

## 广义财政加码“箭在弦上”

### 核心观点：

4月22日财政部就一季度财政收入情况召开新闻发布会：2024年一季度“一本账”财政收入6.08万亿元，同比-2.3%，扣除特殊性因素影响后，可比增长2.2%，财政支出6.98万亿，同比增长2.9%。“二本账”收入1.03万亿元，同比-4.0%，支出仅1.78万亿元，同比-15.5%。总体来看，“一本账”收入平稳，支出增速有小幅回落，但财政支出强度达115%，仍高于过去五年均值水平（108.7%），而“二本账”收支均大幅低于同期。

**一、“基数因素”和“量升价降”之下，税收收入短期承压。**一本账收入增速仍然持续为负，尤其是税收收入累计同比-4.9%，其中主要是增值税的增速降幅进一步扩大，今年一季度增值税累计比去年降低1528亿元，拖累财政收入降低2.45%、税收收入降低2.95%。这也是财政部新闻发布会所提及的不可比因素影响——“2022年对于中小微企业的部分缓税在2023年年初入账，对于今年一季度增速有基数效应的影响”。对于今年一季度财政收入增速的基数影响主要是增值税的增速波动较大。我们认为，鉴于增值税收入占比较大且后续的同比基数进一步抬升，预计会对于今年后续整体税收收入增速产生持续负向拉动作用。其次，结合经济和物价数据来看，我们认为当前税收收入承压或许还与经济“量升价降”有较大关联，即我国增值税以商品或服务在流通过程中产生的增值额作为税基，因此生产价格和工业增加值的降低也是税收降低的影响因素之一。

**二、“结余资金+国债前置”之下，一本账支出偏强，稳定基建增速。**一本账3月份支出增速有所回落，但鉴于1-2月份中央财政的靠前发力，2024年一季度整体财政支出仍然维持了较高的增速和支出强度，其中主要源于两方面的财力支持：一是去年增发的万亿国债大部分在今年使用，年初财政“余粮”较高，这部分资金规模大概在6000-8000亿左右；二是今年国债发行显著前置，一季度新增国债限额使用进度为14.4%，显著高于过去五年均值3.3%，也高于去年的7.2%，这部分比去年多出的资金规模大概在2400亿左右。此外，在支出结构上仍然偏向基建稳增长逻辑，1-3月份基建四项合计支出15148亿元，累计同比增长7.58%，支出增速虽较上月有所回落，但仍高于其余几项支出，这也是年初专项债发行进度大幅偏慢，但基建投资仍能保持平稳增长的主要因素。

**三、土地收入及专项债发行同比降低，广义财政收支持续偏弱。**2024年一季度广义财政收支偏弱主要是土地收入的降低和专项债发行进度的偏缓。其中，土拍收入降低在预期之内，且根据土地成交总价的高频数据来看，4月份土地出让收入仍存在下探可能，需要密切关注后续房地产相关政策的调整。其次，专项债发行偏缓背后或存在以下因素：一是化债政策调整使得部分重点地区新增债务和投资受限；二是部分专项债项目或与去年底开始申报的超长期特别国债项目重合；三是部分专项债投资项目也受地产低迷影响，收益率及配套项目资金或有所降低。

**四、广义财政加码“箭在弦上”。**鉴于一本账年初的靠前发力和去年新增国债的资金拨付完毕，后续稳增长政策有赖于广义财政发力。其中专项债方面根据目前各省披露的二季度专项债发行计划，合计新增专项债规模为1.16万亿，已显著大于一季度的净融资规模6668亿元。特别国债方面，此前4月17日发改委在新闻发布会中提及已进入“方案审批阶段，本次新闻发布会中，财政部也提出“下一步将密切关注国债供需变化，适当增加供给规模，并研究调降单人购买限额”，结合两场发布会的内容，我们认为5-6月份或是合适的发行时间节点。综合专项债及超长期特别国债的相关信息来看，广义财政发力目前已是“箭在弦上”，二季度将开始提速，三季度或是发行高峰。

## ——一季度财政数据分析

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

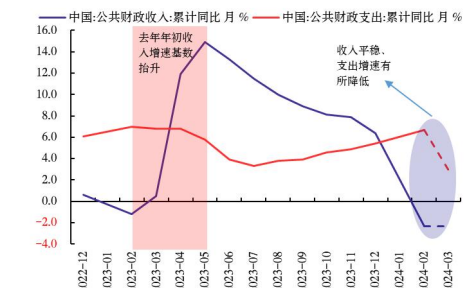
✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

### 研究助理

聂天奇

### 一季度公共财政收入平稳，支出有所降低



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

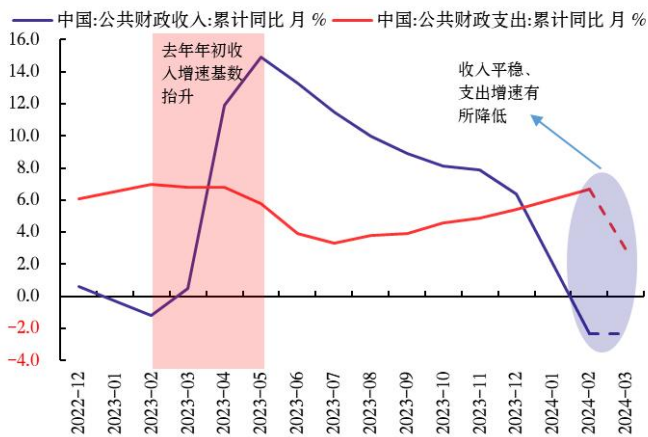
## 目 录

一、“基数因素”和“量升价降”之下，税收收入短期承压.....	3
二、“结余资金+国债前置”之下，一本账支出偏强，稳定基建增速.....	4
三、土地收入及专项债发行同比降低，广义财政收支持续偏弱.....	5
四、广义财政加码“箭在弦上”.....	6

## 一、“基数因素”和“量升价降”之下，税收收入短期承压

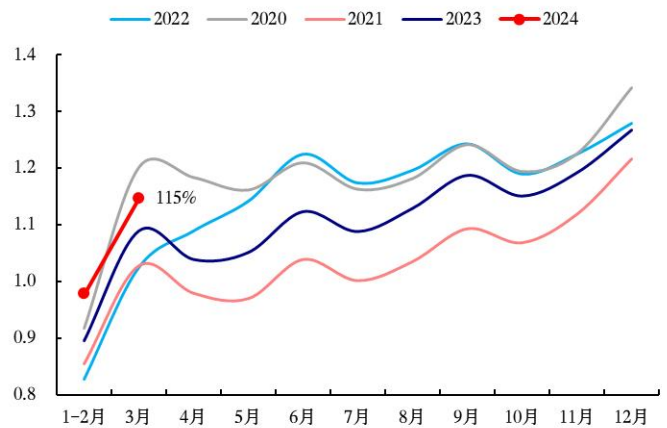
今年一季度全国公共预算收入 60877 亿元，同比下降 2.3%，扣除特殊性因素影响后，可比增长 2.2% 左右，一季度财政收入完成全年预算进度的 27.2%，略低于过去五年均值水平的 27.4%，总体平稳，如图 1 所示。一季度财政支出 69856 亿元，累计同比增长 2.9%，较上月 6.7% 高增速有所回落，一季度财政支出完成进度 24.8%，略高于过去五年均值水平 24.0%。总体来看，1-3 月一般公共预算收入平稳，支出增速有小幅回落，但财政支出强度达 115%（支出/收入），高于过去五年均值水平（108.7%），如图 2 所示。

图 1：全国公共财政收入及支出累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

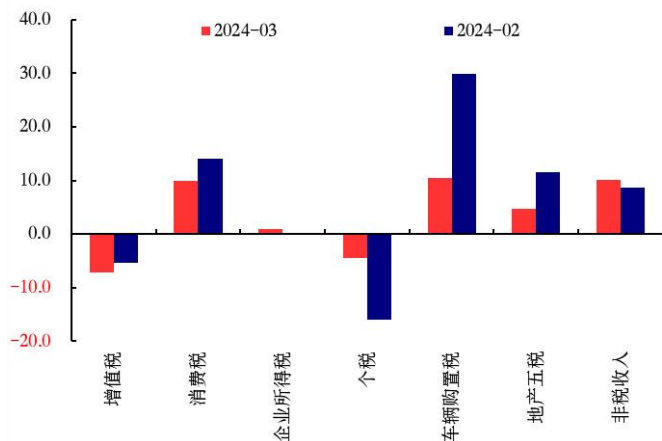
图 2：公共预算支出强度（支出/收入）仍高于历年同期水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

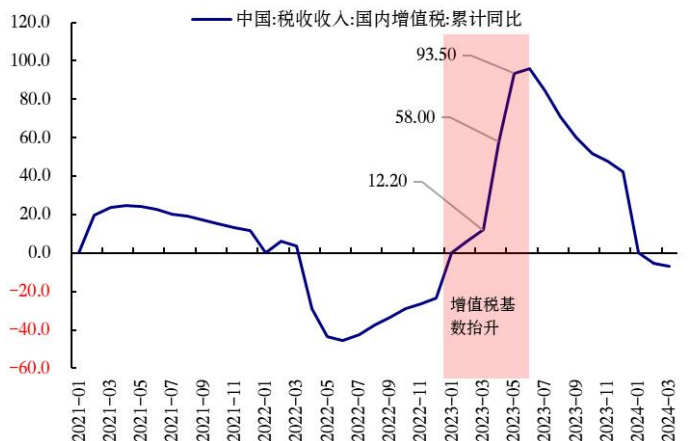
需要注意的是，收入端增速仍然持续为负，尤其是税收收入累计同比-4.9%。其中主要是增值税的增速降幅进一步扩大，今年一季度增值税累计同比增速进一步降至-7.1%（前值：-5.3%），绝对值比去年降低 1528 亿元，拖累财政收入降低 2.45%、税收收入降低 2.95%。这也是财政部新闻发布会所提及的不可比因素影响——“2022 年对于中小微企业的部分缓税在 2023 年年初入账，对于今年一季度增速有基数效应的影响”，即对于今年一季度财政收入增速的基数影响主要是增值税的增速波动较大。而根据 2023 年增值税增速来看，一季度增速为 12.2%，之后增速进一步上升，如图 4 所示。我们认为，鉴于增值税收入占比较大且后续的同比基数进一步抬升，预计会对于今年后续整体税收收入增速产生持续负向拉动作用。

图 3：2024 年 2 月及 3 月各项税收累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

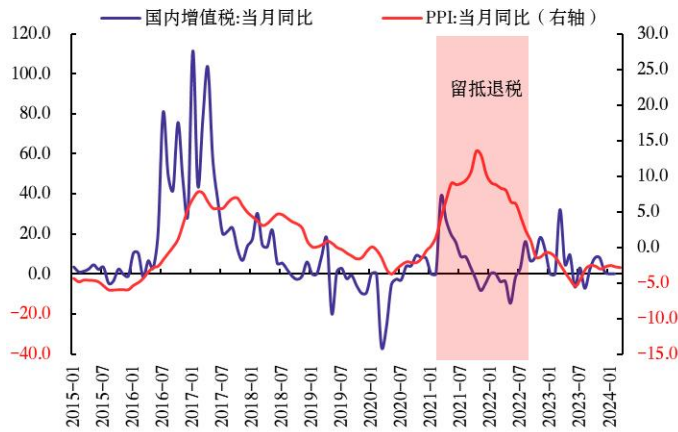
图 4：2023 年增值税基数抬升或将持续影响后续几个月的收入增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

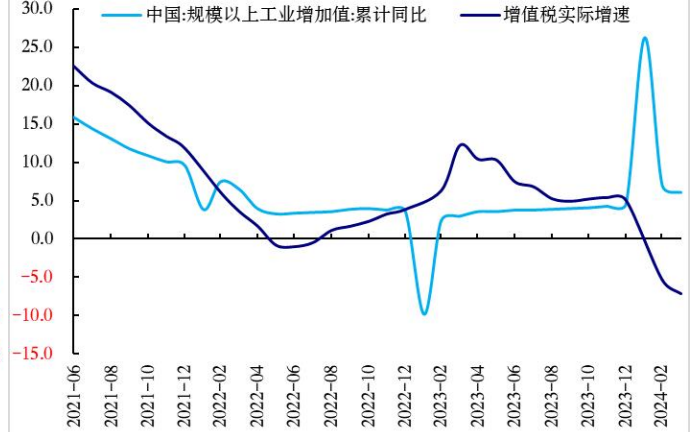
其次，结合经济和物价数据来看，我们认为当前税收收入承压或许还与经济“量升价降”有较大关联，即我国主要税种中增值税直接与价格挂钩，其他各项税种也与名义GDP关联更大。由于税收主要与名义GDP挂钩，自去年二季度名义与实际GDP增速反转之后，税收收入增速开始回落，并在今年开始低于经济增速。增值税以商品或服务在流通过程中产生的增值额作为税基，因此生产价格和工业增加值是其主要影响因素，而从3月经济数据来看，工业增加值增速有所回落(7%→6.1%)及PPI进一步下探(-2.5%→-2.7%)。

图5：增值税与PPI当月同比增速显著相关(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：工业增加值与增值税累计同比增速(%)



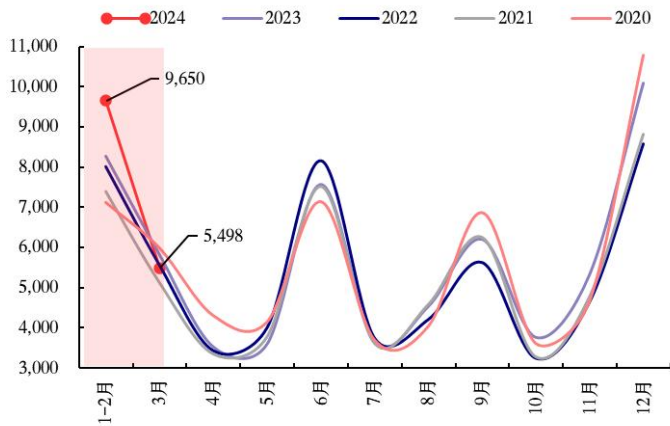
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、“结余资金+国债前置”之下，一本账支出偏强，稳定基建增速

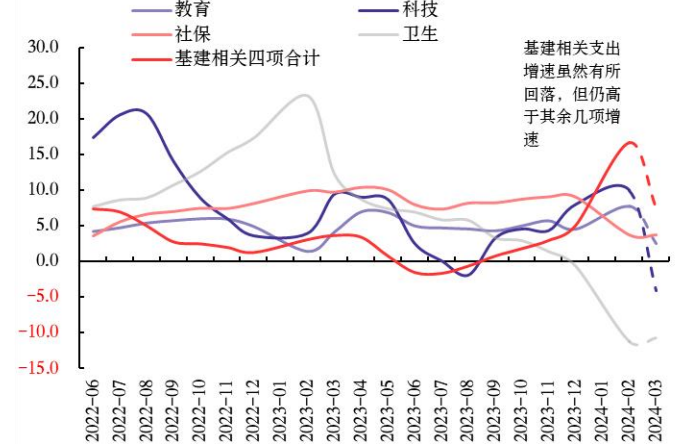
3月份支出增速有所回落，但鉴于1-2月份中央财政的靠前发力，2024年一季度整体财政支出仍然维持了较高的增速和支出强度，主要源于两方面的财力支持：一是去年增发的万亿国债大部分在今年使用，年初财政“余粮”较高，这部分资金规模大概在6000-8000亿左右；二是今年国债发行显著前置，一季度新增国债限额使用进度为14.4%，显著高于过去五年均值3.3%，也高于去年的7.2%，这部分比去年多出的资金规模大概在2400亿左右。

此外，在支出结构上仍然偏向基建稳增长逻辑。1-3月份基建四项合计支出15148亿元（如图7所示），累计同比增长7.58%，支出增速虽较上月有所回落，但仍高于其余几项支出（如图8所示），这也是年初专项债发行进度大幅偏慢，但基建投资仍能保持平稳增长的主要因素。

图7：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8：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

### 三、土地收入及专项债发行同比降低，广义财政收支持续偏弱

2024 年一季度全国政府性基金收入 10394 亿元，同比增长-4.0%，增速由正转负。其主要是地方土地出让金收入增速大幅降低至-6.7%。1-3 月份政府性基金收入完成进度 14.7%，低于过去 5 年均值水平（16.3%）。政府性基金收入大幅降低之下，全国政府性基金支出仅 17798 亿元，同比降低 15.5%，增速进一步降低，支出完成进度 14.8%，落后于过去五年均值水平（16.7%）。广义财政收支偏弱主要是土地收入的降低和专项债发行进度的偏缓。

图 9：全国政府性基金收支累计同比增速

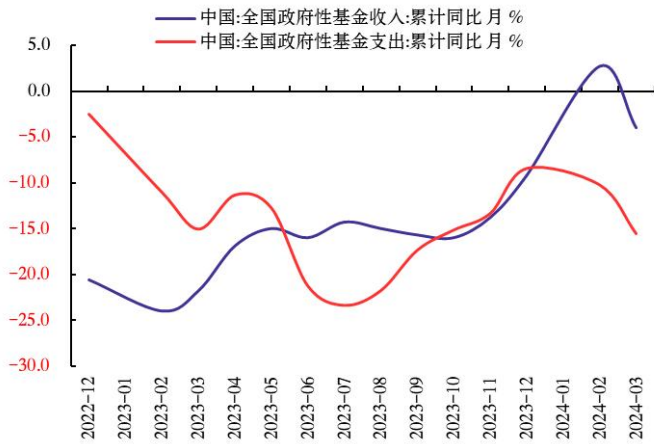
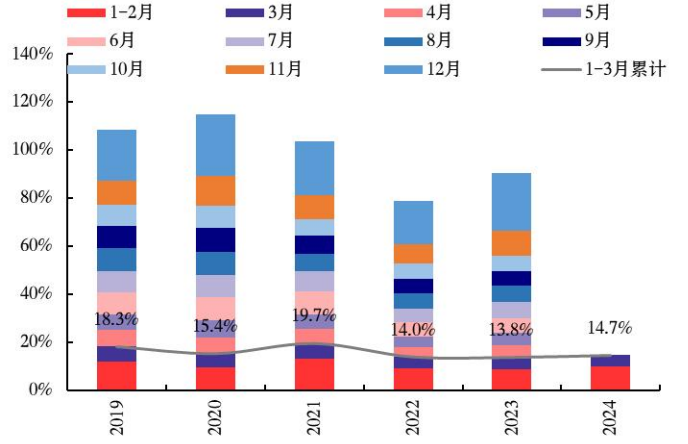


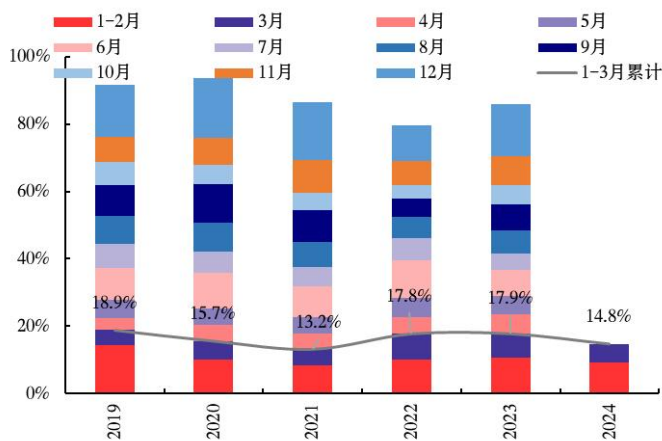
图 10：全国政府性基金收入完成进度



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

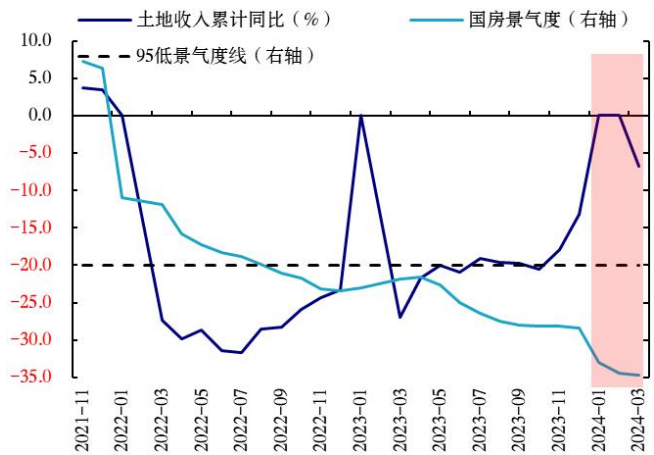
图 11：全国政府性基金支出完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

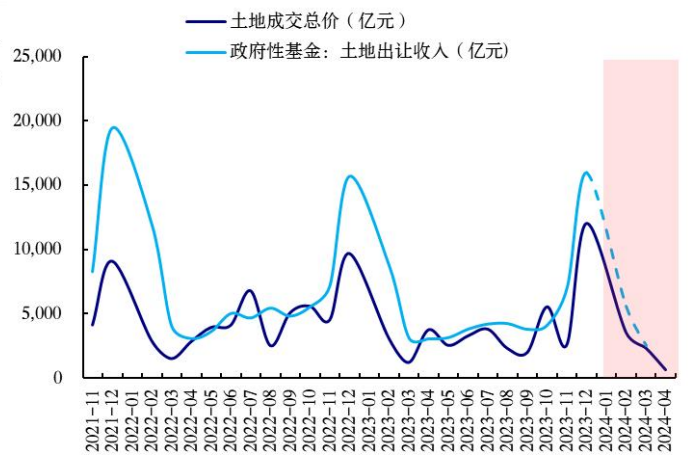
其中，土拍收入降低在预期之内。上个月土地收入与去年同期持平，与土地成交总价的高频数据有所出入，我们在 1-2 月财政分析中便提出，这其中或有入账时间因素的影响，且鉴于土地出让收入与国房景气度的背离，以及季节性因素，3 月土地收入或有下行趋势。目前来看，基本与预期一致，且根据截止上周的土地成交总价高频数据来看，4 月份土地出让收入仍存在下探可能，需要密切关注后续房地产相关政策的调整，如图 13 所示。

图 12: 土地出让收入与国防景气度剪刀差有所收敛



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 土地成交总价与土地出让收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

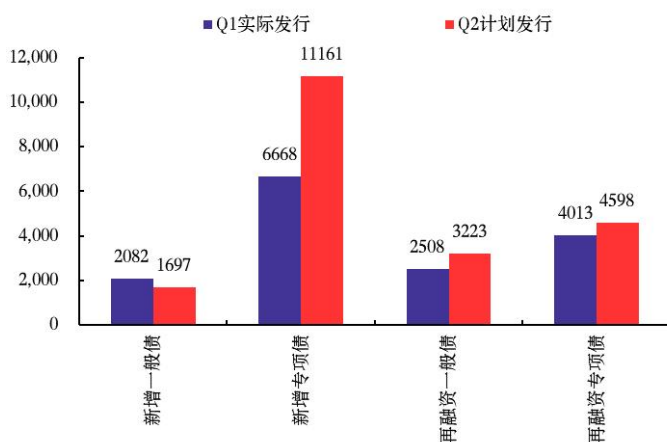
其次, 专项债发行偏缓背后或存在以下因素: 一是化债政策调整使得部分重点地区新增债务和投资受限; 二是部分专项债项目或与去年年底开始申报的超长期特别国债项目重合; 三是部分专项债投资项目或受地产低迷影响, 收益率及配套项目资金或有所降低, 过去我国通过专项债投向的基建往往是城市基础设施的配套建设, 项目收益率与人口迁入及土地开发有较大相关性。

#### 四、广义财政加码“箭在弦上”

今年首次发行的特别国债在资金使用上与专项债均计入广义财政收支的政府性基金预算, 鉴于一本账年初的靠前发力和去年新增国债的资金拨付完毕, 我们认为后续稳增长政策有赖于广义财政发力。

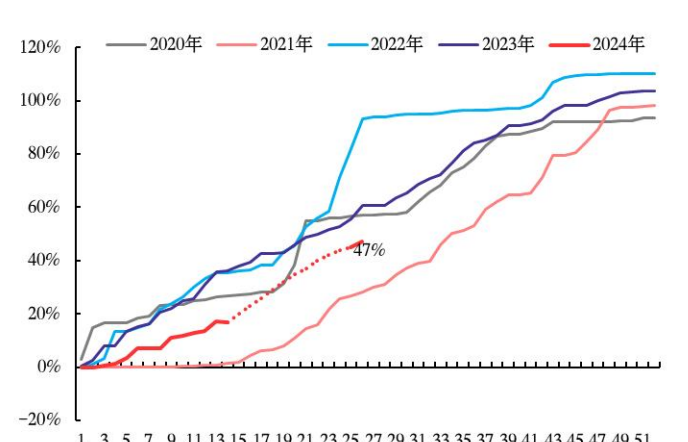
其中专项债二季度发行规模已大幅提升, 且全年发行规模仍符合预期。根据目前各省披露的二季度专项债发行计划, 合计新增专项债规模为 1.16 万亿, 这一规模显著大于一季度的净融资规模 6668 亿元, 项目和资金需求确实较为充足, 如果二季度专项债券全部如期发行将完成全年进度的 47%。本次财政部在新闻发布会中在提及专项债发行时也回应“专项债总体全年发行规模仍然符合预期”, 这意味着在专项债二季度发行提速之后, 下半年还有约 2 万亿的发行额度。

图 14: 地方政府债券 Q1 实际发行与 Q2 计划发行规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 历年专项债发行进度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

特别国债方面, 已在审批阶段, 预计 5-6 月启动发行。此前 4 月 17 日发改委在新闻发布会中提及已进入“方案审批阶段, 本次财政部新闻发布会中, 在提及国债销售“一债难求”情况时, 财

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。

政部也提出“下一步将密切关注国债供需变化，适当增加供给规模，并研究调降单人购买限额”，结合两场发布会的内容来看，我们认为从审批流程及资金衔接的角度来看，5-6月份或是合适的发行时间节点。

综合专项债及超长期特别国债的相关信息来看，广义财政发力目前已是“箭在弦上”，二季度将开始提速，三季度或是发行高峰。

## 图表目录

图 1: 全国公共财政收入及支出累计同比增速.....	3
图 2: 公共预算支出强度(支出/收入)仍高于历年同期水平.....	3
图 3: 2024 年 2 月及 3 月各项税收累计同比增速(%).....	3
图 4: 2023 年增值税基数抬升或将持续影响后续几个月的收入增速(%).....	3
图 5: 增值税与 PPI 当月同比增速显著相关(%).....	4
图 6: 工业增加值与增值税累计同比增速(%).....	4
图 7: 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).....	4
图 8: 全国公共预算主要支出项目累计同比增速(%).....	4
图 9: 全国政府性基金收支累计同比增速.....	5
图 10: 全国政府性基金收入完成进度.....	5
图 11: 全国政府性基金支出完成进度.....	5
图 12: 土地出让收入与国防景气度剪刀差有所收敛.....	6
图 13: 土地成交总价与土地出让金收入.....	6
图 14: 地方政府债券 Q1 实际发行与 Q2 计划发行规模(亿元).....	6
图 15: 历年专项债发行进度.....	6



## 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。**

## 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  
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn