

年初财政数据：不一样的“开门红”

——1-2月财政数据分析

核心观点：

2024年1-2月全国一般公共预算收入4.46万亿元，同比下降为2.3%，预算支出4.36万亿，同比增长6.7%，一本账支出强度大幅高于往年均值水平。与之相反的是，政府性基金收入0.71万亿，同比增长2.7%，支出1.12万亿，同比下降10.2%。今年首份财政数据与往年的显著区别是：“开门红”更多靠一本账狭义财政支出的靠前发力，支持基建支出的高增，而非广义财政中的专项债，但我们预计这一趋势将伴随专项债和特别国债的加速发行在二季度再度反转。与之相应的，二、三季度政府债的供给和资金压力将较年初有所提升。

一、万亿国债支持下，一本账支出显著靠前发力，支持基建相关支出高增。1-2月份全国公共预算收入同比下降2.3%，但支出同比增长6.7%。总体来看，一本账支出强度达97.8%（支出/收入），大幅高于过去五年均值水平（87%）及去年同期水平（89.6%）。今年年初财政开门红中广义财政发力的成分较低，但狭义财政支出显著靠前发力。我们认为这背后主要是去年新增万亿国债的因素影响，由于其在科目上计入一般公共预算，且大部分在今年使用，使得今年年初政府一般公共预算的可用资金相对充足。而1-2月份支出增速较高的城乡社区（19.6%）、农林水事务（24.9%）领域，也与去年增发万亿国债的主要投向一致。一本账1-2月份主要用于基建的四项支出合计9650亿元，合计增速16.67%，显著高于历史同期水平。

二、如何看待一般公共预算收入中的结构性分化？年初一本账收入同比降低2.3%，按照财政部副部长廖岷所说，扣除特殊和不可比因素后实际同比增长2.5%。从主要税种的收入增速来看，同样是有升有降。结构性分化背后究竟是哪些因素导致？我们认为这其中既有政策和基数影响，也有疫后消费复苏的客观增长。分别来看：主要税种中降幅显著的主要是增值税和个人所得税，其中增值税同比降低5.3%，一方面有留抵退税的基数扰动因素，另一方面是去年年中开始对先进制造业和部分行业研发费用的税前加计扣除所致；个税同比降低15.9%，认为主要是去年出台的个税专项扣除政策导致。此外，收入大幅提升的税种主要是消费税和土地相关税种，其中消费税和车辆购置税同比增长14%、29.8%，与1-2月份消费的超预期增长保持一致，反映疫后消费的持续复苏；而土地相关税费的高增主要是受去年年初低基数影响。

三、广义财政显著放缓背后的两点原因：一是可用财力处于历史高位，二是政府投资的转向。自去年10月底新增了万亿国债以来，政府财政存款始终处于历史高位，年初以来虽然资金加速使用，但目前仍处于过去五年同期的高点。财政存款处于高位表明资金从企业或个人流向政府部门，同时实体经济的资金量减少，财政存款提升会降低M1、M2。因此，今年年初财政亟待解决的问题是进一步加快财政资金的使用，而非加快发债进度。我们预期3月份前财政资金仍有支持，二季度开始政府债发行或将提速。此外，鉴于今年广义财政扩张方式增加了超长期特别国债，根据发改委主任郑栅洁的介绍，特别国债将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展等领域建设。与此同时，专项债也在去年年底新增了资金用途。以上用途基本均是之前政府投融资尚未涉及的领域，需要一段时间适应调整。当然，新一轮的地方化债也使得年初政府投资出现区域性调整。

四、土地收入与高频数据有所分化，是否反映地产一级市场企稳仍需要时间验证。2024年1-2月全国政府性基金收入7149亿元，同比增长2.7%，其中地方国有土地出让金收入5625亿元，与去年同期持平。但根据我们观测到的高频数据显示：1-2月份全国成交土地总价为2762.6亿元，大幅低于同期5136.1亿元。我们认为1-2月份国有土地收入中或许有人账时间的影响因素。与此同时，国房经济度指标目前仍持续处于95度景气线以下的历史低位，与土地收入增速呈现背离。土地一级市场是否企稳还需要时间观察。按照往年季节性规律和高频数据指标，3月土地收入或有下行趋势，能否在二季度回升还需观察融资端和需求端的政策变化。

五、政府债发行：国债前置、一般债平稳、专项债偏慢。今年政府债总发行量8.96万亿，略高于去年8.68万亿。但总体发行节奏偏慢，政府债总发行进度为15.7%，略低于过去五年平均水平（17.8%）。其中主要是专项债发行进度（13.6%）大幅低于往年均值（25%）。我们预计特别国债将在二季度启动发行，专项债也将加速发行。如果新增政府债要在今年形成实物工作量，特别国债及专项债或需在9月份前发行完毕，那么二、三季度政府债的供给和资金压力或将加大。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：010-8092 7606

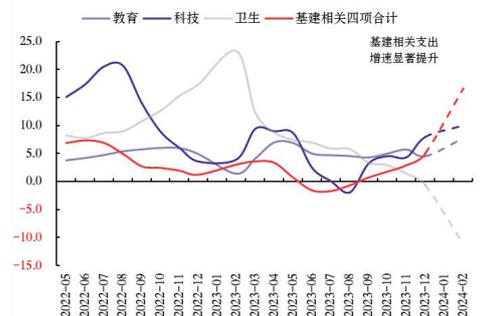
✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

研究助理

聂天奇

一本账基建相关支出增速显著提升（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.财政政策不及预期的风险
- 3.经济超预期下行的风险
- 4.政府债券违约超预期的风险

目 录

一、万亿国债支持下，一本账支出显著靠前发力	3
二、财政收入增速分化背后的主要因素	3
三、广义财政支出放缓背后的两点因素	4
四、土地收入是否反映地产企稳仍需观察	5
五、政府债发行：国债前置、一般债平稳、专项债偏慢	6

一、万亿国债支持下，一本账支出显著靠前发力

1-2 月份全国公共预算收入同比下降 2.3%，完成全年预算进度的 19.9%，略低于过去五年均值水平的 20.1%，如图 1 所示。但预算支出同比增长 6.7%，完成全年支出进度的 15.3%，高于过去五年均值水平 14.3%。总体来看，一般公共预算收入平稳，支出偏强，财政支出强度达 97.8%（支出/收入），大幅高于过去五年均值水平（87%）及去年年初水平（89.6%），如图 2 所示。

图 1：全国公共预算支出完成进度

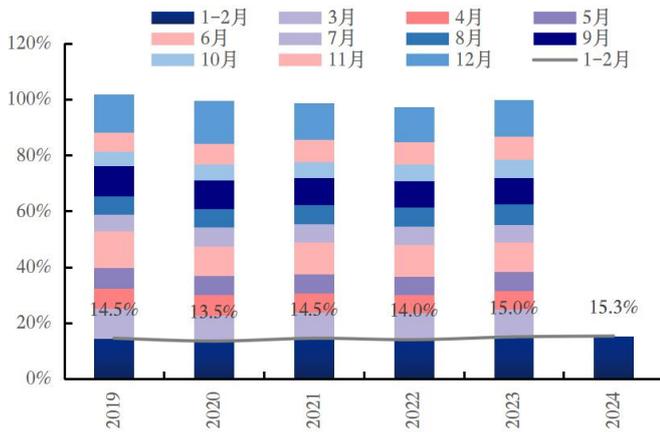
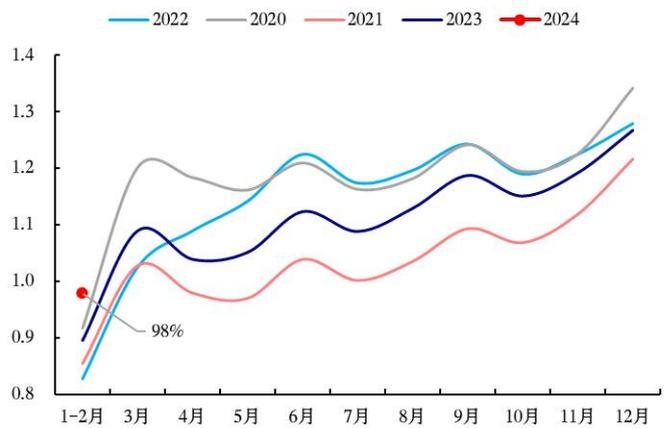


图 2：公共预算支出强度（支出/收入）显著高于历年同期水平

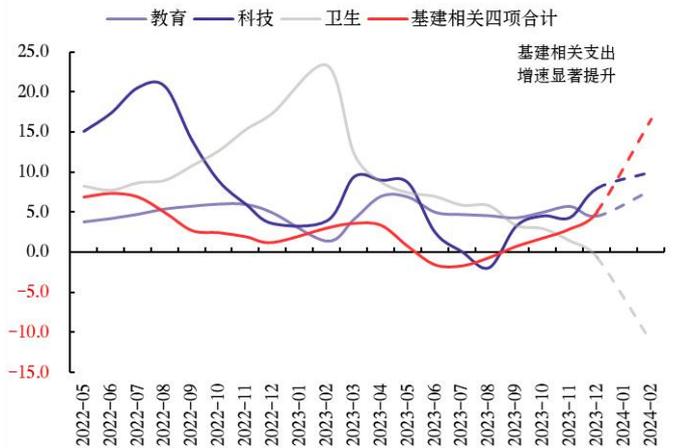
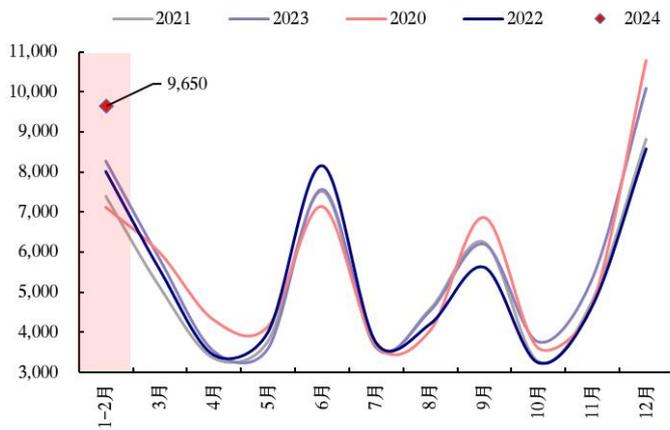


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

开门红中广义财政发力的成分较低，一般公共预算支出显著靠前发力，支持基建高增。我们认为这背后主要是受去年新增万亿国债的因素影响，由于其在科目上计入一般公共预算，且大部分在今年使用，使得今年年初政府一般公共预算的可用资金相对充足。1-2 月份支出增速较高的城乡社区（19.6%）、农林水事务（24.9%）领域，也与去年增发万亿国债的主要投向一致。如图 3、图 4 所示，1-2 月份节能环保、城乡社区、农林水、交通四项基建支出的绝对值合计 9650 亿元，合计增速 16.67%，显著高于历史同期水平。

图 3：节能环保、城乡社区、农林水、交通四项基建支出绝对值水平（亿元）图 4：全国公共预算主要支出项目累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、财政收入增速分化背后的主要因素

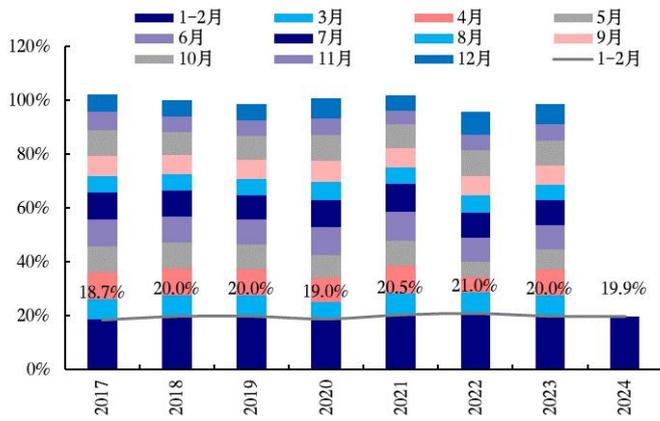
2024 年 1-2 月全国公共预算收入 44585 亿元，同比下降 2.3%。按照财政部副部长廖岷所说，扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的部分减税政策翘尾减收等特殊和不可比因素影响后，实际同比增长 2.5% 左右。从主要税种的收入增速来看，同样是有升有降。结构性

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

分化背后究竟是哪些因素导致？

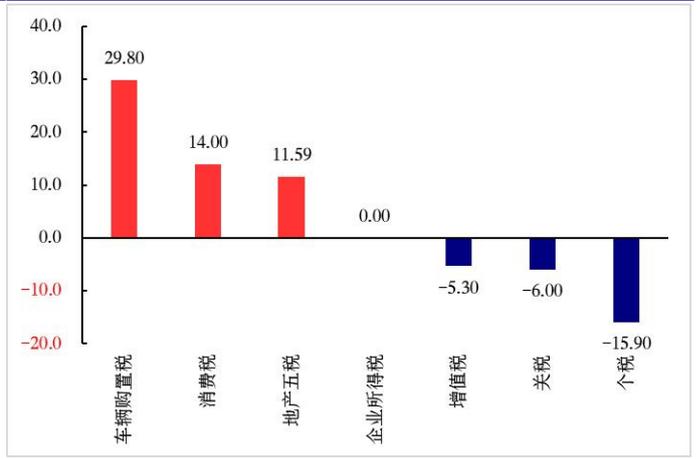
税收收入受政策和基数影响，也印证消费的改善。主要税种中降幅显著的主要是增值税和个人所得税，其中增值税同比降低 5.3% 主要是去年年中开始对先进制造业和部分行业研发费用的税前加计扣除所致；个税同比降低 15.9%，主要是去年出台新的个税专项扣除政策导致。此外，收入大幅提升的税种主要是消费税和土地相关税种，其中消费税和车辆购置税同比增长 14%、29.8%，与 1-2 月份消费的超预期增长保持一致，反映疫后消费的持续复苏；而土地相关税费的高增主要是去年年初基数较低的影响因素，而房地产市场的回暖仍需观察。

图 5：全国公共财政收入完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

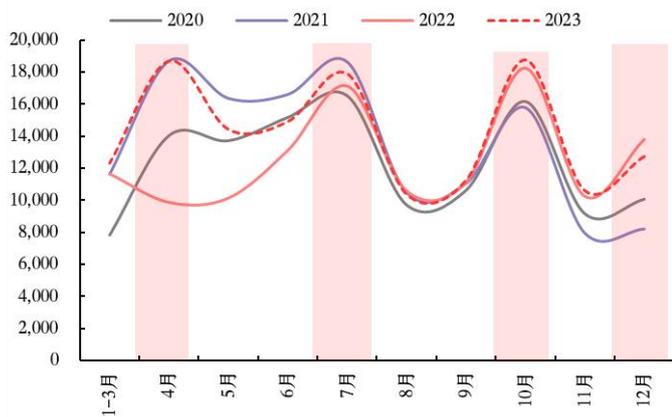
图 6：1-2 月主要税种同比增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

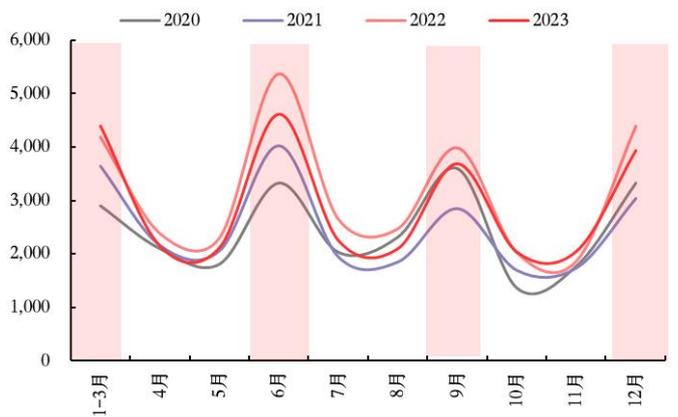
税收收入降低有 2022 年退税的特殊因素，非税收入有季节性影响。需要注意的是，根据税收和非税收入季节性因素来看，1-2 月份往往是非税收入的高峰，税收收入的相对低位。如图 7 所示，2022 年由于留抵退税和缓税降税因素，上半年税收收入有大幅降低，所以 2023 年的同比增速相对较高。这也是可能导致今年年初税收收入增速较去年有所放缓的因素之一。

图 7：税收收入绝对值水平及季节性因素对比 (亿元)，年初为低点



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：非税收入绝对值水平及季节性因素对比 (亿元)，年初为高点



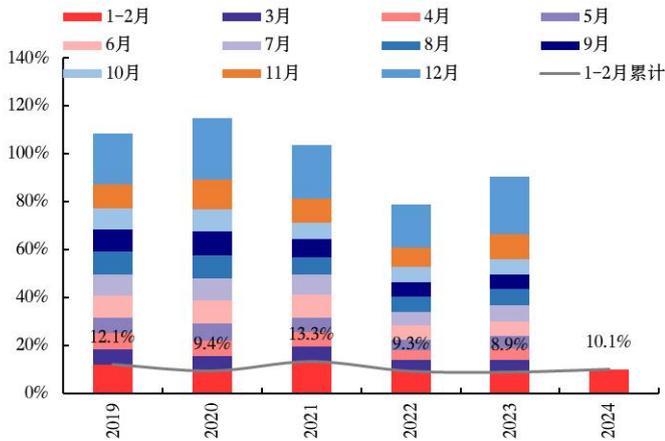
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、广义财政支出放缓背后的两点因素

1-2 月份全国政府性基金收入 7149 亿元，同比增长 2.7%，其中中央政府性基金收入 755 亿，同比增长 17.5%，地方收入 6394 亿元，同比增长 1.1%，收入完成进度 10.1%，去过去 5 年均值水平 (10.6%) 基本相当。但全国政府性基金支出仅 1.12 万亿元，同比降低 10.2%，收入完成进度 9.3%，落后于过去五年均值水平 (10.7%)。其中主要是专项债发行进度显著低于去年，1-2 月专项债净融

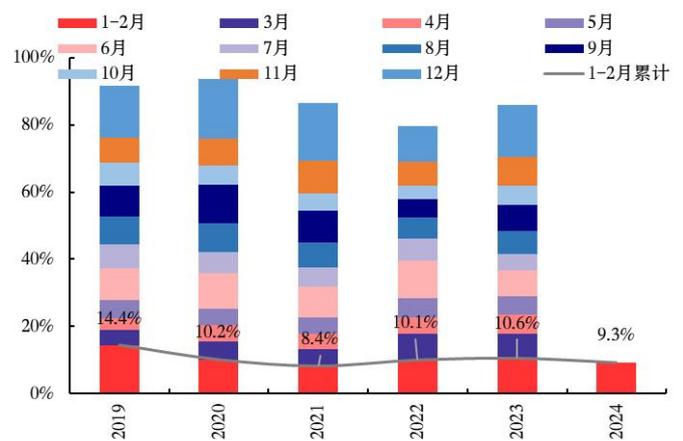
资仅 4454.13 亿元，较去年同期减少 4157.77 亿元。广义财政支出放缓背后有两点主要因素：一是可用财力处于历史高位，二是政府投融资方向的调整。

图 9：政府性基金收入完成进度，略快于去年



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

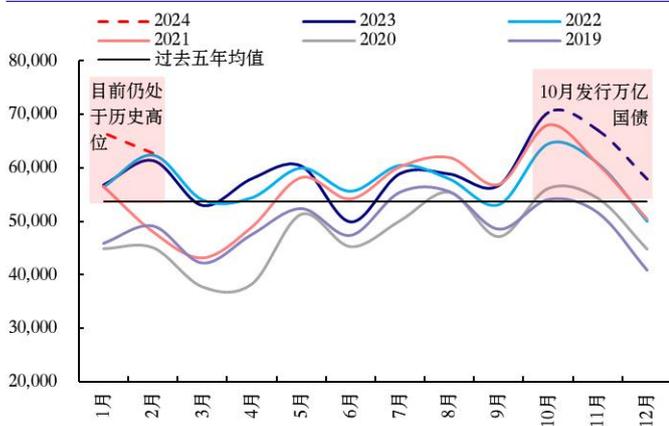
图 10：政府性基金支出完成进度，落后于过去五年均值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

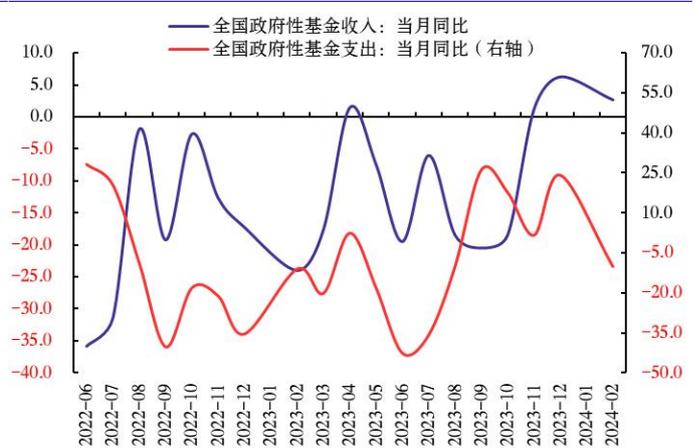
财政存款处于历史高位，3 月份前政府资金收入端均有支撑。如图 11 所示，自去年 10 月份增发万亿国债之后，金融机构中的财政存款余额始终处于历史高位，1 月份存款余额 6.65 万亿，同期均值为 5.2 万亿。财政存款处于高位表明资金从企业或个人流向政府部门，同时实体经济的资金量减少，财政存款提升会降低 M1、M2。因此，今年年初财政亟待解决的问题是进一步加快财政资金的使用，而非加快发债进度。2 月份财政存款加速使用，目前仍余额 6.27 万亿，基本接近 2022 年和 2023 年同期水平。我们预计在今年 3 月份之前政府在资金收入端均能保持相对充裕水平，专项债及特别国债或在二季度开始加快发行进度。

图 11：金融机构：财政存款余额（亿元），目前仍处于历史高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：政府性基金收入和支出同增速（%）均有所放缓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

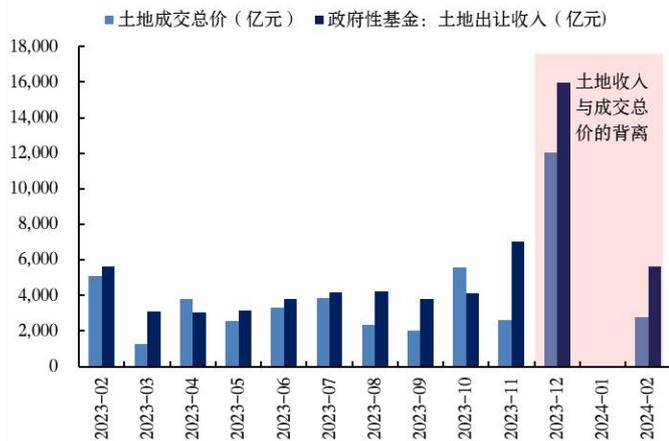
政府投融资转向或许也是年初广义财政支出放缓的因素之一。鉴于今年广义财政扩张方式增加了超长期特别国债，根据发改委主任郑栅洁的介绍，特别国债将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源安全、人口高质量发展等领域建设。与此同时，专项债也在去年年底新增了资金用途。以上用途基本均是之前政府投融资尚未涉及的领域，需要一段时间适应调整。当然，新一轮的地方化债也使得年初政府投资出现区域性调整。

四、土地收入是否反映地产企稳仍需观察

当前土地收入与成交总价差异较大，且与国房景气度仍有一定背离。2024 年 1-2 月全国政府

性基金收入 7149 亿元，同比增长 2.7%，其中地方国有土地出让金收入 5625 亿元，与去年同期持平。但根据我们观测到的高频数据显示：1-2 月份全国成交土地总价为 2762.6 亿元，大幅低于同期 5136.1 亿元。因此，我们认为 1-2 月份国有土地收入中或许有入账时间的影响因素。与此同时，反映房地产市场的国房景气度指标目前仍持续处于 95 度景气线以下的历史地位，与土地收入增速呈“剪刀差”背离。目前来看，土地一级市场的回暖还需要时间观察。

图 13：土地出让收入与成交总价的差异或受入账时间因素影响



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

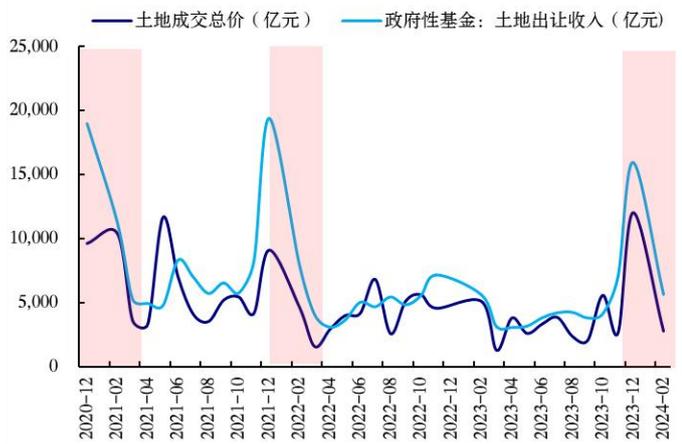
图 14：土地收入增速与国房景气度（左轴单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

需要注意的是，按照往年季节性规律和高频数据指标，3 月份土地出让收入或进一步下探。历年 1-3 月份基本均处于土地出让收入持续放缓的季节性下降趋势，主要是由于历年 12 月份是各地政府土地出让的高峰，加上 1、2 月份的春节因素，使得一季度土地收入普遍呈现下行趋势，一般到 4 月份才有改善。参照当前地产高频数据的走势，我们预计 3 月份土地出让收入可能进一步下行，而能否在二季度回升还需要观察地产融资端和需求端的政策变化。

图 15：季节性规律显示，3 月土地收入存在下探可能



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、政府债发行：国债前置、一般债平稳、专项债偏慢

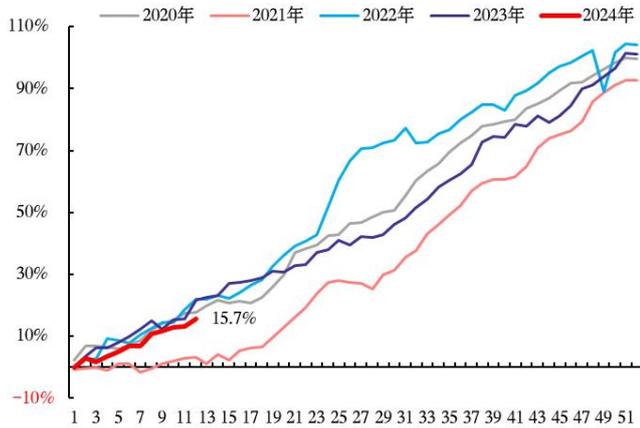
今年新增政府债券金额 8.96 万亿，略高于去年 8.68 万亿。但目前来看总体发行节奏偏慢，截止 2024 年 3 月 21 日，政府债总发行进度为 15.7%，略低于过去五年平均水平（17.8%），如图 16 所示。

其中主要是专项债发行节奏大幅落于同期，如图 17 所示，将特别国债发行额度计入在内，全年发行进度 10.8%，不计入特别国债额度，也仅完成 13.6%，过去几年的平均水平在 25% 左右。但

中央国债发行进度又显著前置，完成进度 18.2%，过去五年的平均水平为 2%，如图 18 所示。地方一般债发行与过去几年发行节奏基本一致，目前已发行 37.5%，如图 19 所示。我们认为国债的靠前发行主要是考虑到今年有新增特别国债的发行，为平滑国债供给而进行的结构性调整。

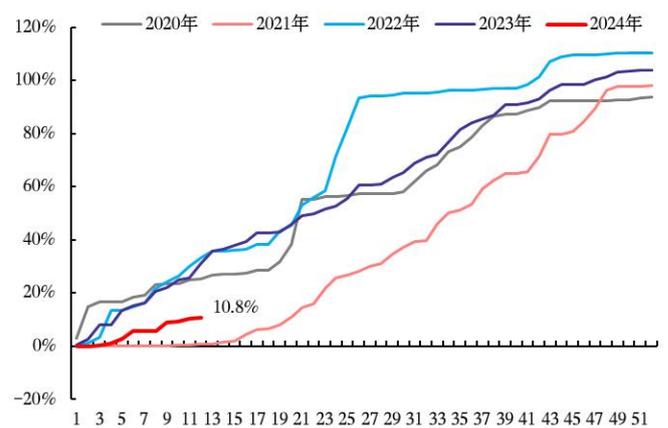
如前文所述，我们预计特别国债将在二季度启动发行，专项债也将加速发行。如果新增债务要在今年形成实物工作量，特别国债及专项债或需在 9 月份前发行完毕，因此二、三季度政府债供给或将加大，资金压力也较年初有所提升。

图 16：政府债合计发行进度（周频）



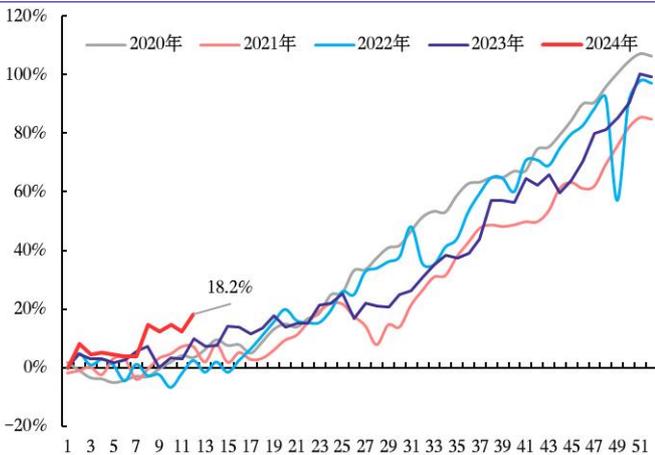
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17：地方专项债+特别国债发行进度（周频）



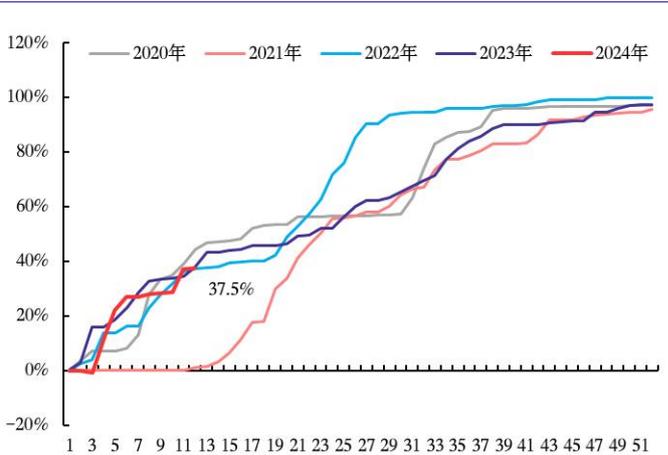
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18：中央国债发行进度（周频）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 19：地方一般债发行进度（周频）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 全国公共预算支出完成进度	3
图 2: 公共预算支出强度(支出/收入)显著高于历年同期水平	3
图 3: 节能环保、城乡社区、农林水、交通四项基建支出绝对值水平(亿元)	3
图 4: 全国公共预算主要支出项目累计同比增速(%)	3
图 5: 全国公共财政收入完成进度	4
图 6: 1-2 月主要税种同比增速(%)	4
图 7: 税收收入绝对值水平及季节性因素对比(亿元),年初为低点	4
图 8: 非税收入绝对值水平及季节性因素对比(亿元),年初为高点	4
图 9: 政府性基金收入完成进度,略快于去年	5
图 10: 政府性基金支出完成进度,落后于过去五年均值	5
图 11: 金融机构:财政存款余额(亿元),目前仍处于历史高位	5
图 12: 政府性基金收入和支出同增速(%)均有所放缓	5
图 13: 土地出让收入与成交总价的差异或受入账时间因素影响	6
图 14: 土地收入增速与国房景气度(左轴单位;%)	6
图 15: 季节性规律显示,3 月土地收入存在下探可能	6
图 16: 政府债合计发行进度(周频)	7
图 17: 地方专项债+特别国债发行进度(周频)	7
图 18: 中央国债发行进度(周频)	7
图 19: 地方一般债发行进度(周频)	7

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

高明 宏观分析师、宏观组组长

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn