



## 财政数据反映哪些经济特征？

### —— 5月财政数据分析

2024年6月24日

在上月财政收支和债务发行均陷入低谷之后，5月专项债的显著提速推升了广义财政的支出力度，支出结构方面本月社保增速进一步提升，基建相关支出保持较高增速，财政稳增长意愿提升。但鉴于政策基数效应和经济供需缺口仍未弥合，收入端的修复仍然需要一定时间，税收收入整体偏慢且呈现结构性分化，这也印证了需求复苏中的新特征，而处于“跷跷板”另一头的非税收入上半年增速持续较高。

#### ● 收入端：税收呈现结构分化，土地收入持续偏弱

**税收与非税收入“跷跷板”再起。**在基数扰动下，1-5月税收合计收入80462亿元，累计同比-5.1%（前值-4.9%），与之对应的是非税收入增速年初以来持续较高，累计同比10.3%（前值-9.4%），显示当前收入端仍然整体偏弱。

**供需复苏分化之下，增值税更多或是基数影响，而所得税反映基本面临忧。**主要税收收入中，增值税在5月工业增加值高增和去年缓税集中入库的基数因素减弱下，累计同比降幅收窄至-6.1%（前值-7.6%）目前国内供给端复苏较强，增值税下半年有望迎来增速修复。而受需求端持续偏弱影响，价格“内卷”压力下，消费税增速降低，企业所得税增速由正转负。

**消费税和车辆购置税增速放缓反映内需改善的“新特征”。**1-5月消费税和汽车购置税增速降低，与五月社零增速的复苏呈现背离。5月消费持续改善主要来自于出行、餐饮服务业消费及体育娱乐、家电等“悦己消费”的增长，呈现典型的“消费下沉”趋势，年初以来城镇社零增速也持续低于乡村。而消费税征税对象主要是烟、酒、珠宝、部分高档汽车等可选、高价消费，继而与消费增速有所背离。此外，5月汽车以旧换新的政策效果仍然有限，汽车销量和购置税收入也持续偏弱。

**土地收入持续偏弱，预计三季度企稳、全年大概率欠收。**1-5月地方土地出让金收入累计同比增速-14%（前值-10.4%）。年初以来，土地收入持续偏弱仍是掣肘财政的主因之一，且目前出台的地产宽松政策传导至土地一级开发仍需时间。我们维持前期对土地收入三季度企稳、全年大概率欠收的判断。

#### ● 支出端：广义财政支出加码，支持基建稳增长

**专项债、特别国债并驾齐驱，广义支出有所回升。**专项债发行大幅提速、且特别国债启动发行下，政府性基金支出增速有所改善，一、二本账合计支出增速降幅有所收窄。其中广义财政中政府性支出边际增速降幅大幅改善，一本账预算内支出保持稳定，本月社保支出累计增速提升至4.52%（前值3.85%），基建保持较高增速，基建四项合计支出累计增速7.49%（前值7.93%）。

**基建方面持续高增主要来自于农林水事务、城乡社区。**主因仍然是去年新增万亿国债的项目落地带动。根据5月21日发改委发布会表述：去年新增特别国债涉及总计1.5万个项目，目前已开工1.1万个，开工率超过70%，其中与民生相关项目已基本完工，部分水利工程项目也在陆续开工。1-5月份农林水事务和城乡社区累计支出增速分别为12%、9.5%

#### 分析师

张迪

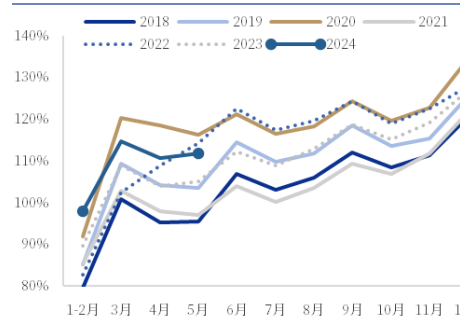
☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

研究助理: 聂天奇

#### 一本账支出强度（支出/收入）



资料来源: 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

- **政府债发行：既定政策加速落地，五月迎来债券高峰**

4月政治局会议强调“既定政策加紧落实”之后的五月迎来政府债发行高峰。专项债发行提速加上持续发行较快的国债和一般债，5月政府债券净融资规模合计高达1.34万亿元，净融资发行进度由四月的15.8%大幅提升至30.8%，为年初以来的发行高峰，单月净融资规模与前四个月合计规模基本相当。

全年整体进度依然偏慢，下半年仍有较大空间。截止5月底，专项债、国债（含特别国债）、地方一般债全年发行进度分别为31.9%、24.8%、61.1%，后续未使用额度分别为2.65万亿、3.26万亿、2800亿，其中用于项目建设的特别国债和专项债合计未使用额度还有3.57万亿，全年剩余债券规模及可用于项目投资的资金充裕，后续财政力度和基建投资仍有较强支撑。需要关注的是，专项债后续是否存在区域分化以及特别国债的资金撬动系数。

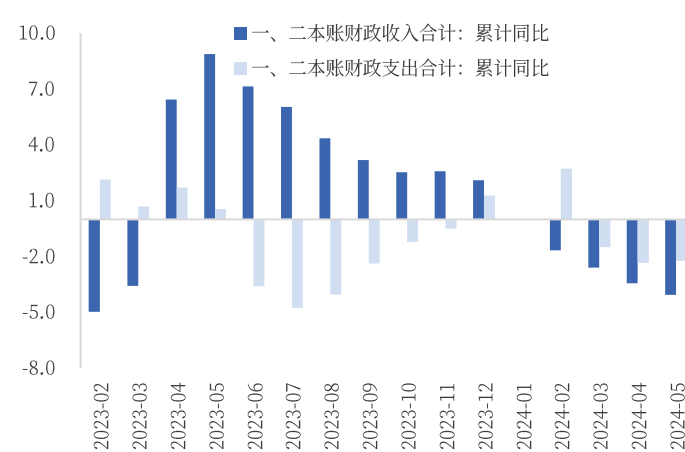
=

## 一、5月收支概览：支出已然加码，收入尚待修复

在上月财政收支和债务发行均陷入低谷之后，5月专项债的显著提速推升了广义财政的支出力度。支出端在一本账仍维持一定强度的基础上，本月二本账支出显著加码，支出结构方面本月社保增速进一步提升，基建相关支出保持较高增速，财政稳增长意愿提升。但鉴于政策基数效应和经济基本面的供需矛盾，收入端的修复仍然需要一定时间，税收收入整体偏慢且呈现结构性分化，这也印证了经济的非均衡复苏，而处于收入“跷跷板”另一头的非税收入上半年增速持续较高。

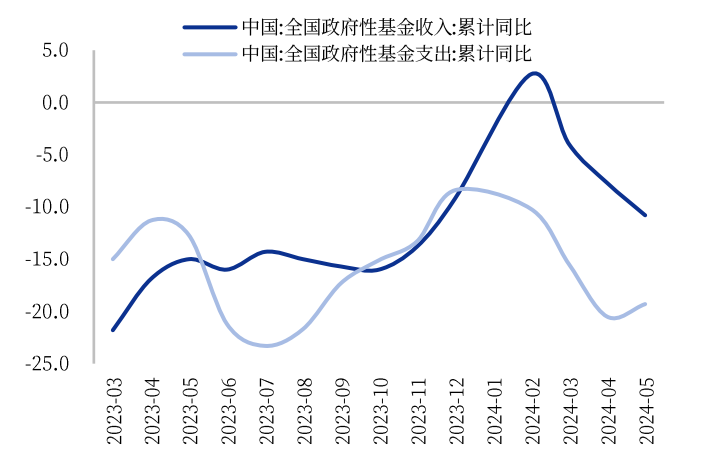
从一、二本账合计增速来看，支出端在政府性基金支出大幅提升下增速降幅已经收窄，但收入端税收整体仍未显著回暖，土地收入持续偏弱。6月24日，财政部发布2024年5月份财政收支数据：1-5月份累计全国一般公共预算收入96912亿元，同比-2.8%（前值-2.7%），按财政部公布数据，扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长2%左右（与上月持平）。累计支出108359亿元，同比增长3.4%（前值3.5%）。支出强度111.8%，仍高于过去五年均值107.2%。

图1：一、二本账财政收支合计增速，支出增速降幅收窄（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

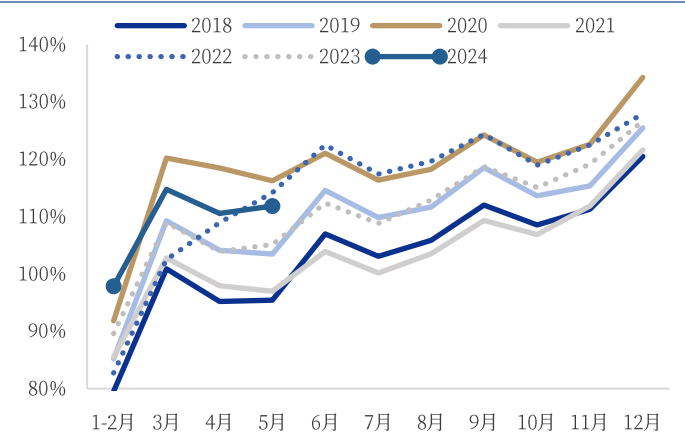
图2：全国政府性基金收入及支出累计同比增速，支出大幅回升（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

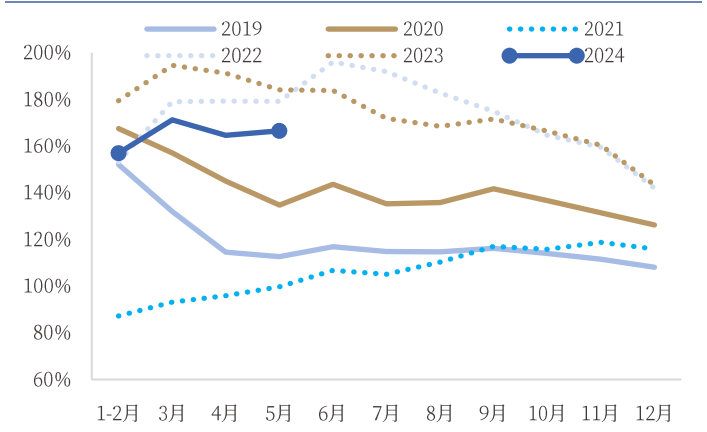
专项债发行提速，政府性基金支出增速大幅改善。1-5月累计政府性基金预算累计收入16638亿元，同比-10.8%（前值-7.7%），主要是土地收入持续偏弱的拖累。支出27704亿元，同比-19.3%（前值-20.5%），在专项债加速发行下，支出增速大幅改善，支出强度166.5%，较上月小幅提升。

图3：一本账支出强度（支出/收入）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图4：全国政府性基金支出强度（支出/收入）



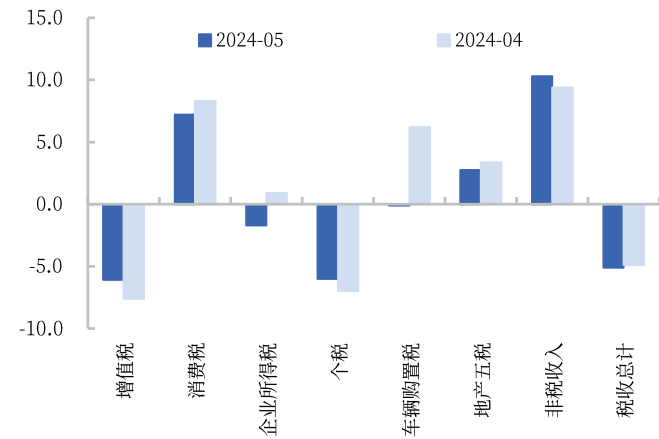
资料来源：中国银河证券研究院

## 二、收入端：税收呈现结构分化，土地收入持续偏弱

**一本账收入中税收与非税收入“跷跷板”再次回归：**在基数扰动下，1-5月税收合计收入80462亿元，累计同比下降5.1%（前值-4.9%），累计完成全年预算目标的收入进度为42.9%，仍低于去年同期（46.8%）和过去五年平均水平（45.7%）。与之对应的是非税收入跷跷板效应抬头，目前累计收入增速已达10.3%（前值9.4%），大幅高于预算增速目标和往年同期完成进度均值。虽然税收收入存在基数扰动，但例如企业所得税和个税收入的降低还是反映了“量升价降”之下内需依旧较弱。

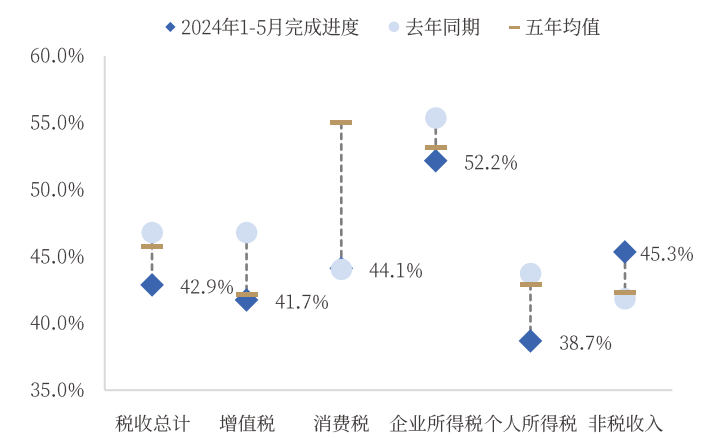
**供需失衡下，增值税更多是基数和政策影响，而所得税则反映基本面的隐忧。**主要税收收入中，增值税在5月工业增加值增速稳定、PPI回升下，增速降幅收窄至-6.1%（前值-7.6%）。目前国内生产端复苏较强，增值税收入在下半年基数因素消退后将迎来增速修复。而受需求端持续偏弱影响，价格“内卷”压力下，企业所得税和个人所得税年初至今持续承压，1-5月企业所得税累计由正转负-1.7%（前值0.9%），个人所得税收入持续负增，累计同比-6%（前值-7.0%），消费税增速降低。

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

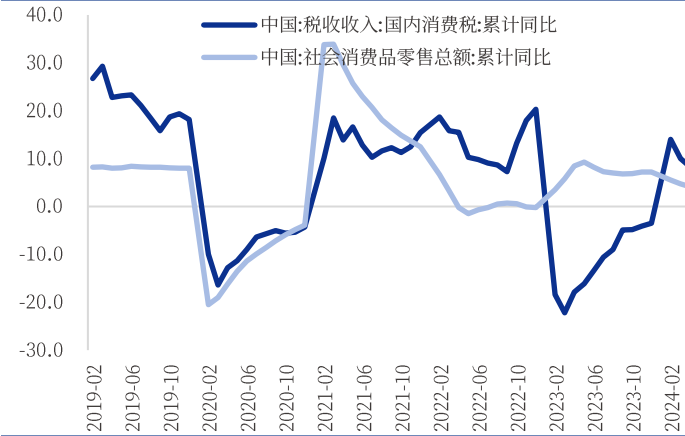
图6：全国税收收入完成进度及往年同期对比



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

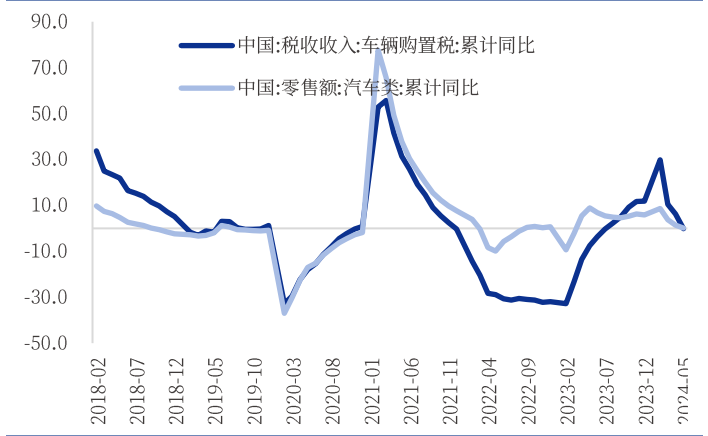
**消费税和车辆购置税增速放缓反映内需改善的结构性分化。**1-5月消费税累计增速7.2%（前值8.3%），汽车购置税增速-0.1%（6.2%）。1-5月消费税和汽车购置税增速降低，与5月社零增速的复苏呈现背离。5月消费持续改善主要来自于出行、餐饮服务业消费及体育娱乐、家电等“悦己消费”的增长，呈现典型的“消费下沉”趋势，年初以来城镇社零增速也持续低于乡村。而消费税征税对象主要是烟、酒、珠宝、部分高档汽车等可选、高价消费，继而与消费增速有所背离。此外，5月汽车以旧换新的政策效果仍然有限，汽车销量和购置税收入也持续偏弱。

图7: 消费税与消费累计同比增速 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

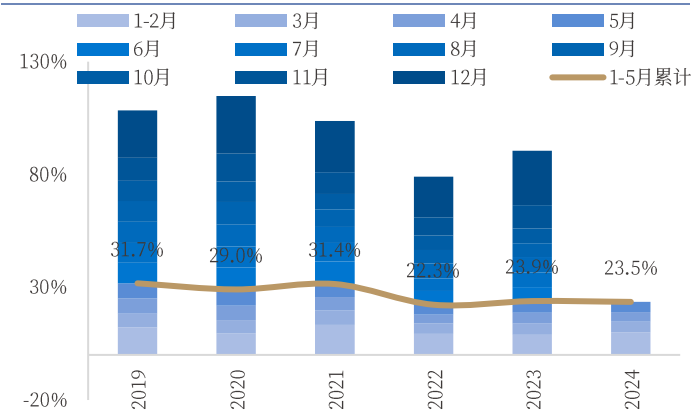
图8: 车辆购置税与汽车销量累计同比增速 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

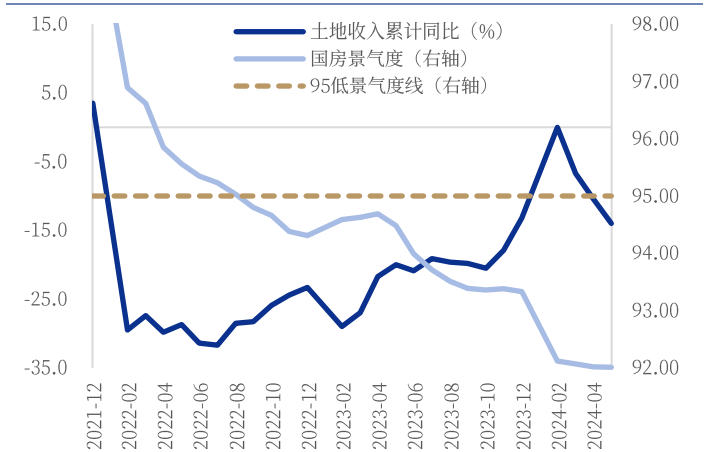
**土地收入持续偏弱, 预计三季度企稳、年底回暖、全年大概率欠收。**5月土地成交总价1201亿元, 较上月1519亿元进一步降低, 5月国房景气度也进一步小幅回落。这与5月地方政府土地收入降低趋势一致, 目前1-5月土地出让收入累计同比增速-14% (前值-10.4%), 较上月进一步下滑。在土地收入持续偏弱下, 政府性基金收入完成进度23.5%, 略低于过去五年同期的27.7% (过去五年中有两年未完成预算目标)。年初以来, 土地收入的持续偏弱仍是掣肘财政收支的主要因素之一, 且当前出台的地产宽松政策传导至土地一级开发仍需一定时间。我们维持前期对土地收入三季度企稳、年底回暖、全年欠收的判断。

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: 土地出让收入与国防景气度指数



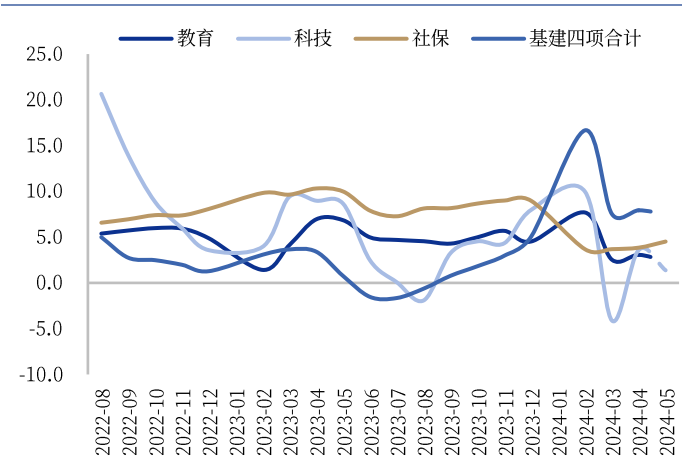
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

### 三、支出端：广义财政支出加码，支持基建稳增长

年初至今国债资金充裕，一本账支出5月仍保持较高增速。一般公共预算支出1-5月累计同比增速3.4%（前值3.5%），在去年增发国债项目加速落地下，支出增速5月保持较高增速。其中科技、教育、基建、社保累计增速分别为1.38%、2.35%、7.49%、4.52%，（前值：3.61%、3.06%、7.93%、3.85%）。本月社保增速大幅提升，基建支出持续高增。

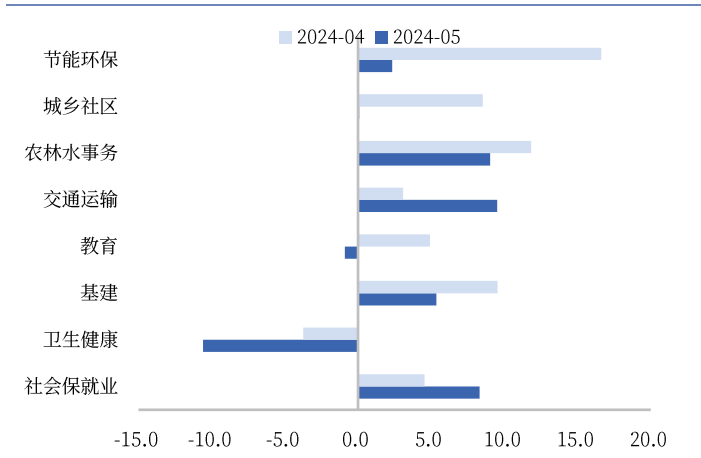
基建方面的边际高增主要来自于农林水事务、城乡社区。主因仍然是去年新增万亿国债的项目落地带动。根据5月21日发改委发布会表述：去年新增特别国债涉及总计1.5万个项目，目前已开工1.1万个，开工率超过70%，其中与民生相关项目已基本完工，部分水利工程项目也在陆续开工。与一般公共预算对应支出项目增速表现一致，1-5月份农林水事务和城乡社区累计支出增速分别为12%、9.5%。

图11：一般公共预算各项支出累计同比增速（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

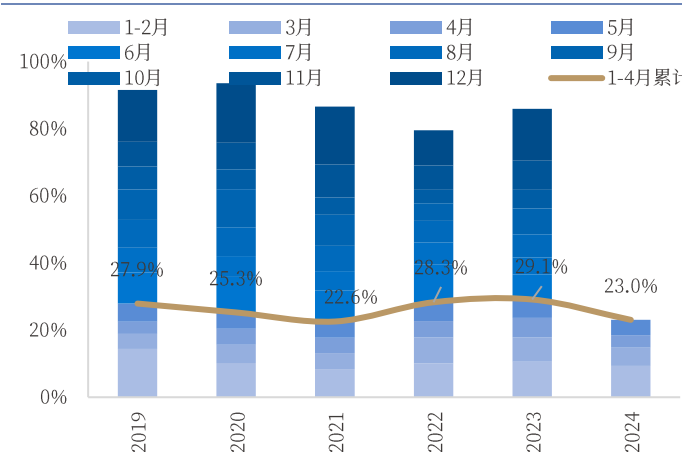
图12：一般公共预算各项支出当月同比增速边际变化（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

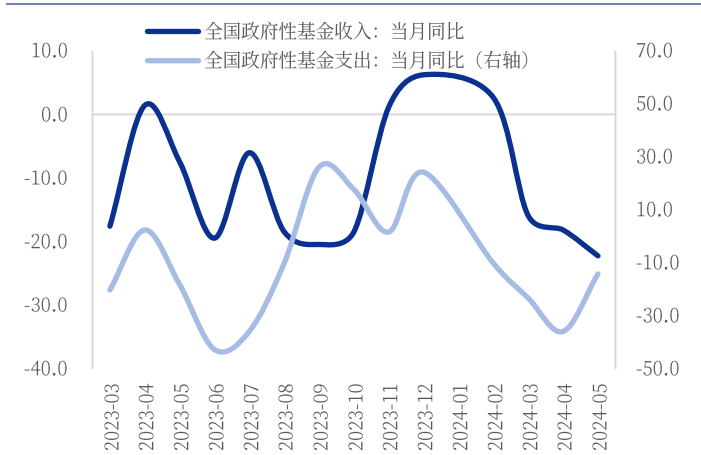
专项债、特别国债并驾齐驱，广义支出边际增速大幅回升。5月虽然土地收入持续偏弱，但专项债发行大幅提速、且特别国债启动发行下，政府性基金支出增速有所改善，一、二本账合计支出增速降幅有所收窄。政府性基金支出全年完成进度23%，略低于过去五年同期均值26.6%，但当月同比增速降幅大幅收窄至-14.1%（前值-35.88%）。我们认为，伴随后续特别国债的陆续发行，今年政府性基金支出有望持续加快，对固定资产投资形成一定支持。

图13：一、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

图14：专项政府性基金当月同比增速大幅改善（%）



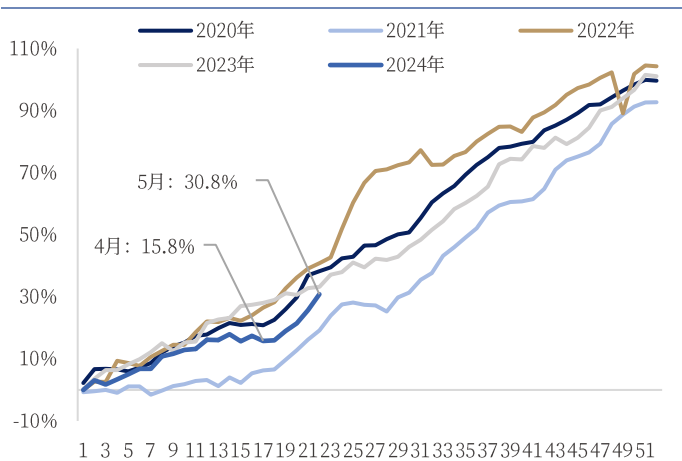
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## 四、政府债：既定政策加速落地，五月迎来发行高峰

4月政治局会议强调“既定政策加紧落实”之后的五月，特别国债与专项债并驾齐驱。专项债发行提速加上今年前置发行的普通国债和一般债，5月政府债券净融资规模合计高达1.34万亿元，净融资发行进度由四月的15.8%大幅提升至30.8%，为年初以来的发行高峰，单月净融资规模与前四个月合计规模基本相当。

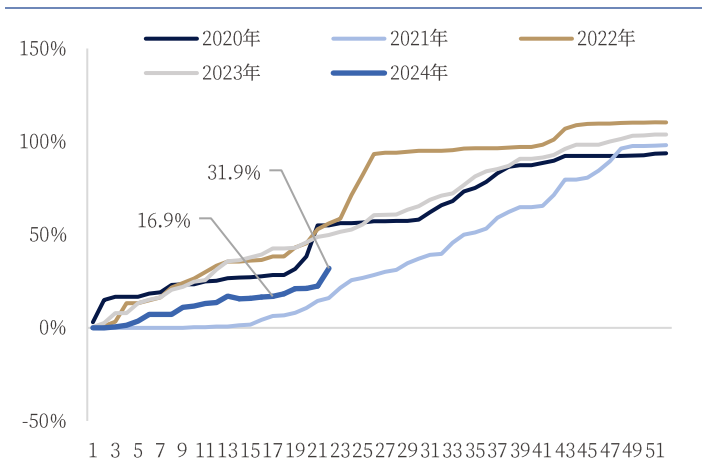
虽然5月政府债发行大幅提速，但整体进度依然偏慢，下半年仍有较大空间。截止5月底，专项债、国债（含特别国债）、地方一般债全年发行进度分别为31.9%、24.8%、61.1%，后续未使用额度分别为2.65万亿、3.26万亿、2800亿，其中用于项目建设的特别国债和专项债合计未使用额度还有3.57万亿，全年剩余债券规模及可用于项目投资的资金充裕，后续财政力度和基建投资仍有较强支撑。需要关注的是，专项债后续是否存在区域分化以及特别国债的资金撬动系数。

图15：政府债券合计发行进度（2024年额度：8.96万亿）



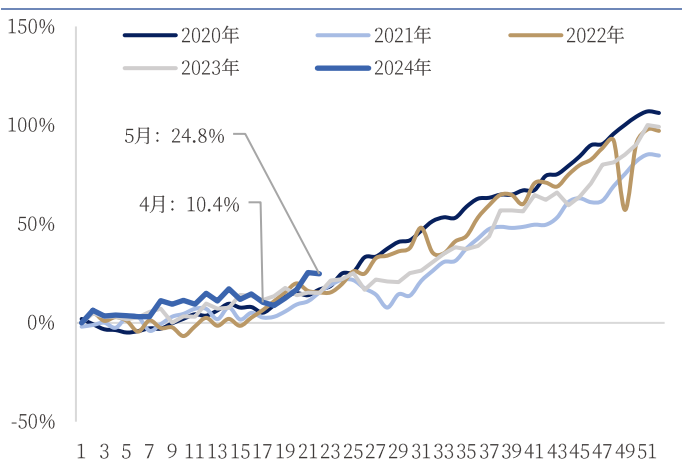
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图16：专项债发行进度（2024年额度：3.9万亿）



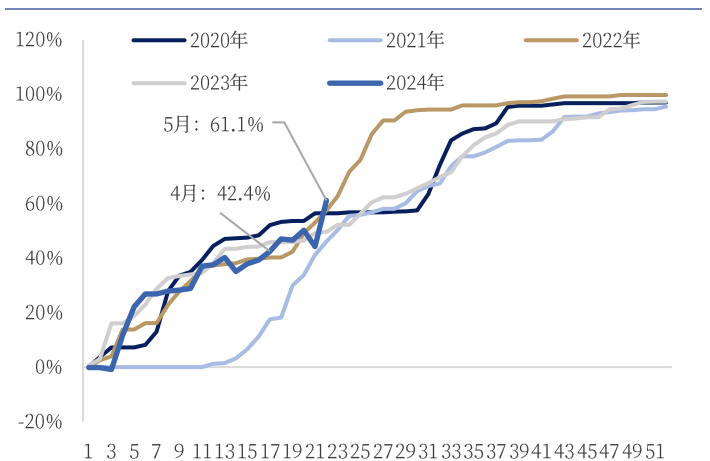
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图17：国债发行进度（2024年额度：3.34万亿+1万亿）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图18：地方一般债发行进度（2024年额度：7200亿）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## 五、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
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月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。	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