

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**研究助理：周恺悦**

执业证号：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

今年4月财政收支同比均较3月大幅上行（广义收入：0.2%→54.0%；广义支出：-1.4%→5.5%），直觉上似乎是财政收入企稳，扩张力度持续。

剔除掉基数之后，4月财政收支平衡趋于紧张而非趋于宽松。年内仅依靠预算内财政难以维持正常基建放量，预计年内或启动预算外工具支撑财政运行。

### ➤ 财政“疲惫感”表现一，4月税收和土地出让金均走弱，印证4月经济活跃度下行。

4月公共财政收入同比达70%，剔除去年留抵退税影响，同比便仅达4.8%，较3月同比走弱（5.5%），反映当前经济活动不强。

4月政府性基金收入同比转正达1.4%，但收入进度（当月收入/年初全年预算）仍为201次低值，印证土地市场疲软。这与4月地产销售量价走弱，房企拿地意愿偏低相吻合。

**总之，4月广义财政收入节奏为8.3%，低于2015-2020年均值（9%），充分印证4月经济动能环比走弱，地产链条热度降温。**

### ➤ 财政“疲惫感”表现二，1-4月政府支出节奏较快，但更多资金用于民生而非基建。

**今年前四个月财政前置发力明显。**

1-4月广义财政支出进度达到29.1%，达2015年以来次高值，4月在收入承压情况下，广义支出节奏仍然表现出较强韧性。

**财政支出加快，这是典型的逆周期调解力度加大信号。然而今年1-4月财政力度加码，更多财政资金用向民生，投向基建这一传统逆周期用途反而减少。**

1-4月民生领域支出贡献了52%的财政支出增速，旨在稳定就业、回补疫情期间减少的教育支出。而传统逆周期手段——基建，今年1-4月财政投向基建资金非常少，4月基建支出占公共财政支出比重仅达19%，为近十年以来最低值。

细拆专项债资金用途，我们发现1-3月专项债投向基建项目比重从67%下行至55%，3月政府将更多专项债资金投向社会事业项目（学校、医院等）、补充中小银行资本金。

### ➤ 财政“疲惫感”的含义，二季度或有预算外融资工具，关注这一或有政策进展。

年初财政部公布预算报表，显示今年更多财政资金用向民生领域，基建并非今年预算内支出重点。为维持正常的基建节奏，或需要启动预算外资金来支撑满足资金需求。

**预算内对基建投入持续走弱，一季度又恰好用完上年专项债余额，此外上年结转政策性金融工具资金也在一季度基本市场完毕，4月基建到位资金不足，投资表现相应走弱。**

进入五月，财政收入疲软意味着后续预算内资金加码基建概率不大。我们并不认为今年基建投资强度高于去年，但为维持一个正常基建节奏，例如全年基建增速在5%左右，二季度或启用预算外融资工具，例如政策性金融工具、结构性货币工具等。对此我们保持关注。

**风险提示：**地产政策变化超预期，疫情发展超预期，地缘政治风险超预期。

## 相关研究

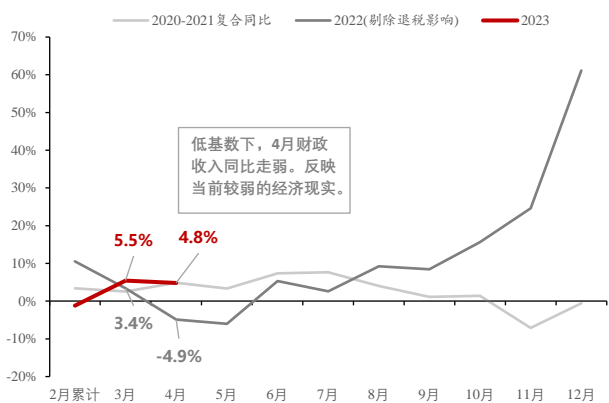
- 1.宏观专题研究：直觉与反直觉系列（八）：水泥高频反映基建缘何“失真”？-2023/05/19
- 2.高频系列研究（二）：房价高频跟踪框架-2023/05/18
- 3.2023年4月经济数据点评：二季度密切跟踪三个宏观数据-2023/05/16
- 4.2023年一季度货币政策执行报告点评：央行的“被动”选择-2023/05/16
- 5.宏观专题研究：中国户均几套房？-2023/05/15

图1：今年1-4月财政前置发力明显

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1-4月广义支出进度	25.1%	27.0%	28.1%	28.4%	29.3%	26.6%	26.1%	27.7%	29.1%
1-4月账本一支出进度	26.4%	28.3%	30.6%	31.3%	32.2%	29.7%	30.5%	30.3%	31.4%
1-4月账本二支出进度	20.5%	21.5%	19.6%	20.8%	22.5%	20.4%	17.7%	22.7%	23.7%

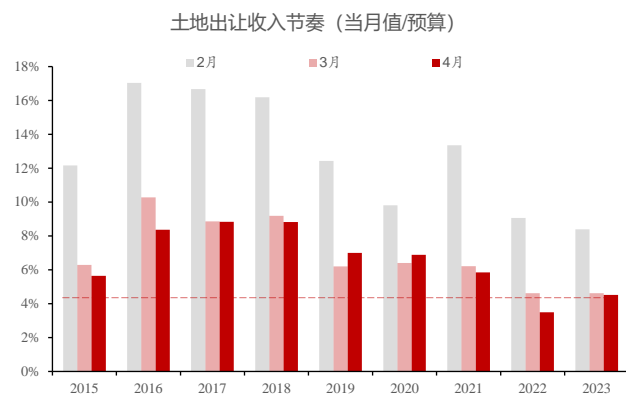
资料来源：财政部，民生证券研究院

图2：剔除退税扰动后，4月公共财政收入同比走弱



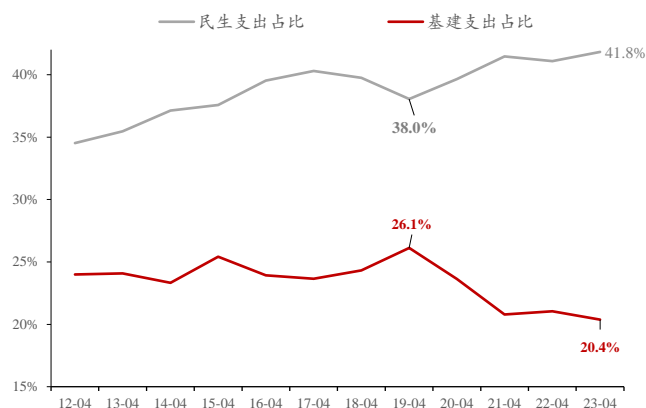
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：4月土地出让收入节奏为历史次低值



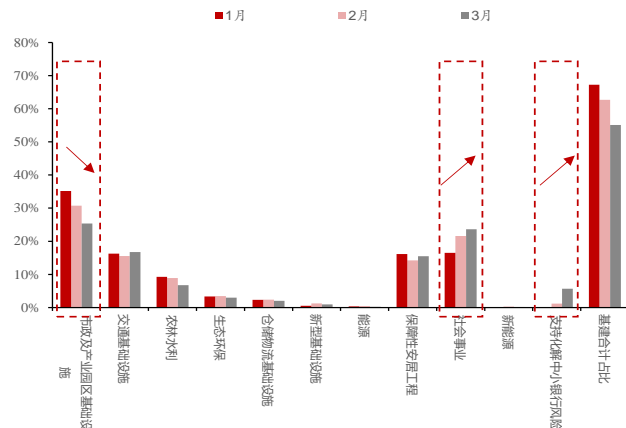
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公共财政支出重心在民生领域



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：专项债资金投向民生领域比重上行



资料来源：wind，民生证券研究院

## 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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026