

2024年3月财政数据快评

收入偏弱，支出降速

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人：王奕群 wangyiqun1@guosen.com.cn

事项：

4月22日财政部公布2024年一季度财政收支情况。全国一般公共预算收入6.1万亿，同比下降2.3%，同比增长2.2%；税收收入同比下降4.9%。全国一般公共预算支出7.0万亿，同比增长2.9%。

评论：

一般公共预算收入乏力，支出降速。3月一般公共预算收入同比-2.4%，较1-2月（-2.3%）跌幅扩大。3月收入进度完成7.3%，为2019年至今次低水平。税收、非税收入分化加剧，3月税收收入当月同比-7.7%，非税收入同比12.2%。各税种表现分化，所得税表现较好。主要税种中个人所得税表现较好，同比增长75%，拉动税收收入3.4个百分点；企业所得税同比7.3%，拉动税收收入0.9个百分点；增值税增速继续下降至-12.1%，为税收收入最大拖累项；消费税3月同比-3.2%，较前值（14.0%）显著下滑。

一般公共预算支出3月同比-2.9%，较前值（6.7%）下降较多。3月支出进度9.2%，为2018年至今最低。结构上，3月基建类支出下行更多。民生类支出同比增速-2.8%，较前值（2.0%）有所下行。基建相关支出3月同比增速-5.5%，较前值（16.7%）显著下降。债务付息支出同比增长4.5%，为支出端增速最高。一季度基建累计增速7.5%，主要受增发国债拉动，资金重点投向的城乡社区支出、农林水支出和灾害防治及应急管理支出增速分别为12.1%、13.1%和53.4%，均实现两位数增长。

政府性基金预算收支均负增。3月政府性基金收入同比-15.9%，主要受土地出让收入（-18.7%）拖累。支出同比-23.3%，降幅扩大。一方面土地出让收入相关支出拖累严重（-16.6%），另一方面一季度专项债发行较慢。

总体来看，3月财政政策力度指数边际下行。3月广义支出增速-7.8%，支出进度8.1%，低于过去两年同期。广义财政收入同比降幅扩大，录得-5.0%。融资端，年初至今新增地方债发行较慢，特别是新增专项债，至今发行约6600亿，不及前两年同期的一半。后续二三季度专项债发行提速外加特别国债落地，预计将对基建投资形成有效支撑。**财政政策力度指数则自去年7月来首度回落，与近期有所回落的基建投资增速继续保持一致。**

◆ 一般公共预算：收入乏力，支出降速

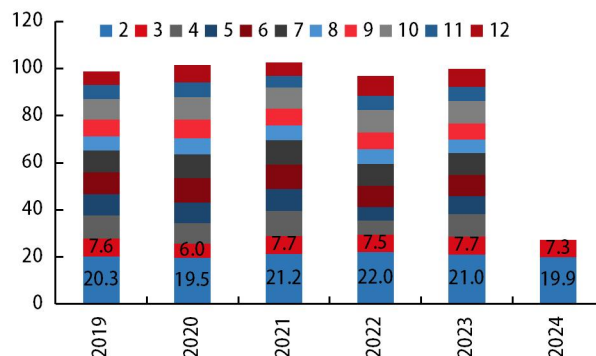
一季度全国一般公共预算收入 6.1 万亿，同比下降 2.3%，税收收入同比下降 4.9%。3 月一般公共预算收入 1.6 万亿，同比录得-2.4%，较 1-2 月（-2.3%）跌幅扩大。根据财政部说法，增速为负的原因一是 2022 年的制造业中小微企业部分缓税于 2023 年前几个月入库抬高了基数，二是年中出台的四项减税政策（如降低证券交易印花税、个人所得税附加扣除等）导致的翘尾因素，去除上述影响后一季度可比口径增长 2.2%，略低于 1-2 月可比口径收入增速（2.5%），也低于今年预算增速（3.3%），总体来看收入端较为乏力。进度上看，3 月收入完成预算的 7.3%，为 2019 年至今次低水平，仅高于 2020 年。

图1：一般公共预算收入增速较低



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图2：一般公共预算收入进度 7.3%



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

收入端，税收、非税收入分化加剧。3 月税收收入当月同比-7.7%，低于前值-4.0%；非税收入一季度累计同比 10.1%，3 月当月同比 12.2%，较前值（8.6%）继续提高。

各税种表现分化，所得税表现较好，流转税负增长。主要税种中个人所得税表现较好，同比增长 75%，拉动税收收入 3.4 个百分点，较前值（-15.9%）大幅上涨，或是由于春节错位带来的年终奖季节性波动，综合来看一季度个人所得税累计同比-4.5%，考虑到去年增加个税附加扣除，可比口径增速未知，难言与超预期的居民收入数据相悖；企业所得税同比 7.3%较前值（0%）显著回升，拉动税收收入 0.9 个百分点，印证工业经济有所恢复；增值税同比增速继续下降至-12.1%，为税收收入最大拖累项，拖累 5.7 个百分点；消费税 3 月同比录得-3.2%，较前值（14.0%）显著下滑。其它税种中，环保税增幅 100%，较前值（4.1%）大幅提升，但规模较小，对税收拉动作用不显著（0.03 个百分点）；房产税（19.9%）、土地使用税（13.7%）和耕地占用税（13.3%）均维持两位数增速，但土地增值税由正转负（-8.1%），带动房地产相关税收整体增速下行。

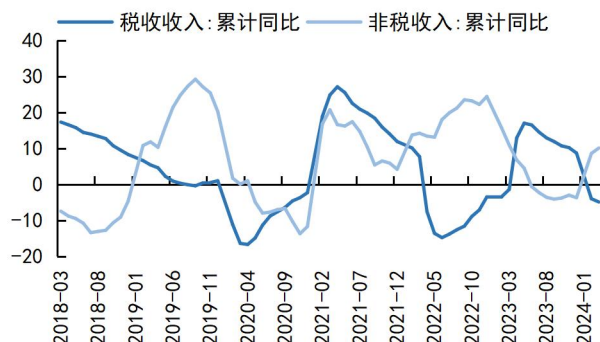
分行业来看，服务业与居民消费关联性较高的住宿和餐饮业税收增长 44.7%，文化、体育和娱乐业税收收入增长 26.7%，交通运输、仓储和邮政业税收收入增长 6.8%，零售业税收收入增长 5.7%，反映出居民消费活力正在不断释放。制造业，一季度制造业税收收入同比下降，扣除前述去年同期制造业中小微企业缓税入库抬高基数等不可比因素影响后，实现平稳增长。尽管受不可比因素影响，但制造业部分细分行业税收仍呈增长态势，表现良好。如，铁路运输设备制造业税收收入增长 9.5%，计算机制造业税收收入增长 6.8%。

图3: 税收收入和非税收入增速分化加剧



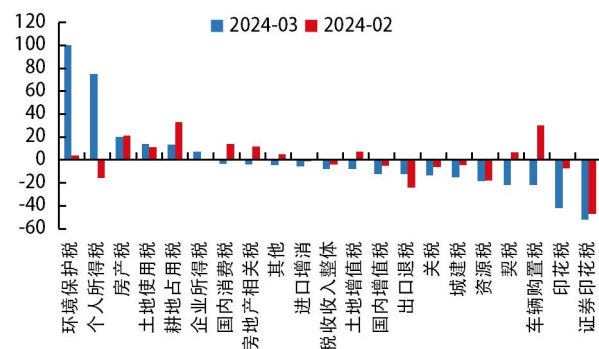
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图4: 税收收入和非税收入反向运动



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图5: 各税种 3月同比增速与前值对比



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

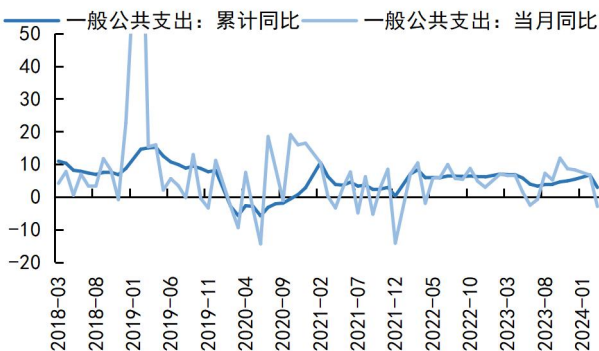
图6: 主要税种累计同比增速



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

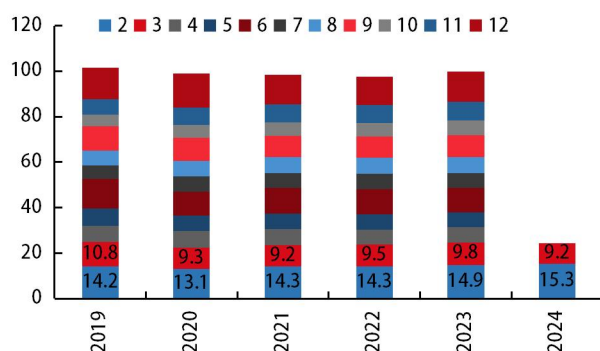
支出端, 3月一般公共预算支出当月同比-2.9%, 较前值(6.7%)下降较多。节奏上, 一般公共预算支出进度为9.2%, 为2018年至今最低。去年一般公共预算支出全年增速5.4%, 略低于预算目标(5.6%), 今年一般公共预算支出安排285490亿, 增速4%。目前来看, 或受收入端拖累, 支出累计增速(2.9%)离预算仍有差距。

图7: 一般公共预算支出增速下滑



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图8: 3月一般公共预算支出进度为近年最低



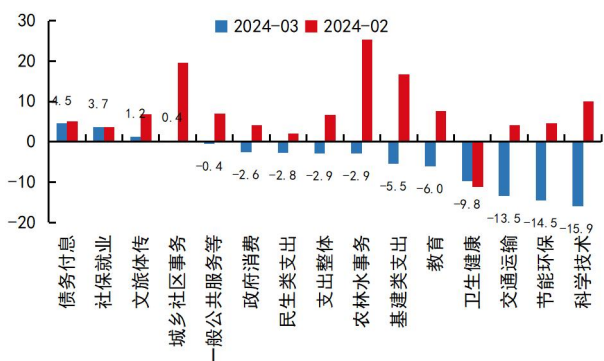
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

结构上, 3月基建类支出下行更多。民生类支出同比增速-2.8%, 较前值(2.0%)有所下行。其中, 教育

支出同比增长-6.0%，由正（7.7%）转负；社保就业支出比上年同期增长3.7%，持平前值（3.7%）；卫生健康支出同比-9.8%，较前值（-11.2%）降幅收窄；文体娱乐支出增速1.2%，较前值（6.9%）下行。**基建相关支出3月同比增速-5.5%，较前值（16.7%）显著下降。**其中，交通运输支出增速-13.5%远低于前值（4.1%），城乡社区事务支出增速0.4%低于前值（19.6%），农林水事务支出同比-2.9%远低于前值（25.3%），环保支出-14.5%。债务付息支出1110亿，同比增长4.5%，为3月支出端增速最高。

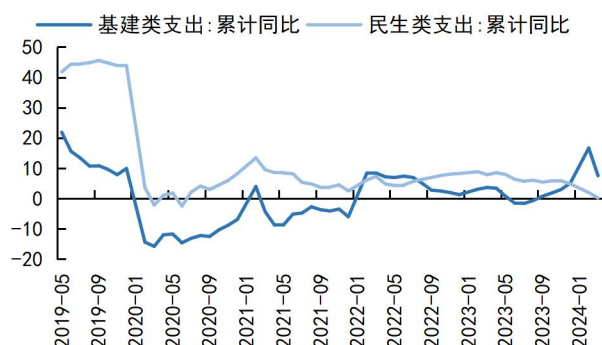
一季度基建支出累计增速7.5%，主要受增发国债拉动。2023年四季度增发国债的1万亿元资金大部分于今年使用，年初1万亿元增发国债资金全部下达到地方。一季度增发国债资金重点投向的城乡社区支出、农林水支出和灾害防治及应急管理支出增速分别为12.1%、13.1%和53.4%，均实现了两位数增长。

图9：各支出类型1-2月同比增速与前值对比



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图10：基建类支出维持高增长

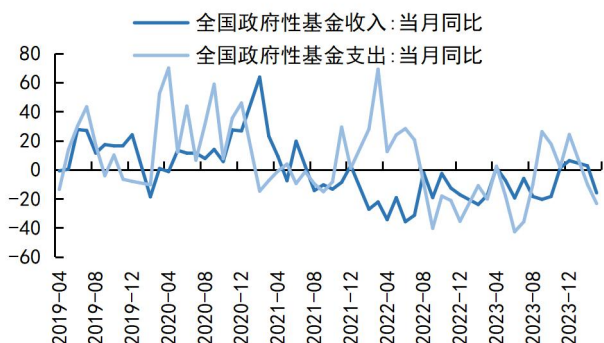


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

◆ 政府性基金预算：收支均负增

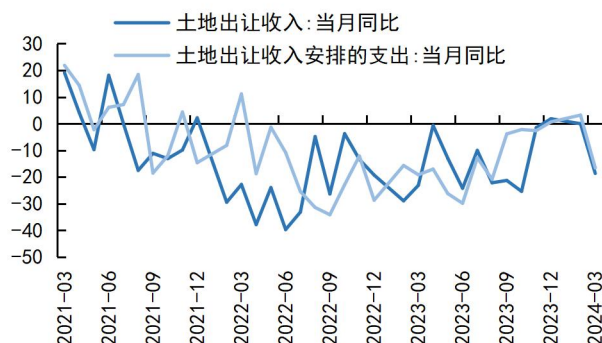
3月政府性基金收入同比-15.9%，主要受土地出让收入（-18.7%）拖累。土地使用权出让收入较前值（0%）下滑，显示出房地产市场继续承压。3月政府性基金支出同比-23.3%降幅扩大（前值-10.2%），一方面土地出让收入相关支出拖累严重（-16.6%），另一方面一季度专项债发行较慢。从预算来看，2024年政府性基金预算收入70802亿，相对23年执行数增长0.1%，但比去年预算数低八千亿。政府性基金预算支出120194亿元，增长18.6%，主要是一万亿超长期特别国债拉动。若今年土地出让收入继续不及预期，政府性基金预算支出实际增速或低于预算增速。

图11：政府性基金收支均负增



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图12：土地使用权出让收入拖累效应加大



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

◆ 总结：财政政策力度指数边际下行

总体来看，3月财政政策力度指数边际下行。将一般公共预算和政府性基金支出之和定义为广义财政支出。

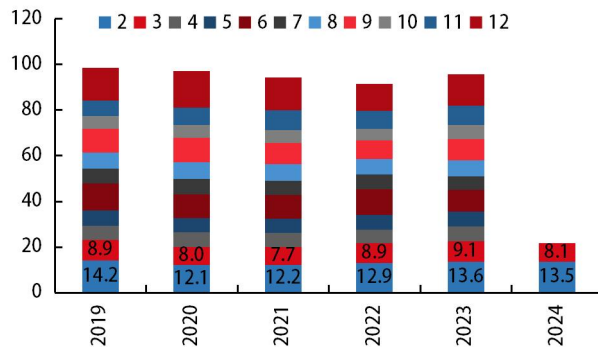
3月广义支出增速-7.8%，低于1-2月的2.7%。3月广义财政支出进度8.1%，低于过去两年同期。广义财政收入3月同比则降幅扩大，录得-5.0%。融资端，年初至今新增地方债发行较慢，特别是新增专项债，至今发行约6600亿，不及前两年同期的一半。根据财政部的说法，一季度发行规模小于往年，一方面是以往年为应对疫情冲击等特殊因素影响，加大年初发行规模，另一方面也与地方项目建设资金需求、冬春季节施工条件、债券市场利率等因素相关。后续二三季度专项债发行提速外加特别国债落地，预计将对基建投资形成有效支撑。我们构建的财政政策力度指数则自去年7月来首度回落，与近期有所回落的基建投资增速保持一致。

图13: 广义财政支出同比增速



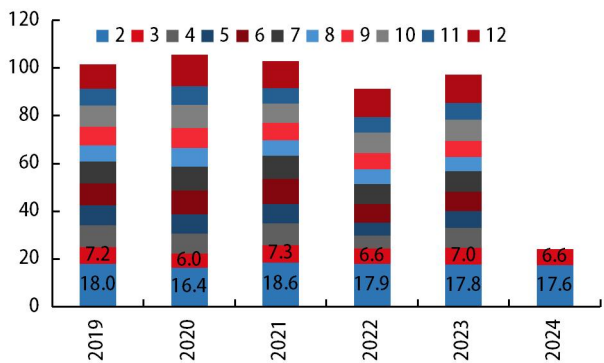
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图14: 广义财政支出进度



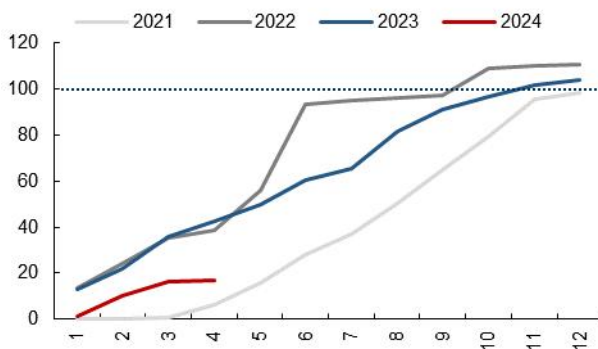
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图15: 广义财政收入进度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 新增专项债发行进度较慢



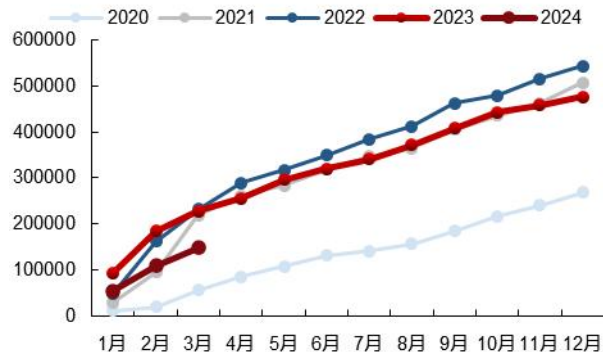
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 财政力度回落



资料来源: IFIND, 国信证券经济研究所整理

图18: 重大项目累计开工投资弱于去年



资料来源: mysteel, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

国际地缘政治形势紧张超预期，海外市场出现非理性波动。

相关研究报告:

- 《资本市场新“国九条”解读-完善“1+N”政策体系，推动资本市场高质量发展》 ——2024-04-14
- 《3月金融数据解读-信贷投放向真实需求进一步回归》 ——2024-04-14
- 《进出口数据快评-高基数下出口增速回落》 ——2024-04-14
- 《美国3月CPI数据点评-美国通胀降温停滞》 ——2024-04-12
- 《中国通胀数据快评-3月CPI同比延续温和上升走势，加工工业拖累PPI同比走弱》 ——2024-04-12

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032