

# 歉收压力隐现，发债亟待加快

## 事件点评

### 财政数据点评（24Q1/3月）

#### 投资要点

- ◆ **一般公共预算歉收压力隐现：3月财政收入延续年初弱势，主因基期缓税到期集中上缴、以及通胀走低拖累名义经济增长，两大因素或将不同程度延续。**3月全国一般公共预算收入16292亿，同比跌幅扩大0.1个百分点至-2.4%，一季度一般公共预算收入同比-2.3%，跌幅较去年四季度扩大1.3个百分点。主要原因有二：1）去年同期有21Q4-22Q2制造业中小企业缓税到期集中上缴的一次性收入推升效应，加之去年年中推行的小规模个税减税的翘尾影响，据财政部披露，扣除这两个暂时性因素，一季度一般公共预算收入按可比口径小幅增长2.2%，测算两项因素共同导致基数推升约2700亿；根据当时的缓税方案，缓税集中到期上缴推升基数导致的财政收入增长拖累效应将延续至二季度。2）去年以来内需动能仍显不足，CPI、PPI物价低位运行，拖累名义GDP增速，导致增值税和企业所得税等主要税种收入增速偏低，一季度税收收入同比-4.9%，即便考虑上文暂时性因素，增长趋势也大幅低于两会提出的3.3%的全年一般公共预算收入增长目标，并且这一因素可能贯穿全年。
- ◆ **房地产市场持续深度调整，土地出让金收入拖累政府性基金预算收入恐也将低于年度财政预算。**3月政府性基金收入同比下跌达15.9%，一季度政府性基金预算收入同比-4%，跌幅亦较去年四季度有所扩大，最主要的拖累因素是土地出让金收入的持续下滑。一季度房地产市场在购房需求和开发投资两端都延续了去年二季度以来的跌势，预计全年土地出让金收入同比仍将下滑，或拖累政府性基金预算收入低于年度预算案的小幅正增长预期，并可能令政府性基金支出或向一般公共预算调入资金规模低于预期，而两者分别对基建投资和设备更新、消费品以旧换新政策起到非常重要的资金支持。
- ◆ **专项债发行缓慢，政府性基金支出同比大幅下跌，预计二季度基建投资同比增速可能高位小幅回落。**2020年以来，专项债以更大比例投向基础设施领域，对土地使用权收入下滑形成对冲效果。当前地方债务风险加快化解，年初中西部省份基建投资缓建停建，新增专项债额度要求向投资效率较高的项目和地区倾斜，多重因素叠加共同导致了专项债发行速度明显慢于常年，并构成政府性基金支出同比大幅下跌、支出速度不及预期的主要原因。3月、一季度政府性基金支出同比增速分别仅为-23.3%、-15.5%，二季度基建投资同比增速可能受此影响高位有所回落。
- ◆ **展望二到四季度，内生商品消费动能仍显不足，基建投资从地方政府主导逐步转向中央政府协调比例提升，均需要一般公共预算支出和政府性基金支出基本保持年度预算的相对较高增速以有力促进有效投资和消费内需可持续增长路径的巩固。**但另一方面，一季度广义财政收入已经因低通胀和房地产深度调整而呈现出一定的歉收压力迹象，同时专项债发行速度较为缓慢，可能对支出强度形成阶段性的限制。预计二季度开始，年度预算中已经列明的3.9万亿专项债和1万亿超长期特别国债有望加速发行，预计下半年可能考虑增发1万亿左右国债以弥补潜在的广义财政歉收缺口，有力保障设备更新、消费品换新、广义基建投资等领域的财政资金支持力度。关注潜在的增量融资决策时点，有望助力稳定经济增长和结构优化的长期路径并提振市场信心。
- ◆ **风险提示：**广义财政融资规模不及预期风险，消费投资内需增速不及预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002  
qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

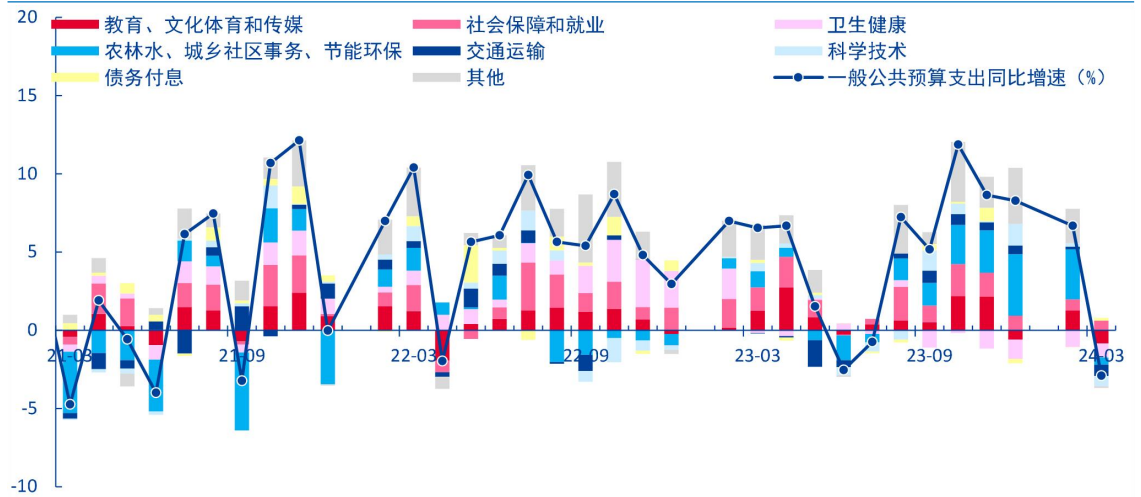
#### 相关报告

三个视角观察经济开门红的可持续性  
2024.4.21央行：防止利率过低，防范汇率超调风险——  
华金宏观·双循环周报（第54期）

2024.4.20

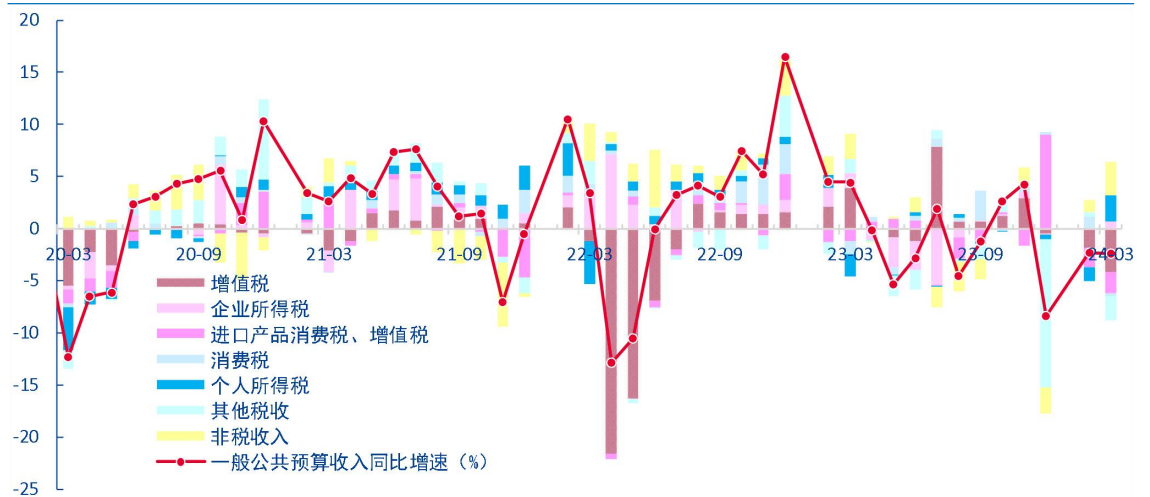
商品消费弱势如何扭转？——24Q1/3月经济  
数据点评 2024.4.16欧央行6月首降只差“落锤”，美元指数或将  
“坐上火箭”——华金宏观·双循环周报（第  
53期） 2024.4.12“灰犀牛”近身，企业借贷意愿亦开始降温  
——金融数据速评（2024.3） 2024.4.12

图 1：一般公共预算支出同比增速及贡献结构（%）



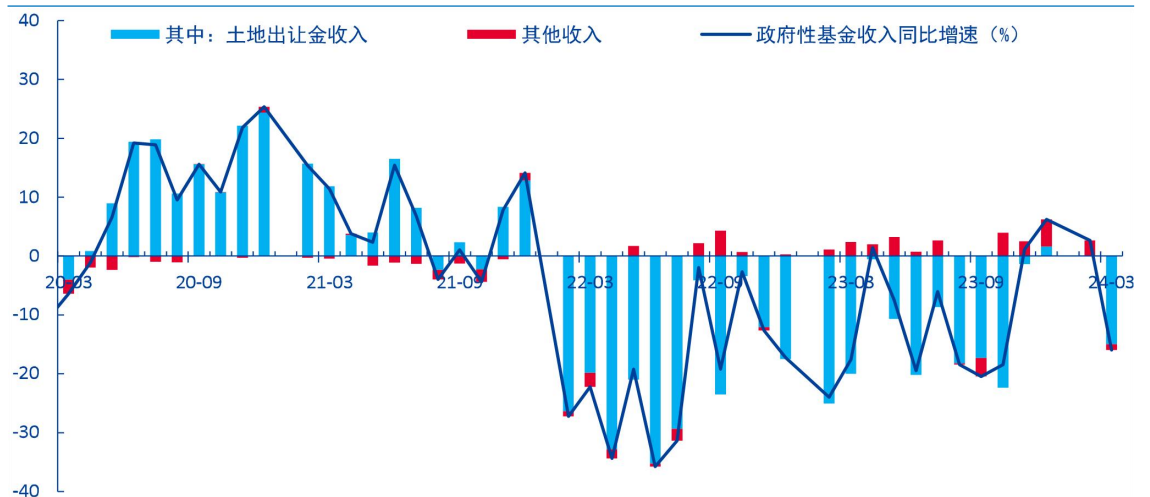
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 2：一般公共预算收入同比增速及贡献结构（%）



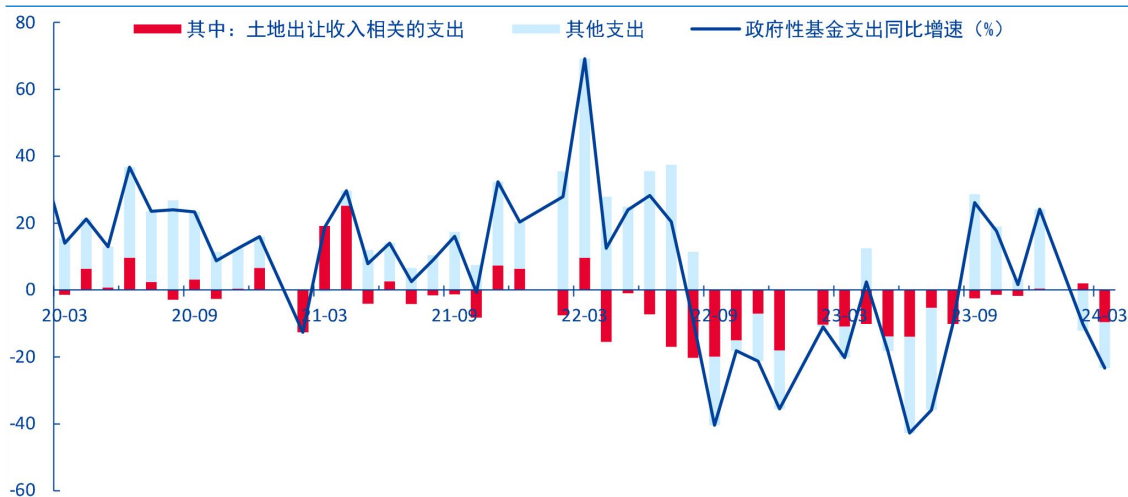
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2022 年 4 月-2023 年 5 月为两年平均增速

图 3：政府性基金收入同比及贡献结构（%）



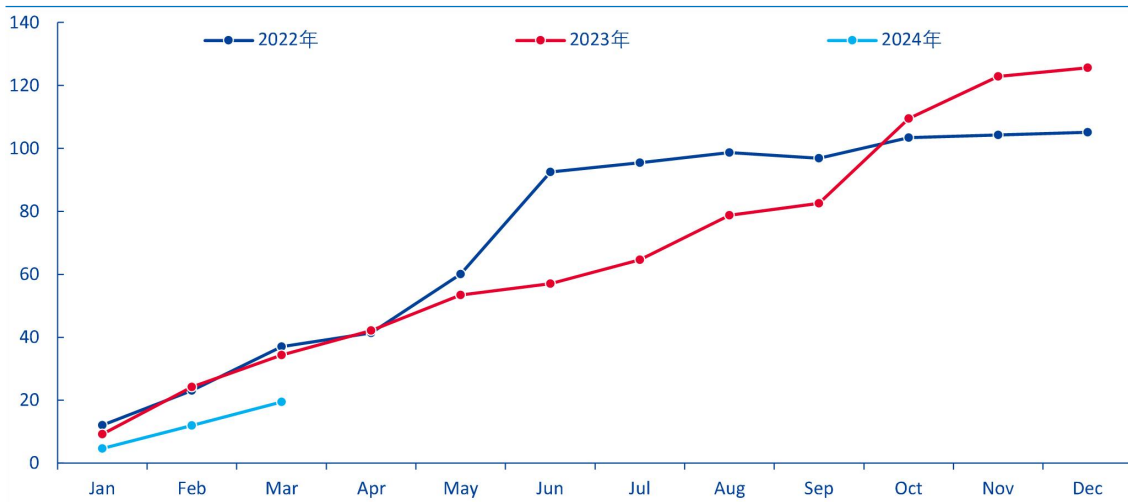
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 4：政府性基金支出同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 5：地方债务发行累计进度（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn