



## 宏观点评

# “去地产化”带来的财政挑战

## ——2024 年 5 月财政数据点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

### 投资要点:

- 核心观点: 1-5 月财政数据出炉, 财政收入负增长系高基数和前期减税降费影响; 卖地收入仍待修复, 未来政府性基金支出提速或仍需专项债发行提速和超长期特别国债发力。预计在扩内需政策逐步落地下, 财政政策工具有望加速落地, 有助于改善地方政府财政压力、促进信用扩张带动社融加速修复, 同时部分准财政工具也值得关注。

资产配置: 稳中求进。股票短期求稳、中期求进, 方向上建议把握红利、资源能源、出口及出海, 以及受海外科技事件催化和国内产业政策支持的科技成长方向。债券方面, 在“低利率”和“信用利差极窄化”背景下, 信用债需重新思考股债性价比和厚尾风险, 利率债 Q2-Q3 震荡概率较高, 在配置力量主导下, 10 年国债 Q4 仍有下探至新低可能。大宗商品关注供给收缩确定性强+海外需求定价的品种, 黄金仍有较强的配置价值。

- 市场关注“去地产化”带来的财政挑战

当前市场关注的财政热点问题在于地方财政收支压力、非税收入增多较高等问题, 本质上或是“去地产化”带来的影响:

首先, “去地产化”背景下财政面临收入的再平衡问题。我国财政收入对地产存在较高的依赖度, 一般公共预算中土地和房地产相关税收中主要反映在契税、房产税、城镇土地使用税、土地增值税和耕地占用税, 政府性基金预算则是地方国有土地使用权出让收入, “去地产化”带来了财税收入结构的调整, 综合一二本账土地相关财政收入, 2023 年较 2021 年高点下降了 31397 亿元, 降幅达到 29.7%, 2024 年收入缺口进一步扩大。“去地产化”背景下财政面临收入的再平衡问题, 宏观政策主要通过两大方式来对冲“去地产化”的负面影响, 一方面增加举债, 2024 年新增地方政府专项债达到 3.9 万亿元, 较 2023 年多增 1000 亿, 同时发行 1 万亿超长期特别国债; 另一方面通过增加税收和非税收入等方式来补充收入, 前者主要在于通过“金税四期”对逃税、不合理避税等进行规范, 后者则是通过公用事业涨价等方式来增加收入, 近期多地出台公用事业收费改革方案, 2024 年 1-5 非税收入 16450 亿元, 同比增长 10.3%, 也有反映。

其次, 如何看待地方财政收支压力? 市场对于这一问题较为关注, 我们认为应理性看待。首先, 地方本级财政收入和支出本身就不完全相当, 以 2024 年为例, 根据财政预算报告, 地方一般公共预算本级收入 121525 亿元, 地方一般公共预算支出 243470 亿元, 两者之间的收支差距较大, 主要是依赖中央对地方转移支付及地方赤字来弥补, 2024 年, 中央对地方转移支付规模为 102037 亿元, 地方赤字为 7200 亿元。其次, 财政收支不平衡是一个结构性现象, 部分区域由于经济结构转型导致自身收支压力加大, 对“风险”和“损失”的过度关注一定程度上放大了“担忧”, 针对区域发展的不平衡现状, 弥合发展差距是财政政策的重要政策目标, 一方面创设财政直达机制针对性改善基层财力不足问题, 另一方面是专项转移支付的设立, 重点在于推进重大政策、重大项目的落实, 是弥合区域发展不平衡的重要工具。

- 一般公共预算收入: 负增长系前期减税影响

1-5 月, 全国一般公共预算收入 96912 亿元, 同比下降 2.8%, 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。其中, 国内增值税、国内消费税、企业所得税和个人所

得税分别达到了-6.1%、7.2%、-1.7%和-6.0%，前值-7.6%、+8.3%、+0.9%和-7.0%。

**一般公共预算收入同比增速仍为负，主要系前期减税影响。**根据国新办发布会披露，一般公共预算收入负增长主要受到两项特殊因素的扰动。其一，2023年财政收入基数高，2022年制造业中小微企业部分缓税在2023年前几个月得以入库，抬高了2023年一般公共预算的收入基数。其二是2023年中出台的减税政策对2024年的减收影响。比如，2023年8月开始实施了减半征收证券交易印花税，这就会使2024年前8个月执行的低税率对应2023年同期相对较高的税率。又如，2023年年中出台了对先进制造业企业增值税收加计抵减，提高部分行业企业研发费用税前加计扣除比例的政策也属于这种情况。因此，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。实际上实现了恢复性增长，这与430政治局会议定调的良好开局基本保持一致。

**预计下半年一般公共预算收入有望稳步回升。**2024年财政预算报告定调积极，4月30日政治局会议强调“要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策”。2024年财政预算报告中强调“财政政策适度加力、提质增效”“优化政策工具组合，加大财政支出强度。”2024年全国一般公共预算支出和政府性基金预算支出的强度均较2023年有所提升，预计扩内需政策逐步落地，超长期特别国债、专项债发行有望进一步提速，政策效果逐步显现推动价格平稳回升，巩固经济回升向好态势。此外，加强税收征管力度也有助于补充财政收入，预计下半年一般公共预算收入有望稳步回升。

#### > 一般公共预算支出：5月支出边际回落，下半年关注政策落地

1-5月，全国一般公共预算支出108359亿元，同比增长3.4%，完成了全年预算进度的38.0%，其中社保就业、城乡社区、卫生健康、交通运输分别达到44.9%、38.2%、37.6%和35.7%。

**5月支出边际回落，下半年关注政策落地。**5月一般公共预算支出同比增长2.6%，较4月（同比增长6.07%）边际回落，1-5月全国一般公共预算支出同比增长3.4%，完成了全年预算的38.0%，处于较高水平，3月政府工作报告明确要求“积极的财政政策要适度加力、提质增效。综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合”。预计下半年随着宏观政策发力落地，一般公共预算支出增速有望提速。

**从结构上看，1-5月社会保障和就业、卫生健康、城乡社区、交通运输、住房保障等支出进度较快。**其中社会保障和就业支出进度44.9%、城乡社区支出进度38.2%、卫生健康和交通运输支出进度分别为37.6%和35.7%，均超过序时进度。我们认为，1-5月社会保障和就业支出较快主要系经济修复下，稳就业被置于战略通盘高度，国家努力兜牢“三保”支撑经济平稳运行。此外，1-5月城乡社区、交通运输和教育的支出较高，预计前两者主要系推动基建投资发力，后者聚焦青年人就业支撑，5月全国城镇不包含在校生的16-24岁劳动力失业率为14.2%，今年毕业生人数约1179万左右，为缓解青年人就业问题，政府通过鼓励企业加大招用力度，对吸纳重点群体就业的给予社会保险补贴，对招用符合条件的高校毕业生就业见习的给予就业见习补贴，挖潜更多基层就业机会和岗位，实施大学生村医专项计划等，鼓励引导高校毕业生到基层就业。

#### > 政府性基金：收支相对较慢，下半年关注政策推进

1-5月，全国政府性基金预算收入16638亿元，同比下降10.8%。其中，地方政府国有土地使用权出让收入12810亿元，同比下降14%。1-5月，全国政府性基金预算支出27704亿元，同比下降19.3%，其中，国有土地使用权出让收入相关支出17761亿元，同比下降7.3%。

**卖地收入增速有待改善。**1-5月地方国有土地使用权出让收入累计同比下降14%，较前值-10%跌幅走扩；2024年1-5月，房屋新开工面积下降24.2%，商品房销售面积累计同比下降20.3%，地产“高库存+低销售+慢开工”特点明显，5月以来一系列地产放松政策已经落地，政策效果还有待进一步的显现，预计后续卖地收入仍将处于较弱水平。

政府性基金支出较慢，后续关注政府债发行提速和准财政发力。卖地收入的扰动一定程度上影响了政府性基金的支出，未来发力重点关注政府债发行提速和准财政发力：

- **超长期特别国债继续平稳发行。**政府工作报告提出拟从今年开始发行超长期特别国债，首先发行 1 万亿元专项用于“国家重大战略实施和重点领域安全能力建设”，为经济平稳发展提供强大宏观调控政策供给。6 月 24 日财政部表示，截至 6 月 14 日，财政部已发行 4 期次超长期特别国债共 1600 亿元。**我们预计：节奏上**，预计 5 月至 11 月发行节奏平滑。**投向上**，超长期特别国债重点聚焦加快实现高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设等方面的重点任务。我们认为，随着超长期特别国债的平稳发行短期来看有助于经济平稳增长，长期来看有助于支撑产业结构转型。
- **专项债下半年加速发行：**节奏上，2024 年 4 月，政治局会议要求“加快专项债发行进度”；从各省已披露的重大项目投资角度来看，多地就推进重大项目建设召开调度会议、集中签约仪式，截止 6 月 13 日，2024 年重大项目规划投资额相较 2023 年有所增加，可比口径下同比增加 6.1%，主要是海南和江苏等省份新增较多，其他省份与 2023 年接近。截止 6 月 23 日，按照两会提出的 2024 年发行 3.9 万亿专项债，目前仅发行了计划的 34.2%，仍有 2.6 万亿专项债未发行。参考往年经验，我们预计 Q3 可能为发行高峰期。
- 当前宏观经济处于“去地产化”的背景下，一定程度上限制了财政的发力，在此阶段准财政工具发力或是边际核心支撑，例如可以通过 PSL、政金债，推动政策性金融机构发力来替代财政发力。若 PSL 投放加大，预计可以对地产、基建等领域形成强化支持，但考虑是当前政金债发行利率低于同期 PSL 利率，4 月以来净融资额保持较高水平，持续的政金债净融资较多或起到 PSL 的相似效果。

#### ➤ 地方政府债务风险总体可控

2023 年中以来，政策多措并举来防范化解地方政府债务风险，通过摸底不同类型债务，对不同类型的债务建立不同的分类化解方式，总体风险相对可知、可控。但当前去地产化背景下地方财政收支不平衡现象仍存，加之城投债收益率显著下降，潜在厚尾风险导致市场对隐性债务问题担忧加剧。我们认为地方政府债务风险总体可控，后续可能有增量政策和化解方式出台，建议关注：

- **其一，拓展融资渠道提供“输血能力”。**自 2023 年 7 月政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”以来，2023 年全国地方债务化解进入政策加速出台落地期，债务风险显著下降。2024 年以来去地产化和化债约束导致部分地方财政的收支压力加大，我们认为，仍需要必要的融资支持提供输血支持，从而避免前期债务风险化解出现“倒车”迹象，改善“现金流量表”来降低“资产负债表”的债务压力。
- **其二，增加项目支持，提供“造血能力”。**在区域政策、安全政策支持下，形如超长期特别国债等一系列中央重大项目的布局 and 推进，有望对中西部地区带来增量业务。超长期特别国债用途中强调支持中部崛起和西部开发：“推动粮食生产、能源原材料、现代装备制造及高技术产业基地和综合交通运输枢纽建设。”中西部地区也是化债压力较大的区域，除了融资的拓展，更重要的方式是增加项目支持，带动地方城投、银行等机构参与到增量业务中，通过增量业务带动存量债务的化解，夯实城投企业的造血能力，鼓励通过市场化方式向经营性国企转型。
- **其三，新增专项债能否用来化债？**从债务化解的角度来，过去主要通过建制县试点、再融资债等方式支持，2023 年下半年随着一系列化债方案的落地，贷款置换、特殊再融资等方案成为补充选择，市场对增量化债工具抱有期待，我们认为，考虑新增专项债在发行时要求项目自收益平衡，未来新增专项债如果要参与化解存量债务需要进一步推进改革事宜，另外，考虑部分隐债的形成源于资金枯竭而导致项目烂尾，通过发行新增专项债带动相关项目正常运转，并实现收益化解债务，我们认为此举或将可行。

- **风险提示：**（1）财政政策落地不及预期；（2）地缘政治风险超预期；（3）地方政府债务化解不及预期。

表 1：2024 年 1-5 月财政支出结构

一般公共预算支出	2022 预算		2022 决算		2023 预算		2023 决算		2024 年预算		2024 预算较 2023 年决	2024 预算较 2023	2024 年 1-5 月支出
	数额 (亿元)	占比 (%)	数额 (亿元)	占比 (%)	算绝对值新增 亿元	年决算占比新增 %							
农林水支出	24041	9.0%	22490	8.6%	23661	8.6%	23967	8.7%	25261	8.8%	1294	0.1%	32.7%
公共安全支出	14692	5.5%	14333	5.5%	14857	5.4%	14864	5.4%	14906	5.2%	42	-0.2%	
科学技术支出	10418	3.9%	10023	3.8%	10455	3.8%	10823	3.9%	11541	4.0%	718	0.1%	29.4%
社会保障和就业支出	37398	14.0%	36603	14.0%	39344	14.3%	39883	14.5%	41384	14.5%	1501	0.0%	44.9%
教育支出	41404	15.5%	39455	15.1%	42095	15.3%	41242	15.0%	42906	15.0%	1664	0.0%	38.1%
城乡社区支出	21103	7.9%	19415	7.4%	19809	7.2%	20530	7.5%	21388	7.5%	858	0.0%	38.2%
外交、国防支出	15226	5.7%	15376	5.9%	16508	6.0%	16377	6.0%	17552	6.1%	1175	0.2%	
节能环保支出	5877	2.2%	5396	2.1%	5778	2.1%	5633	2.1%	5580	2.0%	-53	-0.1%	33.9%
一般公共服务支出	21103	7.9%	21109	8.1%	21460	7.8%	21247	7.7%	21365	7.5%	118	-0.3%	
资源勘探工业信息等支出	6945	2.6%	7297	2.8%	7704	2.8%	8259	3.0%	8380	2.9%	121	-0.1%	
文化旅游体育与传媒、灾害防治及应急管理 等其他支出	17096	6.4%	15637	6.0%	16783	6.1%	17087	6.2%	18773	6.6%	1686	0.4%	
债务利息支出	11219	4.2%	11358	4.4%	12381	4.5%	11829	4.3%	12746	4.5%	917	0.2%	39.7%
交通运输支出	12021	4.5%	12025	4.6%	12381	4.5%	12206	4.4%	12461	4.4%	255	-0.1%	35.7%
住房保障支出	7747	2.9%	7558	2.9%	7704	2.8%	8234	3.0%	8411	2.9%	177	-0.1%	
卫生健康支出	20836	7.8%	22542	8.6%	24211	8.8%	22393	8.2%	22836	8.0%	443	-0.2%	37.6%
总计	267125	100.0%	260609	97.56%	275130	100.0%	274574	100.0%	285490	100.0%	10916		38.0%

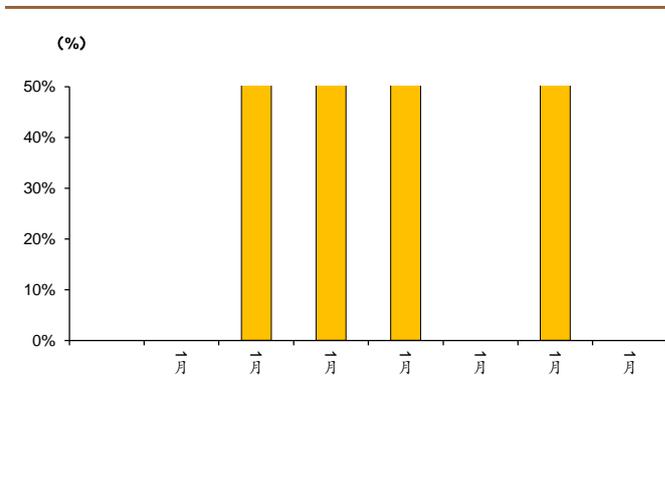
资料来源：《关于 2023 年中央和地方预算执行情况与 2024 年中央和地方预算草案的报告》等，德邦研究所

图 1：超长期特别国债发行情况

期限 (年)	招标日期	首发/续发	付息方式
20	5月24日	首发	按半年付息
	6月19日	续发	
	7月19日	续发	
	8月14日	首发	
	9月20日	续发	
	10月18日	续发	
	11月8日	续发	
30	5月17日	首发	按半年付息
	6月7日	续发	
	6月21日	续发	
	7月5日	续发	
	7月24日	首发	
	8月2日	续发	
	8月21日	续发	
	9月6日	续发	
	9月24日	首发	
	10月11日	续发	
10月25日	续发		
11月15日	续发		
50	6月14日	首发	按半年付息
	8月9日	续发	
	10月16日	续发	

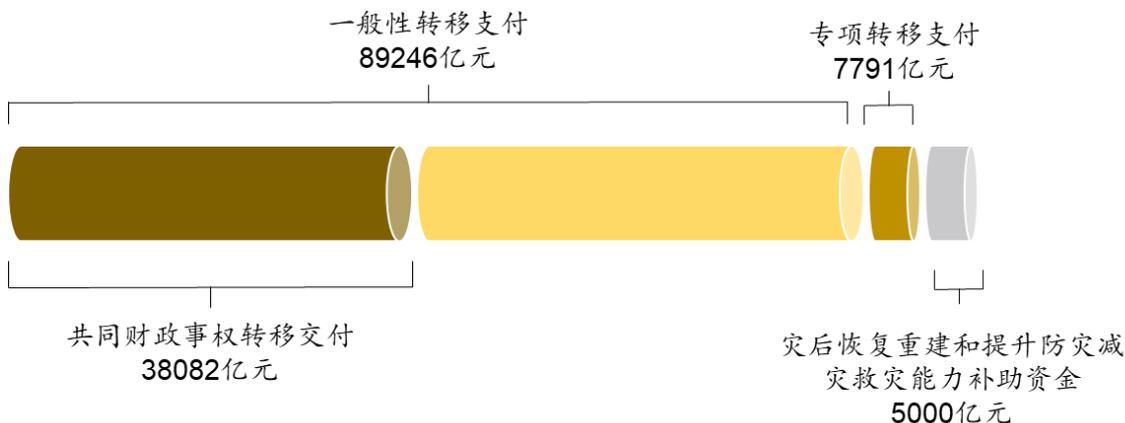
资料来源：财政部，德邦研究所

图 2：结构上看，1-5 月社会保障、城乡社区、卫生健康和教育支出进度较快



资料来源：财政部，德邦研究所

图 3：2024 年中央对地方转移支付结构：地方财政收入和支出本身就不完全相当



资料来源：财政部，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。