

# 发债加速但缺口难平，歉收压力应如何填补？

## 事件点评

### 财政数据点评（2024.5）

#### 投资要点

- ◆ **一般公共预算：去年同期缓税集中到期高基数效应仍拖累税收收入，支出保持正增长但难免受收入拖累而有所下滑。**5月全国一般公共预算收入15986亿，同比跌幅较4月小幅收窄0.5个百分点至-3.2%，今年以来连续负增长。主要的增长贡献来自两项：一是非税收入同比增长达15.8%，较前月上行达10个百分点，国有资产经营和金融央企利润持续支撑一般预算收入；二是增值税同比增速大幅改善13.6个百分点转正至4.0%，主要原因是此前缓税的中小制造业企业增值税以季度缴纳为主，5月高基数已经基本消退。但企业所得税因汇算清缴集中，仍处于去年同期前期缓税集中到期缴纳的高基数效应影响之中，并且受今年以来通胀持续偏低导致利润增长乏力的影响，同比增速大幅下滑11.2个百分点至-10.6%，对一般公共预算收入的拖累达到3.2个百分点，导致财政收入总体仍陷入负增长区间。支出端来看，尽管5月普通国债发行较为集中，但因此前数月透支较为明显，累计的收支缺口难以被单月债务融资填平，一般预算支出同比增速下行3.5个百分点至2.6%，其中科教文卫支出下行较多，农林水事务和交通运输支出则保持了较高的增速。
- ◆ **政府性基金预算：地产新政效果尚需观察，土地出让收入跌幅再度扩大；专项债发行加快、特别国债启动发行，支撑支出同比跌幅收窄。**5月政府性基金收入同比跌幅再度扩大4.1个百分点至-22.2%，创15个月以来新低，中央和地方政府性基金收入分化加大，同比增速分别+1.8、-5.4个百分点至6.3%和-25.5%，土地出让金收入同比跌幅再度扩大6.2个百分点至-27.4%，凸显出地产新政在改善居民购房需求和开发商信心方面的效果仍待观察。5月政府性基金支出同比跌幅大幅收窄21.7个百分点至-14.2%，主要原因一是去年同期基数大幅走低，二是5月专项债发行有所加快、超长期特别国债发行也已经启动。
- ◆ **广义财政融资：5月政府债券发行显著提速但以普通国债为主，即便如此一般预算收支缺口填补已经较为吃力；项目收益性要求提升令专项债、特别国债发行仍显偏慢。**5月政府债券发行进度大幅提升，但主要的拉动来自一般预算普通国债（详见《如何避免“流动性陷阱”？——金融数据速评（2024.5）》2024.6.14），但全年进度尚未过半，一般预算收支缺口填补已经较为吃力。地方政府债券累计发行进度较4月大幅提升10.8个百分点，但仍然大幅慢于2022年和2023年同期，同时特别国债发行仅800亿，在地方债务风险加速化解的背景下，项目收益性的高标准要求令专项债、特别国债发行难以大幅提速，并可能导致基建投资增速持续偏慢。
- ◆ **发债加速但缺口难平，歉收压力应如何填补？**基建投资方面，地方债务风险加快化解的要求意味着城投平台融资或将持续低迷，同时专项债、特别国债对应项目的收益性要求大幅提升也可能令政府性基金预算债务发行难以明显提速，去年增发万亿国债对应的公益性水利工程投资或将成为主要增量支撑，基建投资增速预计高位有所放缓。一般预算方面，土地出让金持续深度下跌或意味着向一般预算调入能力的下降，加之前5个月收入持续负增长，同时财政部今日表示将用好补助资金、政府债券、税收、政府采购、财政贴息等多种工具推动大规模设备更新，耐用消费品补贴也在持续推进之中，支出增速也不能下滑过快，两会确定的赤字率或已经无法填补全年一般预算收支缺口，中央一般预算内普通国债的适度增发已经成为一个颇具紧迫性的现实的政策选项。
- ◆ **风险提示：**一般公共预算支出弱于预期导致消费需求刺激力度不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

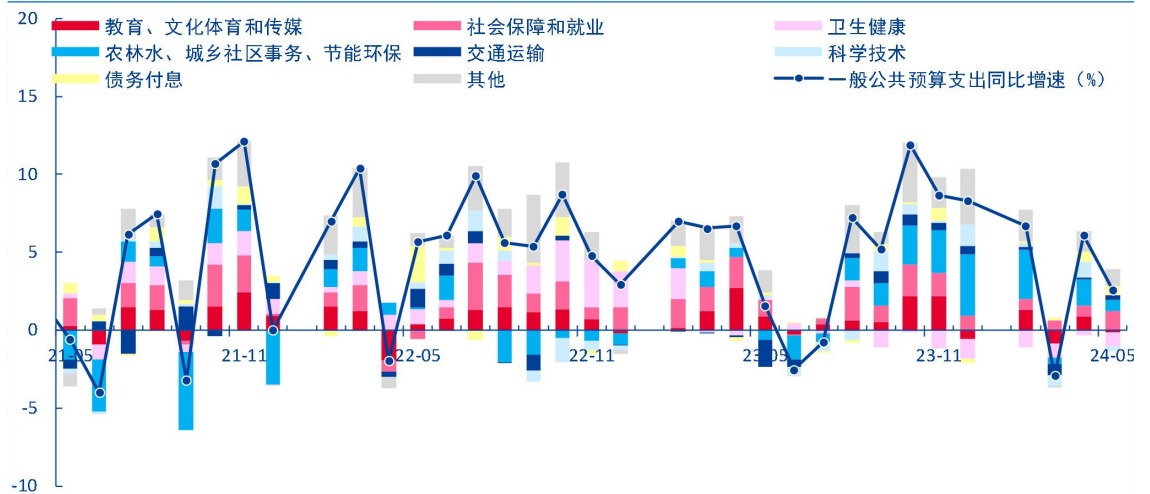
zhouxinran@huajinsec.cn

#### 相关报告

- 发达经济体分化加剧，美元稳居高位——华金宏观·双循环周报（第63期）2024.6.21  
从陆家嘴论坛看现代化央行政体系建设  
2024.6.19
- 商品消费、地产基建冷热分化边际扩大——经济数据点评（2024.5）2024.6.17  
如何避免“流动性陷阱”？——金融数据速评（2024.5）·暨双循环周报（第62期）  
2024.6.14
- 薪资、房租、汇率：鲍威尔的三大超预期逻辑意味着什么？——美联储FOMC会议点评（2024.6）2024.6.13

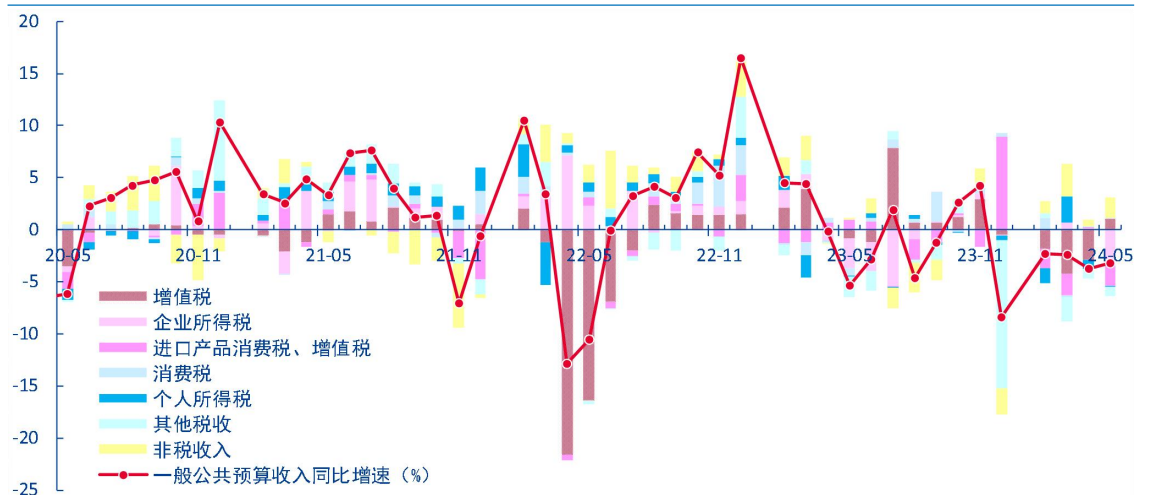


图 1：一般公共预算支出同比增速及贡献结构（%）



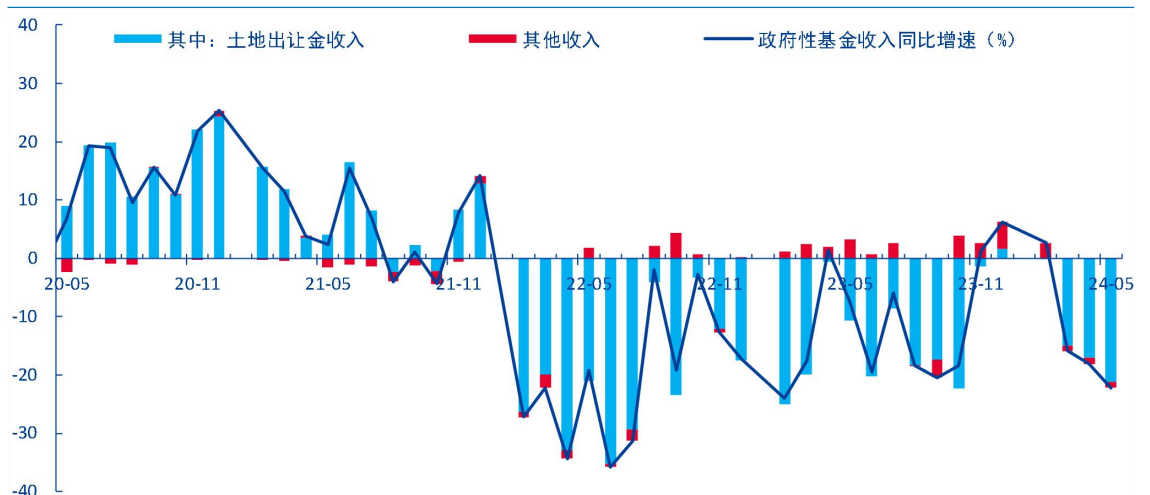
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 2：一般公共预算收入同比增速及贡献结构（%）



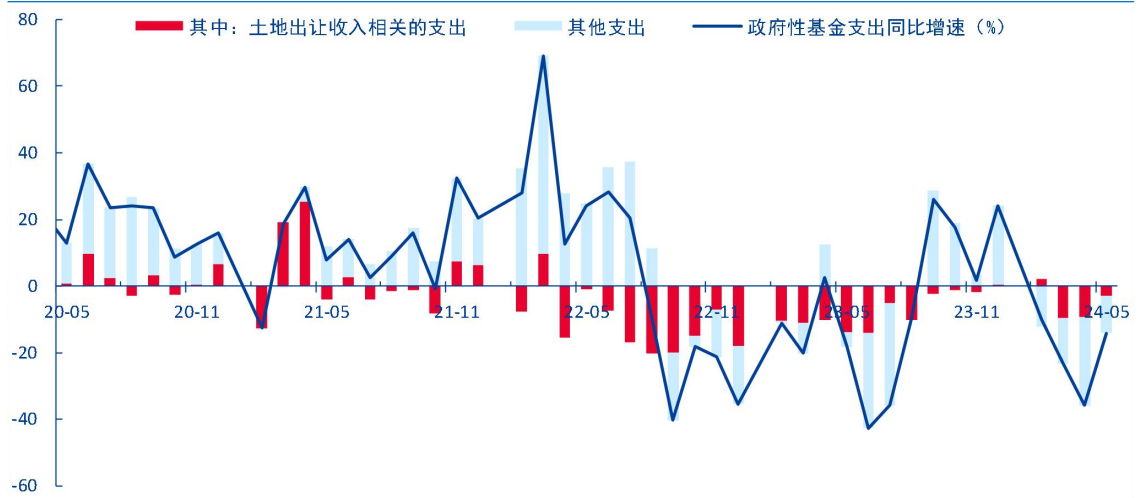
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2022 年 4 月-2023 年 5 月为两年平均增速

图 3：政府性基金收入同比及贡献结构（%）



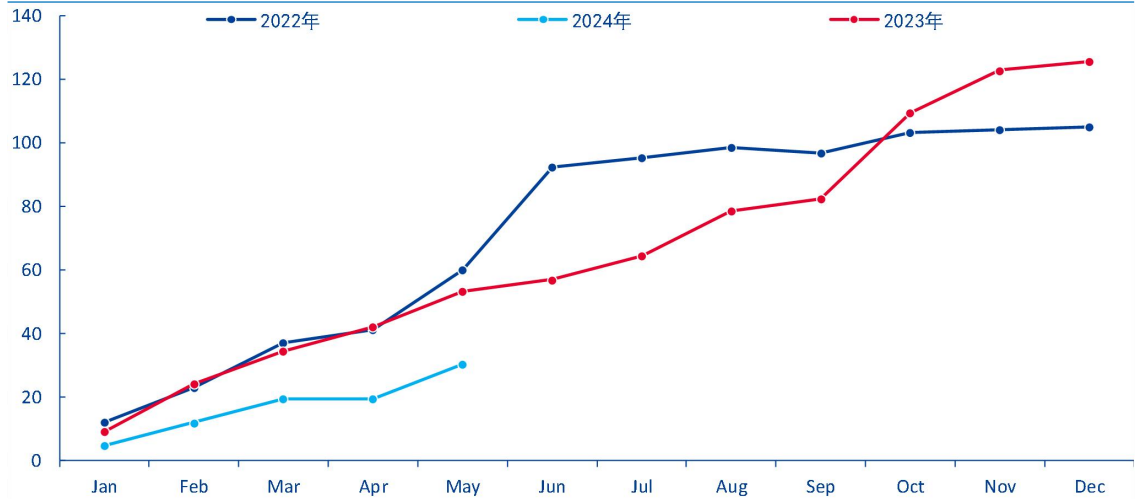
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 4：政府性基金支出同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 5：地方债务发行累计进度（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn