

## 2022年4月财政数据点评

# 特别国债或渐行渐近

### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号  
S1060521020001  
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

### 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



### 事件：

2022年1-4月，全国一般公共预算收入74293亿元，同比下降4.8%；一般公共预算支出80933亿元，同比增长5.9%。1-4月全国政府性基金预算收入17565亿元，同比下降27.6%；全国政府性基金预算支出31488亿元，同比增长35.2%。

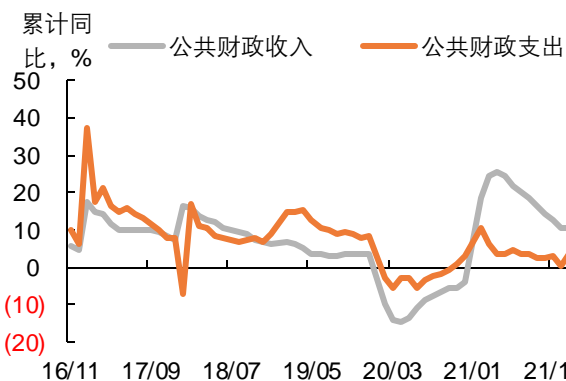
### 核心摘要：

- **留抵退税和疫情拖累公共财政收入，非税收入增速延续高位。分税种看：**
  - 1) 受大宗商品价格高位推动，资源税同比增速最高。
  - 2) 土地和房地产相关税收增速较快回落，当月同比从3月的10.6%下降至-22.0%，和土地一级市场、商品房成交低迷的趋势一致。
  - 3) 国内消费税增速逆势回升，可能原因包括消费税同比本身波动大、其多在生产环节征收而非消费环节、烟酒等奢侈品消费受疫情的冲击相对较小等。
  - 4) 企业所得税增速高位放缓，因税收有滞后体现，不排除企业所得税增速5月进一步走低。
  - 5) 个人所得税增速低位回升，由于个税增速通常高于整体税收的，但今年4月前者更低，可能和部分人员的收入受疫情影响有关。
  - 6) 退税对增值税收入的拖累较大。4月增值税留抵退税冲减收入8000亿，受此影响，当月增值税收入为-1555亿。
- **公共财政对基建的支持力度减弱。**4月公共财政支出增速转负，分央地两级政府看，中央财政支出增速上升、地方财政支出增速下降，可能原因包括多地疫情影响财政资金拨付使用、留抵退税影响地方财力等。对比近年同期，今年前4个月赤字使用进度较快，疫情对公共财政收支两端都有影响，掣肘了后续财政发力空间。公共财政对基建的支持减弱，一是基建相关的四个支出分项，当月支出同比从3月的8.4%回落至2.4%；二是基建类支出占比从3月的21.4%下降至19.8%，这是近年低点。
- **政府性基金收、支皆放缓。**4月主要地产数据的当月同比跌幅都在扩大，土地出让金和政府性基金的收入增速可能还未见底。受制于土地出让收入下降、专项债拨付时点错位效应减弱，政府性基金支出当月同比从3月的69.1%放缓至12.5%。一季度政府性基金收、支完成全年预算的进度差为-4.8%，明显低于前四年同期的均值5.8%，土地一级市场低迷预计将制约年内政府性基金支出的发力空间。
- **财政稳增长需更积极，特别国债或渐行渐近。**2022年财政政策在逆周期调节中，发挥着支柱性作用。疫情在冲击财政收入的同时，稳增长和常态化防疫对财政支出的诉求上升，加之退税和土地市场低迷，若没有特别国债等增量工具，年内积极财政发力或将面临较大约束。目前来看，今年发行特别国债的必要性上升，时间在可能在三季度。

## 一、 退税和疫情拖累公共财政收入

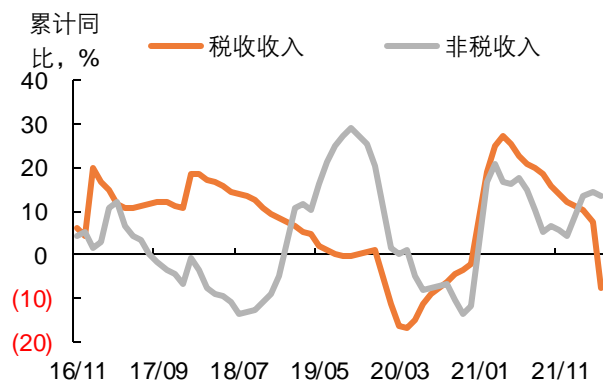
**退税和疫情拖累 4月公共财政收入。**今年 1-4 月公共财政收入累计同比下降 4.8%( 图表 1 ), 扣除留抵退税因素后增长 5.0%, 和一季度的 8.6%相比仍有所回落。4月单月同比下降 41.3%, 其中留抵退税约 8000 亿作为冲减收入处理, 拖累 4月单月的公共财政收入下降 37.5 个百分点。不过即使剔除退税影响, 4月公共财政收入同比, 相较于 3月仍下滑了 7.2 个百分点, 主要受疫情冲击。拆分来看, 今年 4月税收和非税收入的同比分别为-47.3%、10.3%, 前值分别为-0.2%和 14.9%。疫情冲击下, 非税收入增速虽回落但仍相对较高, 可能原因是部分地区盘活存量资产、能源资源价格上涨带动石油特别收益金专项收入和矿产资源专项收入增加较多。

图表1 和一季度相比, 1-4月的公共财政收支同比均降



资料来源:wind, 平安证券研究所

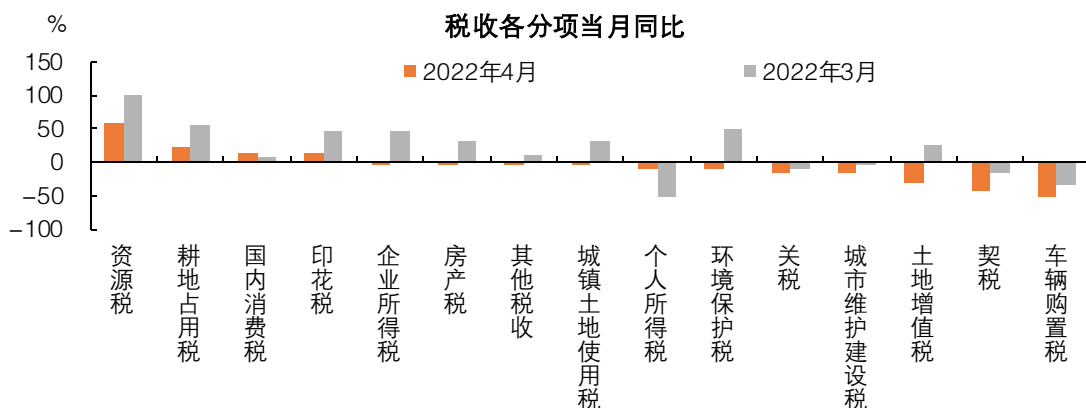
图表2 非税收入同比高于税收同比的趋势延续



资料来源:wind, 平安证券研究所

**分税种来看:** **1) 资源税增速最高,** 4月当月同比 59.2%, 在主要税种中仍是最高的( 图表 3 ), 主要因当前大宗商品价格依然处于历史高位。**2) 土地和房地产相关税收增速较快回落。**今年 4月耕地占用税、房地产税、城镇土地使用税、土地增值税和契税共计 1733 亿, 同比下降 22.0%, 较 3月的 10.6%明显放缓。这和 4月土地一级市场、商品房交易低迷的趋势一致, 随着疫情影响的逐步减弱, 土地和房地产相关税收的同比跌幅短期或将收窄。**3) 国内消费税增速逆势回升,** 从 3月的 8.6%提高至 14.3%, 它是 4月主要税种中唯一当月同比回升的。这一走势和低迷的 4月消费出现分化, 可能原因包括消费税同比本身波动大、其多在生产环节征收而非消费环节、烟酒等奢侈品消费受疫情的冲击相对较小等。**4) 企业所得税增速高位放缓,** 从 3月的 45.7%下降到-1.3%。3月所得税规模通常较小, 因此同比波动大, 加之疫情对生产经营的影响体现在企业所得税上有滞后, 4月企业所得税同比高位回落符合预期, 不排除 5月增速进一步走低的可能。**5) 个人所得税增速低位回升,** 当月同比从 3月的-51.3%提高到-9.5%。3月个人所得税同比下降超过一半, 受基数影响较大, 4月增速虽有所回升, 不过由于个税增速通常高于整体税收的, 但今年 4月前者更低, 可能和部分人员的收入受疫情影响有关。**6) 退税对增值税收入的拖累较大。**4月增值税留抵退税冲减收入 8000 亿, 受此影响, 当月增值税收入为-1555 亿。

图表3 2022年3月和4月各税种当月同比的对比



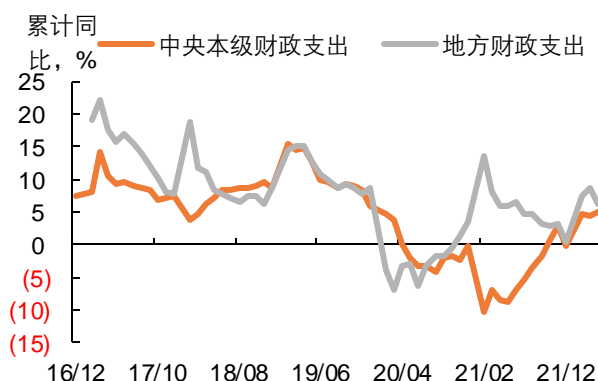
资料来源:wind,平安证券研究所

## 二、 公共财政对基建的支持力度减弱

**4月公共财政支出增速转负。**今年4月公共财政支出当月同比-2.0%，较3月的10.4%较快回落。分中央和地方两级政府看，中央一般公共预算本级支出当月同比从前值2.3%小幅回升到2.6%，地方一般公共预算支出当月同比从11.6%下降至-2.8%（图表4）。地方财政支出增速降幅较大，可能原因一是多地疫情令经济活动放慢，也影响了财政资金拨付；二是尽管有中央转移支付，但留抵退税仍会影响地方财政收入，如新增留抵退税地方财政平均需承担9%，可能制约了地方公共财政支出。

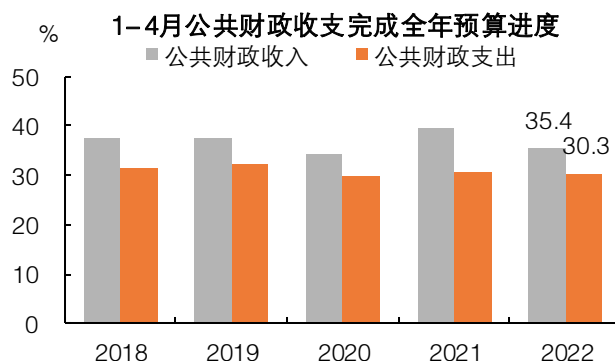
**对比近年同期看，退税和疫情冲击下，今年前4个月赤字使用进度较快。**这体现在两点：一是以使用赤字/（预算赤字+调入资金）衡量的赤字使用率，今年1-4月为11.7%，在过去四年中，仅低于2020年同期的17.0%；二是今年1-4月公共财政收支进度差为5.1%，和过去四年相比，仅高于2020年同期的4.8%（图表5），比前四年同期均值低了1.3个百分点。疫情对公共财政收支两端都有影响，预计将掣肘后续财政发力空间。

图表4 中央本级财政支出增速提高，地方财政的下滑



资料来源:wind,平安证券研究所

图表5 今年1-4月财政收支完成进度差小于前4年均值

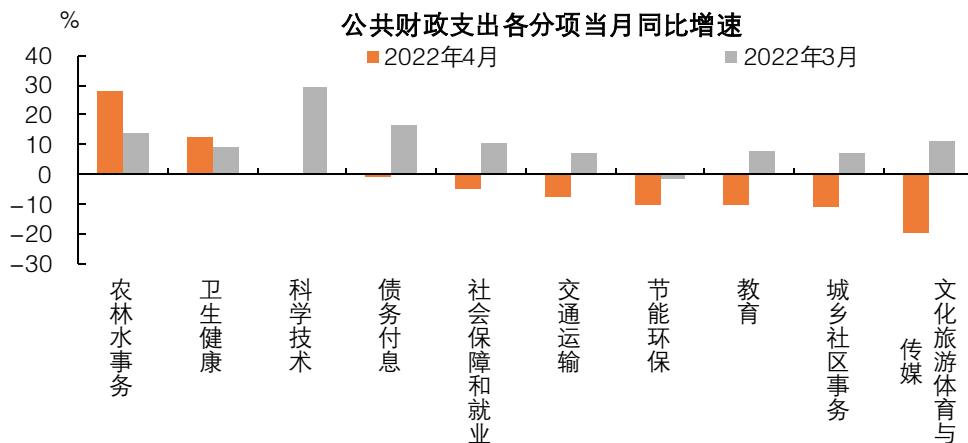


资料来源:wind,平安证券研究所

**公共财政对基建的支持力度减弱。**一是从支出投向看，今年4月农林水事务、交通运输、节能环保、城乡社区事务这四个和基建相关的支出分项，合计当月同比从上月的8.4%回落至2.4%，且主要是农林水事务在支撑，其余三项的当月同比都已转

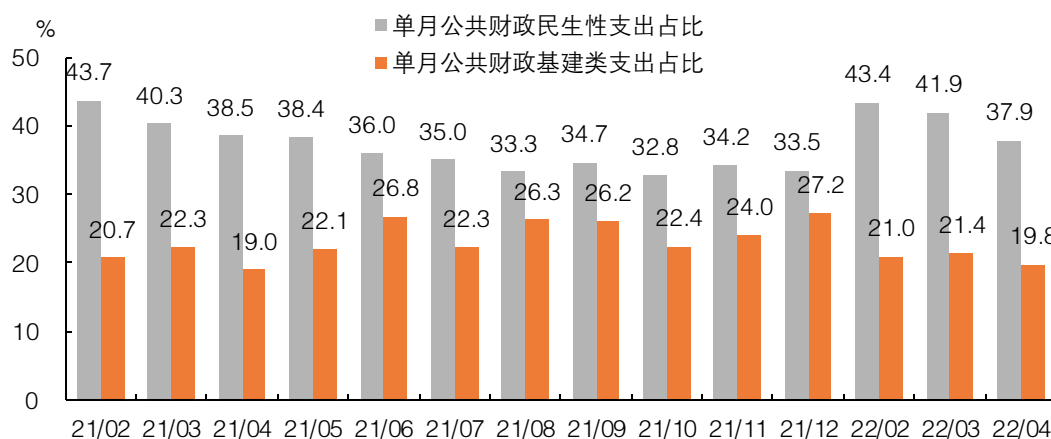
负。农林水事务当月同比从 14.0% 逆势回升到 28.4%，可能是为保障国家粮食安全，增加了农业相关的财政支出，而并非由相关投资扩张所驱动。二是 4 月基建类支出占比从上月的 21.4% 下降至 19.8%（图表 7），这是近年低点。

图表6 2022年4月，公共财政投向农林水事务、卫生健康和科学技术的当月同比增速相对较高



资料来源:wind,平安证券研究所

图表7 2022年4月，公共财政民生性支出和基建类支出的占比均下滑



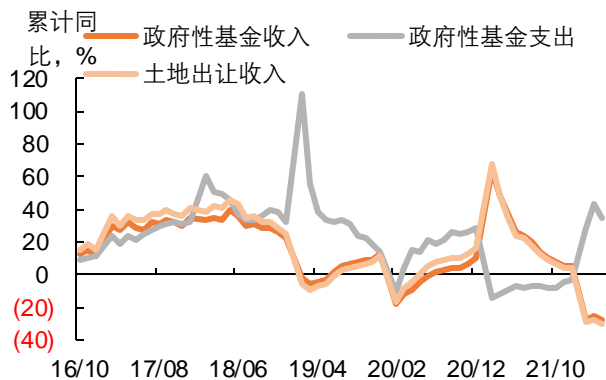
资料来源:wind,平安证券研究所

注：民生性支出包括社会保障和就业、卫生健康、教育，基建类支出包括农林水事务、交通运输、节能环保和城乡社区事务

### 三、政府性基金收、支皆放缓

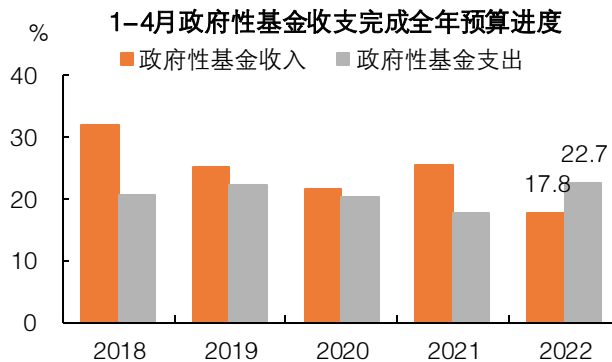
土地市场降温 and 专项债支撑减弱，政府性基金收、支的增速皆回落。今年 1-4 月，全国政府性基金收入同比下降 27.6%、土地出让金收入同比下降 29.8%，跌幅都较一季度的 25.6% 和 27.4% 有所扩大（图表 8）。土地市场原本就未回暖，而疫情又对销售—拿地—开工这个链条的各个环节都有负面冲击，4 月主要地产数据的当月同比跌幅都在扩大。由于土地出让金缴纳滞后于土地成交，它和政府性基金收入的同比可能都未见底。受制于土地出让收入下降、专项债拨付时点错位效应减弱，政府性基金支出累计同比，从一季度的 43.0% 下滑到 35.2%。如果看当月同比，则从 3 月的 69.1% 放缓至 12.5%。1-4 月政府性基金收、支完成全年预算的进度差为 -4.8%，明显低于前四年同期的均值 5.8%，土地一级市场低迷预计将制约年内政府性基金支出的发力空间（图表 9）。

图表8 2022年1-4月，政府性基金收、支同比均走弱



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 2022年1-4月政府性基金支出进度快于收入的



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033