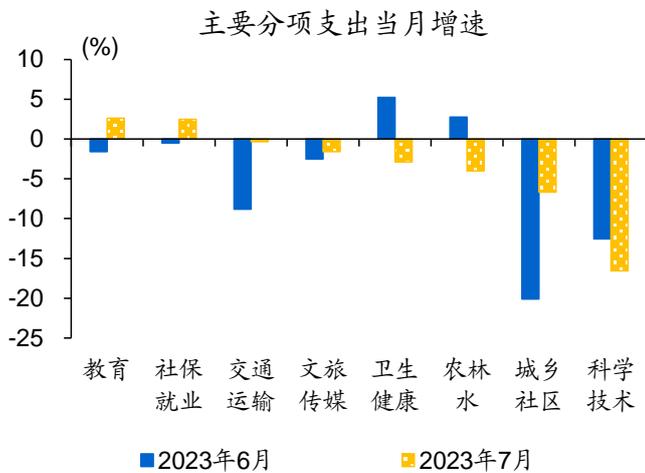
来源: Wind、国金证券研究所

一般财政支出对社保就业、教育等支持力度相对较大。7月一般财政支出中, 民生类支出仍是重点支持对象; 社保就业、教育支出同比增长2.5%、2.6%, 均较6月增速明显提升;

从支出占比来看，社保、教育支出仍是重点，社保就业支出占比达 14.8%，较 6 月的 13.8% 增长 1 个百分点；教育类支出占比达 15.2%，较 6 月的 14.4% 提升约 1 个百分点。

图表25：7月，社保就业、教育类支出提速

图表26：7月，一般财政支出中民生类支出占比提升



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、政策落地或不及预期。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