

宏观点评 20230518

经济放缓了，财政的压力也小了？

2023年05月18日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《挤一挤“通缩”的水分》

2023-05-17

《4月经济：高基数“掩盖”了什么真相？》

2023-05-16

- 4月经济低基数的“翻身仗”以遗憾收尾，但是财政收支的压力似乎反而变小了。从收入端看，4月税收收入增速虽录得历史最高增速89.2%，经我们测算扣除留抵退税因素后税收收入增速为6.7%，虽较前值有所上升，但细看税收结构会发现税收“晴雨表”同样反映了我国经济现状——增长动能仍然偏弱：消费税增长不及预期、出口货物退税大幅下滑、地产相关税又迎冲击，都证实国内经济复苏仍“长路漫漫”。

不过从收支整体来看，随着春节因素对税收收入时间造成的扰动基本结束以及特别减税降费政策的陆续退出，财政收支逐渐回归“常态”，4月财政收支压力有所减缓。

- **一般公共预算收入：低基数+非正常影响因素退散=高增。**在低基数影响之下，4月一般公共预算收入同比增速录得69.96%，为近29年以来的最高增速，经我们测算扣除留抵退税因素后税收收入增速为4.8%，较前值有所放缓。整体来看，疫情和春节因素的消退使得财政收入回归“正常化”轨道，不仅4月一般公共预算收入处于历史高位，而且完成序时进度的38.3%，与往年同期相比属于较快进度。

- **税收“晴雨表”呼应经济现状。**税收收入作为一般公共预算收入的“主力军”，同样在4月录得了89.2%的历史最高增速。以税种结构来看，税收收入高增背后的“导火索”在于最受低基数影响的增值税：4月增值税同比增速高达508.1%，拉动税收收入增长80.1个百分点，主要系去年制造业中小微企业缓税于今年入库等因素。我们测算在扣除留抵退税因素后，4月增值税同比增速为7.3%，整体表现平稳。

除增值税以外，同属四大税种的消费税虽在4月同比增速由负转正、录得2.97%，但实际整体表现仍旧不强，反映了消费的“弱复苏”态势。4月经济数据显示消费复苏结构分化，出行类消费走强、但其余商品表现依旧较弱，整体来看居民消费支出仍偏谨慎。央行最新调查结果也显示居民对大额商品的消费意愿较弱，由于消费税的课税对象偏向于首饰、高档手表等贵重商品，导致消费端的“场景式”修复并未显著传导到消费税。

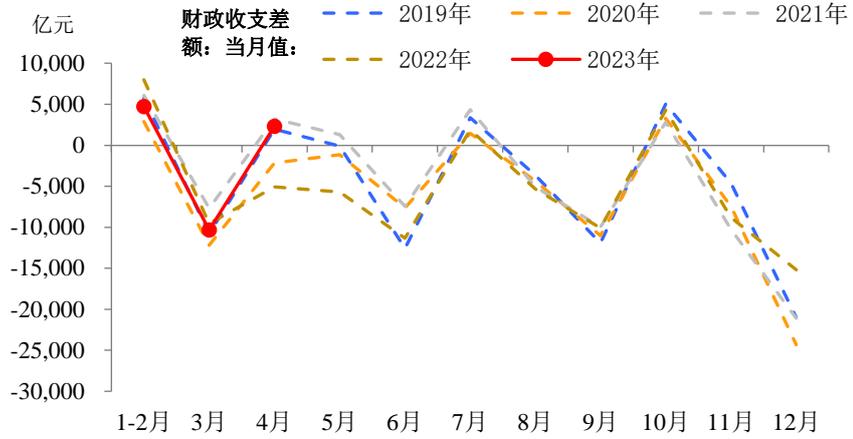
除四大税种之外，外贸相关税方面，在“扩大高水平对外开放”的政策基调之下，2023年开年以来我国陆续对埃塞俄比亚、尼加拉瓜、菲律宾等东盟或“一带一路”国的部分进口货物实行关税减免，导致关税持续负增长，4月同比增速为-6.0%。而拓展东盟和“一带一路”出口路线的压力仍存，4月出口货物退税大幅下滑，其同比增速为-34.1%。地产相关税方面，“昙花一现”之后又迎来“当头一棒”，4月城镇土地使用税、耕地占用税及房产税增速均大幅放缓，考虑到目前地产端新开工面积和施工面积持续探底，地产相关税的好转仍需时间。其他税种方面，证券交易印花税与车辆购置税为4月税收端的亮眼项：证券交易印花税增速由负转正与近期股票市场成交活跃相关；车企“价格战”带来的汽车销量攀升带动车辆购置税增速上升明显。

- **一般公共预算支出：后疫情时代的转型。**在财政政策“加力提效”的主旨下，财政支出依旧保持较高强度，在去年高基数的情况下其4月同比增速录得6.7%，完成年度预算的31.4%，为近4年以来的最快进度。从支出结构来看，4月延续了3月的支出“转型”趋势：卫生健康支出逐渐向基建、教育、就业与科技等领域转移。

其中，基建作为经济“压舱石”般的存在，其重要性毋庸置疑，2023年开年以来财政端的基建类支出持续正增长，4月同比增速取得2.2%，对财政支出形成0.4个百分点的拉动。而财政支出往教育、就业和科技等领域的“提效”也并不意外，因为这一切早已“有迹可循”：在新总理上任后的这两个月时间里，国务院领导人多次提及教育、就业和科技等问题。

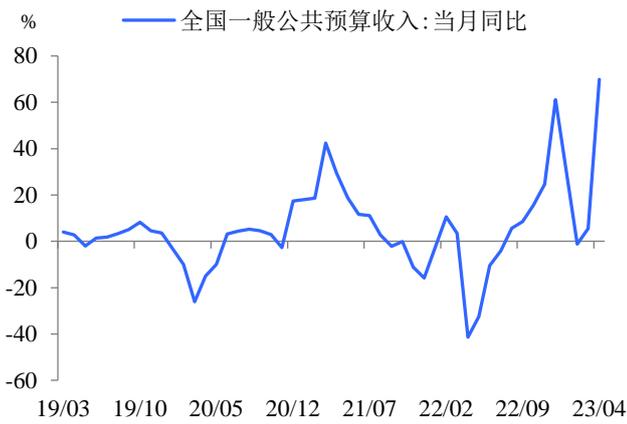
- **政府性基金收入：卖地收入规模并不出彩。**与历史同期相比，4月政府性基金收入规模处于中间水平，预计土地出让收入的实际复苏时点可能要延迟到2023年下半年，目前政府还本付息压力仍存。
- **政府性基金支出：专项债发行提速，为基建下“先手棋”。**在政府卖地收入依旧低迷的情况下，政府性基金支出却仍处于历史同期较高水平，这与地方专项债的发行情况相关：4月专项债累计发行进度为近5年来最快，完成全年发行计划的42.7%。在专项债的辅助之下，作为宏观经济运行“压舱石”的基建投资有望靠前发力，而随着专项债发行空间变窄，后续将如何为基建投资加“弹药”仍是一大关注点。
- **风险提示：**毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

图1: 4月财政收支压力减缓



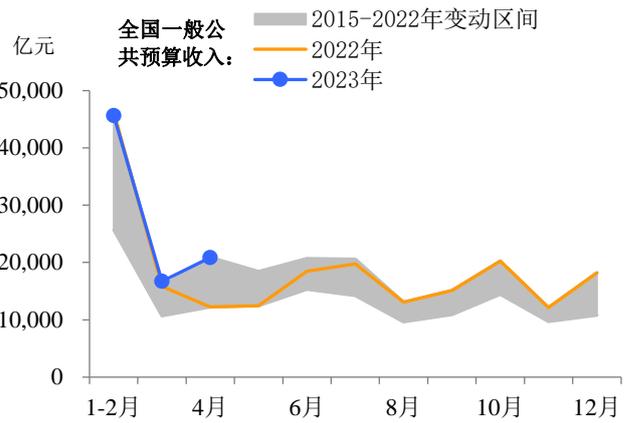
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 低基数效应下, 4月一般公共预算收入增速录得69.96%



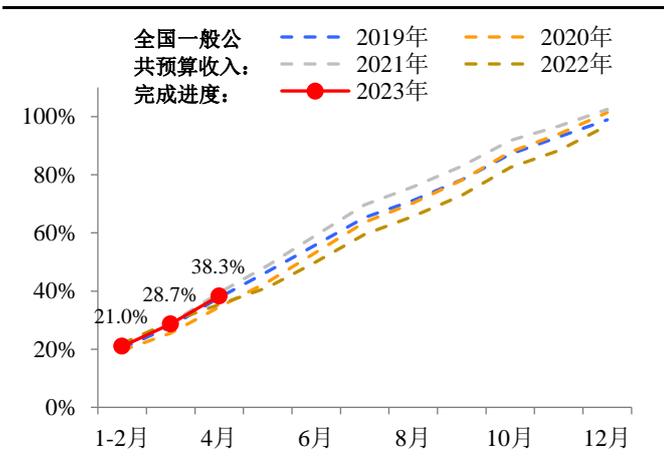
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 4月一般公共预算收入处于历史高位



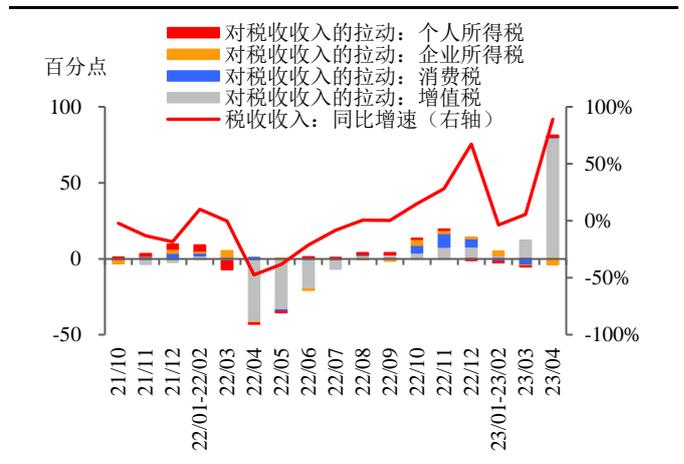
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：4月公共财政预算收入进度较快



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：4月受低基数影响最为明显的增值税拉动税收收入实现高增



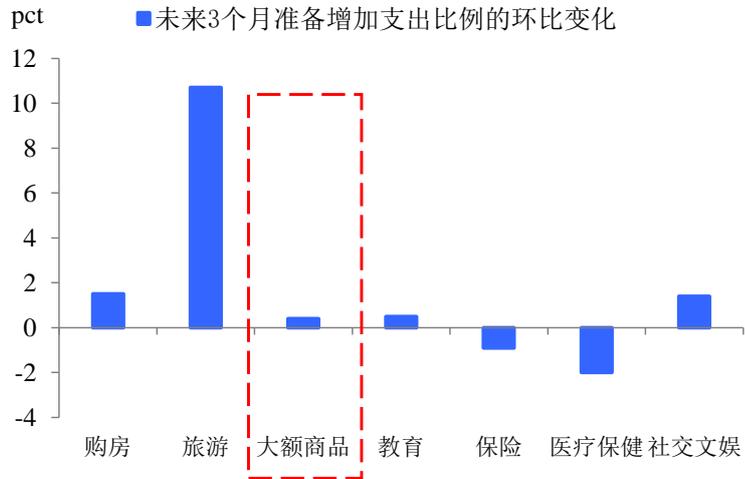
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6：中小微企业缓税入库时间表

税款所属期	原申报缴纳月份	第一次缓缴期限	第二次缓缴期限	缓缴到期月份
2021年11月	2021年12月	9个月	4个月	2023年1月
2021年12月	2022年1月	9个月	4个月	2023年2月
2021Q4	2022年1月	9个月	4个月	2023年2月
2022年2月	2022年3月	6个月	4个月	2023年1月
2022年3月	2022年4月	6个月	4个月	2023年2月
2022Q1	2022年4月	6个月	4个月	2023年2月
2022年4月	2022年5月	6个月	4个月	2023年3月
2022年5月	2022年6月	6个月	4个月	2023年4月
2022年6月	2022年7月	6个月	4个月	2023年5月
2022Q2	2022年7月	6个月	4个月	2023年5月

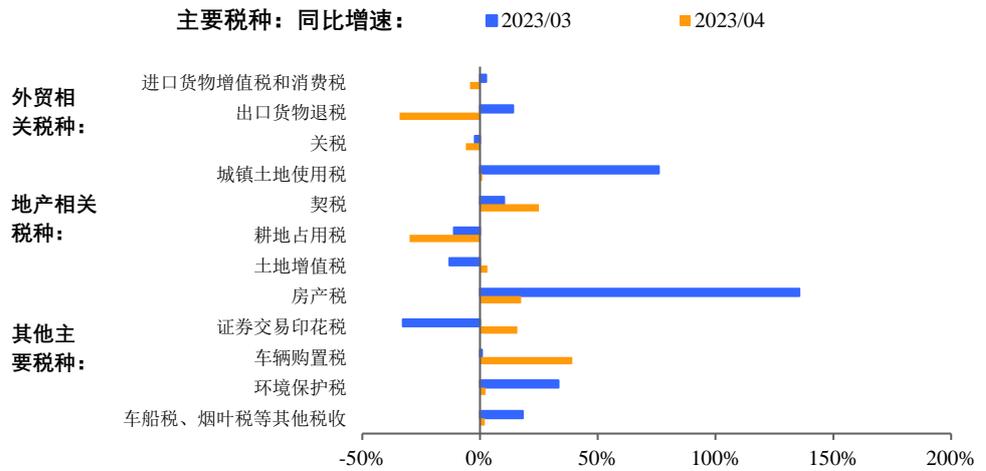
数据来源：国家税务总局, 东吴证券研究所

图7：最新调查显示居民对大额商品的消费意愿仍然不足



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：4月证券交易印花税及车辆购置税为税收端的亮眼项



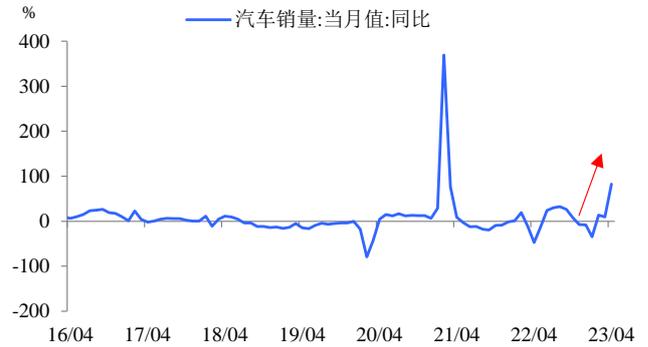
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 近期股票市场成交活跃



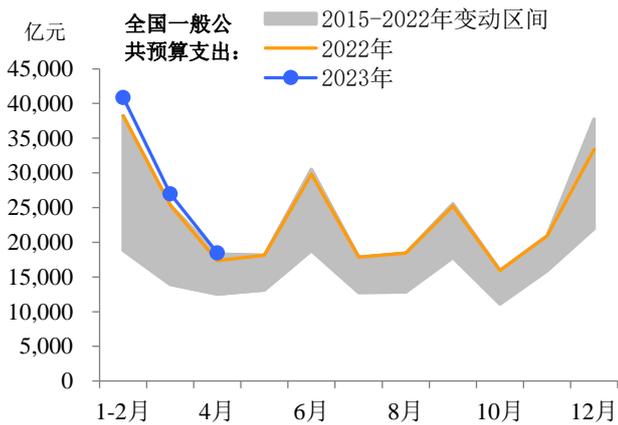
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 车企“价格战”使汽车销量攀升



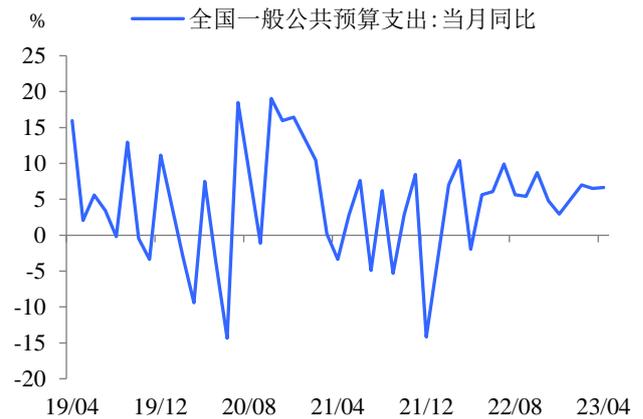
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 4月一般公共预算支出同处于历史高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 去年高基数影响之下财政支出保持稳定发力, 4月同比增速录得6.7%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 卫生健康支出逐渐向基建、教育、就业与科技等领域转移

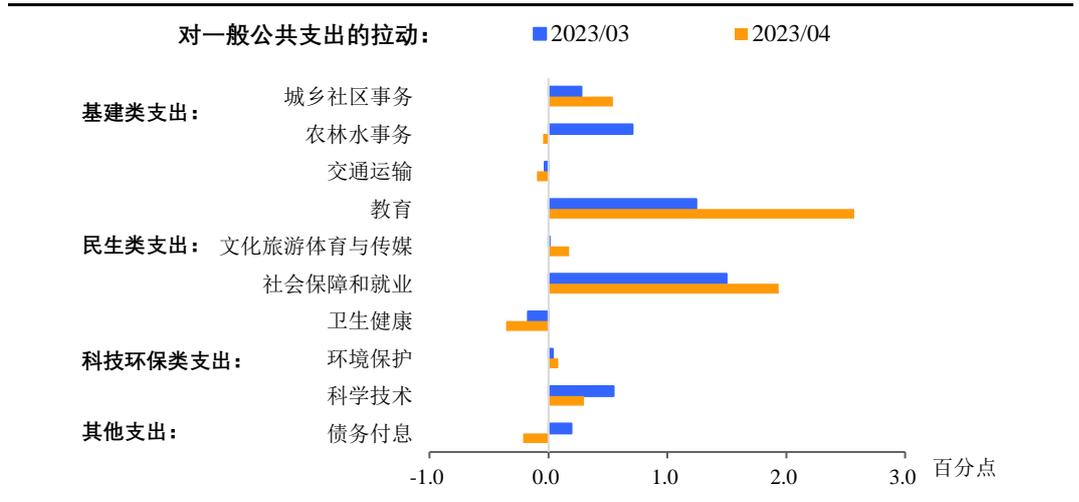
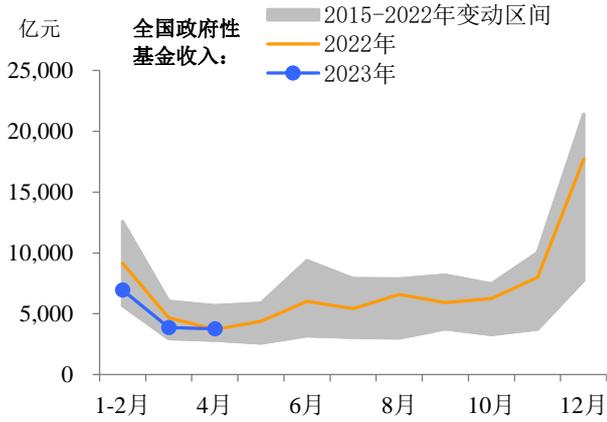


图14: 财政支出往教育、就业和科技等领域的“提效”早已“有迹可循”

时间	活动形式	部门（及相关领导）	调研对象/活动内容	内容
2023/5/11	会议	国务院副总理丁薛祥、国务委员谌贻琴	全国高校毕业生等青年就业创业工作电视电话会议	【领域：社会保障和就业】 要全面落实就业优先政策，有关稳就业政策措施要抓紧实施。
2023/5/8	座谈会	国务委员谌贻琴	高技能人才座谈会	【领域：教育】 更大激发高技能人才创新创造活力，要聚焦重点领域培养高技能人才。
2023/4/24	论坛	国务院副总理丁薛祥	第四届联合国世界数据论坛开幕	【领域：科技】 推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，推进数字产业化和产业数字化。
2023/4/18	会见	国务院副总理丁薛祥	联合国气候变化迪拜大会候任主席苏丹	【领域：环境保护】 中方将积极稳妥推进碳达峰碳中和，持续为应对全球气候变化作出贡献。
2023/4/17	会议	国务院副总理张国清	中央企业2023年度经营业绩责任书签订会议	【领域：科技】 提升科技创新能力，从技术供给和需求牵引双向发力，加快推动关键核心技术攻关取得更多突破。
2023/4/14	会议	国务院总理李强	国务院常务会议	【领域：社会保障和就业】 在保持稳就业政策总体稳定的同时，有针对性优化调整阶段性政策并加大薄弱环节支持力度，确保就业大局稳定。
2023/4/12	调研	国务院总理李强	银河航天、海博思创、地平线机器人	【领域：科技】 持续推动技术进步。
2023/4/7	会议	国务院总理李强	国务院常务会议	【领域：社会保障和就业】 为进一步减轻家庭经济困难高校毕业生负担，继续免除今年及以前年度毕业的贷款学生今年内应偿还的国家助学贷款利息，本金部分可再申请延期1年偿还。推动应届毕业生多渠道就业。
2023/3/23	调研	国务委员谌贻琴	企业、社区、技师学院、零工市场等	【领域：社会保障和就业】 要按照党中央大兴调查研究的部署，全面准确把握就业形势任务，落实落细就业支持政策，加大工作力度，确保实现全年就业目标。
2023/3/21	调研	住建部标准定额司副司长王玮等	中建三局	【领域：科技】 进一步推进产业协同创新，聚合设备创新资源，加强科技成果转化，完善科技体系和机制建设。

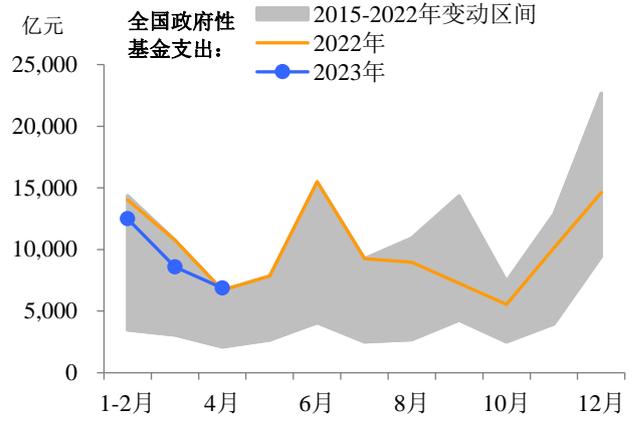
数据来源：中国政府网，国务院官网，东吴证券研究所

图15: 4月政府性基金收入规模并不出彩



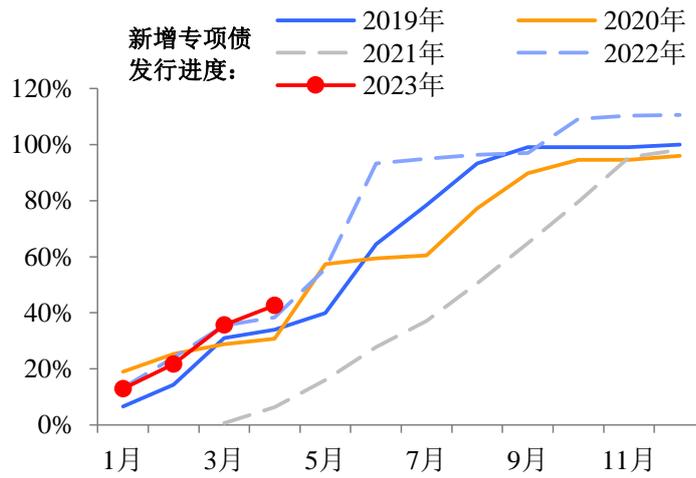
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 4月政府性基金支出仍处历史较高水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 4月专项债累计发行进度为近5年来最快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

