



5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：张云杰（执业 S1130523100002） 联系人：侯倩楠
zhangyunjie@gjzq.com.cn houqiannan@gjzq.com.cn

土地供需掣肘进一步显现

事件：

6月24日财政部公布1-5月财政收支情况。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。

点评：支出端主由专项债加快发行支撑，收入端受土地供需掣肘进一步显现

广义财政支出边际修复，主因政府性基金支出拖累放缓，新增专项债发行提速支撑。5月，广义财政支出当月同比约-2%、较4月降幅收窄超3个百分点。其中，政府性基金支出当月同比-14%，较4月降幅收窄超21个百分点。考虑到政府性基金收入增速继续下探，政府性基金支出拖累明显放缓或主因新增专项债发行提速支撑。

5月新增专项债发行已提速，超长期特别国债也已在路上，将继续支撑后续广义财政支出提速。5月地方新增专项债发行规模超4300亿元，占新增额度的11%，明显快于前4月及2023年同期月度发行速度。随着专项债项目筛选完毕，后续新增专项债或进一步提速；同时，万亿元超长期特别国债也已开始发行，多地已动员申报超长期特别国债。

土地出让收入增速继续下滑，土地“供需两难”影响进一步显现。前5月地方国有土地出让收入持续下滑，累计同比下降14%。根据2023年土地出让收入占比测算，假若全年国有土地财政收入下降25%，将拖累广义财政支出增速下降至2%左右；考虑到前5月广义财政支出增速为-2%，则后7个月广义财政支出增速或在4.5%左右。

重申观点：5月广义财政支出力度边际增强主由新增专项债支撑；广义财政收入在土地出让收入拖累下继续下滑。往后看，土地出让收入低迷态势或较难短期扭转。假若全年土地出让收入下降25%，或拖累广义财政支出力度降至2%左右；则后7个月广义财政支出或在新增专项债、超长期特别国债支撑下提速至4.5%左右。

常规跟踪：政府性基金收入降幅走阔，拖累广义财政收入继续下探

广义财政收入继续下滑。5月，广义财政收入当月同比近-7%，较4月降幅走阔1个百分点。政府性基金收入拖累加深，当月同比-22%，较4月降幅走阔4个百分点；一般财政收入当月同比-3.2%、较4月降幅收窄0.5个百分点。从预算完成度看，5月广义财政收入预算完成度为6.5%，低于2023年同期的7%及过去五年同期平均的7.3%。

广义财政支出边际改善。5月，广义财政支出当月同比为近-2%，较4月降幅收窄超3个百分点。其中，政府性基金支出当月同比-14%，较4月降幅收窄超21个百分点；一般财政支出当月同比2.6%，较4月支出增速下滑超3个百分点。3月广义财政支出预算完成度为6%，低于过去五年同期平均的6.4%。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1. 支出端主由专项债加快发行支撑，收入端受土地供需掣肘进一步显现	3
2. 常规跟踪：政府性基金收入降幅走阔，拖累广义财政收入继续下探	4
风险提示	8

图表目录

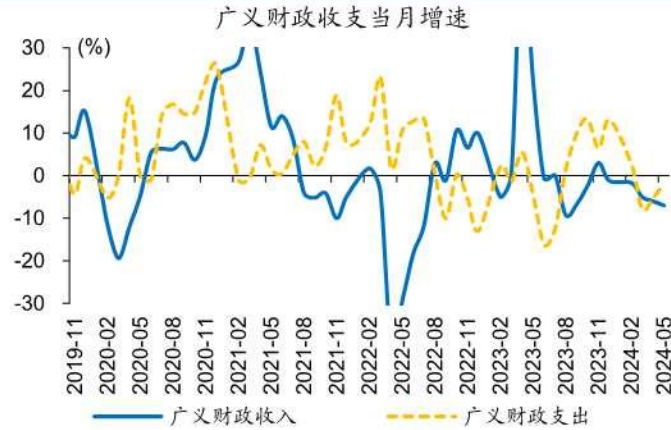
图表 1： 2024 年 5 月广义财政支出同比下降 2%	3
图表 2： 2024 年前 5 月政府性基金支出预算完成度较低	3
图表 3： 2024 年 5 月新增专项债发行规模超 4300 亿元	3
图表 4： 2024 年 5 月、6 月新增专项债发行计划放量	3
图表 5： 2024 年万亿超长期特别国债发行安排	4
图表 6： 历年超长期国债发行规模	4
图表 7： 2024 年 5 月地方政府性基金收入延续低迷	4
图表 8： 2024 年初以来全国百城住宅供地“缩水”	4
图表 9： 2024 年 5 月广义财政收入当月同比-7%	5
图表 10： 广义财政收入分项当月同比	5
图表 11： 2024 年 5 月政府性基金收入当月同比约-22%	5
图表 12： 2024 年 5 月政府性基金收入预算完成 3.8%	5
图表 13： 2024 年 5 月一般财政收入当月同比-3.2%	6
图表 14： 2024 年 5 月非税收入延续高增	6
图表 15： 2024 年 5 月一般财政收入预算完成度为 7%	6
图表 16： 2024 年 5 月各税种当月同比	6
图表 17： 2024 年 5 月广义财政支出当月同比-1.8%	6
图表 18： 广义财政支出分项同比增速	6
图表 19： 2024 年 5 月政府性基金支出当月同比-14%	7
图表 20： 2024 年前 5 月政府性基金支出进度为 23%	7
图表 21： 2024 年 5 月一般财政支出当月同比 2.6%	7
图表 22： 2024 年前 5 月一般财政支出占预算比重达 38%	7
图表 23： 2024 年 5 月社保、基建类支出维持较高增速	7
图表 24： 2024 年 5 月债务付息支出占比提升	7



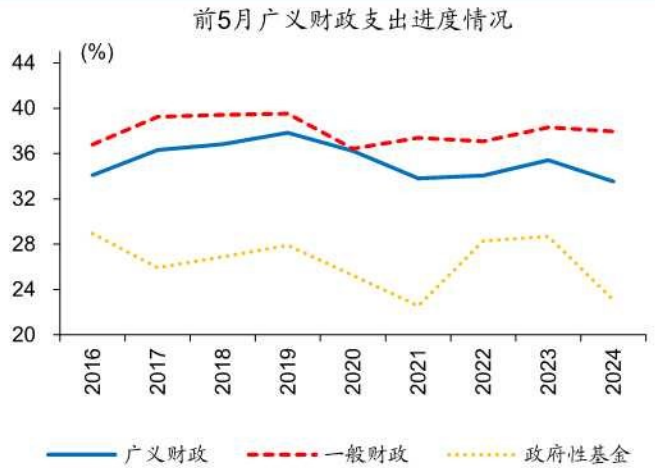
1. 支出端主由专项债加快发行支撑，收入端受土地供需掣肘进一步显现

广义财政支出修复，主因政府性基金支出拖累放缓，新增专项债发行提速支撑。5月，广义财政支出当月同比为近-2%，较4月降幅收窄超3个百分点。其中，政府性基金支出当月同比-14%，较4月降幅收窄超21个百分点。考虑到政府性基金收入增速继续下探，政府性基金支出拖累明显放缓或主因新增专项债发行提速支撑。

图表1：2024年5月广义财政支出同比下降2%



图表2：2024年前5月政府性基金支出预算完成度较低

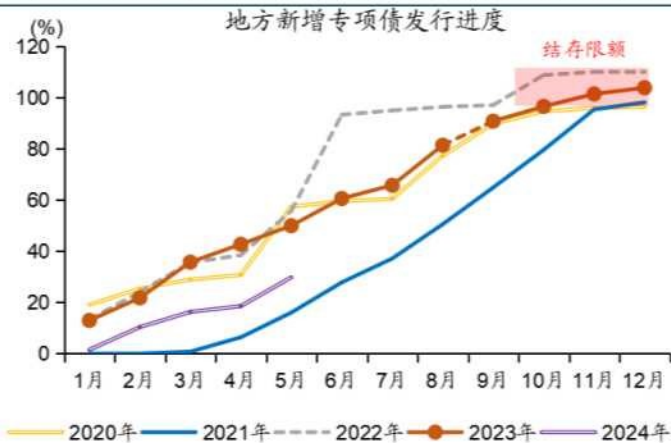


来源：Wind、国金证券研究所

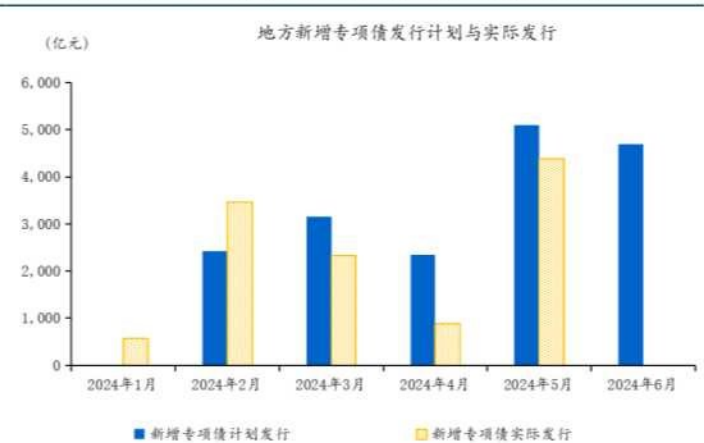
来源：Wind、国金证券研究所

5月以来，新增专项债发行已提速，超长期特别国债也已在路上。5月地方新增专项债发行规模超4300亿元、占新增额度的11%，明显快于前4月及2023年同期的月度发行速度。随着专项债项目筛选完毕¹，后续新增专项债发行或进一步提速，同时，万亿元超长期特别国债也自5月下旬其持续发行至11月中旬，多地已开会着手申报超长期特别国债。剩余近4万亿元额度的地方新增专项债和万亿特别国债将继续支撑后续广义财政支出发力。

图表3：2024年5月新增专项债发行规模超4300亿元



图表4：2024年5月、6月新增专项债发行计划放量



来源：Wind、国金证券研究所

来源：企业预警通、国金证券研究所

¹ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/33754/tw/?flag=1>



图表5: 2024年万亿超长期特别国债发行安排

付息方式	月份	招标日期	期限(年)	规模	首发/续发
按半年付息	5月	5月17日	30	400	首发
		5月24日	20	400	首发
	6月	6月7日	30	450	续发
		6月14日	50	350	首发
		6月19日	20	/	续发
		6月21日	30	/	续发
	7月	7月5日	30	/	续发
		7月19日	20	/	续发
		7月24日	30	/	首发
	8月	8月2日	30	/	续发
		8月9日	50	/	续发
		8月14日	20	/	首发
		8月21日	30	/	续发
	9月	9月6日	30	/	续发
		9月20日	20	/	续发
		9月24日	30	/	首发
	10月	10月11日	30	/	续发
		10月16日	50	/	续发
		10月18日	20	/	续发
		10月25日	30	/	续发
	11月	11月8日	20	/	续发
		11月15日	30	/	续发

图表6: 历年超长期国债发行规模



来源: 财政部、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

土地出让收入增速继续下滑,土地“供需两难”掣肘进一步显现。年初以来,房企拿地意愿偏弱,多地依据库存控制供地节奏,使得前5月地方国有土地出让收入持续下滑,累计同比下降14%。往后看,土地出让收入低迷态势或较难短期扭转。根据2023年土地出让收入占比测算,假若全年国有土地财政收入下降25%,将拖累广义财政支出增速下降至2%左右。考虑到前5月广义财政支出增速为-2%,则后7个月广义财政支出增速或在4.5%左右。(详见《土地的“供需两难”》)

图表7: 2024年5月地方政府性基金收入延续低迷



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 2024年初以来全国百城住宅供地“缩水”



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 5月广义财政支出力度边际增强主由新增专项债支撑; 广义财政收入在土地出让收入拖累下继续下滑。往后看,土地出让收入低迷态势或较难短期扭转。假若全年土地出让收入下降25%,或拖累广义财政支出力度降至2%左右; 后7个月广义财政支出或在新增专项债、超长期特别国债支撑下提速至4.5%左右。

2. 常规跟踪: 政府性基金收入降幅走阔, 拖累广义财政收入继续下探

广义财政收入继续下滑。5月,广义财政收入当月同比近-7%,较4月降幅走阔1个百分点。政府性基金收入拖累加深,当月同比-22%,较4月降幅走阔4个百分点; 一般财政收入当月同比-3.2%、较4月降幅收窄0.5个百分点。从预算完成度看,5月广义财政收入预算完成度为6.5%,低于2023年同期的7%及过去五年同期平均的7.3%。



图表9: 2024年5月广义财政收入当月同比-7%



图表10: 广义财政收入分项当月同比



来源: Wind、国金证券研究所

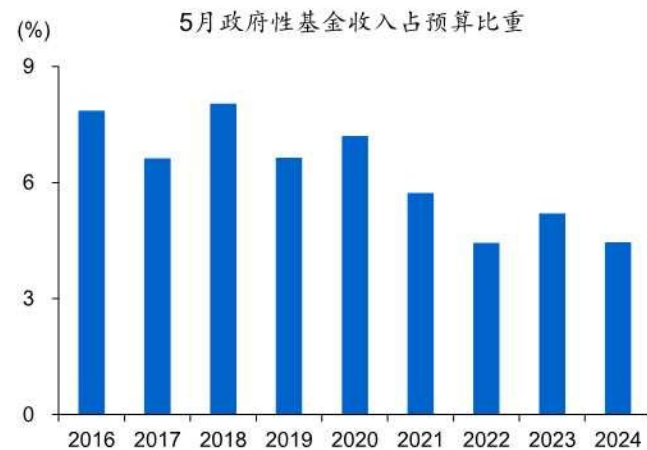
来源: Wind、国金证券研究所

政府性基金收入继续下探,土地出让收入降幅走阔。5月,政府性基金收入当月同比约-22%,剔除基数影响,两年复合同比近-15%、较4月降幅走阔超6个百分点;地方土地出让收入继续回落、当月同比-27%,较4月降幅走阔超6个百分点;政府性基金收入预算当月完成度3.8%,低于2023年同期的4.9%及过去五年同期平均的5.7%。

图表11: 2024年5月政府性基金收入当月同比约-22%



图表12: 2024年5月政府性基金收入预算完成3.8%



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

一般财政收入略有改善,非税收入延续较高增速。5月,一般财政收入同比-3.2%、较4月降幅略有收窄;其中,税收收入同比-6%,非税收入同比增长16%。前5月,税收收入同比下滑主要受到2023年年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影响,扣除特殊因素影响后可比增长2%左右;非税收入则累计增长10%。5月一般财政收入预算完成度为7%、低于过去五年同期平均的8%。



图表13: 2024年5月一般财政收入当月同比-3.2%



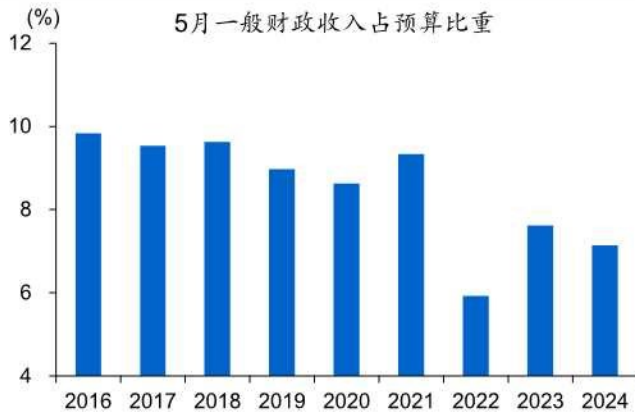
图表14: 2024年5月非税收入延续高增



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 2024年5月一般财政收入预算完成度为7%



图表16: 2024年5月各税种当月同比



来源: Wind、国金证券研究所

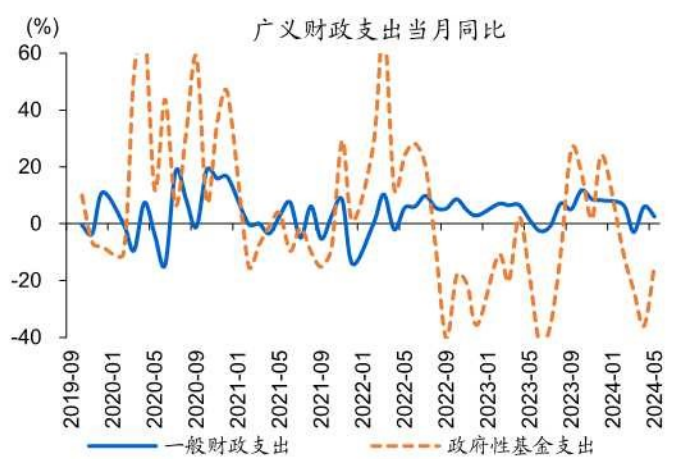
来源: Wind、国金证券研究所

广义财政支出边际改善。5月，广义财政支出当月同比为近-2%，较4月降幅收窄超3个百分点。其中，政府性基金支出当月同比-14%，较4月降幅收窄超21个百分点；一般财政支出当月同比2.6%，较4月支出增速下滑超3个百分点。3月广义财政支出预算完成度为6%，低于过去五年同期平均的6.4%。

图表17: 2024年5月广义财政支出当月同比-1.8%



图表18: 广义财政支出分项同比增速



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

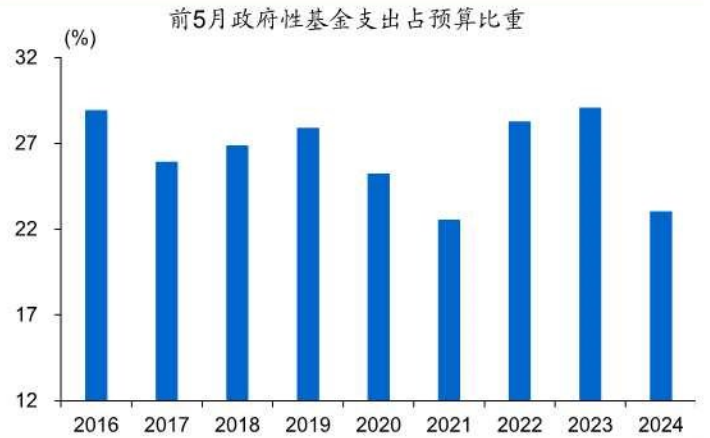
政府基金支出拖累明显放缓。5月，政府性基金支出当月同比-14%、较4月降幅收窄超21个百分点，当月支出预算完成度4.6%、低于过去五年同期平均的5.2%。考虑到政府性基



金收入继续下探，政府性基金支出拖累放缓或主因新增专项债发行提速支撑。5月地方新增专项债发行超4300亿元、占新增额度的11%，明显快于前4月及2023年同期发行速度。

图表19: 2024年5月政府性基金支出当月同比-14%

图表20: 2024年前5月政府性基金支出进度为23%



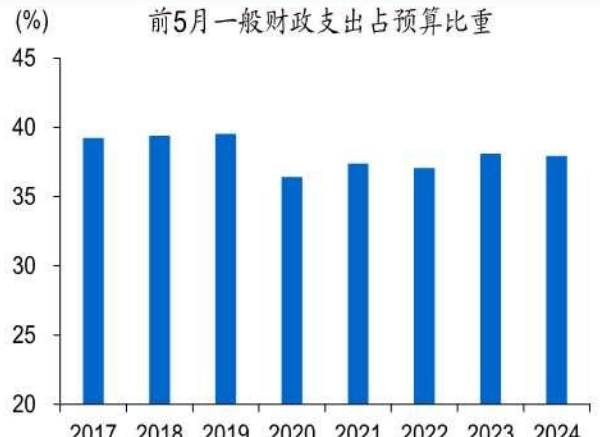
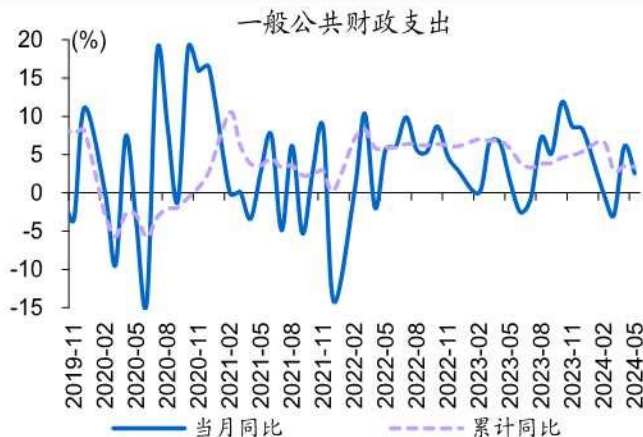
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

一般财政支出放缓，社保、基建类支出维持较高强度。5月，一般财政支出同比2.6%、较4月支出增速下滑超3个百分点；其中，社会保障、农林水、交通运输支出维持较高强度，当月同比分别为8%、9%、9.5%；从占比来看，债务付息支出占比较4月提升约0.6%、达4.7%。整体来看，5月一般财政支出预算完成度为6.6%，略低于2023年同期的6.7%。

图表21: 2024年5月一般财政支出当月同比2.6%

图表22: 2024年前5月一般财政支出占预算比重达38%

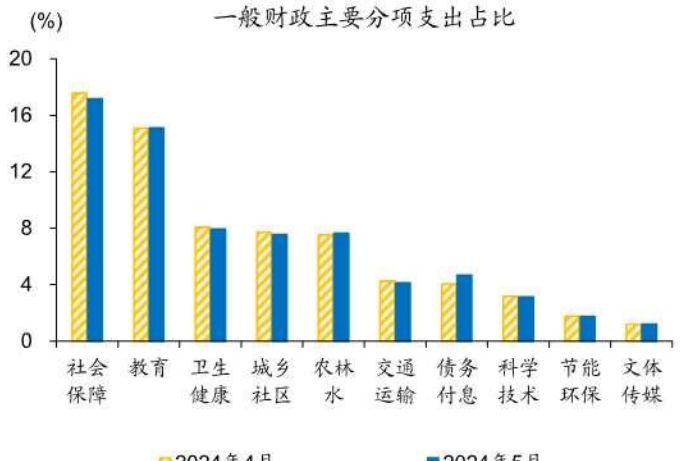
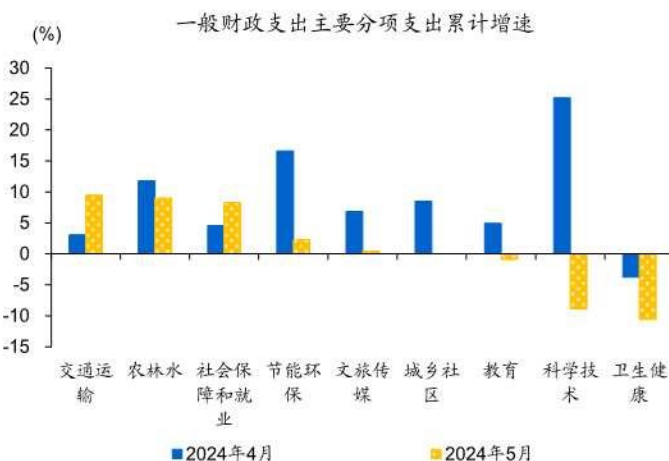


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 2024年5月社保、基建类支出维持较高增速

图表24: 2024年5月债务付息支出占比提升



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、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究