

财政数据点评（2024.4）
投资要点

- ◆ **春节错位导致的年度奖金个税收入延迟效应消退、基期缓税到期集中补缴导致的高基数效应延续，一般公共预算收入进一步走弱。**4月全国一般公共预算收入20049亿，同比跌幅较3月大幅加深1.3个百分点至-3.7%，主要拖累源自个人所得税，当月对一般公共预算收入同比的拖累幅度达到-0.8个百分点，而3月为较为明显的正贡献，显示部分企业因今年春节延迟错位而推迟年度奖金发放至3月所导致的一次性个税高增效应消退。此外，21Q4-22Q2中小型制造业企业缓税在2023年前4个月集中到期补缴导致的高基数效应仍在延续，增值税对4月一般公共预算收入同比的拖累幅度仍然达到-2.9个百分点。此外，非税收入的同比贡献作用也较3月大幅下行了2.6个百分点至仅0.6个百分点。4月一般公共预算支出同比大幅上行9.0个百分点至6.1%，其中，在今年预算内基建投资扛起稳增长重任的背景下，农林水、城乡社区事务、节能环保等基建支出贡献较3月大幅上行2.2个百分点至1.7个百分点，是拉动4月一般支出同比增长最大的贡献来源。随着2023年增发国债加快落实为实物工作量，预计水利投资增速有望持续回升。
- ◆ **房地产供需持续降温，土地出让金收入拖累政府性基金收支程度有所加深，可能阶段性强化地产需求下行压力。**4月政府性基金收入同比下跌达18.2%，跌幅较3月进一步扩大2.3个百分点，主要拖累因素仍是土地出让金收入的持续下滑，后者4月同比跌幅扩大2.6个百分点至-21.2%，显示前期已经推出的进一步限购放松政策尚未显著带动地产需求回暖，土地市场也依旧较为冷清，开发商拿地积极性相对较低。由此导致土地出让金收入安排的支出同比跌幅也较3月扩大2.7个百分点至-19.3%，而考虑到其中大部分为拆迁补偿款，这部分支出的大幅下降可能一定程度上令房地产需求下行压力阶段性有所强化。
- ◆ **专项债、超长期特别国债发行偏慢，用于基建投资的政府性基金支出下滑更快，预计二季度传统基建投资增速可能进一步回落。**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，而超长期特别国债对项目收益性的要求同样较为严格，多重因素叠加共同导致了专项债和超长期特别国债直至4月发行进度都明显慢于常年，由此导致扣除土地使用权出让金收入安排的支出后的其他政府性基金支出加速收缩，拖累4月政府性基金支出同比跌幅显著扩大达12.6个百分点至-35.9%。考虑到政府性基金项下债务融资与基建投资、特别是公共设施管理业投资相关度较高，预计二季度传统基建投资增速可能进一步延续4月的回落势头。
- ◆ **展望年内后续月份，房地产需求下行压力仍大、内生商品消费动能仍显不足**的背景下，基建投资从地方政府主导逐步转向中央政府主导，需要一般公共预算支出和政府性基金支出均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。土地出让金收支持续下探可能阶段性强化地产需求的下行压力，房地产市场风险、地方债务风险加速化解过程中企业和居民内生借贷意愿又同步降温，一定程度上削弱了货币宽松的潜在效果。当前经济政策工具结构中，中央财政果断有力的融资扩张具有中流砥柱的稳增长优结构作用，期待专项债和超长期特别国债加速发行并尽快形成实物工作量。货币政策重在积极配合财政而非激进刺激投资。
- ◆ **风险提示：**广义财政融资速度慢于预期风险。

分析师

秦泰

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

报告联系人

周欣然

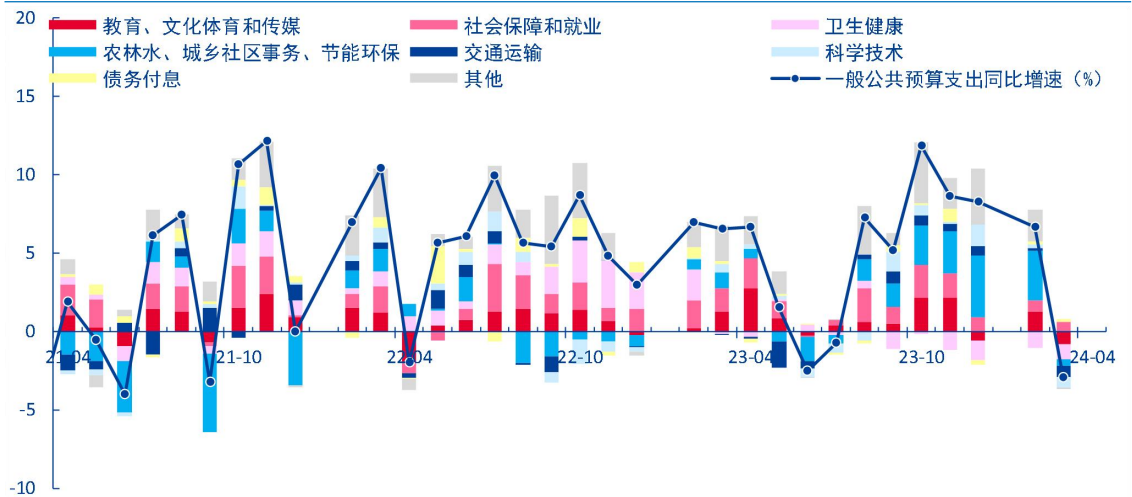
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 地产放松新政，刺激效果几何？——华金宏观·双循环周报（第58期） 2024.5.17
- 消费投资同步转弱，政府债券加速发行迫在眉睫——经济数据点评（2024.4） 2024.5.17
- 美国“二次通胀”风险是否已经解除？——美国CPI点评（2024.4） 2024.5.16
- 社融创纪录负增长，会否常态化？ 2024.5.11
- 消费品补贴落地，核心CPI温和回升——CPI、PPI点评（2024.4） 2024.5.11

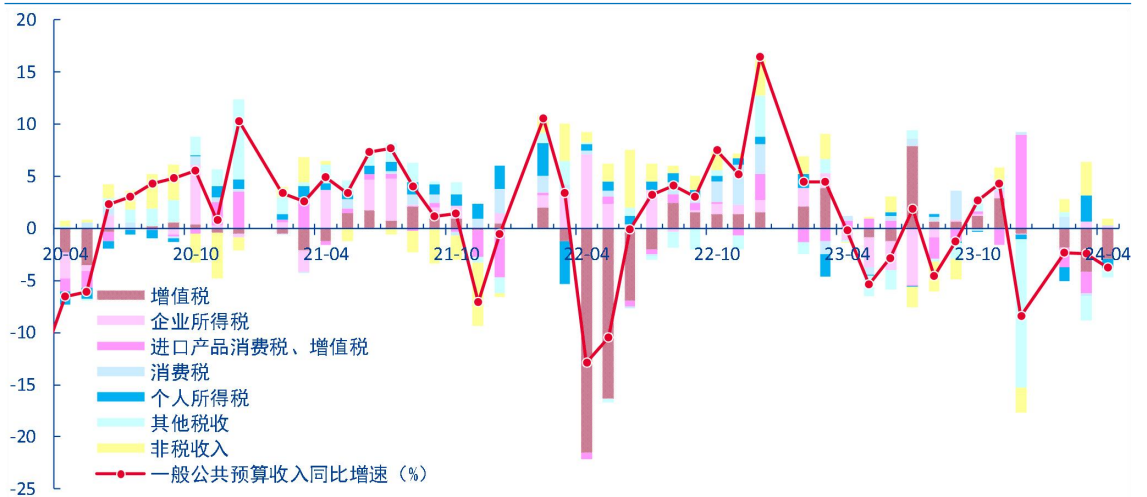


图 1：一般公共预算支出同比增速及贡献结构（%）



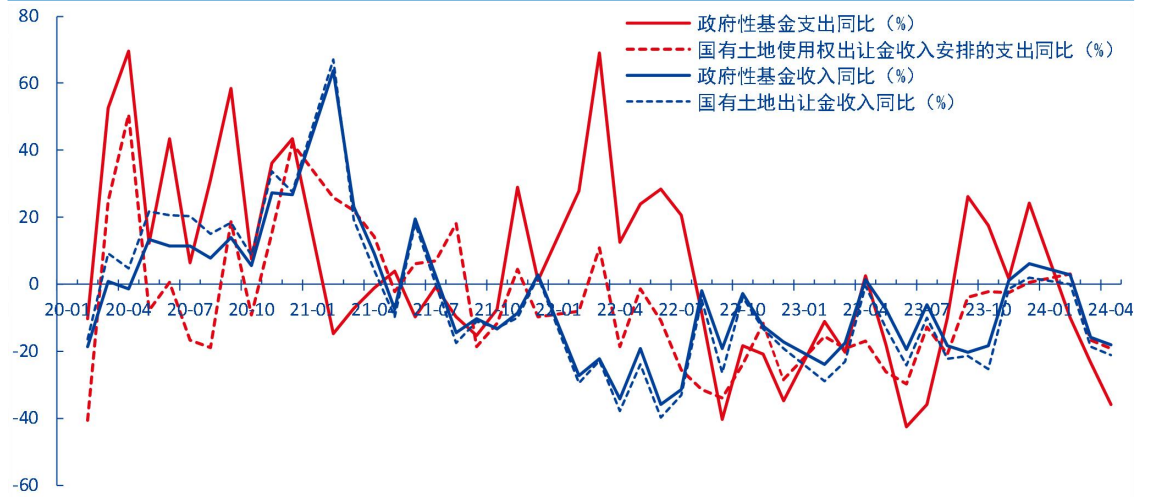
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

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: 土地出让金收入下滑大幅拖累政府性基金收入同比 (%)



资料来源: CEIC, 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