



# 4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

## 土地出让收入能否企稳是关键

### 事件：

5月20日财政部公布1-4月财政收支情况。1—4月，全国一般公共预算收入80926亿元，同比下降2.7%，扣除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响后，可比增长2%左右。

### 点评：专项债发行慢或为短期扰动，土地出让收入是后续财政支出力度的关键

4月广义财政支出边际修复，主因一般财政支出加码，政府性基金支出延续拖累。4月，广义财政支出当月同比为-5.3%，较3月降幅收窄超2个百分点。从预算完成度看，广义财政支出当月预算完成度为7.8%、低于2023年同期的8.3%，其中，政府性基金支出预算完成度仅3.7%、明显低于2023年同期的5.8%。

新增专项债发行提速，超长期特别国债已在路上，将对后续财政支出形成有效支撑。专项债发行较慢或为短期扰动，随着专项债项目筛选完毕，5月、6月地方新增专项债月度发行计划已明显提速；同时，万亿元超长期特别国债也自5月下旬持续发行至11月中旬。剩余超3万亿元地方新增专项债和万亿特别国债将有效支撑后续财政支出加码。

土地出让收入能否企稳或是决定后续财政支出力度的关键。前4月，地方国有土地出让收入持续下滑，累计同比下降10%；同时，新房成交延续低迷态势叠加广义住宅库存高企，掣肘房企拿地意愿修复。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%。

重申观点：4月，地方土地出让收入继续下滑，叠加专项债发行大幅低于2023年同期，使得政府性基金支出降幅走阔。5月起各地专项债发行计划已明显放量，特别国债也已处发行过程中，将对后续财政支出形成支撑。而土地出让收入能否企稳或是后续财政支出力度的关键。眼下“去库存”等政策齐加码，能否带动土地出让收入企稳仍需观察。

### 常规跟踪：广义财政收支延续负增长，政府性基金收支拖累明显

广义财政支出边际修复。4月，广义财政支出当月同比为-5.3%、较3月降幅收窄超2个百分点。其中，一般财政支出当月同比6.1%，较3月同比增长近9个百分点；政府性基金支出当月同比下滑-35.9%，较3月降幅走阔超12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5.9%，低于过去五年同期的6.5%。

广义财政收入延续低迷。4月，广义财政收入当月同比-6%，较3月的-5%进一步下探；政府性基金收入拖累明显，当月同比下降18%，较3月降幅走阔超2个百分点；一般财政收入同比下降3.8%，主因税收基数效应及翘尾因素影响，4月广义财政收入预算完成度为7.8%，低与2023年同期的8.3%，与过去五年平均基本持平。

### 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. 专项债发行慢或为短期扰动，土地出让收入是后续财政支出力度的关键.....	3
2. 常规跟踪：广义财政收支延续负增长，政府性基金收支拖累明显.....	4
风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1： 2024 年 4 月，广义财政支出同比下降 5.3%.....	3
图表 2： 2024 年前 4 月政府性基金支出预算完成度较低.....	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 5 月、6 月新增专项债发行计划明显放量.....	3
图表 5： 2024 年万亿超长期特别国债发行安排.....	4
图表 6： 历年超长期国债发行规模.....	4
图表 7： 2024 年地方政府性基金收入延续低迷.....	4
图表 8： 高库存下，销售向拿地的传导较为缓慢.....	4
图表 9： 2024 年 4 月广义财政支出当月同比-5.3%.....	5
图表 10： 广义财政支出分项同比增速.....	5
图表 11： 2024 年 4 月政府性基金支出当月同比-36%.....	5
图表 12： 2024 年 4 月政府性基金支出进度为 3.7%.....	5
图表 13： 2024 年 4 月一般财政支出当月同比 6.1%.....	6
图表 14： 2024 年 4 月一般财政支出占预算比重达 6.9%.....	6
图表 15： 2024 年 4 月科技、基建类支出提速.....	6
图表 16： 2024 年 4 月教育、科学技术等支出占比提升.....	6
图表 17： 2024 年 4 月广义财政收入当月同比-6%.....	6
图表 18： 广义财政收入分项当月同比.....	6
图表 19： 2024 年 4 月政府性基金收入当月同比约-18%.....	7
图表 20： 2024 年 4 月政府性基金收入预算完成 4.4%.....	7
图表 21： 2024 年 4 月一般财政收入当月同比-3.8%.....	7
图表 22： 2024 年 4 月税收收入边际修复.....	7
图表 23： 2024 年 4 月一般财政收入预算完成度为 9%.....	8
图表 24： 2024 年 4 月进口增值税及消费税等增速较高.....	8

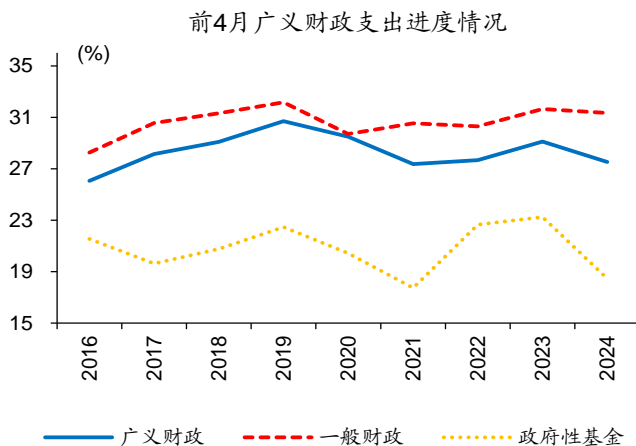
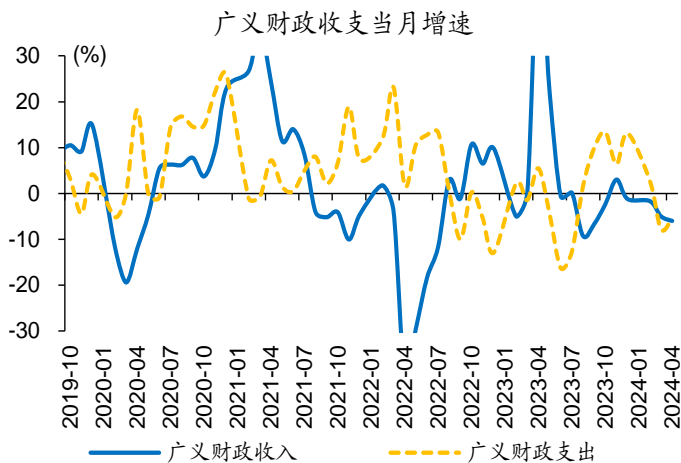


## 1. 专项债发行慢或为短期扰动，土地出让收入是后续财政支出力度的关键

4月广义财政支出边际修复，主因一般财政支出加码，政府性基金支出延续拖累。4月，广义财政支出当月同比-5.3%，较3月降幅收窄超2个百分点；一般财政支出当月同比6.1%，较3月同比增长近9个百分点；政府性基金支出当月同比下滑-35.9%，较3月降幅走阔超12个百分点。从预算完成度看，广义财政支出当月预算完成度为7.8%、低于2023年同期的8.3%，政府性基金支出预算完成度仅3.7%、明显低于2023年同期的5.8%。

图表1：2024年4月，广义财政支出同比下降5.3%

图表2：2024年前4月政府性基金支出预算完成度较低



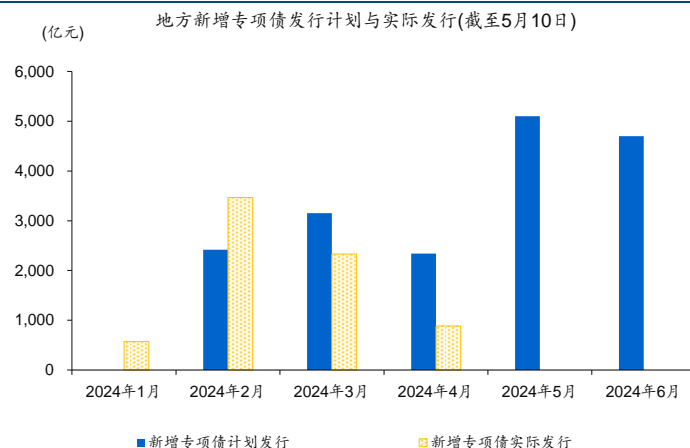
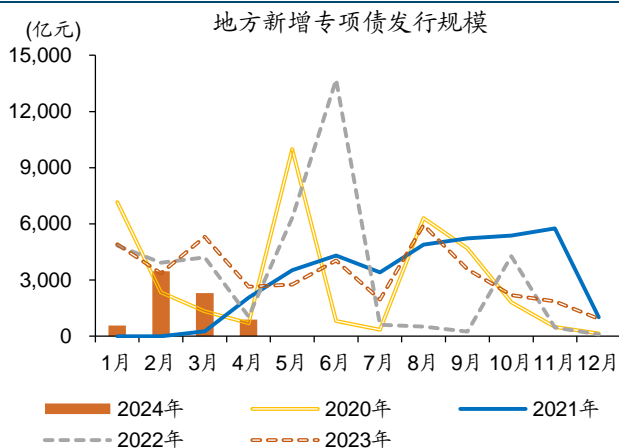
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

新增专项债发行或将提速，超长期特别国债也已在路上。新增专项债发行较慢或为短期扰动，前4月地方新增专项债发行规模占新增额度比例仅17%、落后2023年同期超25个百分点；4月地方新增专项债仅发行883亿元、低于2023年同期的2600多亿元。随着专项债项目筛选完毕<sup>1</sup>，5月、6月地方新增专项债月度发行计划已明显提速，同时，万亿元超长期特别国债也自5月下旬其持续发行至11月中旬。剩余超3万亿元额度的地方新增专项债和万亿特别国债将对后续财政支出形成有效支撑。

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5月、6月新增专项债发行计划明显放量



来源：Wind、国金证券研究所

来源：中国债券信息网、国金证券研究所

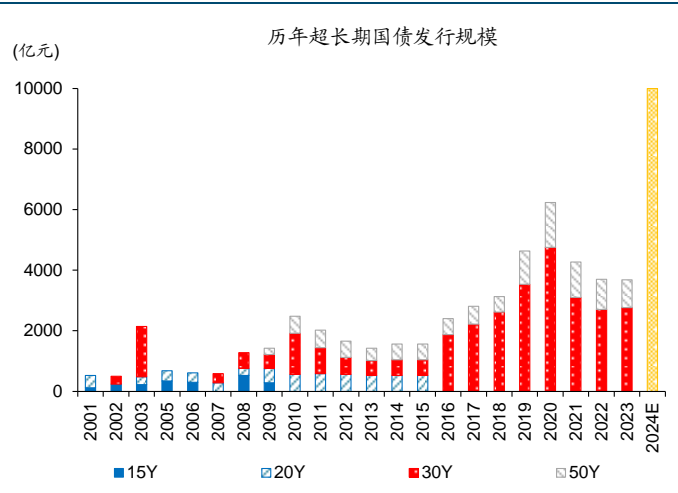
<sup>1</sup> <http://www.scio.gov.cn/live/2024/33754/tw/?flag=1>



图表5: 2024年万亿超长期特别国债发行安排

付息方式	月份	招标日期	期限(年)	规模	首发/续发
按半年付息	5月	5月17日	30	400	首发
		5月24日	20	/	首发
	6月	6月7日	30	/	续发
		6月14日	50	/	首发
		6月19日	20	/	续发
		6月21日	30	/	续发
	7月	7月5日	30	/	续发
		7月19日	20	/	续发
		7月24日	30	/	首发
	8月	8月2日	30	/	续发
		8月9日	50	/	续发
		8月14日	20	/	首发
		8月21日	30	/	续发
	9月	9月6日	30	/	续发
		9月20日	20	/	续发
		9月24日	30	/	首发
	10月	10月11日	30	/	续发
		10月16日	50	/	续发
		10月18日	20	/	续发
		10月25日	30	/	续发
	11月	11月8日	20	/	续发
		11月15日	30	/	续发

图表6: 历年超长期国债发行规模

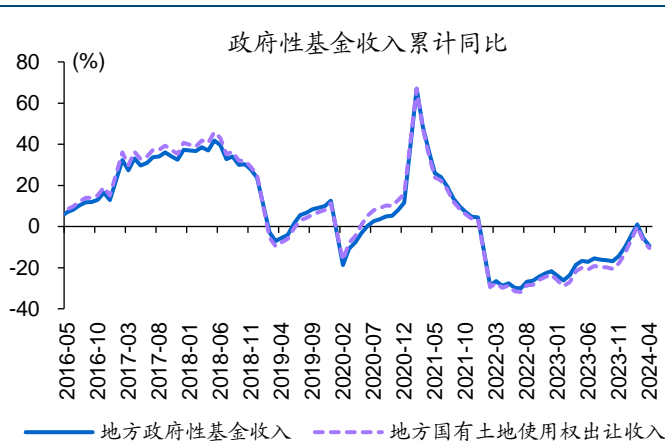


来源: 财政部、国金证券研究所

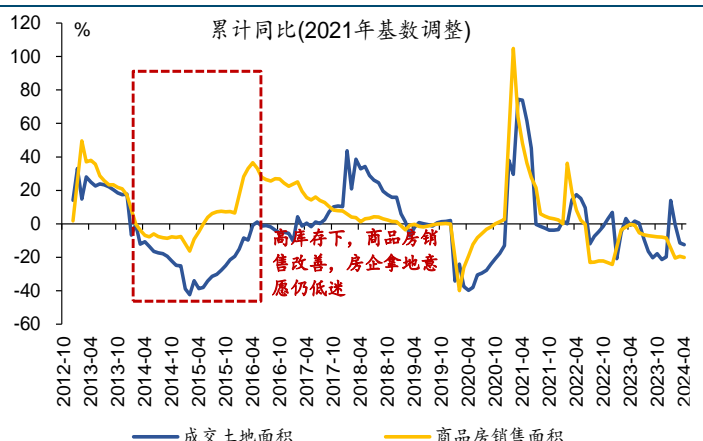
来源: Wind、国金证券研究所

相较专项债等发行较慢的短期扰动,土地出让收入能否企稳或是决定后续财政支出力度的关键。2024年政府性基金收入增长目标设定为0.1%,但前4月地方国有土地出让收入持续下滑,累计同比下降10%。同时,年初新房成交延续低迷态势叠加广义住宅高库存,掣肘房企拿地意愿修复。近期,稳地产、“去库存”等政策齐加码,能否带动年内土地出让收入企稳仍需观察。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%。(详见《被“低估”的财政》)

图表7: 2024年地方政府性基金收入延续低迷



图表8: 高库存下,销售向拿地的传导较为缓慢



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 4月,地方土地出让收入继续下滑,叠加专项债发行规模大幅低于2023年同期,使得政府性基金支出增速降幅走阔,拖累广义财政支出力度。当前,5月、6月各地专项债发行计划已明显放量,超长期特别国债也已处发行过程中,或对后续政府性基金支出形成支撑。土地出让收入能否企稳或是决定后续财政支出力度的关键。近期,稳地产、“去库存”等政策齐加码,能否带动年内土地出让收入企稳仍需观察。

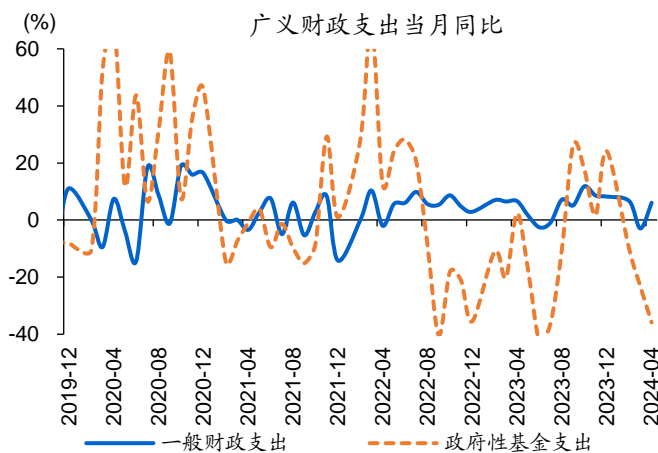
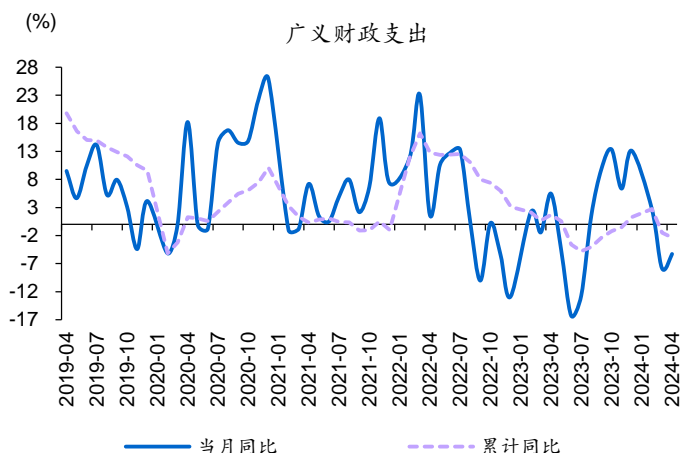
## 2. 常规跟踪: 广义财政收支延续负增长, 政府性基金收支拖累明显

广义财政支出边际修复。4月,广义财政支出当月同比为-5.3%,较3月降幅收窄2.6个百分点;其中,一般财政支出当月同比6.1%,较3月同比增长近9个百分点;政府性基金支出延续拖累,当月同比下滑-35.9%,较3月降幅走阔超12个百分点。从预算完成度看,4月广义财政支出预算完成度为5.9%,低于过去五年同期的6.5%。



图表9: 2024年4月广义财政支出当月同比-5.3%

图表10: 广义财政支出分项同比增速



来源: Wind、国金证券研究所

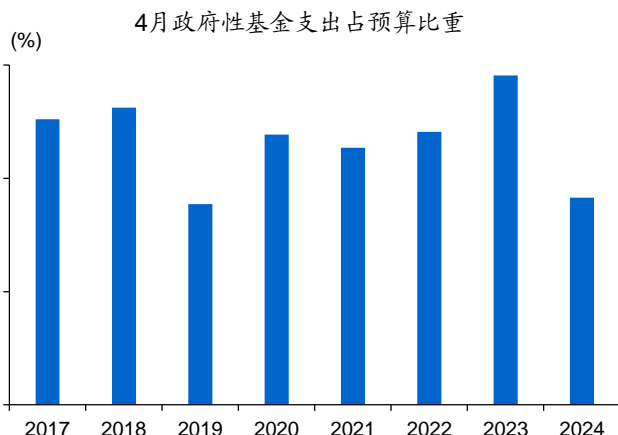
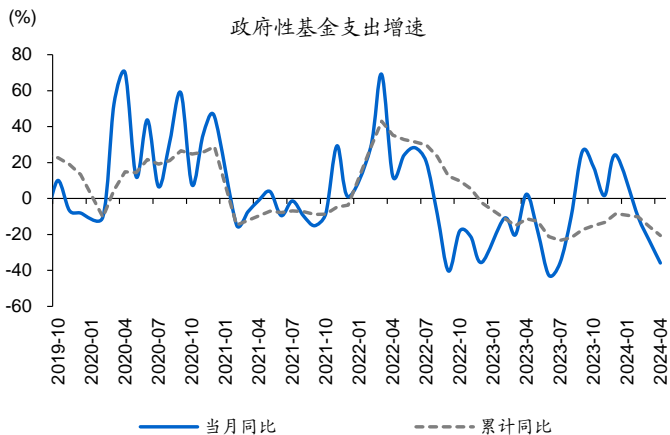
来源: Wind、国金证券研究所

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%。

政府基金支出力度拖累明显。4月,政府性基金支出当月同比-35.9%、较3月降幅走阔超12个百分点。从预算完成进度看,4月政府性基金支出预算完成度3.7%,低于2023年同期的5.8%。政府性基金支出下探,缘于政府性基金收入延续回落及地方新增专项债发行较慢拖累,4月地方新增专项债仅发行883亿元,明显低于2023年同期的2647亿元。

图表11: 2024年4月政府性基金支出当月同比-36%

图表12: 2024年4月政府性基金支出进度为3.7%



来源: Wind、国金证券研究所

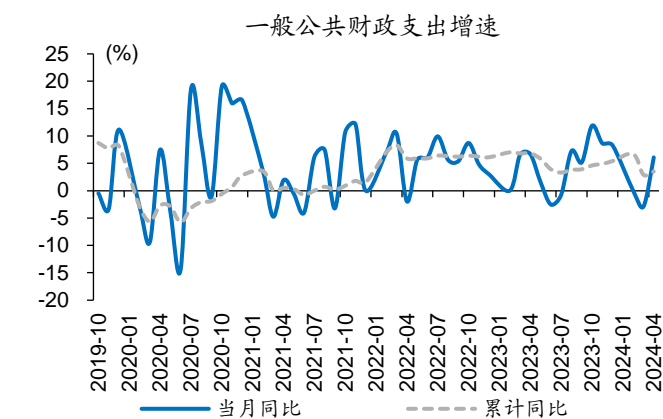
来源: Wind、国金证券研究所

一般财政支出提速,科技、基建类支出增速大幅提升。4月一般财政支出当月同比增长6.1%、较3月降幅收窄近9个百分点;分项中,科学技术、节能环保、农林水支出明显提速,当月同比分别增长25.2%、16.6%、11.8%;从支出占比来看,社保、教育占比较高,分别为17.6%、15.1%,科学技术支出占比较3月提升约0.4个百分点。整体来看,4月一般财政支出预算完成度为6.9%,略高于2023年同期的6.7%。

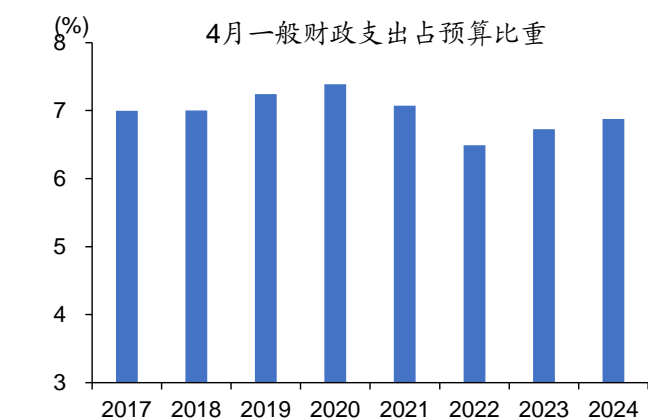


图表13: 2024年4月一般财政支出当月同比6.1%

图表14: 2024年4月一般财政支出占预算比重达6.9%



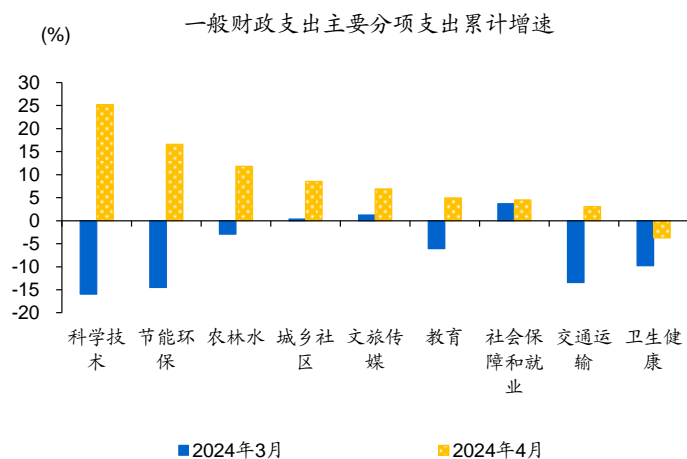
来源: Wind、国金证券研究所



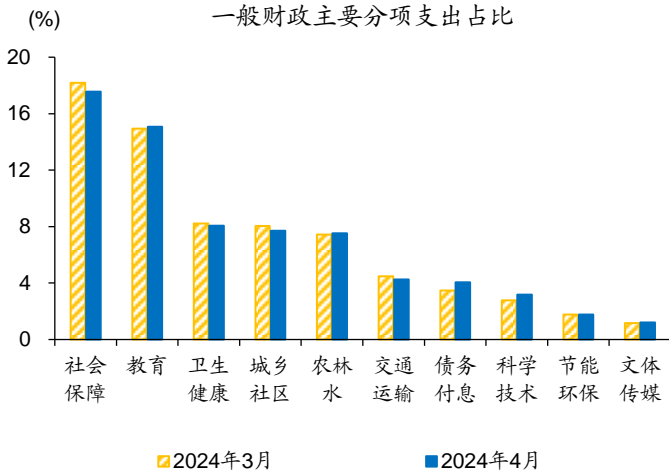
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 2024年4月科技、基建类支出提速

图表16: 2024年4月教育、科学技术等支出占比提升



来源: Wind、国金证券研究所

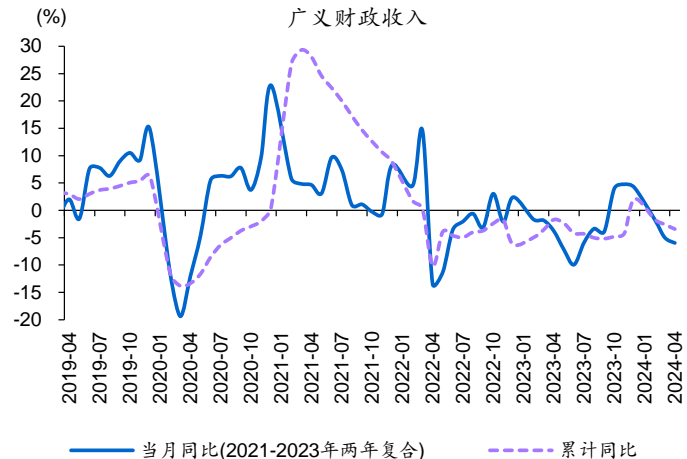


来源: Wind、国金证券研究所

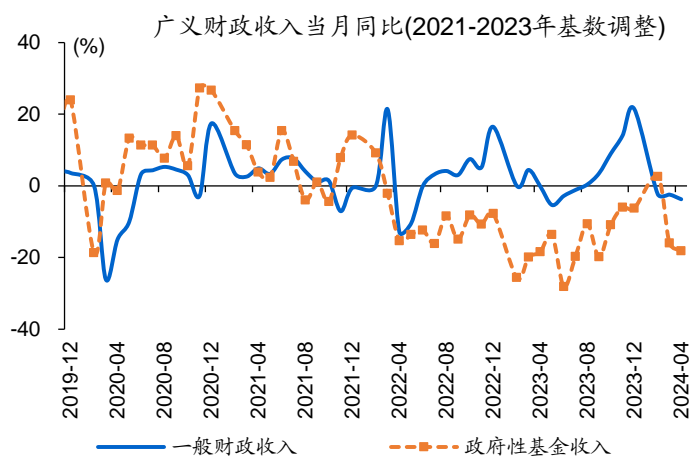
广义财政收入延续低迷。4月，广义财政收入当月同比-6%，较3月的-5%进一步下探；其中，政府性基金收入拖累明显，当月同比下降18%，较3月降幅走阔超2个百分点；一般财政收当月同比下降3.8%、较3月降幅走阔超一个百分点。从预算完成度看，4月广义财政收入预算完成度为7.8%，低于2023年同期的8.3%，与过去五年平均水平基本持平。

图表17: 2024年4月广义财政收入当月同比-6%

图表18: 广义财政收入分项当月同比



来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

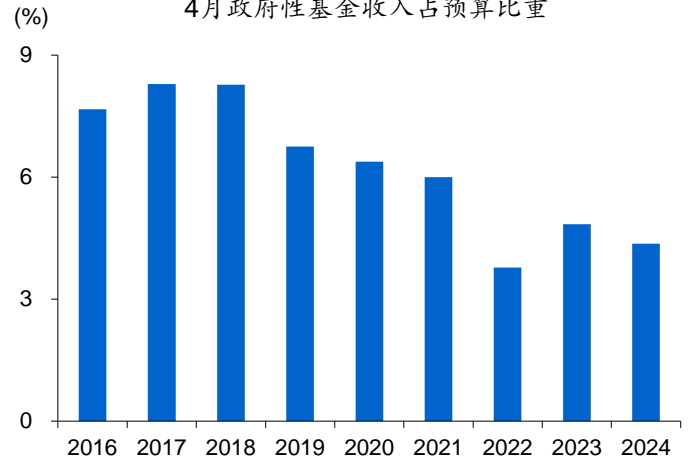
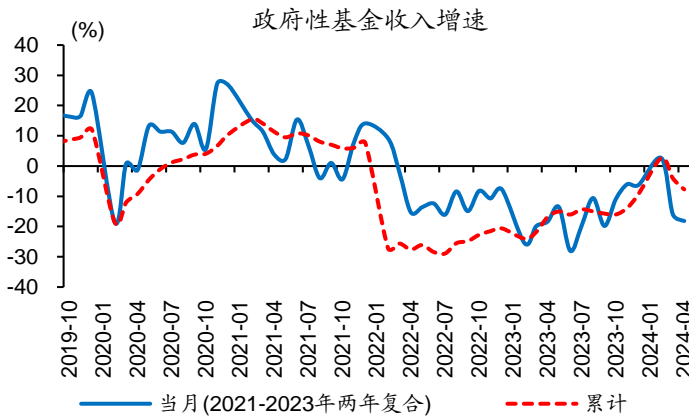
政府性基金收入继续下滑，土地出让收入降幅延续走阔。4月，政府性基金收入当月同比



约-18%，两年复合同比近-9%；地方国有土地出让收入继续回落、当月同比-10%，较3月降幅走阔超3个百分点。从预算完成度看，4月政府性基金收入预算当月完成度4.4%，低于2023年同期的4.8%及过去五年同期平均的5.5%。

图表19: 2024年4月政府性基金收入当月同比约-18%

图表20: 2024年4月政府性基金收入预算完成4.4%



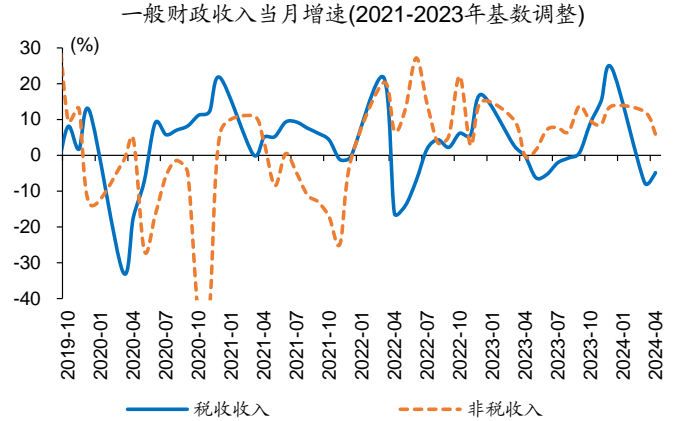
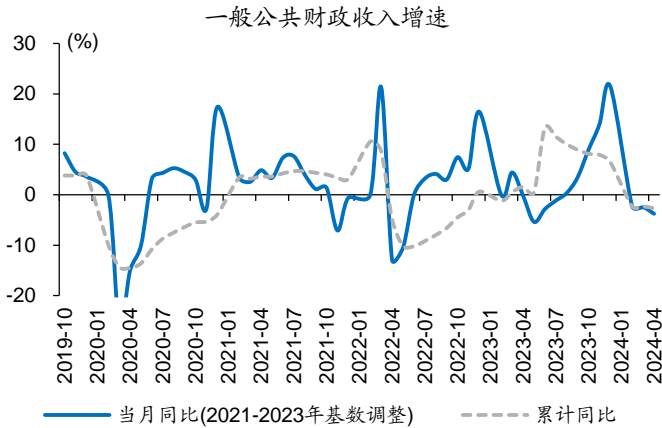
来源: Wind、国金证券研究所

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非税收入回落。4月，一般财政收入同比-3.8%，较3月降幅走阔超一个百分点。税收收入边际修复，4月同比下滑4.9%、较3月降幅收窄近3个百分点，与进出口相关的进口环节增值税及消费税、关税增速明显回升。非税收入高位回落、同比增长5.8%。税收收入同比延续下降主受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影响，扣除特殊因素影响，可比增长2%左右。从预算完成进度看，一般财政收入4月预算完成度为9%、略低于2023年同期。

图表21: 2024年4月一般财政收入当月同比-3.8%

图表22: 2024年4月税收收入边际修复

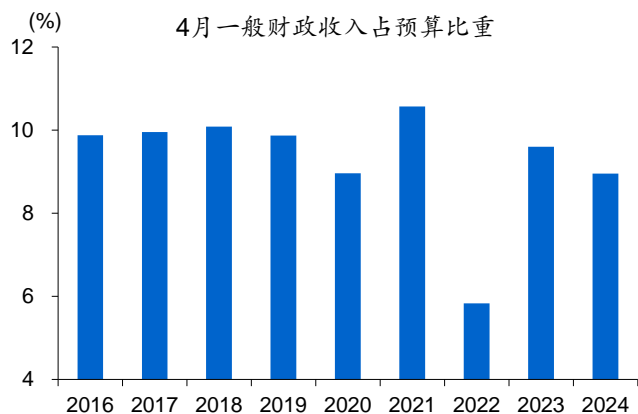


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

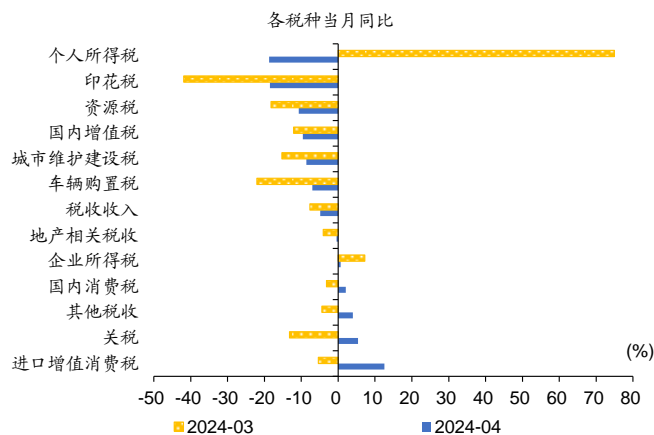


图表23: 2024年4月一般财政收入预算完成度为9%



来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 2024年4月进口增值税及消费税等增速较高



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