

宏观点评 20240321

财政“加减法”进行到哪儿了？

2024年03月21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

■ **2024年的首份财政“成绩单”公布了。**一般公共预算收入1-2月累计同比增速为-2.3%，虽然数据表面上并不好看，但是财政部副部长在今早的国新办发布会上提前给市场打好了“预防针”——**2.3%的增速受基数被抬高、以及去年年中出台的减税政策对今年的减收影响颇大。**同时，1-2月财政收支差额再次刷新历史，证实财政发力力度犹在。除了收入“做减法”、支出“做加法”以外，**财政支出端自身也在进行着“加减法”**——“加”的是基建类支出、教育支出与科技支出，“减”的是卫生健康支出。具体来看：

■ **一般公共预算收入：负增仅是“虚像”？**1-2月一般公共预算收入累计同比增速为-2.3%，不过若剔除掉2023年收入基数被2022年缓税政策抬高、以及去年年中出台的减税政策对今年的减收影响两项特殊因素，可比口径下1-2月财政收入同比增速为2.5%。**除了财政部官方公布的这两项特殊因素之外，我们认为1-2月一般公共预算收入受到“春节效应”的扰动也颇大。**譬如今年春节较去年来得更晚一些，导致年终奖的发放时间也会晚于去年，因此1-2月累计同比增速为-15.9%的个人所得税或有来自于年终奖发放时间相较于去年后置的大部分影响。

除了个人所得税以外，**出口退税、地产相关税同样受到春节的扰动。**出口退税同比增速从2023年12月的141.7%直接降至2024年1-2月的23.9%，这并不是说明出口正在转弱，更多是来自于外贸企业已在2023年年末完成集中退税的影响。**与出口退税的“降温”不同，地产相关税却在普遍“升温”。**城镇土地使用税、契税、耕地占用税、土地增值税以及房产税无一不在1-2月实现了正增速，我们认为这主要是去年春节靠前、1-2月房市受春节扰动的持续时间更长，而今年春节靠后、1-2月受春节扰动的持续时间较短的影响。

“升温”的不仅仅是房地产相关税，还有消费相关税。1-2月消费税、车辆购置税同比增速分别为14.0%(2023年12月为5.2%)、30.0%(2023年12月为12.8%)，均在12月正增速的基础上继续爬升。不过鉴于消费税和车辆购置税均有较强的低基数效应，我们偏向于认为消费呈现出的是温和复苏态势。

■ **一般公共预算支出：“加力提效”进行时，也是“加减法”进行时。**1-2月一般公共预算支出同比增速为6.7%，支出强度明显大于去年同期，完成全年预算的15.3%，支出进度创历史同期新高。**细看财政支出的分项数据，可以发现财政“加力提效”的意图更明显了。**财政端基建类支出依旧保持较高强度，其1-2月同比增速录得17.9%，在地方专项债发行进度偏缓的情况下，财政端为基建“充电”更多是通过一般公共预算支出。除了基建，科技、教育支出也保持在较高增速，这与今年科技创新、科教兴国的政策主线不谋而合。**不过，在财政端各项支出清一色录得正增速的同时，卫生健康支出强度却在转弱。**

■ **政府性基金收入：土地出让收入的拐点仍未显现。**1-2月政府性基金收入同比增速录得2.6%，其“主成分”土地出让收入同比增速为0.0%(2023年12月为1.8%)，仅短暂回归到正增长区间后、同比增速再次降低。在去年基数较低、以及今年春节后置等“利好因素”下，土地出让收入表现得依旧平平无奇，说明距离土地市场的完全好转尚有距离。

■ **政府性基金支出：大幅转负的背后更多是受到专项债发行偏缓的影响。**与政府性基金收入的正增长不同，政府性基金支出同比增速反而在大幅减少，从2023年12月的24.2%降至2024年1-2月的-10.2%。在政府性基金收入表现并不逊色的情况下，政府性基金支出的锐减主要是因为今年以来地方新增专项债发行进度偏缓。

■ **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

相关研究

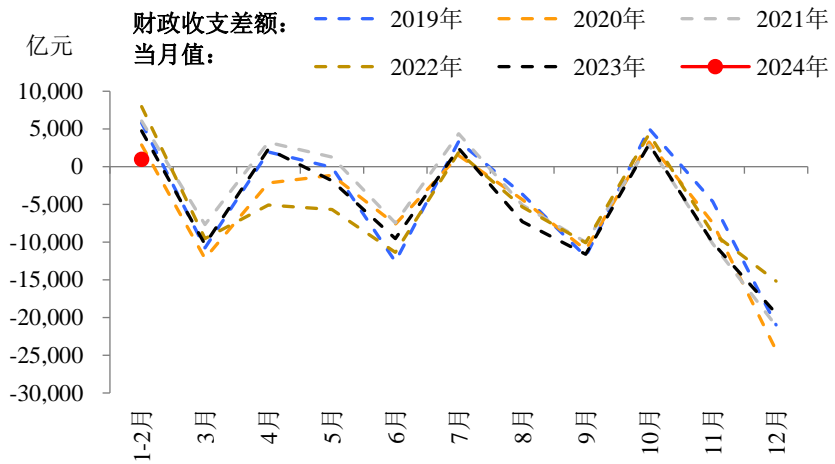
《美联储：盘久生变的6月降息？》

2024-03-21

《日股重上4万，日央行“升”不逢时？》

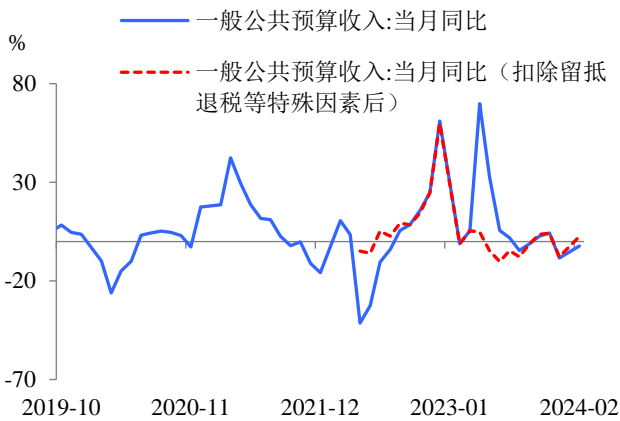
2024-03-19

图1: 2024年1-2月财政收支差额再次刷新历史



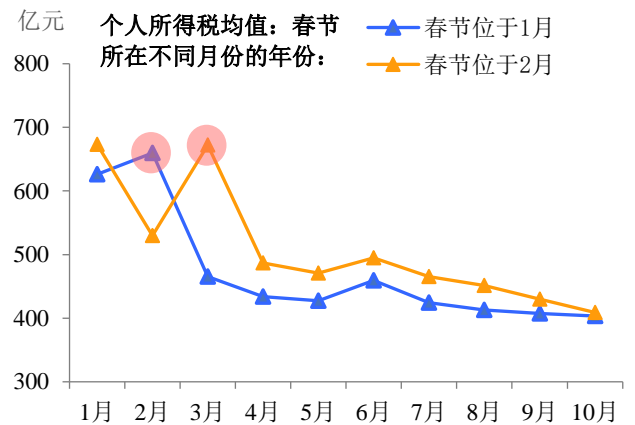
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 负增的一般公共预算收入或许只是“虚像”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

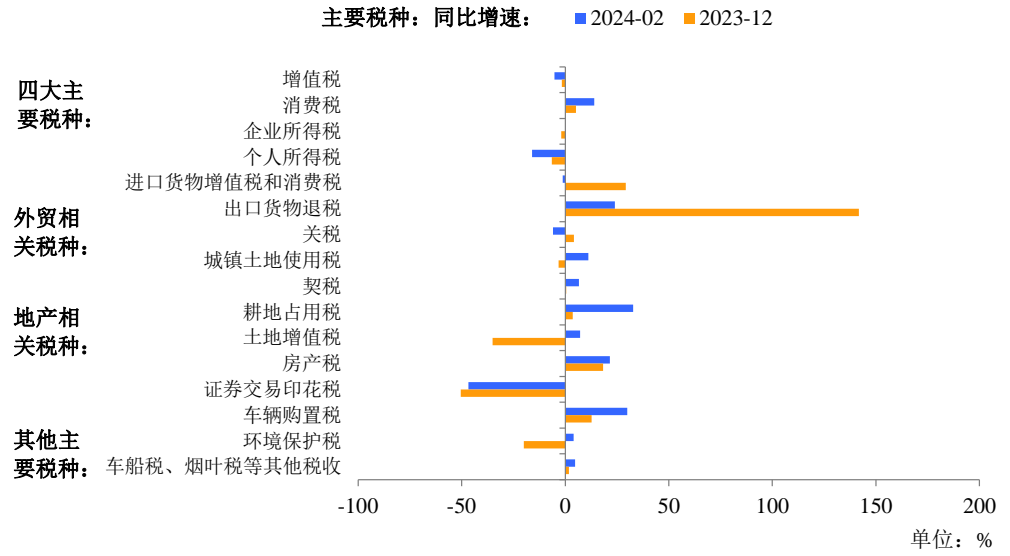
图3: 春节所在月份为2月的年份个税峰值比春节所在月份为1月的年份延后一个月



注: 选取2004-2018年数据。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

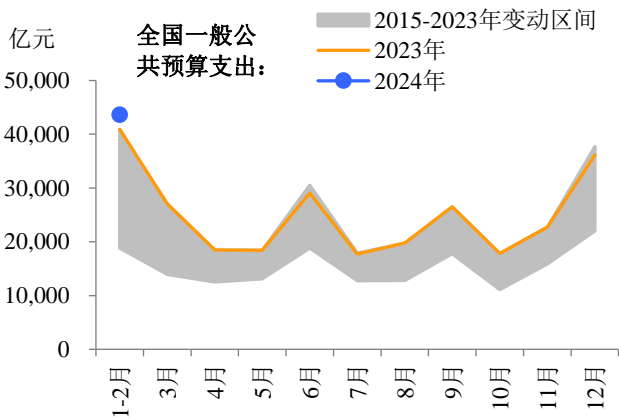
图4：2024年1-2月不同税种之间的表现“各有千秋”



注：2024年2月数据为2024年1-2月累计同比增速。

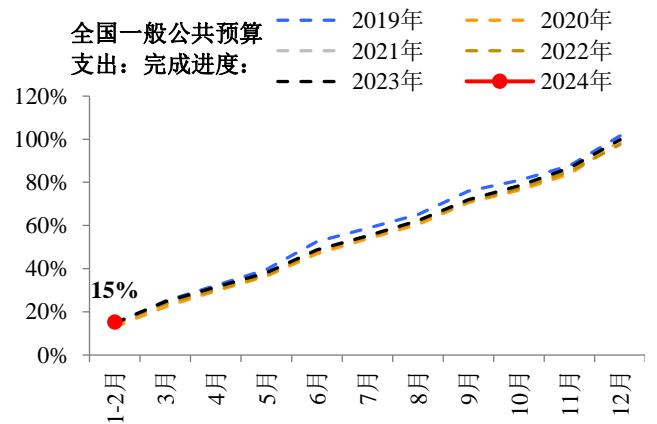
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2024年1-2月一般公共预算支出强度较大



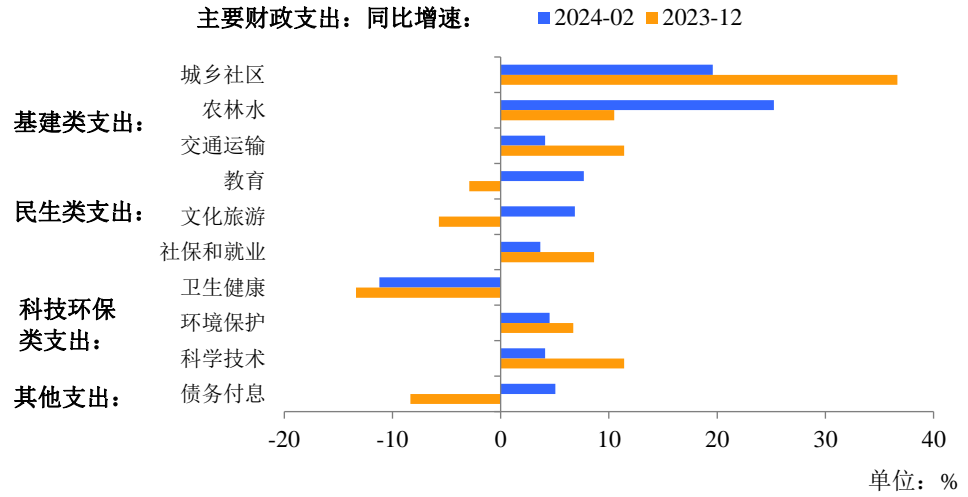
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2024年1-2月一般公共预算支出进度创新高



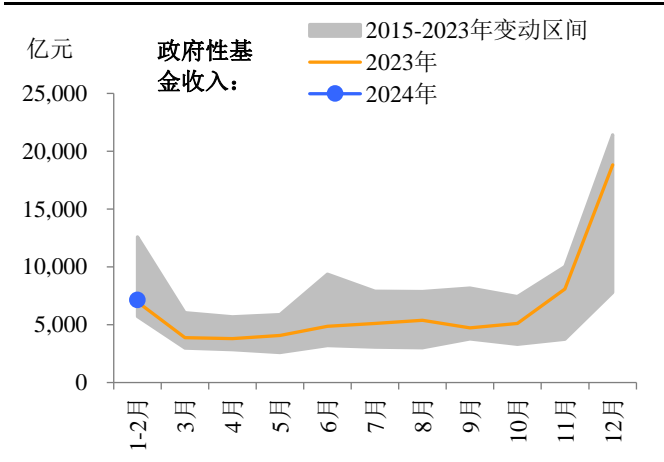
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2024年1-2月一般公共预算支出继续做“加减法”



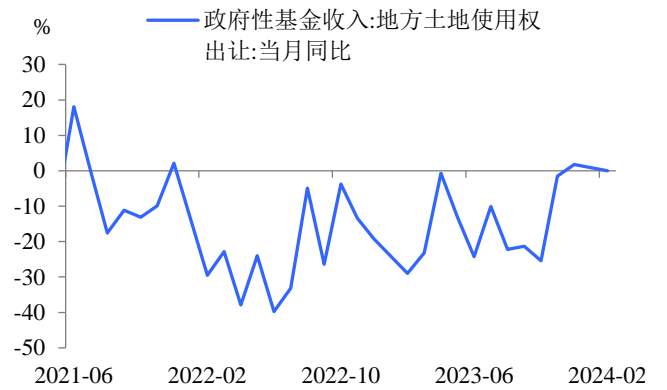
注：2024年2月数据为2024年1-2月累计同比增速。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2024年1-2月政府性基金收入表现并不出彩



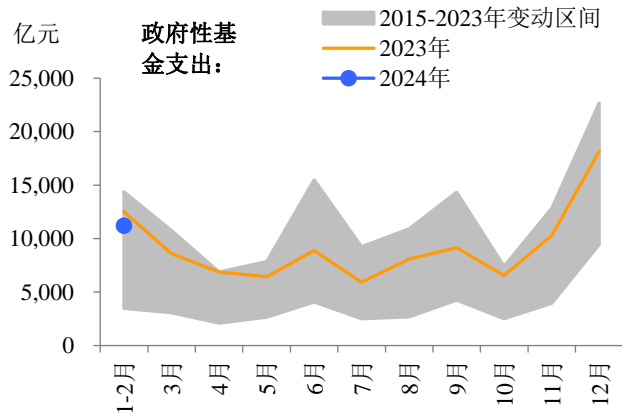
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2024年1-2月土地出让收入并未维持在正增长区间



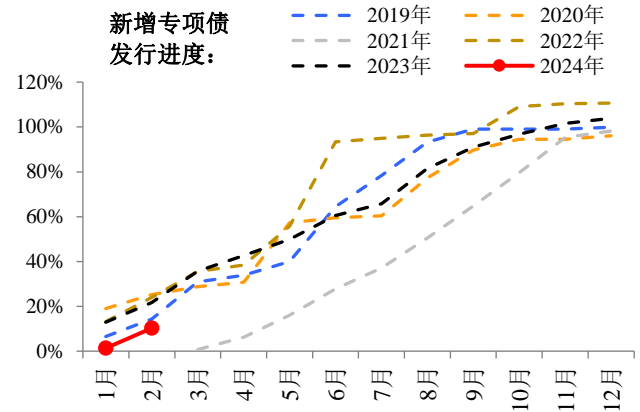
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 2024年1-2月政府性基金支出不及去年同期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2024年1-2月新增专项债发行进度偏缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2024年1-2月财政数据一览

1-2月财政数据一览 (当月同比, %)											
项目	2024-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-02	2022-12
一般公共预算收入	-2.3	-8.4	4.3	2.6	-1.3	-4.6	1.9	5.6	32.7	-1.2	61.1
四大税种											
个人所得税	-15.9	-6.5	0.4	-1.4	-3.3	3.8	-0.8	4.0	3.1	-4.0	-5.7
企业所得税	0.0	-1.9	9.9	0.6	3.2	-16.8	-16.0	-21.2	-17.4	11.4	8.8
国内消费税	14.0	5.2	4.2	-3.4	35.3	4.2	14.5	8.5	-6.2	-18.4	63.5
国内增值税	-5.3	-1.7	8.3	4.1	2.0	1.8	34.4	112.3	482.2	6.3	14.9
外贸相关											
进口环节增值税和消费税	-1.3	29.2	3.3	7.5	-0.2	-3.9	-4.8	-3.6	-4.9	-21.6	48.4
外贸企业出口退税	23.9	141.7	23.2	5.9	12.8	15.9	-4.1	-20.6	-25.0	9.7	-129.9
关税	-6.0	4.2	-7.3	0.0	-7.1	-9.6	-10.6	-9.2	-3.2	-27.1	37.0
地产相关											
城镇土地使用税	11.1	-3.1	15.7	6.9	8.2	2.8	1.3	-23.9	-41.7	-7.5	-2.6
契税	6.6	0.5	1.8	2.5	-9.9	0.4	-2.0	-8.6	20.8	-4.0	-1.0
耕地占用税	32.7	3.6	50.0	21.2	-3.8	39.6	-20.5	-41.1	-23.7	3.6	-16.4
土地增值税	7.1	-35.1	-12.3	-5.2	-27.0	5.8	0.2	-27.6	-18.0	-22.4	6.8
房产税	21.5	18.3	16.2	20.2	21.5	20.6	20.1	-18.0	-40.7	-2.8	5.5
地产相关税	11.6	-6.4	5.3	8.0	-11.9	5.6	4.0	-22.4	-16.9	-11.2	0.9
其他税种											
证券交易印花税	-46.8	-50.5	-58.2	-42.5	-51.7	-15.3	-30.6	16.7	7.4	-61.7	10400.0
车辆购置税	30.0	12.8	47.9	64.8	32.4	22.6	25.0	19.7	21.7	-32.8	-28.0
环境保护税	4.1	-20.0	-60.0	9.3	-60.0	33.3	2.3	-40.0	100.0	-10.9	150.0
资源税	-17.8	1.8	7.7	6.8	-5.9	-17.7	-19.8	-19.5	-13.6	-11.6	46.7
城市维护建设税	-4.7	3.1	2.8	0.8	4.5	-7.3	5.1	7.7	24.7	-10.5	0.3
其他税收	4.8	1.8	24.8	7.2	-11.4	3.1	-1.0	-2.0	1.1	0.0	2.7
非税收入	8.6	-10.3	9.8	0.6	-7.4	-15.0	-14.9	-14.0	-7.8	15.6	44.4
一般公共预算支出	6.7	8.3	8.6	11.9	5.2	7.2	-0.8	-2.5	1.5	7.0	3.0
基建支出											
城乡社区事务	19.6	36.6	13.6	14.3	8.5	7.9	-6.7	-20.1	5.5	0.7	2.5
农林水事务	25.3	10.5	17.1	14.6	10.1	4.8	-4.0	2.8	-9.7	11.4	-7.1
交通运输	4.1	11.4	12.0	17.5	18.6	6.8	-0.3	-8.8	-34.0	-0.2	-0.6
基建类支出	17.9	19.0	14.7	15.1	11.3	6.2	-4.2	-7.9	-10.7	4.0	-2.8
民生支出											
教育	7.7	-2.9	11.9	13.7	2.7	3.4	2.6	-1.6	6.4	1.4	-1.4
文化旅游与传媒	6.9	-5.7	12.3	16.4	5.4	9.4	-1.6	-2.5	-8.3	-4.8	0.3
社会保障和就业	3.7	8.6	13.1	15.5	8.5	15.7	2.5	-0.5	8.1	9.8	15.0
卫生健康	-11.2	-13.4	-12.9	-2.2	-13.2	5.3	-2.9	5.2	1.0	23.3	32.3
民生类支出	2.0	-2.4	6.5	11.0	1.2	8.6	1.3	0.3	5.3	8.8	9.9
科技环保支出											
节能环保	4.5	6.7	10.5	21.0	-2.4	20.8	16.0	-0.2	-8.8	-5.0	-1.6
科学技术	10.0	21.1	2.7	20.8	35.5	-17.2	-16.6	-12.5	7.2	3.9	-4.3
其他支出	5.1	-8.3	17.5	1.7	15.6	-3.1	-2.5	0.5	2.0	27.2	26.4
政府性基金收入	2.6	6.2	1.2	-18.4	-20.4	-18.5	-6.0	-19.5	-7.5	-24.0	-17.2
地方政府土地出让收入	0.0	1.8	-1.5	-25.4	-21.3	-22.2	-10.1	-24.3	-13.0	-29.0	-19.3
政府性基金支出	-10.2	24.2	1.6	17.7	26.1	-10.1	-35.8	-42.7	-18.2	-11.0	-35.5

注: 2024年2月数据为2024年1-2月累计同比增速。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>