

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

相关报告**投资要点**

■ 2024年5月份财政数据于6月24日公布。1-5月份一般公共预算收入累计9.7万亿元，同比增速-2.8%，降幅有所走阔，自2024年以来公共财政收入同比持续为负，扣除特殊因素影响后一般公共预算收入增速尚可，但进度偏慢。若扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的部分减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长2%左右（4月同样为2%左右），2021-2023年同期增速分别为3.6%（两年复合）、-10.1%、1.7%（两年复合）。前5个月一般公共预算收入进度偏慢，仅完成全年全国公共财政收入预算的43.3%，过去5年均值为45.2%。

■ 第一本账收入主要受税收收入拖累。1-5月税收累计8.0万亿元，同比-5.1%，非税收入1.6万亿元，同比10.3%。分税种来看：

1) 规模排名前四的税种国内增值税、国内消费税、企业所得税和个人所得税同比增速分别为-6.1%、7.2%、-1.7%、-6.0%，除国内增值税降幅收窄，增速均较4月份有所下行。企业所得税较去年同期与4月份下行，一方面受到去年同期中小微企业缓税入库抬高基数影响，另一方面上游工业品价格较高的情况下企业利润有所压缩，企业所得税收入放缓；5月份个人所得税降幅走阔，累计同比增速自去年2月份以来持续为负，主要受去年年中出台的提个人所得专项附加扣除标准政策翘尾减收等影响。2) 与进出口有关的税种表现分化，进口环节增值税累计同比增速自2024年4月首次转正以来再次加快，出口退税降幅走阔，反映外需仍有待提振；3) 土地和房地产相关税收中，城镇土地使用税和耕地占用税分别累计同比增长12.7%和21.4%，增速有所回升，但不能直接反映拿地情况改善，相反，5月份土地市场并不乐观，国有土地使用权出让收入累计同比增速下降3.6个百分点至-14.0%，全国土地成交总价降幅超过50%；4) 印花税1505亿元，同比下降18.6%。其中，证券交易印花税439亿元，同比下降50.8%，或反映股市预期偏悲观，成交有所降温。

■ 第一本账支出端增长3.4%，支出进度略高于过去5年同期均值，主要受基建相关支出项目拉动。1-5月份，同比增长最快的支出项目分别为农林水事务（12.0%）和城乡社区事务（9.5%），均为基建相关支出项目。基建四项合计支出自去年9月份以来由负转正，但今年5月份月累计同比增速下降0.4个百分点至7.5%，可能与项目储备不足有关。社保支出累计同比增速6.7%，有所上升，钱5个月社保支出占比为17.2%，高于2011年以来同期水平；基建支出占比略高于2023年同期，但低于2011年以来其余年份。

■ 广义收入降幅走阔，主要受政府性基金收入拖累。1-5月广义收入同比下降4.1%，其中一般公共预算收入和政府性基金收入降幅分别为2.8%和10.8%，主要与政府卖地收入减少有关（-14.0%）；广义支出同比下降2.2%，收入承压背景下支出受限，前5个月累计新增专项债进度为29.8%，远低于2019-2023年均值（43.3%），或反映各地基建项目储备较少、开工偏慢。

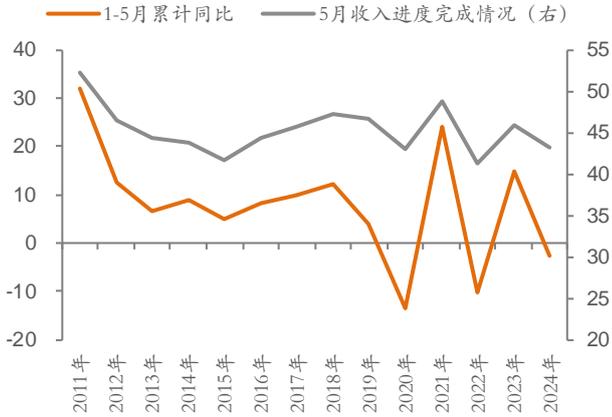
■ 关注基建发力的节奏和持续性。前5个月，基建支出累计同比增速有所放缓，从5月13日财政部公布的特别国债发行计划来看，1万亿超长特别国债的发行相对分散地分布在5-11月，6-10月发行只数相对较多，再结合当前专项债发行进度偏慢，因此财政和基建投资发力的节奏可能相对后置，更集中在下半年。考虑到财政部多次强调加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出节奏，而从实际结果来看财政发力依然后置，或许表明在去年4季度以来财政加速发力过后，地方优质投资项目的储备已经相对不足。同时，考虑到去年四季度以来部分省份发行的新增专项债并未披露“一案两书”，该部分新增专项债可能用于化解政府投资项目相关的存量债务，意味着财政发力和基建投资力度可能不及预期，基本面对于债市支撑作用有望强化。

■ 风险提示：财政政策调整超预期，收入和支出节奏不及预期，数据更新不及时等。

图表目录

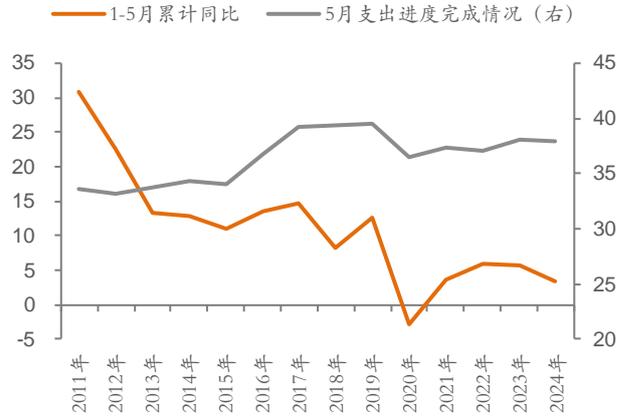
图表 1: 一般公共预算收入同比与完成进度 (%)	- 3 -
图表 2: 一般公共预算支出同比与完成进度 (%)	- 3 -
图表 3: 土地出让收入与商品房销售额增速 (%)	- 3 -
图表 4: 政府性基金收支均负增长 (%)	- 3 -
图表 5: 财政支出分项累计增速 (%)	- 3 -
图表 6: 基建支出增速回落 (%)	- 4 -
图表 7: 社保就业支出增速回升 (%)	- 4 -
图表 8: 广义财政收入增速放缓, 支出降幅收窄 (%)	- 4 -
图表 9: 滚动赤字率环比上行 (%)	- 4 -

图表 1: 一般公共预算收入同比与完成进度 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 一般公共预算支出同比与完成进度 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 土地出让收入与商品房销售额增速 (%)



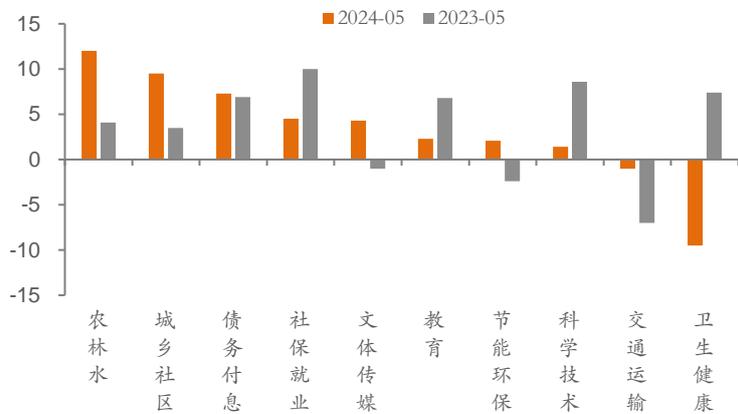
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 政府性基金收支均负增长 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 财政支出分项累计增速 (%)



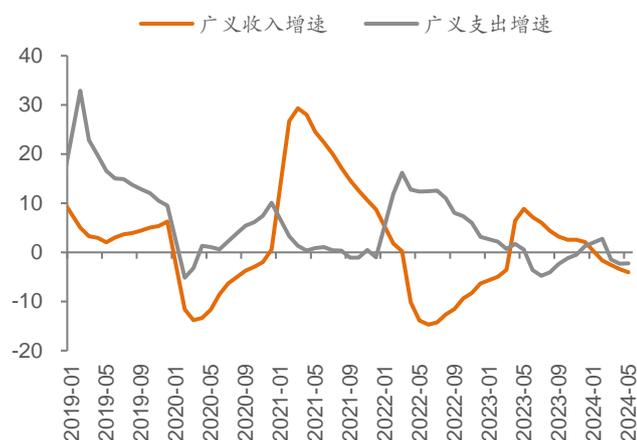
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 基建支出增速回落 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 社保就业支出增速回升 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 广义财政收入增速放缓, 支出降幅收窄 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 9: 滚动赤字率环比上行 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 狭义滚动赤字率=一般公共预算赤字(12个月累计)/GDP(12个月累计); 广义滚动赤字率=全国政府性基金预算赤字(12个月累计)/GDP(12个月累计)。

风险提示: 财政政策调整超预期, 收入和支出节奏不及预期, 数据更新不及时等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。