

财政收入印证复苏放缓 ——2023年4月财政数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：刘雅丽

邮箱：liuyi04@zts.com.cn

相关报告

投资要点

据财政部，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%。全国政府性基金预算收入14601亿元，同比下降16.9%。我们解读如下：

- **财政收入印证复苏放缓。**4月财政收入同比增速由上月的5.5%跃升至70.0%，主要因去年4月大规模增值税留抵退税导致的低基数。可比口径增速和两年平均同比，都显示财政收入增速回落，或受经济复苏放缓影响。由于税收滞后于经济，4月经济复苏遇冷尚未完全体现在财政数据中。分央、地两级政府看，中央财政收入的两年平均同比回升，可能是因中央独享税——消费税收入明显改善，铁路部门运营高景气也对中央收入形成支撑。地方财政的两年平均增速回落，可能受地产相关税种收入不佳的拖累。
- **按可比口径调整基数，4月增速略有回升至6.7%，非税收入增速时隔13个后再度转负。**各税种增速涨少跌多，具体可以关注以下几点：第一，增值税增速下滑，绝对水平不弱，占本月税收同比多增的九成；第二，两年平均看车购税增速仍为负，主要是从价计税，价格战拖累汽车零售额；第三，高基数下消费税增速转正。消费税主要在生产环节征收，可能和汽车、成品油等出行相关产品，以及金银珠宝类等奢侈品的产量增速较高有关。
- **央、地政府公共财政支出增速分化，支出进度仍高。**两年平均同比看，中央财政支出两年平均增速从3.8%升至5.3%，地方财政支出两年平均增速从9.0%下滑至1.8%，地方收入增速下滑或拖累支出。前4个月的支出进度为31.4%，为2014年以来同期次高位，仅低于2019年同期（31.7%）。其中地方支出进度为32.2%，创2014年以来同期新高。整体看基建相关支出增速回落，与4月基建投资增速下滑有所印证。
- **土地出让金增速回升但难持续。**两年平均同比看，2023年4月中央和地方政府性基金收入增速都均有上行，其中国有土地使用权出让收入增速降幅略收窄，由-23.0%升至-21.4%。我们认为4月土地出让金收入增速回暖，主要是2022年四季度土地市场阶段性回暖的滞后影响，2023年土地市场重回低迷，土地出让收入改善的趋势难持续。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

内容目录

1. 财政收入印证复苏放缓	- 4 -
2. 央地政府公共财政支出增速分化	- 5 -
3. 土地出让金增速回升但难持续	- 6 -

图表目录

图表 1: 汽车量在改善, 价格拖累零售额和车购税.....	- 5 -
图表 2: 公共财政支出分项当月同比增速.....	- 6 -

1. 财政收入印证复苏放缓

剔除基数影响后，财政收入增速回落。4月财政收入同比增速由上月的5.5%跃升至70.0%，主要因去年4月大规模增值税留抵退税导致的低基数。两种办法可剔除基数影响，一是去年4月财政部给出了剔除留抵退税影响的可比增速，据此调整基数得到2023年4月财政收入同比增速为4.8%，较上月回落0.7个百分点；二是计算两年平均增速，从3月的4.4%下滑至-0.2%。两种方式都显示财政收入增速回落，或受经济复苏放缓影响。由于税收滞后于经济，4月经济复苏遇冷尚未完全体现在财政数据中。

拆分看，剔除基数影响，中央收入增速仍升，地方收入增速下行。4月中央、地方收入增速双双走高至77.1%、63.9%，按可比口径调整基数，计算得中央收入增速仍上行至6.4%，地方收入增速由上月的12.3%降至3.6%；两年平均增速看，中央收入增速同样转正至1.0%，地方收入增速转负至-1.1%。

中央收入增速回升，结合分税种的数据可知，或是因为中央独享税——消费税收入的明显改善。此外，**铁路部门运营高景气也对中央收入形成支撑。**不同于普通的所得税是央地分享，铁路集团的所得税收入全部归中央，而今年以来复苏分化，服务业特别是出行相关行业持续高景气，铁路集团营收利润或有大幅增长。**地方收入增速下行，对财政收入同比多增的贡献度下降，或受地产相关税种收入不佳的拖累。**

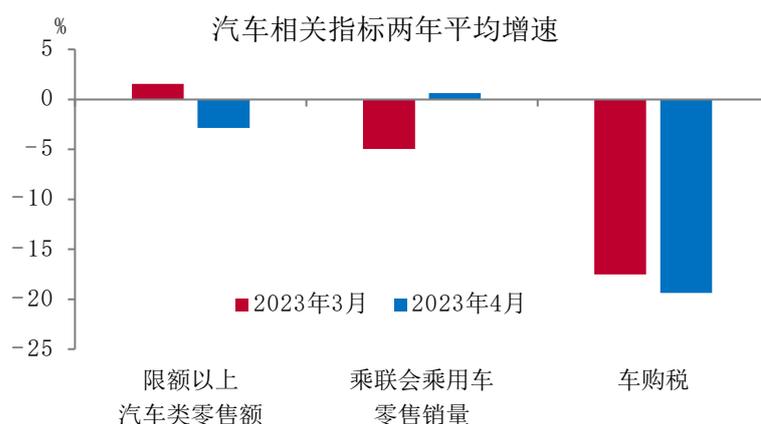
剔除基数影响，税收收入增速指标变化方向不一，绝对水平不算弱。4月税收收入增速由上月的5.6%升至88.7%，按可比口径调整基数，4月增速略有回升至6.7%，而两年平均增速则转负。从当月的绝对水平看，好于过去两年的7月和10月缴税大月，略低于2021年4月，从这个角度看，今年4月的税收并不算太弱，当然我们再次提醒，因为4月的经济情况并未体现在财政数据中，据此判断5月的税收或将转弱。此外，值得注意的是，**4月非税收入增速时隔13个后再度转负。**

各税种增速涨少跌多，具体可以关注以下几点：

第一，增值税增速下滑，绝对水平不弱，占本月税收同比多增的九成。按可比口径调整基数，估算得4月增值税收入增速由上月的32.2%降至4.4%，两年平均增速则由上月的12.6%降至0.4%。增速虽有下滑，但绝对水平6346亿，超过2021年以来4、7、10月缴税大月的水平。低基数下，增值税本月对税收收入同比多增的拉动约9成。

第二，两年平均看车购税增速仍为负，主要是从价计税，价格战拖累汽车销售额。车购税增速在低基数下走高，两年平均增速降幅仍走扩，与限额以上汽车类零售额增速转弱相印证。而乘联会口径的汽车零售销量两年平均增速上行，说明销售额受价格战拖累。

图表 1: 汽车量在改善, 价格拖累零售额和车购税



来源: WIND, 中泰证券研究所

第三, 高基数下消费税增速转正。消费税主要在生产环节征收, 可能和汽车、成品油等出行相关产品, 以及金银珠宝类等奢侈品的产量增速较高有关。

其它税种方面,企业所得税增速降幅走扩, 两年平均增速也有回落, 由于4月企业所得税主要是一季度企业收入的滞后体现, 表明一季度企业生产经营仍在恢复中; 个人所得税增速转正, 两年平均增速也有回升, 可能和就业市场改善有关; 进口环节增值税、消费税增速不论是当月还是两年平均增速均有回落, 印证进口增速下行, 反映我国内需仍未见好转。土地相关税收增速多数走低, 其中占比较大的土地增值税、契税, 二者当月增速均有上行, 但两年平均增速下行, 跌幅仍均超10%, 表明房地产和土地市场的景气度仍然较低。

2. 央、地政府公共财政支出增速分化

剔除低基数, 公共财政支出增速放缓, 其中中央强、地方弱。低基数下, 4月全国财政支出增速由6.5%略升至6.8%, 两年平均增速由8.4%降至2.2%, 指向财政支出增速放缓。拆分看, 中央支出增速由3.3%升至4.4%, 两年平均增速由3.8%升至5.3%; 地方支出增速由7.1%降至6.9%, 两年平均增速由9.0%下滑至1.8%, 地方收入增速下滑或拖累支出。

支出进度仍高。前4个月支出进度为31.4%, 为2014年以来同期次高位, 仅低于2019年同期(31.7%)。其中地方支出进度为32.2%, 创2014年以来同期新高。

支出分项增速涨跌互现, 其中, 基建相关支出方面, 农林水、交通运输支出增速分别回落10.8和1.5个百分点, 节能环保、城乡社区支出增速分别上行2.8%和5.5个百分点, 整体看基建相关支出增速回落, 与4月基建投资增速下滑有所印证。教育、文旅、社保就业支出增速升至两位数以上的高位, 可见支出端仍是主要保证基本民生支出, 不过两年平均增速也有回落。

图表 2：公共财政支出分项当月同比增速


来源：WIND，中泰证券研究所

3. 土地出让金增速回升但难持续

2023年4月，全国政府性基金收入增速转正至1.3%，其中中央收入增速上行至12.1%，地方收入增速转正至0.6%。4月国有土地使用权出让收入跌幅收窄至-1.0%，上月增速为-23.1%。为剔除低基数影响，两年平均同比看，2023年4月中央和地方政府性基金收入增速都均有上行，国有土地使用权出让收入增速降幅略收窄，由-23.0%升至-21.4%。

我们认为，4月土地出让金收入增速回暖，主要是2022年四季度土地市场阶段性回暖的滞后影响。2023年3-4月100大中城市成交土地总价同比分别为-14.8%、-32.8%，今年土地市场重回低迷，土地出让收入改善的趋势难持续。

政府性基金支出方面，当月同比从-20.2%回升至2.4%，不过两年平均同比从16.2%下降至7.3%。今年前4个月，政府性基金预算收、支的完成进度分别为18.7%和23.7%，进度差达到了5个百分点，甚至高于2022年同期水平。土地市场低迷，预计会对政府性基金支出发力形成掣肘。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。