



3月财政数据点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：侯倩楠

houqiannan@gjzq.com.cn

财政发力，短期扰动与长期掣肘

事件：

4月22日财政部公布一季度财政收支情况。一季度，全国一般公共预算收入60877亿元，同比下降2.3%，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因素影响后，可比增长2.2%左右。

点评：财政支出力度下滑，专项债发行较慢或为短期扰动，土地出让收入能否企稳仍需长期观察

3月广义财政支出明显回落，主因专项债发行进度较慢及土地出让收入拖累。3月，广义财政支出累计同比由正转负降至-1.5%，当月同比为-7.8%、较1-2月同比下滑超10个百分点。从预算完成度看，3月广义财政支出预算完成度为8.1%、低于2023年同期的9.1%，政府性基金支出预算完成度仅5.5%、明显低于2023年同期的7.3%。

往后看，财政“余粮”明显增长，万亿国债多为2023年底、2024年初下达等，或可有效支撑后续广义财政支出加力。一季度新增专项债发行较慢或为短期扰动。2024年一季度，地方新增专项债共发行6341亿元，低于2023年一季度新增专项债发行的1.36万亿元；一季度地方新增专项债发行进度仅16%、落后2023年同期约19个百分点。4月中旬国家发改委表示对专项债项目已筛选完毕，5月起地方新增专项债或可提速，支撑后续政府性基金支出加力。

土地出让收入能否企稳或将长时间掣肘广义财政支出强度。2024年政府性基金收入增长目标设定为0.1%，但一季度地方国有土地出让收入仍持续下滑、3月同比下降21%。根据2023年土地出让收入占比测算，若国有土地财政收入下降10%，对应广义财政支出增速下降近2%。后续土地出让收入能否企稳或是影响广义财政支出强度的重要因素之一。重申观点：3月广义财政支出明显回落，主因专项债发行进度较慢及土地出让收入拖累。专项债发行较慢或为短期扰动，4月中旬国家发改委对专项债项目已筛选完毕，5月地方新增专项债或可提速，进而支撑政府性基金支出加力。一季度百城土地成交仍处过往较低水平，4月新房成交同比尚在探底，后续土地出让收入能否企稳仍需观察。

常规跟踪：广义财政支出强度明显回落，主因专项债及土地出让收入拖累

广义财政支出强度明显回落。3月，广义财政支出累计同比由正转负降至-1.5%，当月同比为-7.8%；一般财政支出当月同比下降2.9%，较1-2月下降近3个百分点；政府性基金支出当月同比下滑-23%，较1-2月降幅走阔近13个百分点。3月广义财政支出预算完成度为8.1%，低于过去五年同期的8.5%。

广义财政收入延续低迷。3月，广义财政收入当月同比-5%，剔除基数影响，两年复合同比为-2.4%与1-2月的-2.3%基本持平。广义财政收入延续下滑主因政府性基金收入拖累；3月政府性基金收入同比下降近16%，较1-2月回落近19个百分点。3月广义财政收入预算完成度为6.6%，低与2023年同期的7%，与过去五年平均6.7%基本持平。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1. 支出力度下滑，专项债为短期扰动，土地出让收入能否企稳仍需跟踪.....	3
2. 常规跟踪：广义财政支出强度明显回落，主因专项债及土地出让收入拖累.....	4
风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 2024 年 1-2 月，广义财政支出同比增长 2.7%.....	3
图表 2： 2024 年 1-2 月一般财政支出预算完成进度较快.....	3
图表 3： 2024 年一季度新增专项债发行规模为 6341 亿元.....	3
图表 4： 2024 年一季度月新增专项债发行进度为 16%.....	3
图表 5： 2024 年 4 月新房成交同比延续下探.....	4
图表 6： 2024 年年初百城土地成交溢价率仍处过往较低.....	4
图表 7： 2024 年 3 月广义财政支出当月同比-7.8%.....	4
图表 8： 广义财政支出分项同比增速.....	4
图表 9： 2024 年 3 月政府性基金支出当月同比-23%.....	5
图表 10： 2024 年 3 月政府性基金支出进度为 5.5%.....	5
图表 11： 2024 年 3 月一般财政支出当月同比-2.9%.....	5
图表 12： 2024 年 3 月一般财政支出占预算比重创新高.....	5
图表 13： 2024 年 3 月社保等支出维持增长.....	5
图表 14： 2024 年 1-2 月教育、社保类支出占比提升.....	5
图表 15： 2024 年 3 月广义财政收入当月同比-5%.....	6
图表 16： 广义财政收入分项累计同比.....	6
图表 17： 2024 年 3 月政府性基金收入当月同比约-16%.....	6
图表 18： 2024 年 3 月政府性基金收入预算完成 4.2%.....	6
图表 19： 2024 年 3 月一般财政收入累计同比-2.4%.....	7
图表 20： 2024 年 3 月非税收入维持高增长.....	7
图表 21： 2024 年 3 月一般财政收入预算完成度为 7.3%.....	7
图表 22： 2024 年 3 月个人所得税、企业所得税增速较高.....	7

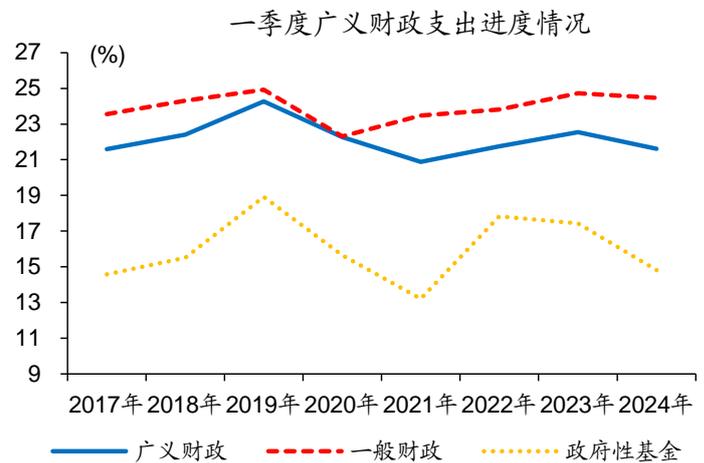
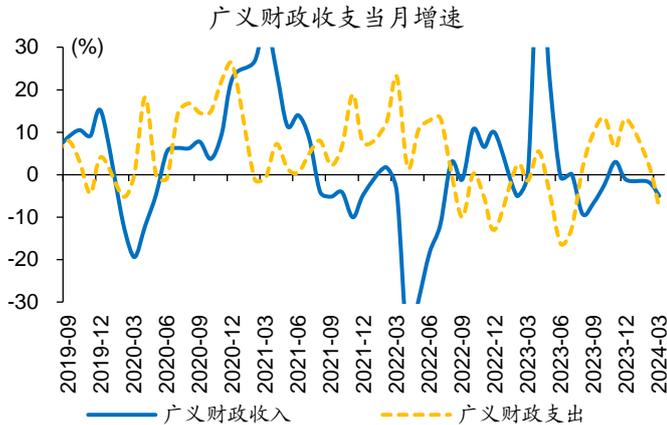


1. 支出力度下滑，专项债为短期扰动，土地出让收入能否企稳仍需跟踪

3月广义财政支出明显回落，主因专项债发行进度较慢及土地出让收入拖累。3月，广义财政支出累计同比由正转负降至-1.5%，当月同比为-7.8%、较1-2月同比下滑超10个百分点。从预算完成度看，2024年3月广义财政支出预算完成度为8.1%、低于2023年同期的9.1%；其中，政府性基金支出预算完成度仅5.5%、明显低于2023年同期的7.3%及过去五年同期的均值6%，一般财政支出预算完成度为9.2%、略低于2023年同期的9.8%。

图表1：2024年3月，广义财政支出同比增长2.7%

图表2：2024年一季度政府性基金支出预算完成度较低



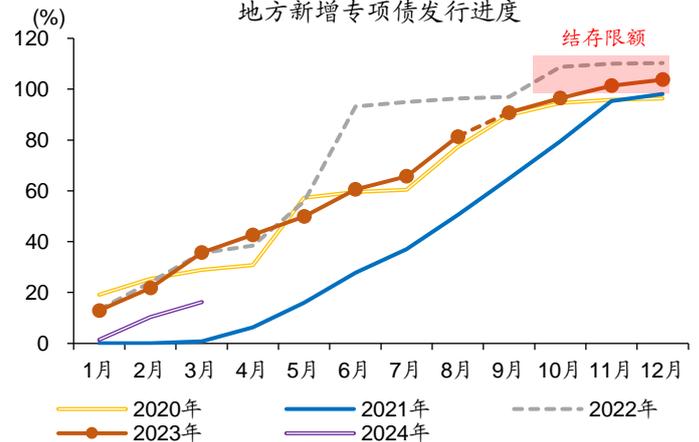
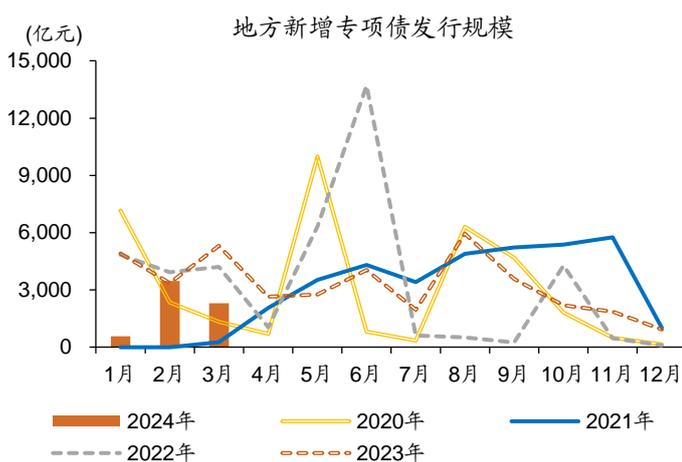
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

一季度新增专项债发行较慢或为短期扰动。2024年一季度，地方新增专项债共发行6341亿元，低于2023年一季度新增专项债发行的1.36万亿元；发行进度上看，一季度地方新增专项债发行规模占新增额度比例仅16%、落后2023年同期约19个百分点。3月地方新增专项债仅发行2307亿元、低于2023年同期近3000亿元。2024年一季度新增专项债发行较慢或缘于对应项目筛选慢于2023年同期。4月中旬国家发改委表示对专项债项目已筛选完毕¹，5月起地方新增专项债或可提速，支撑后续政府性基金支出加力。

图表3：2024年一季度新增专项债发行规模为6341亿元

图表4：2024年一季度新增专项债发行进度为16%



来源：Wind、国金证券研究所

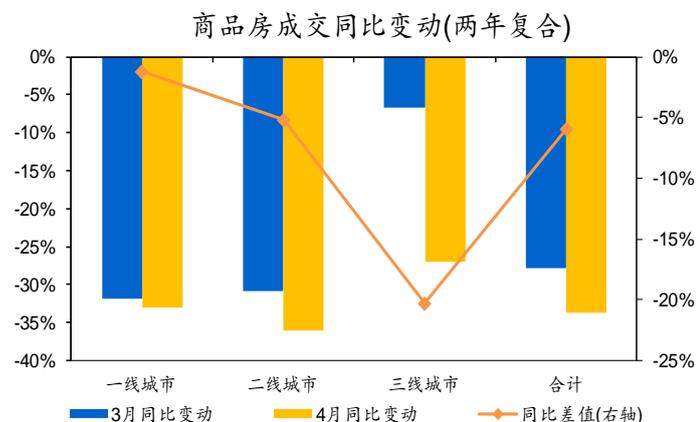
来源：Wind、国金证券研究所

相较专项债发行较慢的短期扰动，土地出让收入能否企稳或将长时间掣肘广义财政支出强度。2024年政府性基金收入增长目标设定为0.1%，但一季度地方国有土地出让收入仍持续下滑，3月同比下降21%。同时，年初新房成交延续低迷态势，土地成交溢价率、成交面积仍处过往较低水平，土地出让收入能否完成企稳仍需跟踪。根据2023年土地出让收入占比测算，若国有土地财政收入下降10%，对应政府性基金收入下滑9%，广义财政支出增速下降近2%。后续土地出让收入能否企稳或是影响广义财政支出强度的重要因素之一。（详见《被“低估”的财政》）

¹ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/33754/tw/?flag=1>

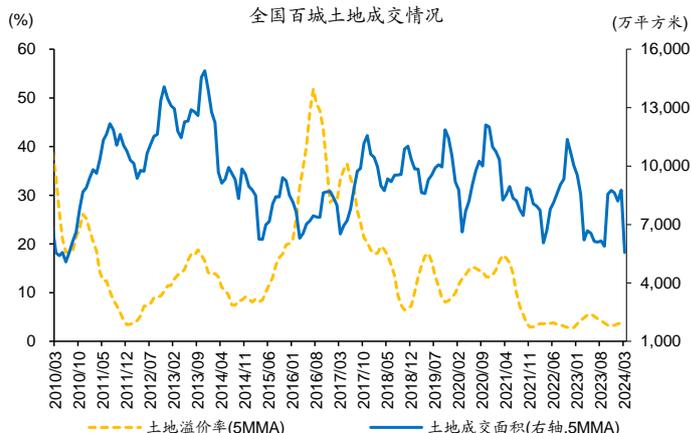


图表5: 2024年4月新房成交同比延续下探



来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 2024年年初百城土地成交溢价率仍处过往较低



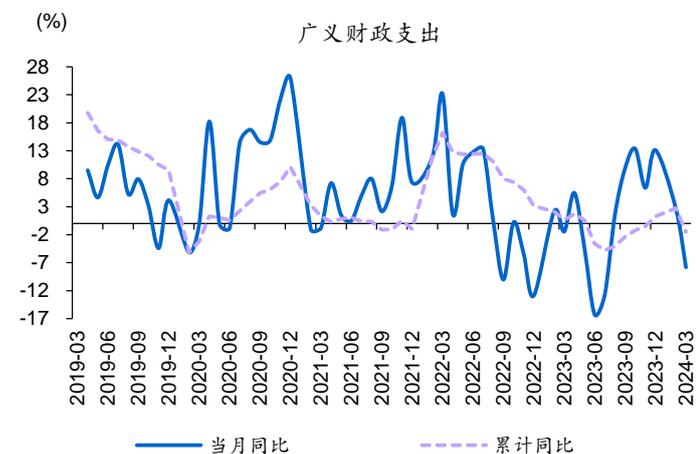
来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 3月广义财政支出明显回落, 主因专项债发行进度较慢及土地出让收入拖累。专项债发行较慢或为短期扰动, 4月中旬国家发改委对专项债项目已筛选完毕, 5月地方新增专项债或可提速, 进而支撑政府性基金支出加力。而一季度百城土地成交规模及溢价率仍处过往较低水平, 4月新房成交同比尚在探底, 后续土地出让收入能否企稳仍需观察。

2. 常规跟踪: 广义财政支出强度明显回落, 主因专项债及土地出让收入拖累

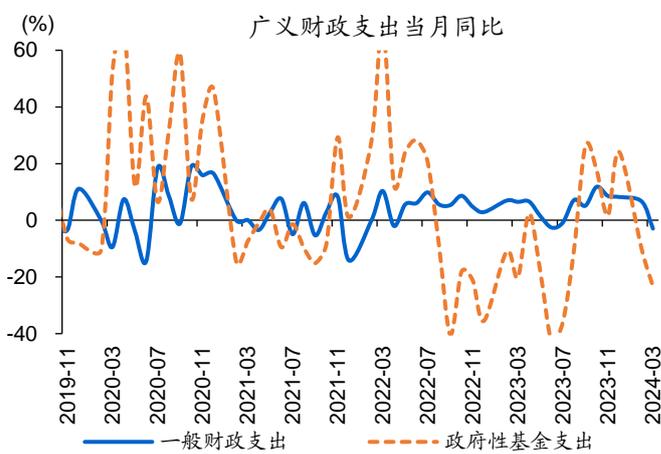
广义财政支出强度明显回落。3月, 广义财政支出累计同比由正转负降至-1.5%, 当月同比为-7.8%; 一般财政支出当月同比下降2.9%, 较1-2月下降近3个百分点; 政府性基金支出当月同比下滑-23%, 较1-2月降幅走阔近13个百分点。3月广义财政支出预算完成度为8.1%, 低于过去五年同期的8.5%。

图表7: 2024年3月广义财政支出当月同比-7.8%



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 广义财政支出分项同比增速

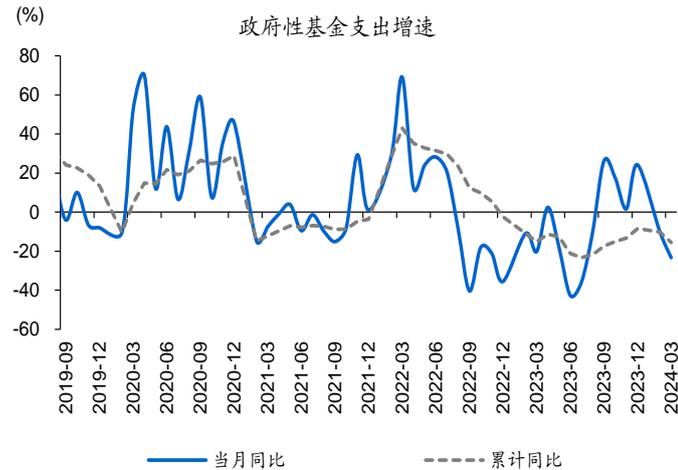


来源: Wind、国金证券研究所

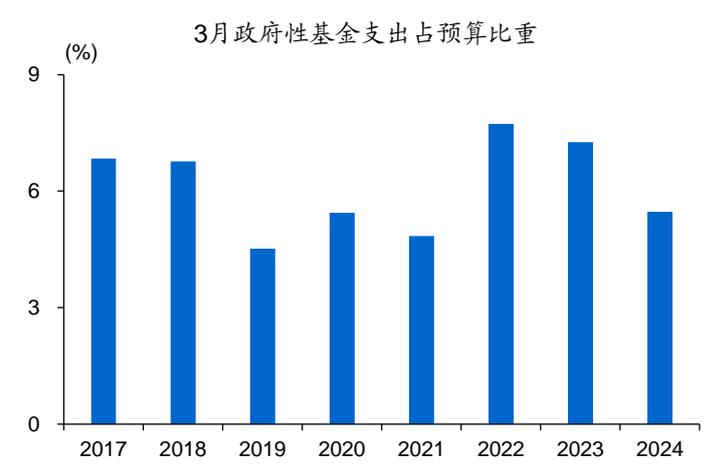
政府基金支出力度继续下探, 多缘于专项债及土地出让收入拖累。3月, 政府性基金支出当月同比-23%、较1-2月降幅走阔近13个百分点。从预算完成进度看, 3月政府性基金支出预算完成度5.5%, 低于2023年同期的7.3%。政府性基金支出继续下探, 多缘于收入端土地财政低迷及一季度地方新增专项债发行较慢拖累, 一季度地方新增专项债额度发行进度仅16%, 低于2023年同期的36%。



图表9: 2024年3月政府性基金支出当月同比-23%



图表10: 2024年3月政府性基金支出进度为5.5%

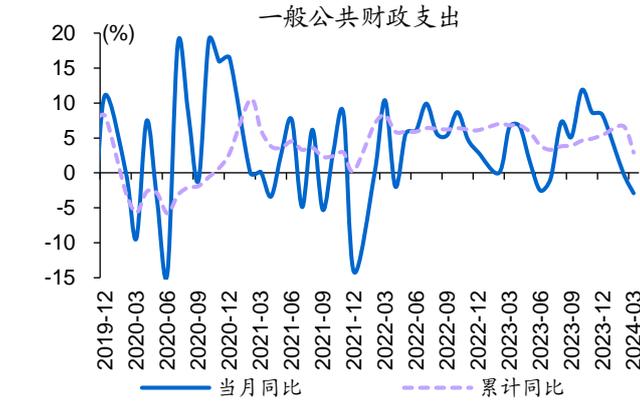


来源: Wind、国金证券研究所

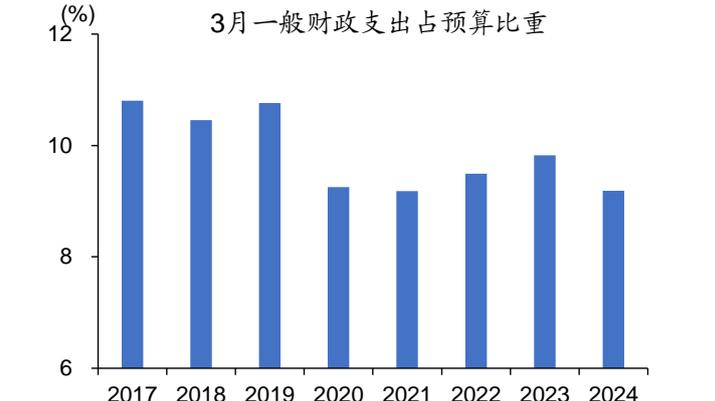
来源: Wind、国金证券研究所

一般财政支出强度回落, 社保就业、文旅传媒支出维持一定强度。3月一般财政支出同比下降2.9%、较2月下滑近10个百分点; 分项中, 社保就业、文旅传媒维持一定强度, 当月同比分别增长3.7%、1.2%; 从支出占比来看, 社保、教育占比较高, 分别为18.2%、14.9%, 科学技术支出占比较1-2月提升约0.5个百分点。整体来看, 3月一般财政支出预算完成度为9.2%, 低于2023年同期的9.8%。

图表11: 2024年3月一般财政支出当月同比-2.9%



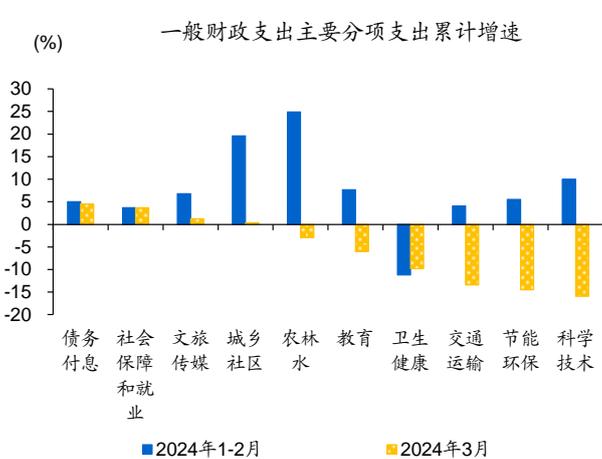
图表12: 2024年3月一般财政支出占预算比重创新高



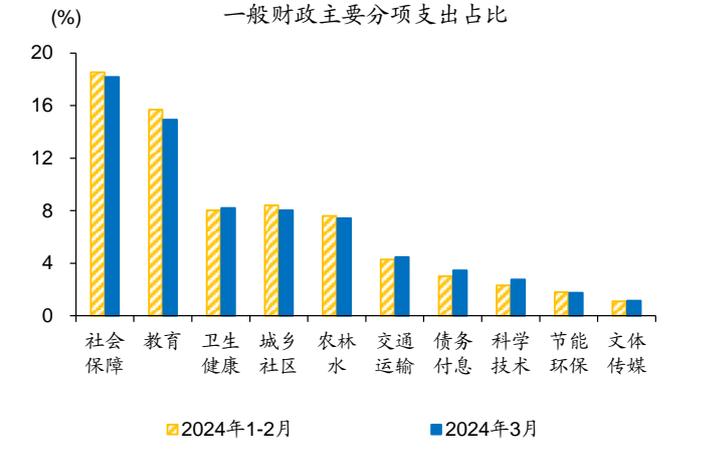
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 2024年3月社保等支出维持增长



图表14: 2024年1-2月教育、社保类支出占比提升



来源: Wind、国金证券研究所

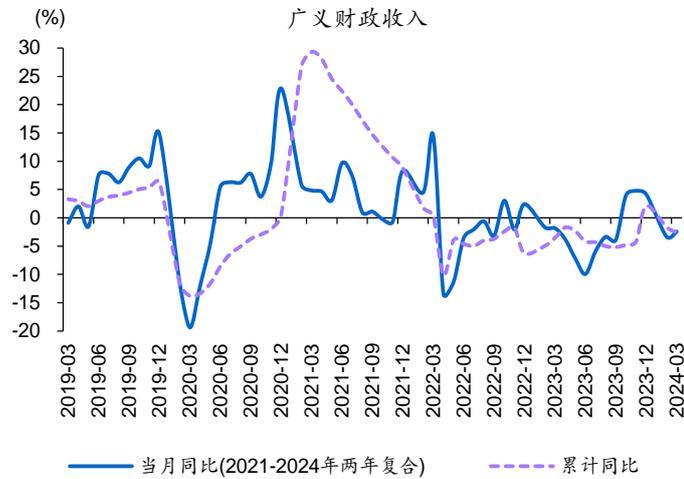
来源: Wind、国金证券研究所

广义财政收入延续低迷。3月, 广义财政收入当月同比-5%, 剔除基数影响, 两年复合同



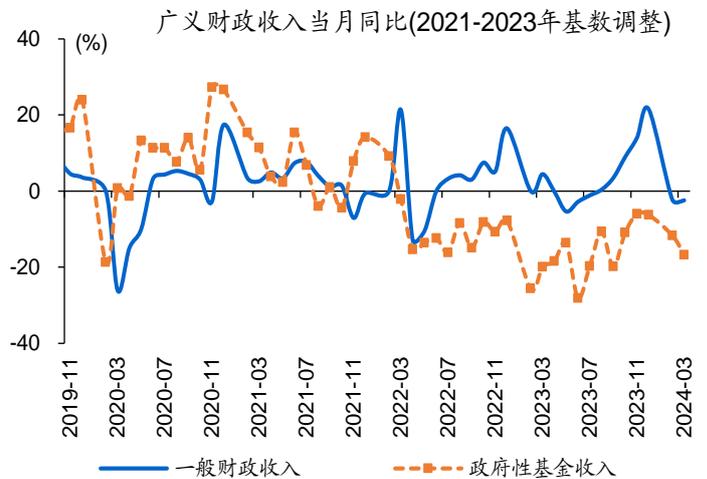
比为-2.4%与1-2月的-2.3%基本持平。广义财政收入延续下滑主因政府性基金收入拖累；3月政府性基金收入同比下降近16%，较1-2月回落近19个百分点。3月广义财政收入预算完成度为6.6%，低与2023年同期的7%，与过去五年平均6.7%基本持平。

图表15: 2024年3月广义财政收入当月同比-5%



来源: Wind、国金证券研究所

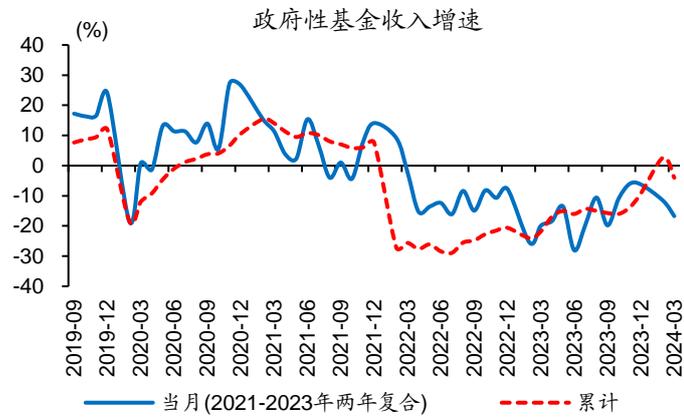
图表16: 广义财政收入分项当月同比



来源: Wind、国金证券研究所

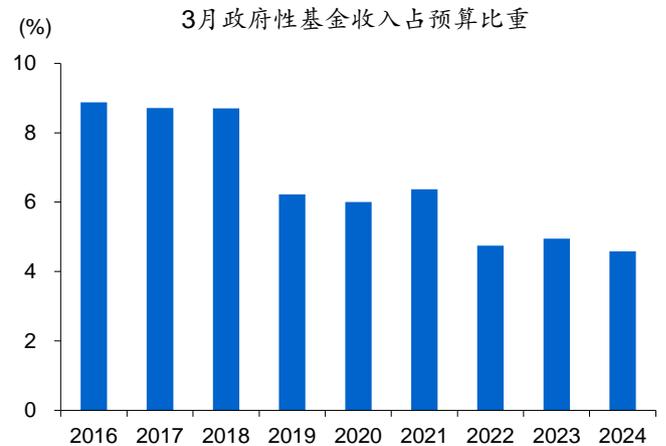
政府性基金收入继续下滑，土地出让收入降幅走阔。3月，政府性基金收入当月同比约-16%，剔除低基数影响，两年复合同比-16.7%、较1-2月降幅走阔5个百分点；土地出让收入继续回落、两年复合同比-21%，较1-2月降幅走阔超5个百分点；3月政府性基金收入预算完成度4.6%，低于2023年同期的4.9%。

图表17: 2024年3月政府性基金收入当月同比约-16%



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 2024年3月政府性基金收入预算完成4.2%

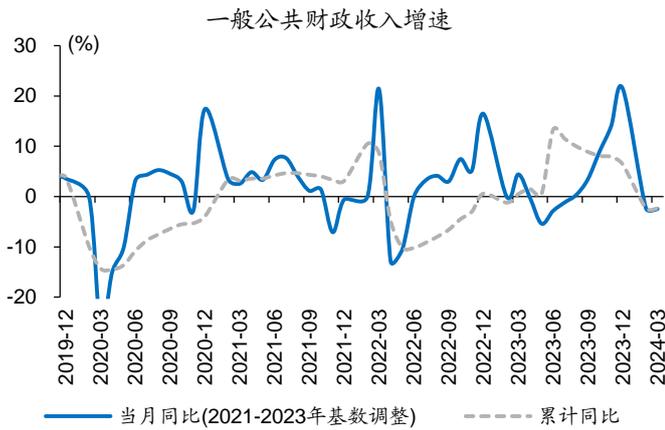


来源: Wind、国金证券研究所

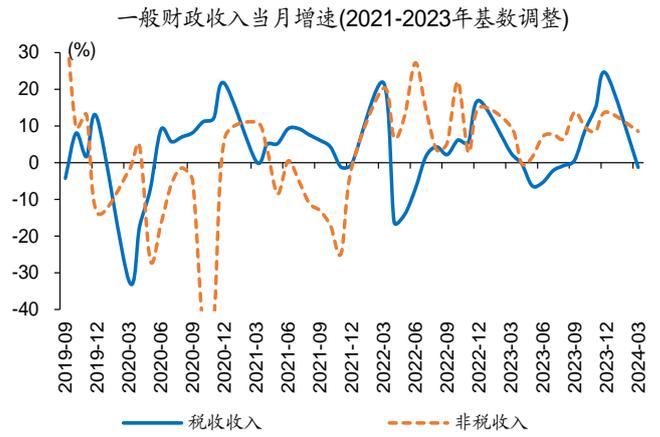
一般财政收入下滑主由税收基数效应及翘尾因素影响。3月，一般财政收入同比-2.4%、与1-2月持平；税收收入同比下滑7.7%，非税收入同比增长12.2%。税收收入同比下降主要受到2023年年初制造业中小微企业部分缓税入库的高基数及年中出台的减税政策翘尾因素等影响，增值税受影响较大、3月当月同比继续下探至-12.1%。3月一般财政收入预算完成度为7.3%、低于2023年同期的7.7%，持平于过去五年平均水平。



图表19: 2024年3月一般财政收入累计同比-2.4%



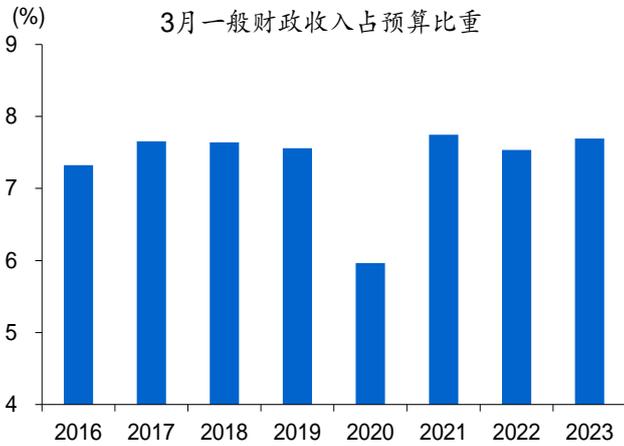
图表20: 2024年3月非税收入维持高增长



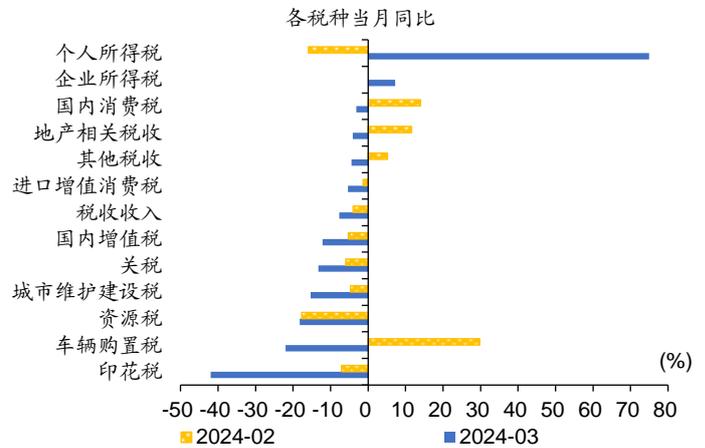
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 2024年3月一般财政收入预算完成度为7.3%



图表22: 2024年3月个人所得税、企业所得税增速较高



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究