

# 4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: 赵伟 (执业 S1130521120002)

zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 杨飞 (执业 S1130521120001)

yang\_fei@gjzq.com.cn

联系人: 侯倩楠

houqiannan@gjzq.com.cn

## 财政支出与落地，缘何背离？

### 事件：

5月18日，财政部公布4月财政收支情况。1-4月累计，全国一般公共预算收入83171亿元，同比增长11.9%；全国一般公共预算支出86418亿元，同比增长6.8%。

### 点评：广义财政支出加快，而基建落地情况不佳，可能与财政资本金到位存在时滞等有关

政府性基金支出增速转正，推动广义财政支出提速。4月，广义财政支出同比增长5.5%，两年复合增速3.8%、较3月的-1.8%提升近6个百分点；从预算完成进度来看，4月广义财政支出预算完成度为6.6%，高于2022年同期的5.9%。4月广义财政支出提速，其一、缘于土地出让收入拖累放缓、新增专项债加速发行带动，其二、3月全国“两会”和地方换届基本完毕，财政“加力提效”基调下，地方政府性基金支出加快。

土地财政收入拖累放缓和新增专项债发行进度加快，推动政府性基金支出强度提升。2023年4月，政府性基金支出同比增长2.4%、较3月-20%的同比增速明显改善，主因土地出让收入修复，带动相关支出提速；地方新增专项债发行进度也较快，前4月发行进度达42.7%、超2022年同期水平。往后看，在政府性基金预算近7400亿元结转收入安排、土地出让收入边际修复和新增专项债加速发行推动下，政府性基金支出增速或进一步提升。

广义财政支出加力，但基建资金落地情况不佳，可能与财政资本金到位存在时滞等有关。一季度基建高频指标回升，或因2022年底项目资金仍有留存，且春节后复工较早，加速资金落地。4月广义财政支出提速，但沥青开工率等高频指标回落，可能缘于受土地财政拖累及地方换届等因素影响，一季度政府性基金支出较慢，导致4月基建项目资本金接续存在问题；而4月政府性基金收入边际修复等，带动支出加快，但财政资本金到位或仍存在一定时滞。

重申观点：经济内生需求不足、出口承压下，财政稳增长仍需保持较高强度，保障民生的同时，或重点加大对基建、产业发展的支持力度，以阶段性对冲有效需求不足。当务之急或是加快现有政策、资金落地、尽快形成实物工作量；后续稳增长强度，或可重点关注政策性开发性金融工具、PSL等储备工具对广义财政的支持。

### 常规跟踪：广义财政收支均延续改善，财政支出强度提升，或主因土地出让收入修复等带动

政府基金、一般财政支出均提速，推动广义财政支出强度明显提升。2023年4月，广义财政支出当月同比增长5.5%、较3月的-1.4%明显提升近7个百分点；其中，政府性基金支出提速尤为明显，4月增速由负转正，同比增长2.4%，较3月-20.2%提升超20个百分点，或主因年初土地市场修复对土地财政影响滞后显现，进而使得政府性基金收入拖累改善；前4月政府性基金支出预算完成度为23.7%，高于过往同期。一般财政支出延续较高强度、4月同比增长6.7%，较3月的6.5%小幅提升，前4月预算完成度31.4%，高于过去三年同期支出进度。

政府性基金收入修复，促使广义财政收入增长。2023年4月，剔除留抵退税因素影响后，广义财政收入同比增长4.2%、较3月的0.2%提升4个百分点；其中，政府性基金收入改善、同比增长1.4%，明显高于较3月-17.5%，前4月预算完成度为18.7%、略高于2022年同期，但仍为过往较低水平。剔除留抵退税因素影响后，一般财政收入同比增长4.8%、较3月的5.5%略有下滑；从预算完成度看，前4月一般财政预算完成度为38.3%、与过往同期相比处于较高水平。

### 风险提示

政策效果不及预期，疫情反复。

## 内容目录

1. 财政支出加力，而基建落地不佳，或部分缘于财政资本金到位存在时滞.....	3
2. 常规跟踪：财政收支均改善，广义财政支出强度提升主由政府性基金带动.....	5
风险提示.....	8

## 图表目录

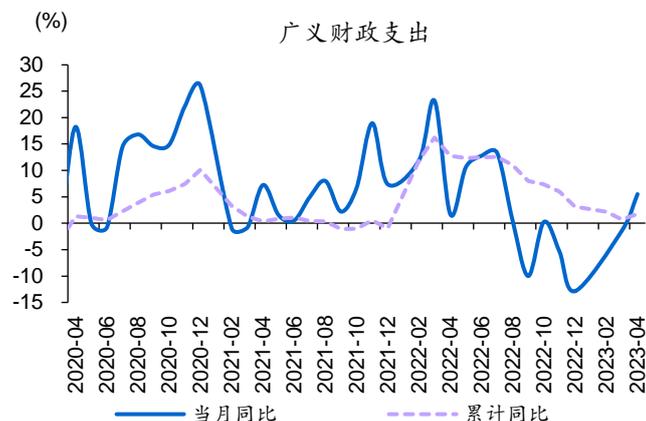
图表 1： 2023 年 4 月广义财政支出提速.....	3
图表 2： 2023 年 4 月政府性基金支出进度处于较高水平.....	3
图表 3： 2023 年 1-4 月广义财政支出进度处于较高水平.....	3
图表 4： 2023 年 4 月地方政府性基金支出加快.....	3
图表 5： 2023 年 4 月土地财政进一步修复.....	4
图表 6： 2023 年 4 月地方新增专项债发行进度较快.....	4
图表 7： 4 月一般财政支出加大对教育、社保支出力度.....	4
图表 8： 2023 年前 4 月新增专项债重点投向基建类项目.....	4
图表 9： 4 月沥青开工率明显回落.....	5
图表 10： 5 月以来，沥青开工率有所回升.....	5
图表 11： 2023 年 4 月广义财政支出同比增长 5.5%.....	5
图表 12： 广义财政支出提速主由政府性基金支出带动.....	5
图表 13： 2023 年 4 月政府性基金支出加快.....	6
图表 14： 2023 年 4 月政府性基金支出进度较快.....	6
图表 15： 2023 年 4 月广义财政收入同比增长 4.2%.....	6
图表 16： 2023 年 4 月一般财政、政府性收入均有改善.....	6
图表 17： 2023 年 4 月政府性基金收入明显改善.....	7
图表 18： 2023 年 4 月政府性收入完成度高于 2022 年同期.....	7
图表 19： 2023 年 4 月一般财政收入增速小幅下滑.....	7
图表 20： 2023 年 4 月税收继续回暖、非税加速回落.....	7
图表 21： 2022 年 4 月留抵退税规模超 7000 亿元.....	8
图表 22： 2023 年 4 月个人所得税、消费税边际修复.....	8
图表 23： 2023 年 4 月民生支出加力、卫生支出放缓.....	8
图表 24： 2023 年 4 月基建、科技支出占比提升.....	8

## 1. 财政支出加力，而基建落地不佳，或部分缘于财政资本金到位存在时滞

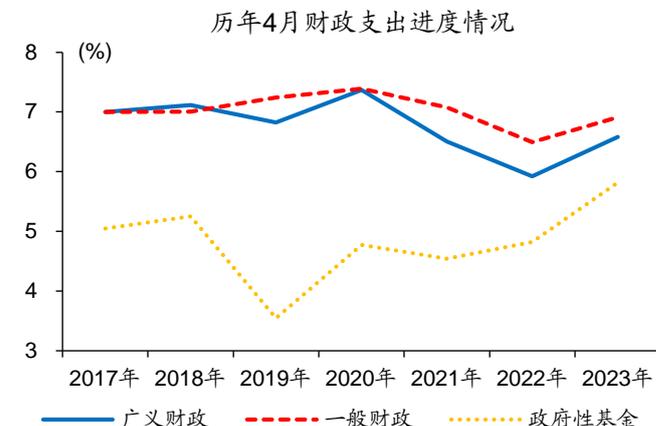
政府性基金支出增速转正，推动广义财政支出提速。4月，广义财政支出同比增长5.5%，两年复合增速3.8%、较3月的-1.8%提升近6个百分点；从预算完成进度来看，4月广义财政支出预算完成度近6.6%，略高于2022年同期的5.9%。4月广义财政支出提速，其一、缘于土地出让收入拖累放缓、地方新增专项债加速发行带动，其二、3月全国“两会”和地方换届基本完毕，“加力提效”基调下，地方政府性基金支出提速。

图表1：2023年4月广义财政支出提速

图表2：2023年4月政府性基金支出进度处于较高水平



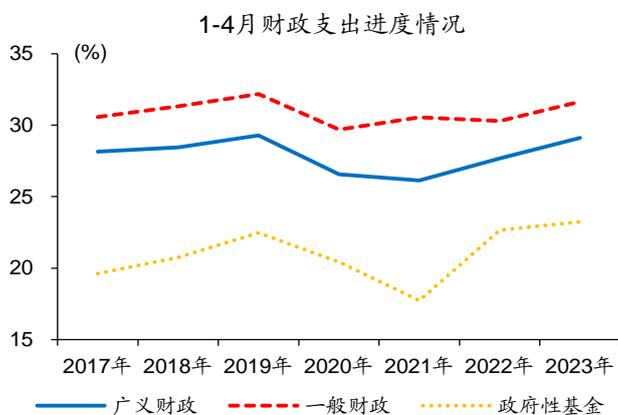
来源：Wind、国金证券研究所



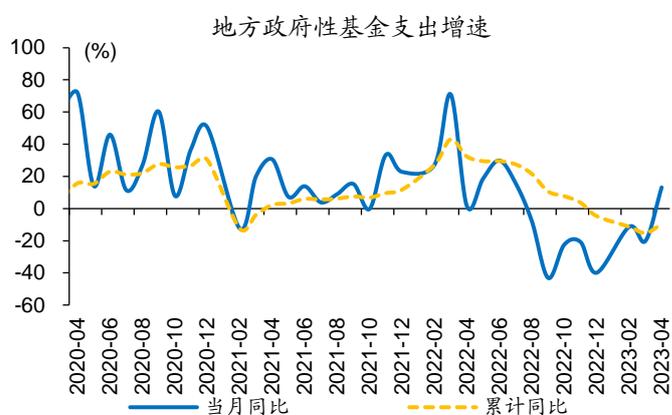
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：2023年1-4月广义财政支出进度处于较高水平

图表4：2023年4月地方政府性基金支出加快



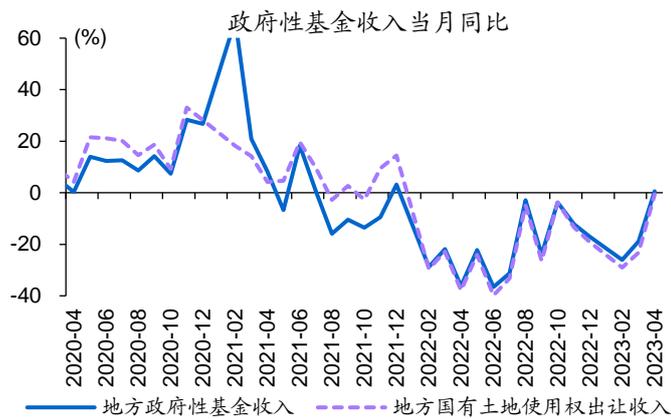
来源：Wind、国金证券研究所



来源：Wind、国金证券研究所

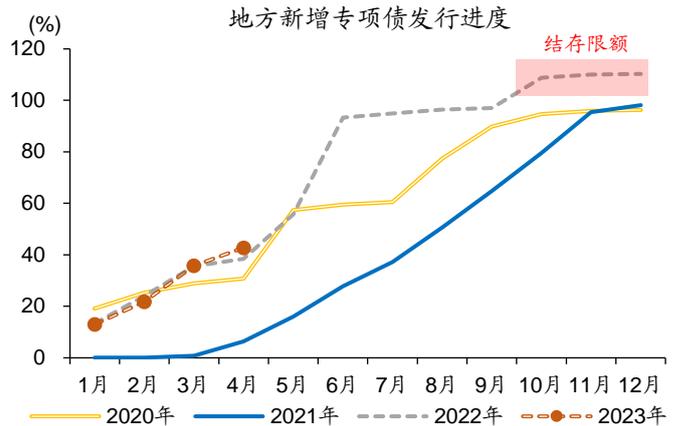
土地财政收入拖累放缓和新增专项债发行进度加快，推动政府性基金支出强度提升。2023年4月，政府性基金支出同比增长2.4%、较3月-20%的同比增速明显改善，主因土地出让收入修复，带动相关支出提速；地方新增专项债发行进度也较快，前4月发行进度达42.7%、超2022年同期水平。往后看，在政府性基金预算近7400亿元结转收入安排、土地出让收入边际修复和新增专项债加速发行推动下，政府性基金支出增速或进一步提升。

图表5: 2023年4月土地财政进一步修复



来源: Wind、国金证券研究所

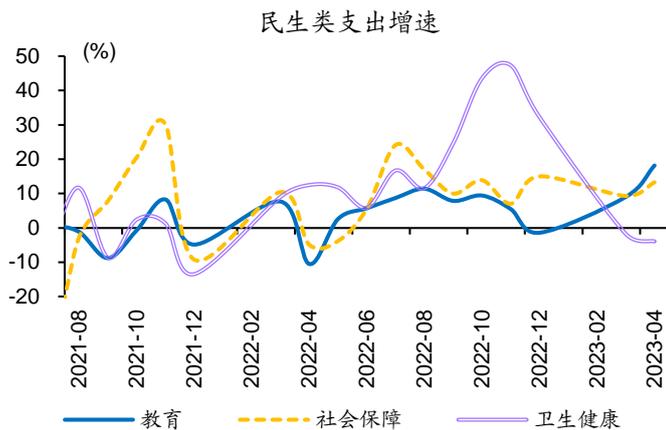
图表6: 2023年4月地方新增专项债发行进度较快



来源: Wind、国金证券研究所

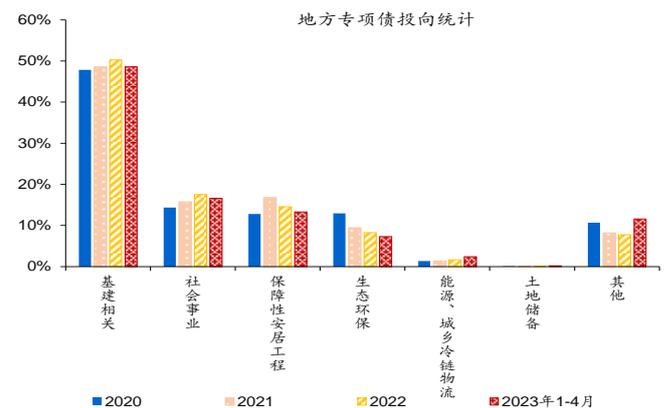
一般财政重点加大民生领域支持, 地方新增专项债主要投向基建领域。4月一般财政支出中, 教育、社保就业等民生类支出加力、同比分别增长 18.1%、13.3%; 科学技术类支出同比增长 7.8%, 维持较高强度。地方新增专项债投向中, 基建相关项目占比近五成, 其中新增专项债超三成投向促进产业发展的市政产业园项目, 城乡冷链领域项目亦有增长。

图表7: 4月一般财政支出加大对教育、社保支出力度



来源: Wind、国金证券研究所

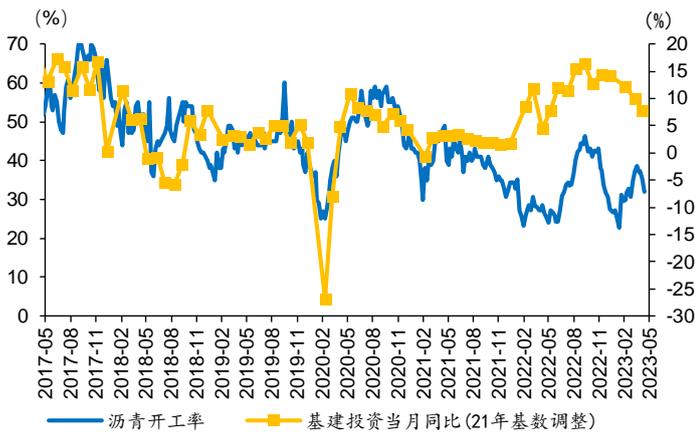
图表8: 2023年前4月新增专项债重点投向基建类项目



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

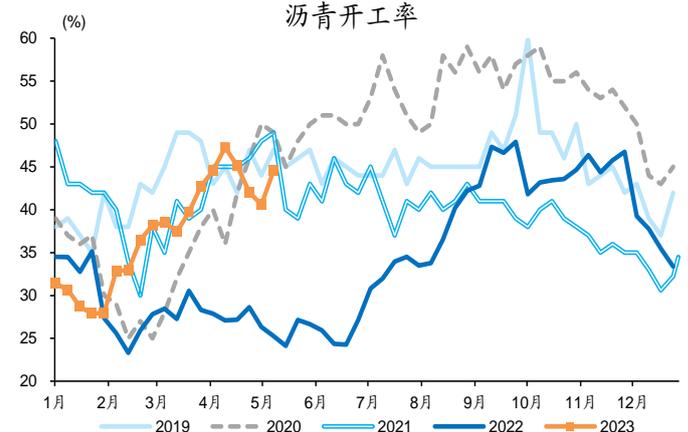
广义财政支出加力, 但基建资金落地情况不佳, 可能与财政资本金到位存在时滞等有关。一季度基建高频指标回升, 或因 2022 年底项目资金仍有留存, 且春节后复工较早, 加速资金落地。4月广义财政支出提速, 但沥青开工率等高频指标回落, 可能缘于受土地财政拖累及地方换届等因素影响, 一季度政府性基金支出较慢, 导致 4月基建项目资本金接续存在问题; 而 4月政府性基金收入边际修复等, 带动支出加快, 但财政资本金到位或仍存在一定时滞。

图表9：4月沥青开工率明显回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表10：5月以来，沥青开工率有所回升



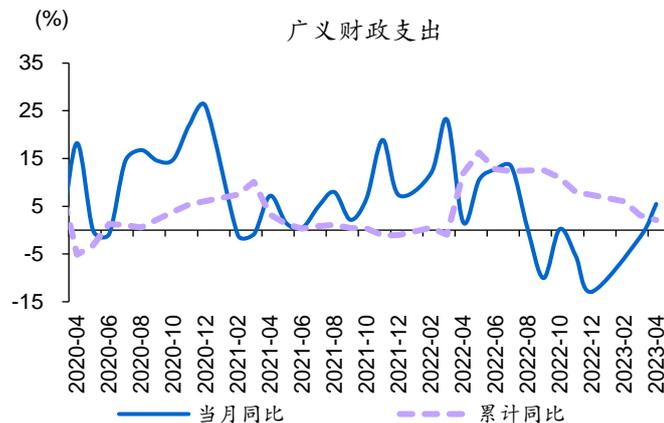
来源：财政部、国金证券研究所

重申观点：经济内生需求不足、出口承压下，财政稳增长仍需保持较高强度，保障民生的同时，或重点加大对基建、产业发展的支持力度，以阶段性对冲有效需求不足。稳增长当务之急或是加快现有政策、资金落地，尽快形成实物工作量；后续或可重点关注政策性开发性金融工具、PSL等储备工具对广义财政的支持。

## 2. 常规跟踪：财政收支均改善，广义财政支出强度提升主由政府性基金带动

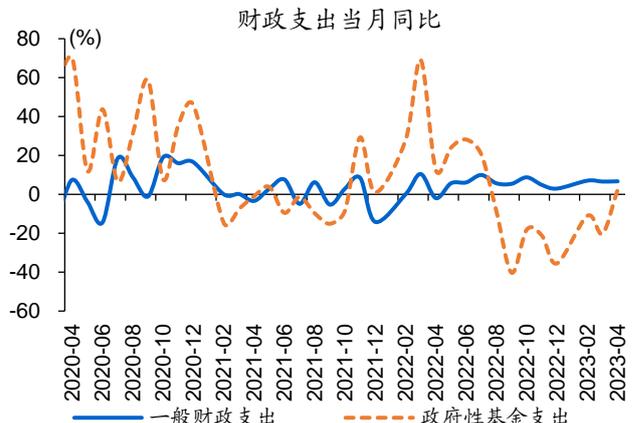
政府基金、一般财政支出均加快，推动广义财政支出强度提升。2023年4月，广义财政支出当月同比增长5.5%、两年复合增速3.8%、较3月的-1.8%提升近6个百分点；其中，政府性基金支出提速尤为明显，4月增速由负转正，同比增长2.4%，较3月-20.2%提升超20个百分点；一般财政支出延续较高强度，同比增长6.7%、较3月6.5%的增速略有提升。

图表11：2023年4月广义财政支出同比增长5.5%



来源：Wind、国金证券研究所

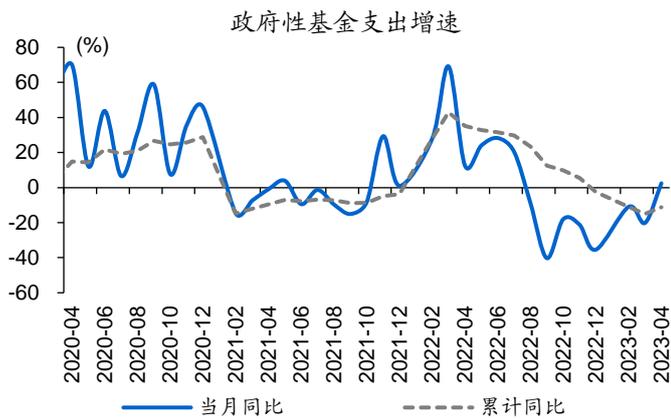
图表12：广义财政支出提速主由政府性基金支出带动



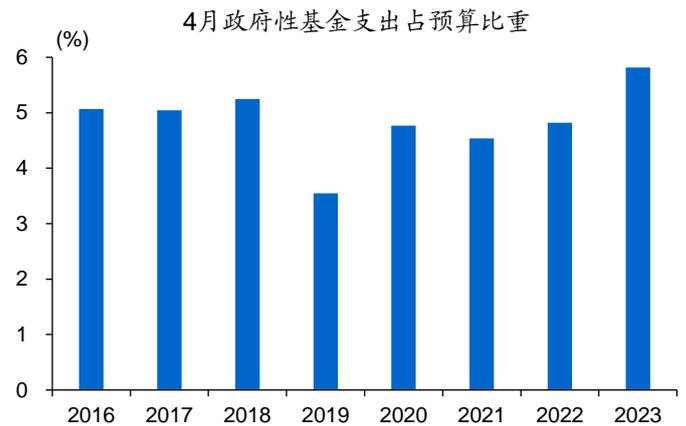
来源：Wind、国金证券研究所

政府基金支出加速，或主因政府性基金收入拖累改善。2023年4月，政府性基金支出同比增长1.4%，较3月的同比增速-17.6%提升19个百分点，或主因土地财政收入修复、打通项目资本金堵点，同时，地方新增专项债发行进度较快，为政府性基金支出提供支撑。从预算完成进度看，4月政府性基金支出预算完成度为5.9%，处于过往同期较高水；前4月政府性基金支出预算完成度为23.2%、高于过去五年同期水平。

图表13: 2023年4月政府性基金支出加快



图表14: 2023年4月政府性基金支出进度较快

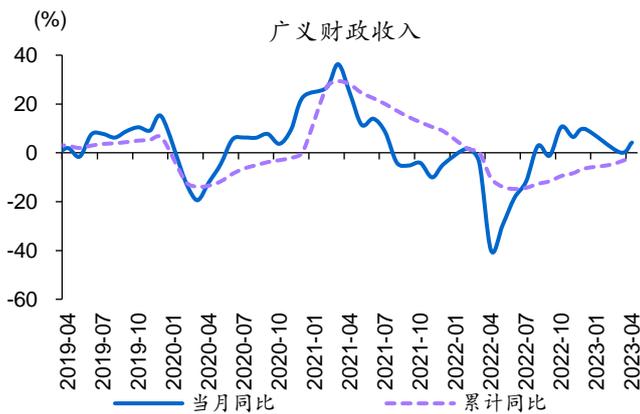


来源: Wind、国金证券研究所

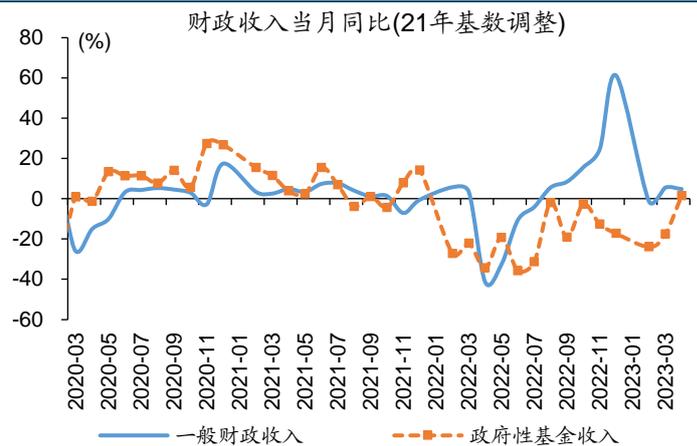
来源: Wind、国金证券研究所

政府性基金收入修复, 促使广义财政收入明显增长。2023年4月, 剔除留抵退税导致的低基数效应后, 广义财政收入同比增长4.2%、较3月的0.2%明显提升; 其中, 政府性基金收入同比增长1.4%、较3月的-17.5%提升近19个百分点; 剔除2022年同期留底退税因素影响后, 4月一般财政收入同比增长4.8%、较3月的5.5%小幅回落。

图表15: 2023年4月广义财政收入同比增长4.2%



图表16: 2023年4月一般财政、政府性收入均有改善

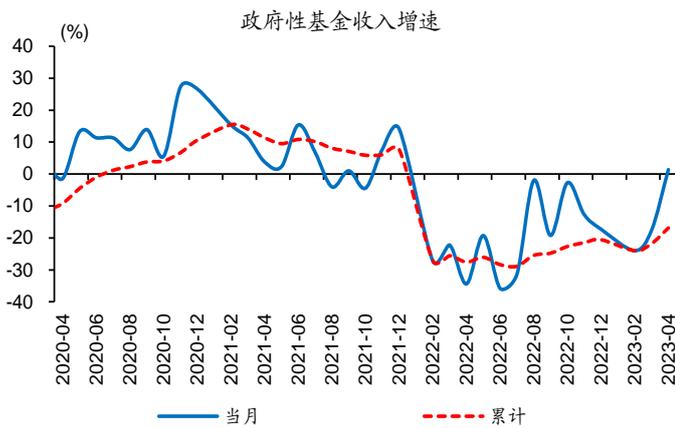


来源: Wind、国金证券研究所(注: 4月广义财政收入同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

来源: Wind、国金证券研究所(注: 4月一般财政同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

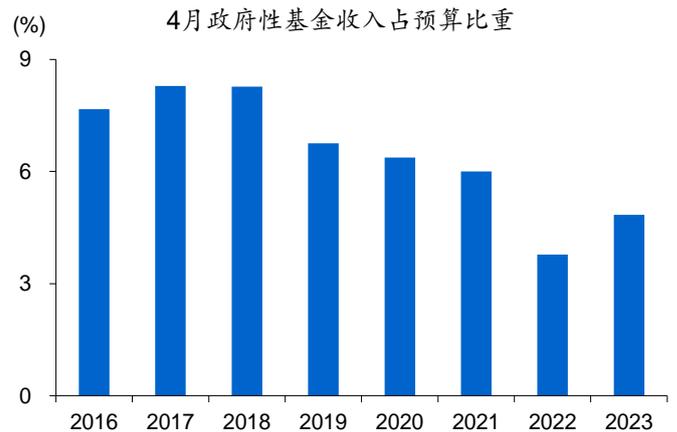
政府性基金收入改善, 或主因年初土地成交修复的滞后确认。2023年4月, 政府性基金收入同比增长1.4%、较3月的-17.6%提升19个百分点; 年初土地市场成交修复滞后确认下, 4月土地出让收入修复明显、同比下降0.7%, 较3月23.2%的降幅收窄近24个百分点; 从预算完成进度来看, 4月政府性基金收入预算完成度为4.8%, 相较2022年同期预算完成度提升近1个百分点, 但仍为近年较低水平。从土地财政领先指标、百城土地市场成交来看, 5月土地成交总价同比有所回落, 后续政府性基金收入修复持续性仍需观察。

图表17: 2023年4月政府性基金收入明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

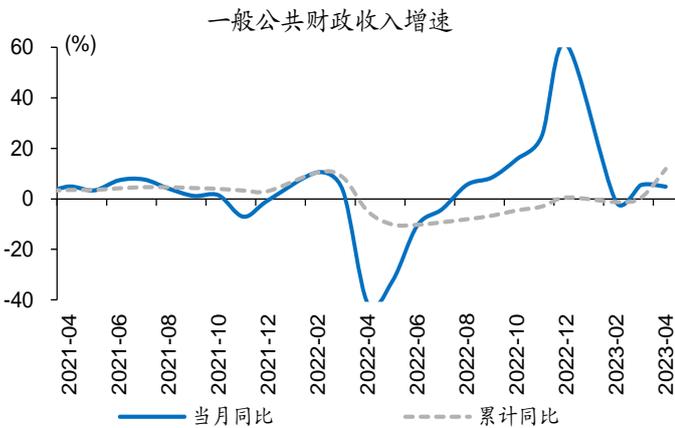
图表18: 2023年4月政府性收入完成度高于2022年同期



来源: Wind、国金证券研究所

一般财政收入增速读数高增，主因留抵退税基数影响。2023年4月，一般财政收入增速同比增长70%，主因2022年4月开启大规模留抵退税；剔除2022年留抵退税的低基数影响后，一般财政收入同比增长4.8%、较3月小幅下滑；税收收入同比增长6.7%，较3月的增速5.6%进一步改善，个人所得税和消费税进一步修复；非税收入加速回落，4月同比下滑9.7%、较3月的5%下滑近15个百分点。从预算完成进度看，4月一般财政预算完成度达9.6%，处于过往同期预算完成度较高水平。

图表19: 2023年4月一般财政收入增速小幅下滑



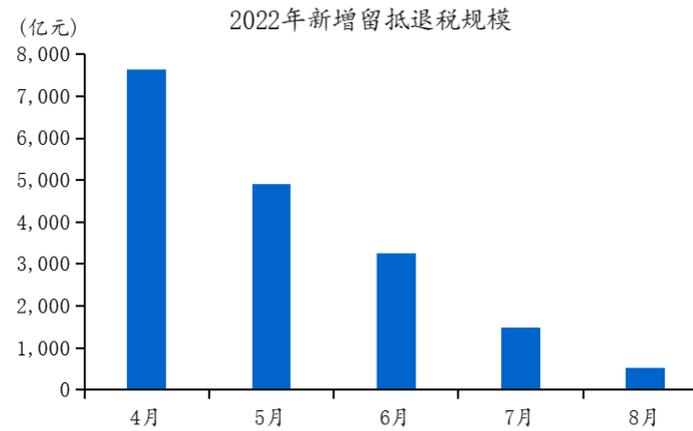
来源: Wind、国金证券研究所(注: 4月一般财政同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

图表20: 2023年4月税收继续回暖、非税加速回落



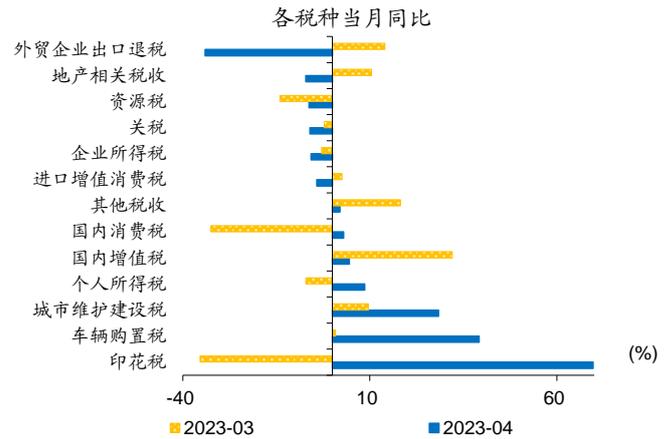
来源: Wind、国金证券研究所(注: 4月税收同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

图表21: 2022年4月留抵退税规模超7000亿元



来源: 财政部、国金证券研究所

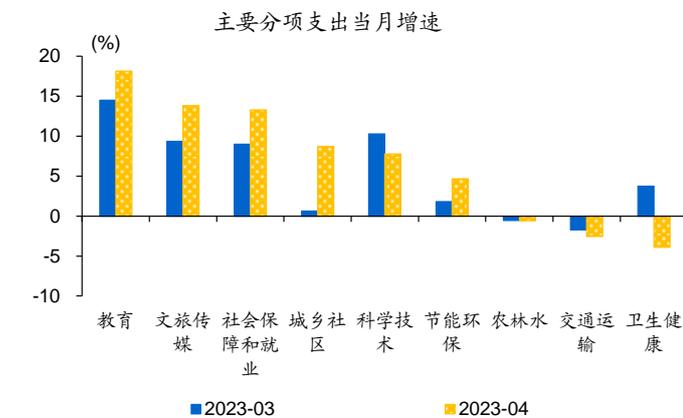
图表22: 2023年4月个人所得税、消费税边际修复



来源: Wind、国金证券研究所(注: 4月税收、增值税同比增速剔除2022年同期留抵退税影响)

一般财政重点加大对教育社保等民生领域支持。4月一般财政支出同比增长6.7%;其中,民生类支出明显提速,教育支出同比增长18%、社保就业支出同比增长近14%,较3月同比增速分别提升9个百分点、4个百分点;基建类支出中,城乡社区支出提速,4月同比增长8.7%、较3月支出增速提升5个百分点;卫生健康支出进一步放缓,同比下滑4%。从支出占比看,2023年4月教育、债务付息支出占比提升,分别增长达1.5、2个百分点。

图表23: 2023年4月民生支出加力、卫生支出放缓



来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 2023年4月基建、科技支出占比提升



来源: Wind、国金证券研究所

## 风险提示

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放;房企债务、居民购房意愿等,继续拖累地产投资和销售。
- 2、疫情反复的干扰。疫情反复对线下活动,尤其是消费和服务业的抑制加大。

**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。

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402