下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

地方财政支出仍待改善

吴棋滢

SAC 执证号：
S0260519080003
SFC CE.no: BQN213
021-38003588
wuqiying@gf.com.cn

8 月财政延续了二季度以来的收强支弱的分化特征。一般公共预算收入同比 4.7%，较前值下降 7 个百分点。其中中央收入增长 9.3%，地方本级收入仅增长 0.7%；税收收入同比 5.6%，下降 8.2 个百分点。与此同时，一般公共预算支出增速也小幅转负，同比增长-0.13%。

根据财政部数据，8 月一般公共预算收入同比增长 4.7%，较 7 月的 11.7%明显回落，主要受到税收增速放缓影响。但税收收入仍贡献了当月绝大部分收入增量，拉高了当月财政收入增幅 5.4 个百分点，绝对规模亦高于 2020-2025 年 8 月水平。因此，8 月收入同比回落主要体现增长动能较 7 月减弱，收入绝对规模仍具有一定支撑，但后续税收收入若需要延续高增，则部分依赖于支出端的增速能否回升。非税收入则由 7 月负增长转为基本持平，拉高了当月财政收入增幅 0.3 个百分点。

央地财政收入表现进一步分化，8 月中央收入增长 9.3%，地方本级收入仅增长 0.7%，可能部分源自税种差异，8 月中央税中的进口环节增值税和消费税增长 14.9%，是当月贡献最大的正向分项。支出表现亦同步，8 月中央本级支出当月同比增长 4.7%，较 7 月加快 0.2 个百分点，对全国支出增幅拉动 0.81 个百分点；地方支出同比下降 1.1%，较 7 月下降 0.4%的降幅扩大 0.8 个百分点，对全国支出增幅形成 0.95 个百分点的负向影响。地方支出的收缩抵消了中央本级支出的增长，是当月全国支出转负的主要原因。

若要完成 2026 年收入目标，对应后四个月同比-5.6%即可完成；换言之，在当前进度下收入端已留有相当余地，也可为未来的支出扩张提供子弹。

7 月政治局会议强调“加快财政支出和债券资金使用进度”[1]，8 月财政部表示将“对支出进度持续偏慢的地区加强督导”[2]。财政政策无疑将是下半年宏观面的关键线索，近期《求是》杂志文章《立足优势着力破解供强需弱矛盾》[3]也指出“破解供强需弱矛盾是当前经济工作的一项重点任务”，今年以来财政收入在价格和外需带动下明显回升，但还未全部将其投入支出扩张，从这一视角来看，加快财政支出是缓解当下供需矛盾的主要抓手之一。

8 月财政收入端增速回落是多种因素的影响叠加。一是缴税节奏，7 月是企业所得税预缴月，今年 PPI 回升背景下企业利润修复弹性较大，带动该税种 7 月同比高达 21.8%，8 月则出现较明显的增速回落；二是 7 月工业量价增速回落的影响，7 月工业增加值同比的 4.5%、PPI 同比的 3.5%均属于 5-8 月以来的低点，在此影响下企业所得税、国内增值税等均增速放缓；三是 7 月原油加工量同比下降 15.8%、非新能源车产量和国内销量分别下降 26.6%、45.7%，对消费税影响较大；四是资本市场调整带给证券交易印花税一定影响。

8 月公共财政收入同比 4.7%较前值大幅回落 7.0 pct。其中，7 月为企业所得税季度预缴月，该税种对收入增幅的拉动达 6.08 个百分点，8 月退至 0.86 个百分点，单项落差 5.2 pct。叠加国内消费税贡献由+0.38 转为-1.48，单项落差 1.9pct。两项合计即可解释本月全部回落幅度。

其中，国内消费税增速由正转负，是 8 月税收增速回落的重要拖累，与 7 月部分应税消费品需求偏弱存在一定联系。7 月原油加工量同比下降 15.8%，石油及制品类零售额下降 7.6%，汽车类零售额下降 17.0%。除油与车外，7 月应税消费品中的卷烟产量同比下降 2.2%，较 6 月增长 9.9%转负；白酒产量同比下降 8.8%，啤酒产量同比下降 8.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

8 月国内增值税增速回落，与 7 月工业生产和工业品价格的同步放缓基本吻合。8 月国内增值税同比增长 4.0%，较 7 月回落 2.7 个百分点。个人所得税增速有所放缓，但绝对规模仍处于近年同期高位，资本市场相关所得可能继续提供支撑，但边际增量受限。8 月个税同比增长 11.8%，较 7 月回落 14.1 个百分点。与此同时，8 月证券交易印花税同比 17.9%，较 7 月的 108.6%大幅回落。

除主要税种外，进口环节税收继续保持较快增长，是当月财政收入的重要支撑。8 月进口环节增值税和消费税同比增长 14.9%，与 7 月 15.3%的增速基本接近。7 月进口额同比增长 21.2%，8 月进口额进一步增长 21.7%，进口贸易维持较高增速。

8 月公共财政支出端延续低位运行，且拖累基本来自地方。中央本级支出同比 4.7%，对支出增幅拉动 0.81 个百分点；地方支出同比-1.1%，拖累 0.95 个百分点，两者相抵后增速转负。地方财政支出持续偏弱可能与化债约束、土地出让收入减少、产业转型要求下新项目储备不足、资金拨付的审核更为规范的综合影响有关。

地方支出尚未加快，或与第二本账土地财政收入的收缩、化债的推进、项目开工与资金拨付的审核趋严等多个因素有关。如上文所述，财政部此前曾表示，下半年财政将在三方面继续发力提效，其中第一条即为加快资金使用、合理加快支出进度并督导偏慢地区[4]。从 8 月数据看这一工作还有待推进。

收支剪刀差对后续财政空间而言，一是简单测算，收入超收叠加支出欠进度，意味着四季度财政具备加速的财力基础，若 9-12 月支出同比达到 9.8%，全年目标可完成，对应基建与民生支出在四季度将出现明显的环比放量；二是从可行性看，2024 年 10-12 月支出当月同比均值约为 7.9%，因此 9-12 月完成 9.8%这一增速仍有可能性，但考虑到 2024 年 10-12 月是“924”后的政策环境，今年出现的概率相对较小。

从主要支出分项来看，科技支出增速最高，且较前值扩大，显示出高技术产业转型仍是财政支出重点。城乡社区、交通运输等典型的传统基建投资分项均处于负增长区间，显示地方相关投资呈现收缩趋势；节能环保连续多月两位数负增长，是所列主要科目中累计降幅最大的分项，可能和前期投入较为集中有关；债务付息收入单月同比 7.0%，前 8 个月占一般公共预算支出的比重为 5.1%，较去年提升 0.2 个点，对其他领域存在一定挤压。

按 8 月当月同比由高至低排列，科学技术支出增长 9.0%，较 7 月加快 6.4 个百分点；债务付息支出增长 7.0%，较 7 月回落 3.3 个百分点；卫生健康支出增长 3.8%；社会保障和就业支出增长 2.6%；教育支出增长 1.3%；农林水支出增长 1.1%。负增长科目中，城乡社区同比下降 3.8%；交通运输支出同比下降 5.8%，降幅较 7 月扩大 4.4 个百分点；文化旅游体育与传媒支出同比下降 9.6%；节能环保支出同比下降 15.8%，降幅较 7 月收窄 6.8 个百分点，但累计仍下降 12.3%，节能环保连续多月两位数负增长，是所列主要科目中累计降幅最大的分项。

1-8 月债务付息同比 5.4%，占一般公共预算支出的比重为 5.1%，而 2025 年同期该比重约为 4.9%，比重同比抬升约 0.2 个百分点。在支出总量近乎零增长的约束下，刚性付息支出的正增长将对其它领域形成一定挤压。

再看第二本账的情况。8 月政府性基金收入端有所好转，降幅由 7 月的 19.2%收窄至 3.8%，其中土地出让收入降幅亦由 27.1%收窄至 12.6%。支出端同比下降 21.4%，降幅却较 7 月扩大 5.0 个百分点，其背后一是高基数因素，二是支撑第二本账支出增速的专项债发行节奏平缓、注资特别国债还未发行。此外，高频数据显示受新政影响，截至上周的 300 城宅地出让金同环比均现下降趋势。

8 月政府性基金预算收入同比下降 3.8%，较 7 月下降 19.2%的降幅收窄 15.4 个百分点；1-8 月累计收入同比下降 19.0%，较 1-7 月改善 2.2 个百分点。需要注意的是，8 月国有土地出让收入的绝对规模仅 2022 亿元，已降至近年来的较低水平。

支出方面，8 月政府性基金预算支出同比下降 21.4%，较 7 月下降 16.3%的降幅扩大 5.0 个百分点；1-8 月累计支出 51948 亿元，同比下降 17.0%。

此外广发地产 9 月 13 日报告提示[5]：“土地市场：新政影响，规模大幅下滑。本周 300 城宅地出让金 226 亿元，环比下降 70%，同比-30%，9 月前 10 天同比-2.2%，供应土地规模环比-42.2%，单周成交面积环比-46.2%。核心城市中，深圳、广州仍有土地出让，但现阶段出让土地的后续销售仍需以各地方政府未来出台的细则为准。”

下载日志已记录，仅供内部参考

综合来看，前 8 个月第一本账收入同比增长 5.7%，支出端累计同比增长 1.2%。两本账合并的广义财政收入同比增长 1.9%，而合并后的广义财政支出却下降 3.5%。这可能是经济增长的行业广谱性不足的重要背景之一。全年累计的特征仍是"增收欠支"，前 8 个月收入端完成全年预算的 71%，高于 2021-2025 年同期平均水平 2 个百分点；支出端完成全年预算的 60.5%，低于近五年平均水平 1 个百分点。若要完全成全预算支出目标，9-12 月支出同比要达到 9.8%，就目前趋势增速来说，仍需付出较大努力。

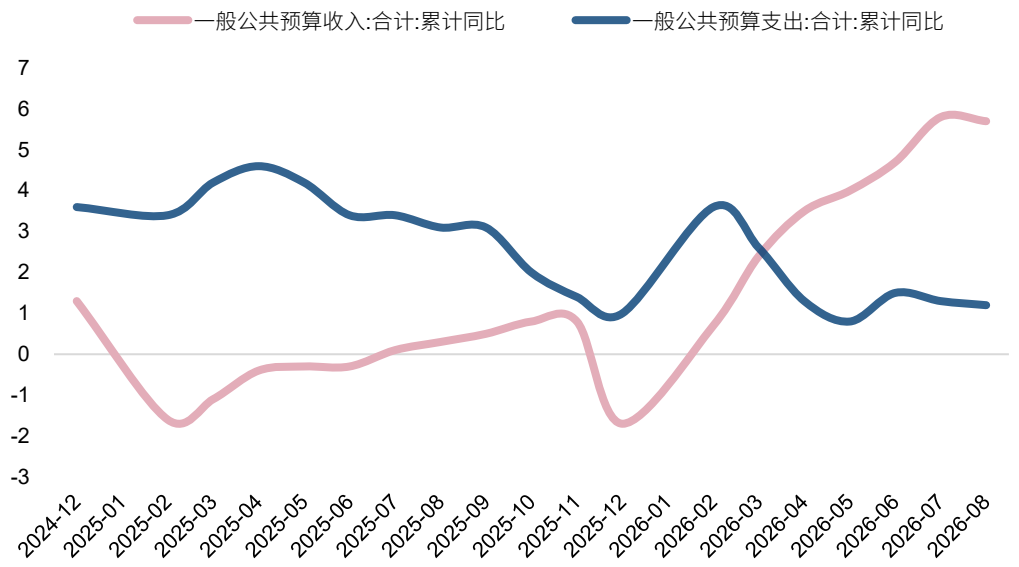
[6]预算执行方面，1-8 月一般公共预算收入完成全年预算的 71.0%，高于 2021-2025 年同期平均水平 69.0%约 2.0 个百分点；累计同比 5.7%，高于全年 2.2%的目标增速 3.5 个百分点。其中，税收收入同比增长 6.6%，高于全年 2.9%的目标增速 3.7 个百分点；非税收入同比增长 1.5%，高于全年下降 1.3%的目标增速 2.8 个百分点。形成对比的是 1-8 月支出累计同比 1.2%，低于 4.4%目标 3.2 个百分点。1-8 月公共财政支出完成全年的 60.5%，低于 2021-2025 年的近五年均值 61.5%，低于 2022、2023 年，与 2025 年同期基本持平。第一本账累计"赤字"（收支差）的进度为 31.3%，低于 2021-2025 年的近五年均值 34.9%。

9 月以来的情况有望有积极改善。一则从 8 月经济数据来看，居民端消费情况延续弱势，但工业生产和 PPI 均有明显修复，有望对 9 月税收重新形成带动；二则政策性金融工具在加快落地，"六张网"重大项目协调推进会密集召开，将对地方投资形成一定撬动，我们估计 10-12 月政策效果可能会缓步出现，整个四季度将是重要观察期。

风险提示。外部环境变化超预期导致海外经济压力显著加大，国内经济短期压力超预期，稳增长政策力度超预期，财政收支短期低于预期或者超预期，地产销售和新开工的压力上升超预期，土地市场表现低于预期或者超预期，海外经济表现变化导致出口表现超预期，地缘政治风险超预期。

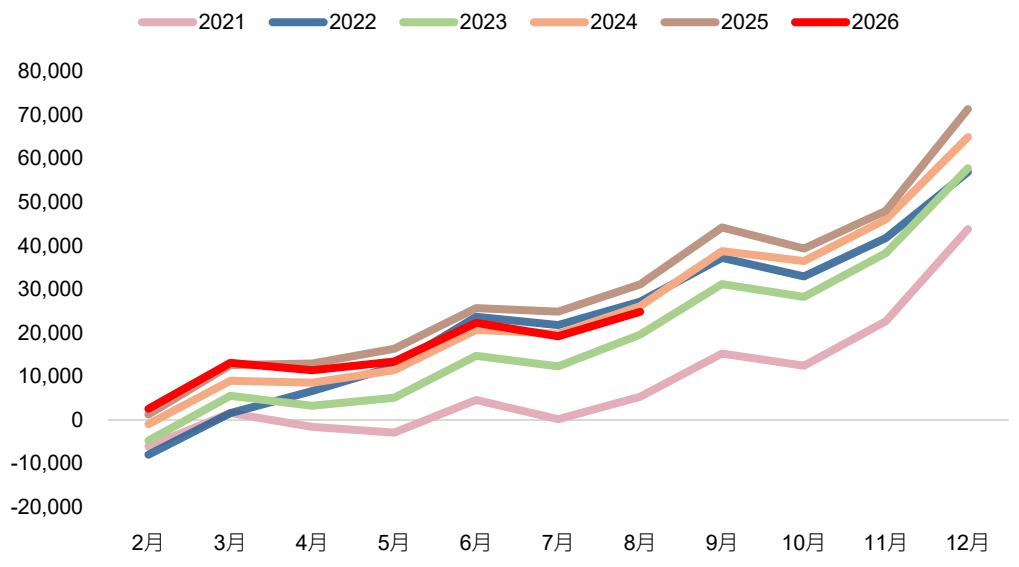
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：一般公共预算收支累计同比（%）



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

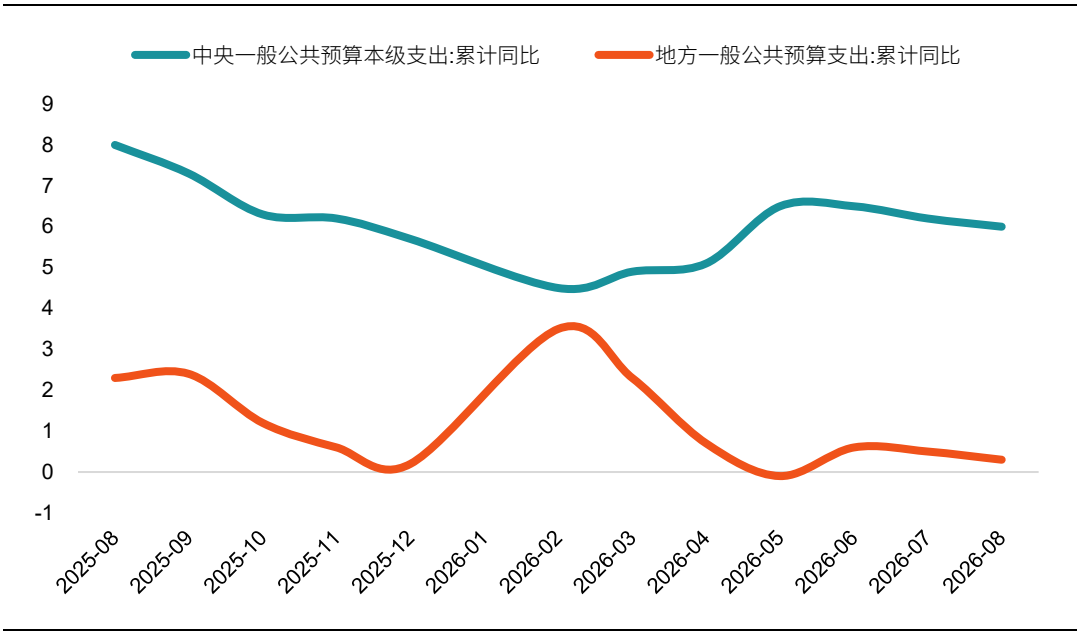
图 2：一般公共预算收支差（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

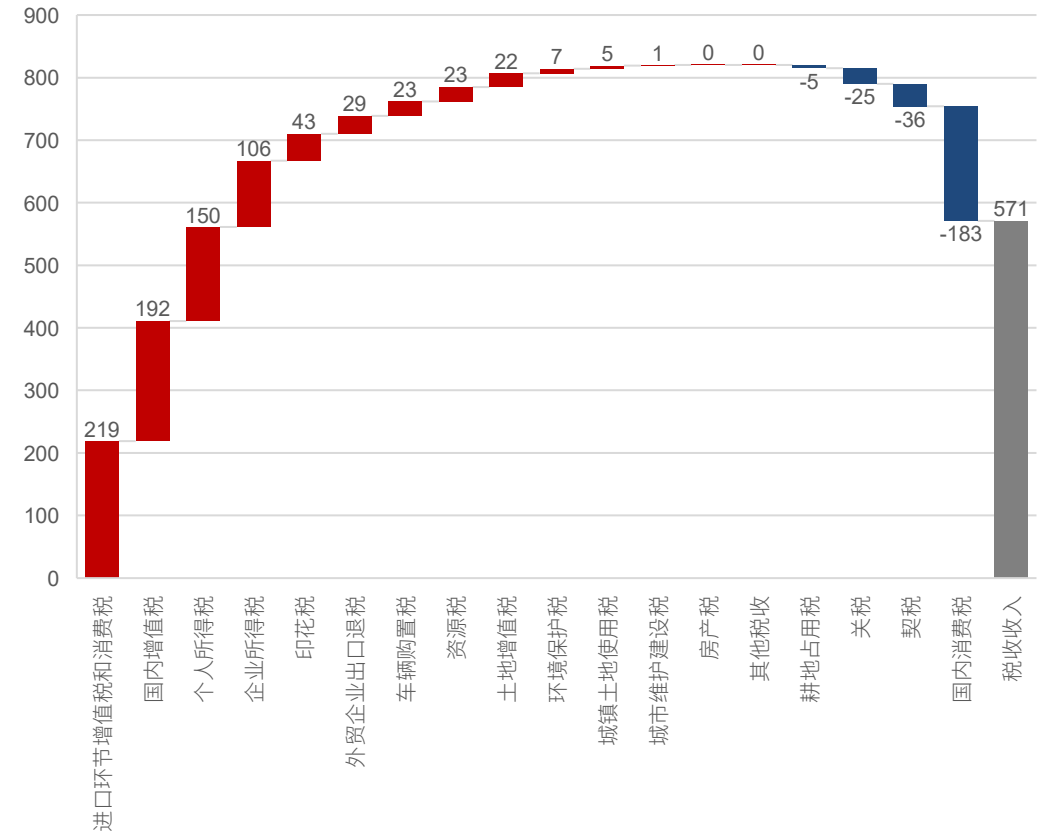
图 3：央地一般公共预算支出累计同比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

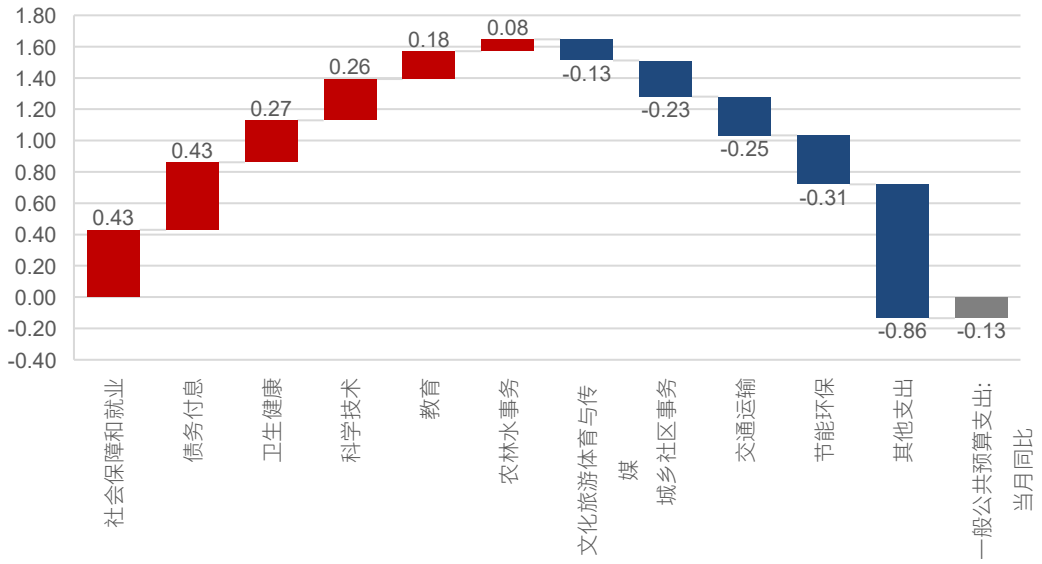
图 4：各税种对税收收入的贡献瀑布图（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：各支出分项对当月财政支出同比的贡献瀑布图（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

广发宏观研究小组

郭 磊 ：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清 ：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁柬 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠 ：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王 丹 ：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔 ：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒 ：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



吴棋滢

SAC 执证号：S0260519080003
SFC CE No. BQN213
wuqiying@gf.com.cn

人在草木间
请务必阅

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。