

宏观点评 20240422

经济“一季报”vs 财政“一季报”：信号有何不同？

2024年04月22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

相关研究

《美债利率二次狂飙,还会再度破 5% 吗?》

2024-04-17

《5.3% VS 4.5%: 多出的 0.8 在哪里?》

2024-04-16

■ **财政“一季报”表现得并不如经济“一季报”好。对比起一季度 3.97% 的名义 GDP 同比增速，财政数据的表现就略弱了一些——即便是剔除掉来自于“前期缓税、减税政策”等特殊因素的扰动，一季度可比口径下 2.2% 的公共财政收入增速也并未跑赢名义 GDP 增速。那么经济“一季报”与财政“一季报”各传达了什么信号？我们认为经济“一季报”说明了经济回升向好的态势并未改变，不过财政“一季报”暗示着经济运行中仍存在一些结构性问题尚待解决（譬如除去“春节效应”后同比下降的个人所得税、负增态势依旧明显的增值税、复苏尚未企稳的地产相关税、降幅显著的证券交易印花税等）。具体来看：**

■ **一般公共预算收入：“春节”效应影响犹存。**3月一般公共预算收入同比增速为-2.4%，但若剔除掉财政部副部长在新闻发布会上所说的“2022年制造业中小微企业部分缓税在2023年前几个月入库抬高了基数，以及2023年年中出台的4项减税政策对今年财政收入形成翘尾减收等”特殊因素，我们计算3月一般公共财政同比增速约为1.4%。不过1.4%这个数据也并不能够完全代表3月财政数据的表现，因为来自“春节效应”的扰动依旧存在——最典型的代表莫过于3月同比增速为75.0%的个人所得税，“虚高”的原因在于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，年终奖发放时间的相对后置一举推高了3月个人所得税的同比增速。从整个一季度来看，个人所得税同比增速为-4.5%，说明工资薪金或有所下降，也为居民的消费与投资意愿略有下降作铺垫。

春节过后，居民消费的热度也有所降低。3月消费税、车辆购置税、地产相关税同比增速分别为-3.2%（1-2月为14.0%）、-22.0%（1-2月为30.0%）、-4.1%（1-2月为11.6%），节后3月消费的“淡季效应”明显。与此同时，居民投资意愿尚未完全恢复。3月证券交易印花税同比增速为-52.3%（1-2月为-46.8%），已连续9个月降幅达两位数。导致居民消费和投资意愿不高的原因，与企业生产与销售情况也有一定关系——单从增值税来看，其3月同比增速降幅有所扩大，或暗示着部分企业生产与销售情况的边际下滑。

外贸相关税中，出口的表现胜于进口。3月企业出口退税的同比增速为12.6%，而进口环节的增值税与消费税、关税分别为-5.4%、-13.2%。这也与今年开年出口金额居于历史同期较高位、而进口金额居于历史同期较低位的现象相匹配。

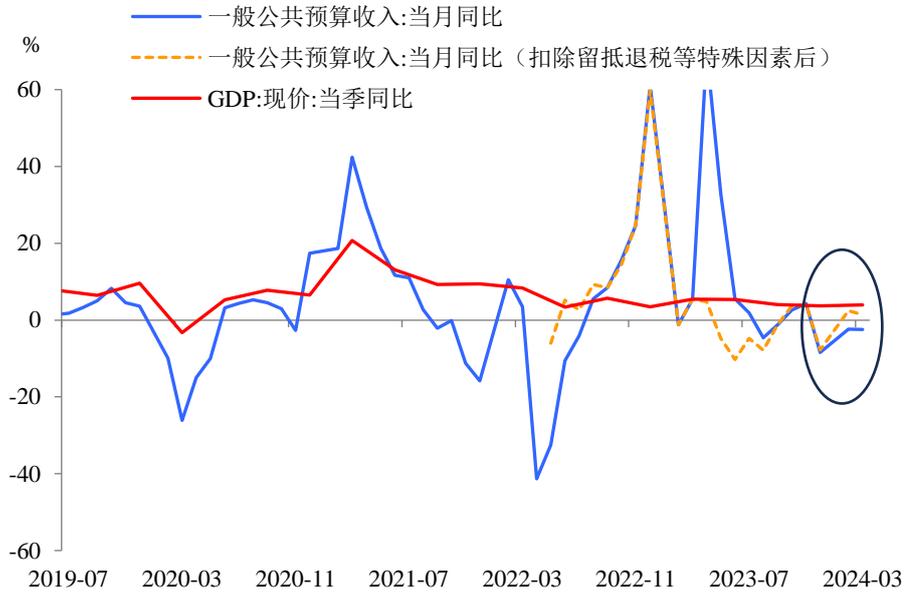
■ **一般公共预算支出：同比转负，不过“加力”仍在继续。**3月一般公共预算支出同比增速为-2.9%（1-2月为6.7%），同比增速虽然转负，但财政“加力”的进度并未落下。一是从财政收支差额来看，3月公共财政收支差额为-9940亿元，再度向历史同期最值逼近；二是从财政支出本身来看，一季度财政支出进度达24.5%，高于近五年平均水平。

对比起“加力”，3月财政支出“提效”的效果不佳。与1-2月不同，3月众多财政支出细项数据都在“降温”。从基建类支出来看，其3月同比增速降至-4.6%（1-2月为17.9%），时隔半年后同比增速再度转负。结合财政部“今年2月底前将1万亿元增发国债资金全部下达到地方”的措辞来看，我们认为2023年年底增发国债对财政端基建类支出的提振作用已全然褪去。后续超长期特别国债的放量发行有望为基建项目融资“加把火”。

除了基建支出，3月科技、教育、节能环保、卫生健康也在“降温”。不过在“新质生产力”、“科教兴国”的政策号召下，我们认为前三项财政支出的转弱并非是延续性的。其中科技支出、以及教育支出同比增速的转负，均有来自于上年同期基数较高的影响。对比之下，3月财政支出主要朝着文旅与传媒、就业、债务付息三大方向发力。

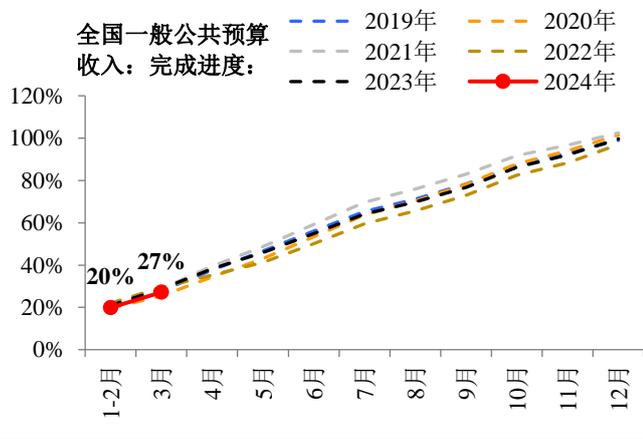
- **政府性基金收入：低位运行的背后，是土地出让收入的再度转弱。**3月政府性基金收入同比增速录得-15.9%（1-2月为2.6%），其“主成分”土地出让收入同比增速为-18.7%（1-2月为0.0%），说明距离土地市场的完全好转尚有距离。不过由于2024年财政预算案中将政府性基金收入目标规模调低，一季度政府性基金收入进度略快于上两年，完成全年计划的14.7%（2022-2023年平均为13.8%）。
- **政府性基金支出：除了收入端的转弱，还有来自于专项债发行偏缓的影响。**3月政府性基金支出同比增速为-23.2%（1-2月为-10.2%），降幅扩大的背后除了来自于收入端转弱的影响，还有来自于今年以来地方新增专项债发行进度偏缓的影响。结合地方政府第二季度的发债计划来看，二季度地方债发行进度并未出现加速，因此我们预计二季度政府性基金支出大概率将延续负增态势。
- **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。

图1: 2024年一季度名义GDP同比增速超过了公共财政收入同比增速



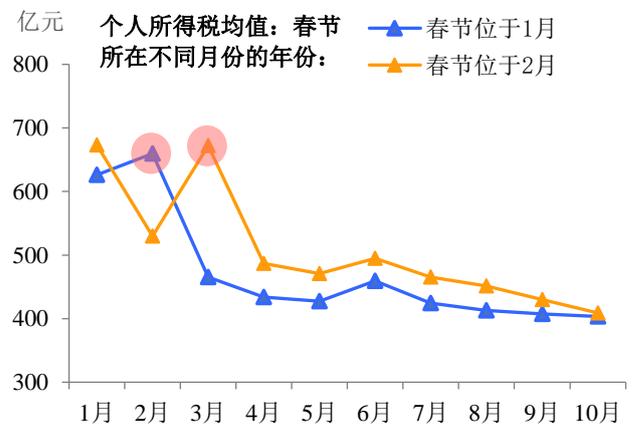
数据来源: Wind, 财政部, 东吴证券研究所

图2: 2024年一季度一般公共预算收入完成全年计划的27.2%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

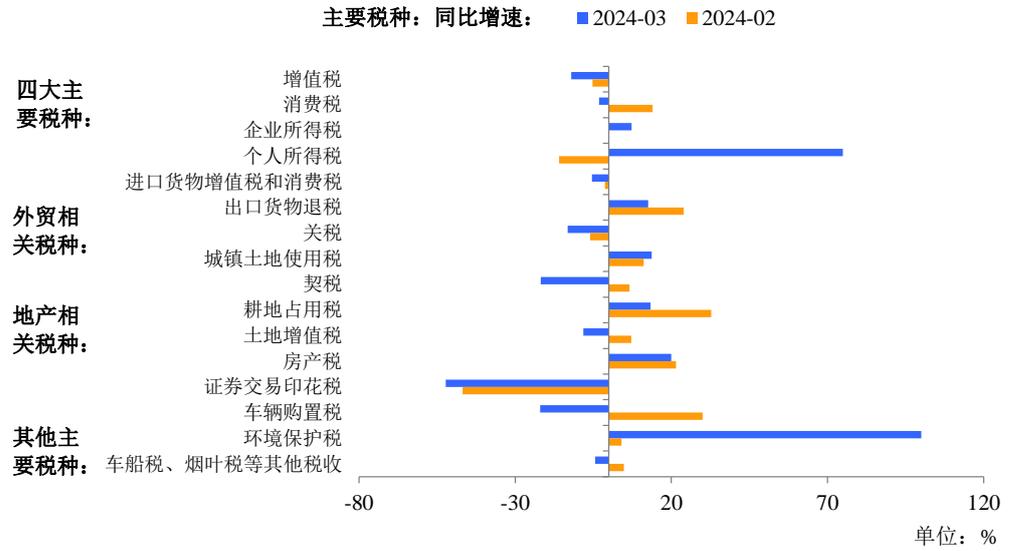
图3: 春节所在月份为2月的年份个税峰值比春节所在月份为1月的年份延后一个月



注: 选取2004-2018年数据。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

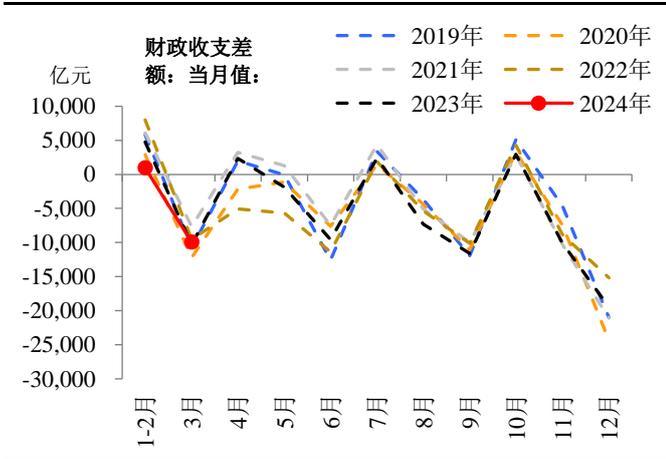
图4: 2024年3月不同税种的表现



注：2024年2月数据为2024年1-2月累计同比增速。

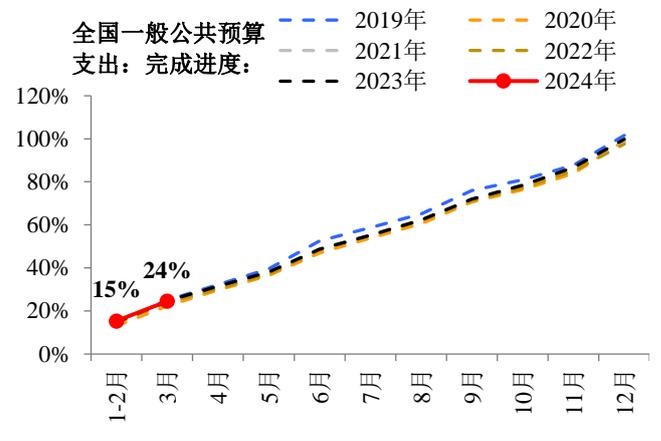
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 2024年3月财政收支差额向历史最值逼近



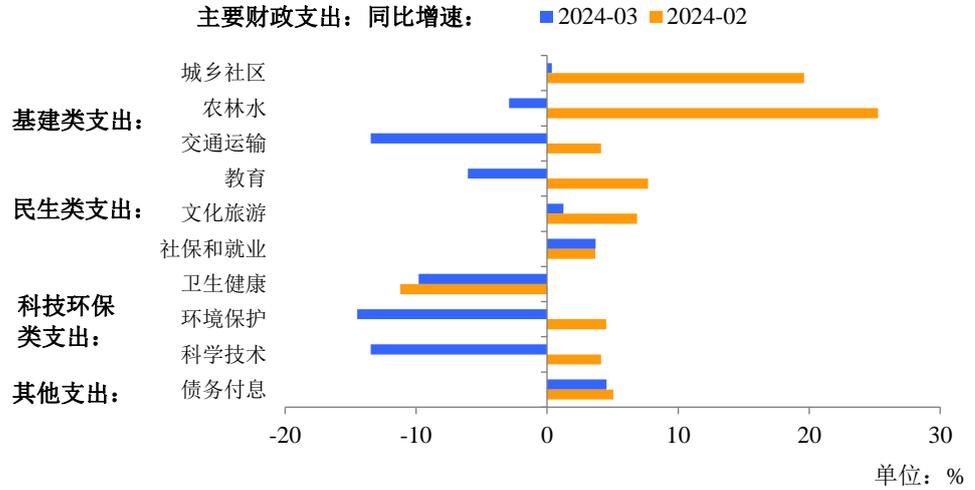
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6: 2024年一季度一般公共预算支出完成全年计划的24.5%



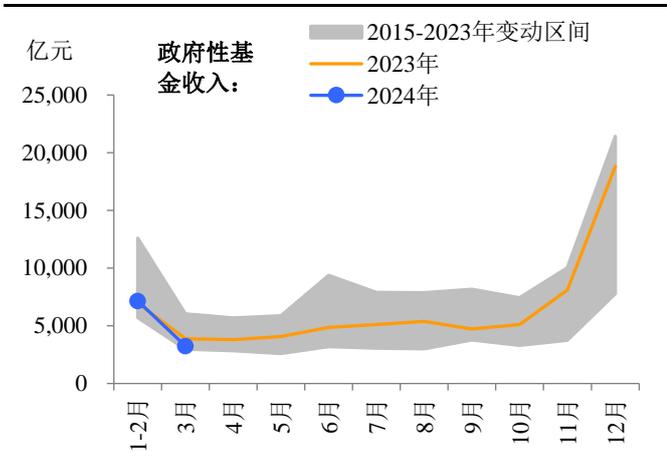
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2024年3月一般公共预算支出各细项数据同比增速



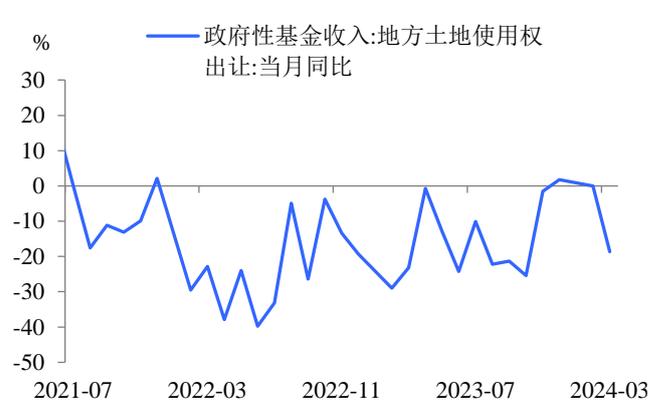
注：2024年2月数据为2024年1-2月累计同比增速。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2024年3月政府性基金收入在低位运行



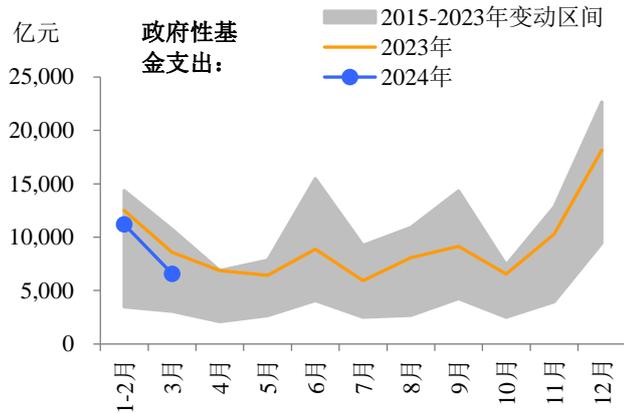
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2024年3月地方政府土地出让收入同比增速再次大幅下降



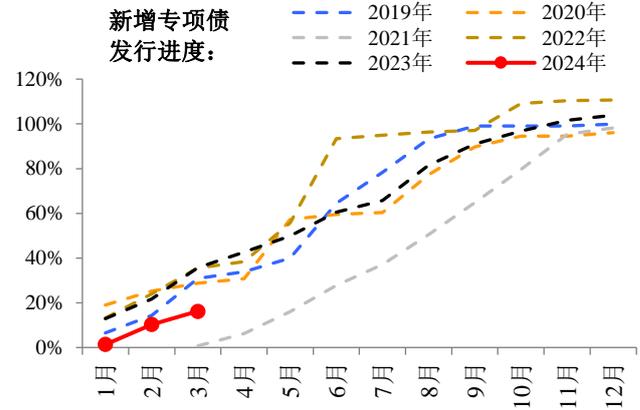
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 2024年3月政府性基金支出规模不及上年同期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2024年一季度新增专项债发行进度偏慢



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2024年3月财政数据一览

3月财政数据一览 (当月同比, %)											
项目	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-03	2023-02
一般公共预算收入	-2.4	-2.3	-8.4	4.3	2.6	-1.3	-4.6	1.9	5.6	5.5	-1.2
四大税种											
个人所得税	75.0	-15.9	-6.5	0.4	-1.4	-3.3	3.8	-0.8	4.0	-7.1	-4.0
企业所得税	7.3	0.0	-1.9	9.9	0.6	3.2	-16.8	-16.0	-21.2	-2.9	11.4
国内消费税	-3.2	14.0	5.2	4.2	-3.4	35.3	4.2	14.5	8.5	-32.5	-18.4
国内增值税	-12.1	-5.3	-1.7	8.3	4.1	2.0	1.8	34.4	112.3	32.1	6.3
外贸相关											
进口环节增值税和消费税	-5.4	-1.3	29.2	3.3	7.5	-0.2	-3.9	-4.8	-3.6	2.6	-21.6
外贸企业出口退税	12.6	23.9	141.7	23.2	5.9	12.8	15.9	-4.1	-20.6	14.0	9.7
关税	-13.2	-6.0	4.2	-7.3	0.0	-7.1	-9.6	-10.6	-9.2	-2.2	-27.1
地产相关											
城镇土地使用税	13.7	11.1	-3.1	15.7	6.9	8.2	2.8	1.3	-23.9	75.9	-7.5
契税	-21.8	6.6	0.5	1.8	2.5	-9.9	0.4	-2.0	-8.6	10.3	-4.0
耕地占用税	13.3	32.7	3.6	50.0	21.2	-3.8	39.6	-20.5	-41.1	-11.1	3.6
土地增值税	-8.1	7.1	-35.1	-12.3	-5.2	-27.0	5.8	0.2	-27.6	-13.0	-22.4
房产税	19.9	21.5	18.3	16.2	20.2	21.5	20.6	20.1	-18.0	135.6	-2.8
地产相关税	-4.1	11.6	-6.4	5.3	8.0	-11.9	5.6	4.0	-22.4	10.4	-11.2
其他税种											
证券交易印花税	-52.3	-46.8	-50.5	-58.2	-42.5	-51.7	-15.3	-30.6	16.7	-32.7	-61.7
车辆购置税	-22.0	30.0	12.8	47.9	64.8	32.4	22.6	25.0	19.7	0.9	-32.8
环境保护税	100.0	4.1	-20.0	-60.0	9.3	-60.0	33.3	2.3	-40.0	33.3	-10.9
资源税	-18.3	-17.8	1.8	7.7	6.8	-5.9	-17.7	-19.8	-19.5	-14.1	-11.6
城市维护建设税	-15.3	-4.7	3.1	2.8	0.8	4.5	-7.3	5.1	7.7	9.6	-10.5
其他税收	-4.4	4.8	1.8	24.8	7.2	-11.4	3.1	-1.0	-2.0	18.2	0.0
非税收入	12.2	8.6	-10.3	9.8	0.6	-7.4	-15.0	-14.9	-14.0	5.0	15.6
一般公共预算支出	-2.9	6.7	8.3	8.6	11.9	5.2	7.2	-0.8	-2.5	6.5	7.0
基建支出											
城乡社区事务	0.4	19.6	36.6	13.6	14.3	8.5	7.9	-6.7	-20.1	3.7	0.7
农林水事务	-2.9	25.3	10.5	17.1	14.6	10.1	4.8	-4.0	2.8	10.3	11.4
交通运输	-13.5	4.1	11.4	12.0	17.5	18.6	6.8	-0.3	-8.8	-0.5	-0.2
基建类支出	-4.6	17.9	19.0	14.7	15.1	11.3	6.2	-4.2	-7.9	4.8	4.0
民生支出											
教育	-6.0	7.7	-2.9	11.9	13.7	2.7	3.4	2.6	-1.6	9.0	1.4
文化旅游与传媒	1.2	6.9	-5.7	12.3	16.4	5.4	9.4	-1.6	-2.5	0.6	-4.8
社会保障和就业	3.7	3.7	8.6	13.1	15.5	8.5	15.7	2.5	-0.5	9.3	9.8
卫生健康	-9.8	-11.2	-13.4	-12.9	-2.2	-13.2	5.3	-2.9	5.2	-1.7	23.3
民生类支出	-2.8	2.0	-2.4	6.5	11.0	1.2	8.6	1.3	0.3	6.3	8.8
科技环保支出											
节能环保	-14.5	4.5	6.7	10.5	21.0	-2.4	20.8	16.0	-0.2	1.8	-5.0
科学技术	-15.9	10.0	21.1	2.7	20.8	35.5	-17.2	-16.6	-12.5	14.5	3.9
其他支出	4.5	5.1	-8.3	17.5	1.7	15.6	-3.1	-2.5	0.5	4.8	27.2
政府性基金收入	-15.9	2.6	6.2	1.2	-18.4	-20.4	-18.5	-6.0	-19.5	-17.6	-24.0
地方政府土地出让收入	-18.7	0.0	1.8	-1.5	-25.4	-21.3	-22.2	-10.1	-24.3	-23.2	-29.0
政府性基金支出	-23.3	-10.2	24.2	1.6	17.7	26.1	-10.1	-35.8	-42.7	-20.2	-11.0

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>