

抗疫财政的行为逻辑

今年4月国内经济经历了一轮疫情冲击，之前金融、物价和实体数据相继发布，5月17日财政部公布4月财政数据。至此4月主要的宏观数据基本发布完毕。透过4月财政数据，我们更能清晰描绘4月国内经济状态，并感知抗疫财政的行为逻辑。

疫中财政收入不出意外地走弱。

4月一般公共预算收入直观同比读数-41.3%，政府性基金收入直观同比读数-34.4%，两者均较前值快速走弱。-41.3%的同比读数乍看令人惊心，实际上真实的一般公共财政收入没有这么低。4月一般公共财政收入中有8015亿元规模下降，并非起因经济增长走弱而导致的财税收入下降，而是因为政府主动减退了私人部门8015亿元增值税。**剔除增值税留抵退税因素，4月一般公共财政收入同比-4.9%。当然，-4.9%依然是一个非常低的读数。除去2009年(-13.6%)和2020年(-15.0%)，鲜有4月公共财政收入同比跌至负值。**细看主要税种，增值税、个人所得税、企业所得税，4月出现了历史不为多见的负增长。4月疫情扰动之下，很多省会城市土拍延期，客观上造成土地出让金收入下滑。4月土拍条件已有大幅调松，然而4月土地出让收入同比仍跌至-38%，较前值下行16个百分点。

疫中财政支出超预期下滑。

4月公共财政支出同比达-2%，较3月下行12个百分点，政府性基金支出同比12%，较前值下行57个百分点。

今年政策明确财政靠前发力。一季度国库充盈，并且专项债发行额度也早早下达，市场原本期待4月疫情压制经济，财政支出加大力度，4月支出力度回缩超出市场预期。

深入拆解4月出人意料的财政支出，地方政府财政支出下行尤为明显。不论是公共财政支出口径，还是政府性基金支出口径，地方政府4月份支出明显乏力，中央政府成为4月主要的财政支出部门。我们理解这一现象背后与三点因素相关：其一，疫情封控影响，部分专项债项目停工；其二，专项债发行和土地出让金收入减少，制约4月地方政府支出力度；其三，大规模留抵退税对地方财力有实质性消耗。**5月以来，专项债发行节奏加快，疫情过后土地出让金或有修复，4月地方政府支出乏力的现象，或在未来得到改善。**

抗疫财政的运行逻辑。

四月财政收支数据清晰展示了本轮抗疫财政的两个特征：第一，相较扩支，抗疫政策更倾向减收；第二，相较地方政府，中央在抗疫中承担了更多的责任。

上述抗疫财政特征背后，蕴含着深刻的抗疫财政逻辑。一则疫情加大居民及中小企业部门现金流压力，政府以退税方式，缓解私人部门现金流压力。二则疫情扰动之下，中央和地方政府财力存在显著差异。一方面地方重要收入土地出让金失速下行，另一方面增值税退税央地各承担占一半，中央退税有央行利润保证，而地方退税需自行承担，同样额度的财政减收之下，地方财政支出余力远不及中央。此时中央政府承担更多财政支出，也在情理之中。

可见，我们不能简单将4月财政支出下降，尤其是地方财政支出下降，简单理解为政府不作为。恰恰相反，疫中财政逻辑灵活调整，财政依然积极有为，只不过扩张财政将侧重点放在了减收，而非简单扩支。

展望后续财政空间。

我们认为，后续有两点因素影响财政运行：其一，本轮抗疫将带来多大规模财政收支缺口；其二，土地出让金后续能稳定在多大规模。后续我们将密切关注上述因素变化趋势，并同步关注增量财政政策手段，例如特别国债发行、盘活存量资金等。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1.《透过财政看开年经济》——1-2月财政数据点评
- 2.《让财政数据讲述抗疫故事》——3月财政数据点评

目 录

一、疫中财政收入下行不出意外.....	3
二、疫中财政支出超预期下掉.....	4
三、疫中财政运行逻辑及原因.....	6
四、风险提示.....	7
插图目录.....	8

一、疫中财政收入下行不出意外

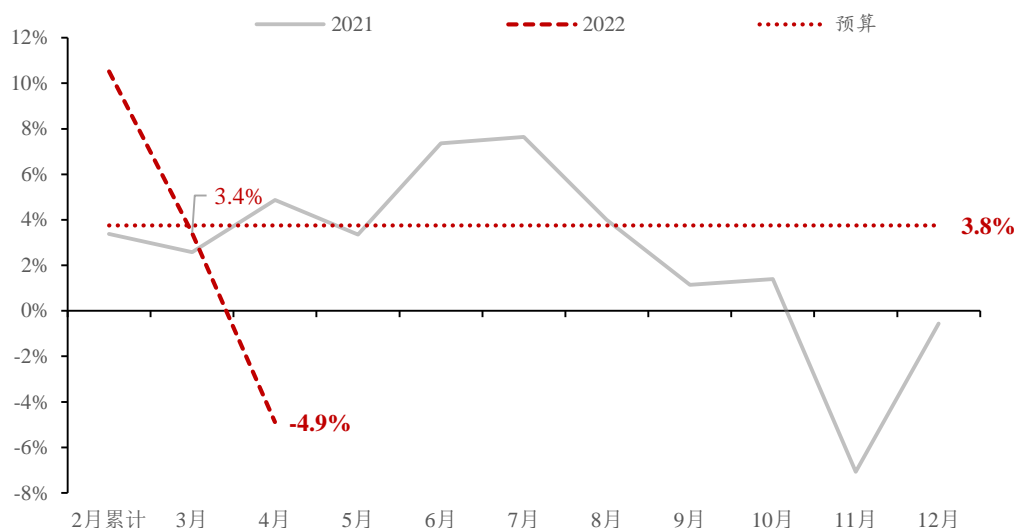
受到疫情影响，4月财政收入下行不出意外。

4月公共财政收入同比-41.3%，较前值（3.4%）大幅下行。

就直观读数而言，4月公共财政收入单月同比历史最低值。当然，4月财政收入数据下行过快，不全因经济疲弱所致，大部分原因可归咎于增值税留抵退税因素。**剔除增值税留抵退税因素，4月公共财政收入同比-4.9%。**

剔除增值税因素之后的财税收入更加接近真实的财税状态。4月是税收大月，鲜有4月公共财政收入同比跌至负值，除了2009年（-13.6%）和2020年（-15.0%）。**不得不说，4月公共财政收入承受极大压力。**

图1：4月公共财政收入不出意外回落



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：此处收入增速已剔除增值税留抵退税影响。

4月公共财政收入中各主要税种均有不同程度走弱。

4月增值税同比-124.7%，剔除4月退税影响后同比-3.5%。纵向历史对比，负值的增值税同比读数，是非常弱的税收表现。增值税弱并不让人感到意外，毕竟4月经济经历磨底，各项经济读数均下探至历史偏低位置。

4月企业所得税同比-1.3%，较前值下行47个百分点，同样是历史上少有的企业所得税的快速滑坡。企业所得税快速下降主要与两点因素相关，一是去年同期基数较高，二是4月上游价格有所走弱，上游国有企业利润弱于一季度，企业所得税因此下行。

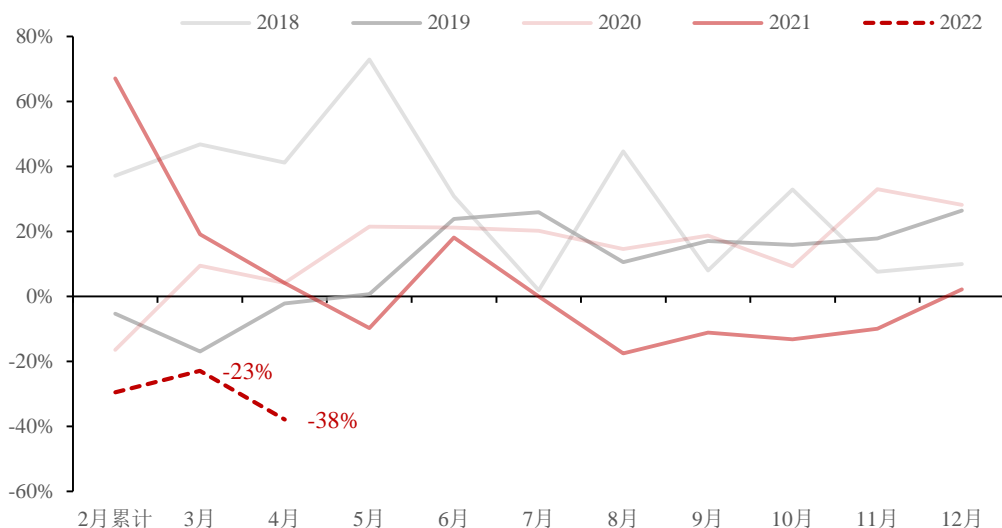
4月个人所得税同比达-9.5%。2020年疫情得到控制后，个税同比都维持了正增长，除了今年3月和4月。可见，目前居民收入深受疫情影响。

4月进口表现不佳，进口环节税费合计拉低收入增速3.6个百分点。与此同时，4月楼市政策放松力度加大，但疫情阻碍房屋销售活动，4月不动产相关税收拉低收入2.4个百分点。

疫情影响土地出让活动，4月土地出让金进一步走弱。

4月政府性基金收入同比-19%，较前值（-12%）进一步下行。受疫情影响，4月逾17个省份均有城市进入全域封控状态，很多省会城市，选择中止或延后当月土地出让活动，这在客观上造成土地出让金收入下滑。4月土拍条件已有大幅调松，但4月土地出让收入同比仍跌至-38%，较前值下行16个百分点，收入进度低于往年2.6个百分点。

图2：4月土地出让金收入同比进一步下挫



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、疫中财政支出超预期下掉

今年政策明确财政前置发力。一季度国库充盈，并且专项债发行额度也早早下达，市场原本期待4月疫情压制经济，财政支出应该加大力度。然而超乎市场预期的是，4月公共财政支出同比增速大幅走弱，直接跌入负值区间。

4月公共财政支出同比达-2%，较3月下行12个百分点。要知道，历史同期仅有两次支出同比为负（第一次为2021年4月，为紧财政年份）。相应的，4月公共财政支出节奏也明显放缓，较去年同期弱0.6个百分点。

公共支出领域中，我们一般关注民生和基建领域。4月基建相关支出同比达2.1%，（3月为8.5%），拉动支出增速0.5个百分点，主要支出在农林水领域。民生领域，4月相关支出同比增速拐头向下，仅达-3.5%（3月9.1%），拉低4月支出1.4个百分点，主要是减少了教育领域支出。

透过支出结构我们发现，即便支出增速放缓，但财政仍维持了基建支出正增长，政府稳基建的意愿仍较为强烈。

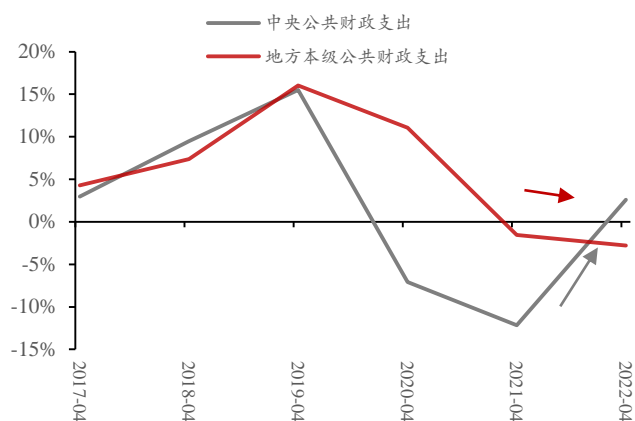
公共支出主体可以是中央政府，也可以是地方政府。我们发现4月中央与地方政府支出增速明显分化，中央支出增速同比达4.6%，地方支出同比仅-9.6%。疫情之中地方政府财政支出明显弱于中央政府。

再来看政府性基金支出。4月政府性基金支出同比12%，较前值下行57个百分点。4月政府性支出表现快速下掉有三点原因：其一，受疫情封控影响，部分专项债项目停工；其二，土地

出让收入进一步下挫，制约支出放量；其三，4月专项债净融资仅达1038亿，较一季度月均发行量减少3000亿，影响支出放量。

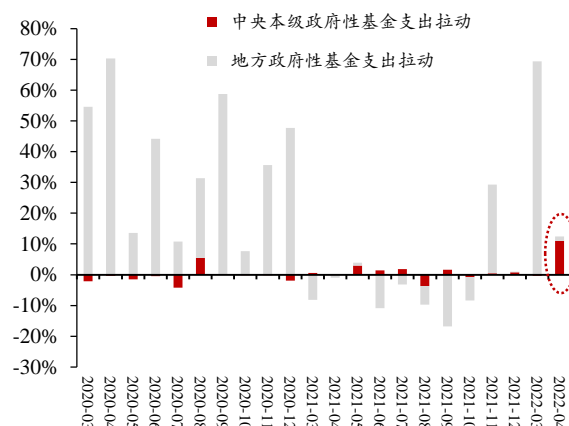
95%以上的政府性基金支出主导权在地方政府。政府性基金支出节奏明显放缓，再加上地方公共支出力度明显收缩，可见4月财政支出同比收缩，主因地方财力吃紧。

图3：4月央地公共财政支出同比分化



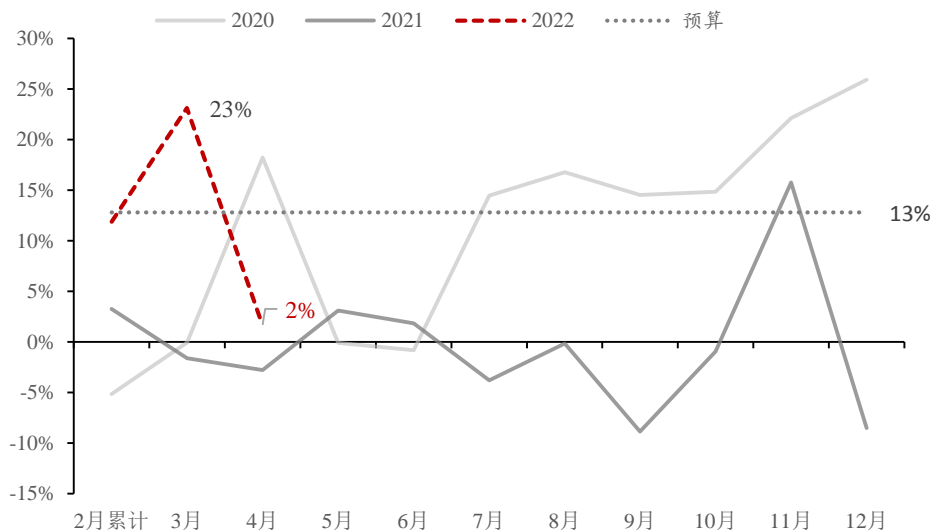
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：4月中央托举政府性基金支出增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：4月广义财政支出超预期回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、疫中财政运行逻辑及原因

4月财政收支数据之下，我们可以很明显感受到本轮抗疫财政的行为逻辑。第一，相较扩支，抗疫政策更倾向减收；第二，相较地方政府，中央在抗疫中承担了更多的责任。

4月财政之所以呈现出上述两点鲜明的抗疫行为逻辑，与4月经济和财政面临的现实约束紧密相关。

财政侧重减收，目的在于缓解疫情冲击之下中小企业现金流压力。

疫情以后，很多企业，尤其是小微企业、工商个体户长期处于停工状态，缺乏足够现金流维持企业正常的成本开支。面对这一现状，财政第一要务是“保市场主体”、“保基本民生”，直接对企业给予资金支持，缓税、减税以及退税，让市场主体安稳度过停工时期。

中央政府承担更多支出，原因在于疫情冲击之下地方财政收入大幅锐减。

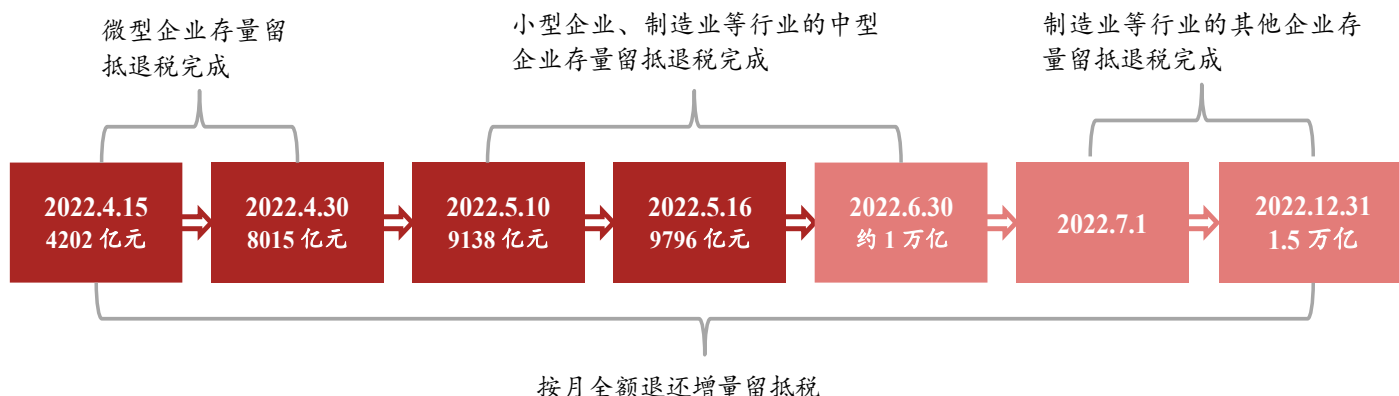
本轮地产疲软叠加疫情冲击，不少地区土拍延期，土地出让金骤然缩减。此外，4月大规模的留抵退税也实质性地消耗了地方财政资金。全年退税1.5万亿，中央与地方各承担一半，中央退税部分由中央上缴利润弥补，地方退税资金需要地方政府筹措。单月8000亿元的增值税留抵退税，加重地方财政压力。这种情况下地方财政发力有限，中央不得不在4月承担更多支出责任。

当下财政的抗疫行为逻辑非常类似于对比2020年初，并且本轮财政的抗疫力度明显加大。

回头看2020年初财政收支表现，当时财政运行逻辑与今年4月十分类似。2020年年初，财政重心也是放在了减收，而非扩支，并且当时的财政扩张也是由中央扮演主导角色。

从力度上来说，2022年政策力度明显更大，主要体现在两方面，一方面，当年采用的减收的方式是1.7万亿的社保费用减免缓，而今年改成1.5万亿的增值税留抵退税，虽然体量相当，但今年是更为直接的资金补贴，对企业的救助更加直接。另一方面，当年中央支出发力仅体现在公共财政支出，而今年中央则同步在政府性基金支出发力。

图6：增值税留抵退税进程



资料来源：财政部，民生证券研究院

四、风险提示

- 1) **经济走势超预期。**经济大幅度变动，则政策力度可能将有相应调整，可能超出我们预期。
- 2) **疫情发展超预期。**新增确诊人数出现大幅度的波动，可能超出我们预期。
- 3) **海外地缘政治超预期。**海外地缘冲突发展超出预期，影响上游大宗价格，可能超出我们预期。

插图目录

图 1：4 月公共财政收入不出意外回落	3
图 2：4 月土地出让金收入同比进一步下挫	4
图 3：4 月央地公共财政支出同比分化	5
图 4：4 月中央托举政府性基金支出增速	5
图 5：4 月广义财政支出超预期回落	5
图 6：增值税留抵退税进程	6

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001