

## 宏观点评 20240521

### 4月财政：加力仍在继续

2024年05月21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

■ **公共财政收入与支出又“背道而驰”了。**在4月公共财政收入同比增速再续负值(-3.7%)的情况下，公共财政支出同比增速却录得了6.1%，表明财政支出力度依旧“在线”。而**财政支出增速赶超收入的现象，已持续8个月之久。**目前财政持续“加力”的背后，不仅讲述了基建投资同比增速下探、基建支出“上线”的故事，还讲述了“新质生产力”发展亟需提速、科技支出也需加大的故事。**透过4月新鲜出炉的财政数据，我们恰巧也能感受到当前政策加力方向的一些“蛛丝马迹”，具体来看：**

■ **一般公共预算收入：高基数下“难超当年”。**4月一般公共预算收入同比增速为-3.7%，但从绝对规模来看4月一般公共预算收入处于历史同期较高位置。财政部解释一般公共预算收入同比增速为负是因为“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”导致的。经我们计算，**剔除财政部所说的这些特殊因素，4月一般公共预算收入的同比增速应为1.4%，成功被“扭正”。**

不同税收收入中，谁为拉动项、谁又为拖累项？比起“春节效应”仍未完全褪去的3月，4月的数据更能测量当前宏观经济的“温度”。**透过4月的财政数据，我们也可以看出当前经济处于“冷暖两重天”的状态，**不过与外贸相关的税种均在发生明显好转，这说明了接下来外贸形势有望对经济形成有力支撑。

从增值税(4月同比增速-9.6%)、个人所得税(从3月75.0%的同比增速降至4月的-18.8%)、企业所得税(从3月7.3%的同比增速降至4月的0.7%)、地产相关税(4月同比增速-0.4%)、证券交易印花税(4月同比增速-60.8%)的“降温”可以看出，目前居民和企业信心并未完全企稳、地产的完全复苏并未到来。

而从消费税(从3月-3.2%的同比增速升至4月的2.1%)、进口环节增值税和消费税(从3月-5.4%的同比增速升至4月的12.5%)、外贸企业出口退税(从3月12.6%的同比增速升至4月的14.4%)、关税(从3月-13.2%的同比增速升至4月的5.4%)的“升温”可以看出，目前消费表现并不弱、外贸形势也在发生明显的好转。

■ **一般公共预算支出：“加力”力度不减。**在财政收入端表现略微逊色的情况下，财政支出端的发力仍在继续。4月一般公共预算支出同比增速为6.1%(3月为-2.9%)，已完成全年计划的31.3%，这一进度比起前四年30.5%的平均进度要快很多。透过财政支出细项数据来看，4月基建支出、民生支出、科技环保支出等均在清一色提速，这也意味着4月财政支出几乎往所有领域都“火力全开”了。不过，**我们依旧可以从数据中发现当前政策加力方向的一些“蛛丝马迹”**——比如4月同比增速“遥遥领先”的科技支出，恰逢与当前“新质生产力”的政策主旨相吻合；再如基建支出增速从3月的-4.6%升至4月的8.8%，这又与基建投资同比增速不断下探、“稳基建”重要性凸显的现状相对应。

■ **政府性基金收入：土地出让收入的“低温”传导至政府性基金收入。**4月政府性基金收入同比增速录得-18.2%(3月为-15.9%)，其“主成分”土地出让收入同比增速为-21.2%(3月为-18.7%)。这与前文所说的地产相关税“降温”、距离土地市场的完全好转尚有距离相对应。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19.1%(2022-2023年平均为18.2%)。

■ **政府性基金支出：来自于收入端“降温”、以及新增专项债发行偏慢的影响甚大。**4月政府性基金支出同比增速为-35.9%(3月为-23.2%)，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

#### 相关研究

《4月经济：地产“变调”的线索》

2024-05-17

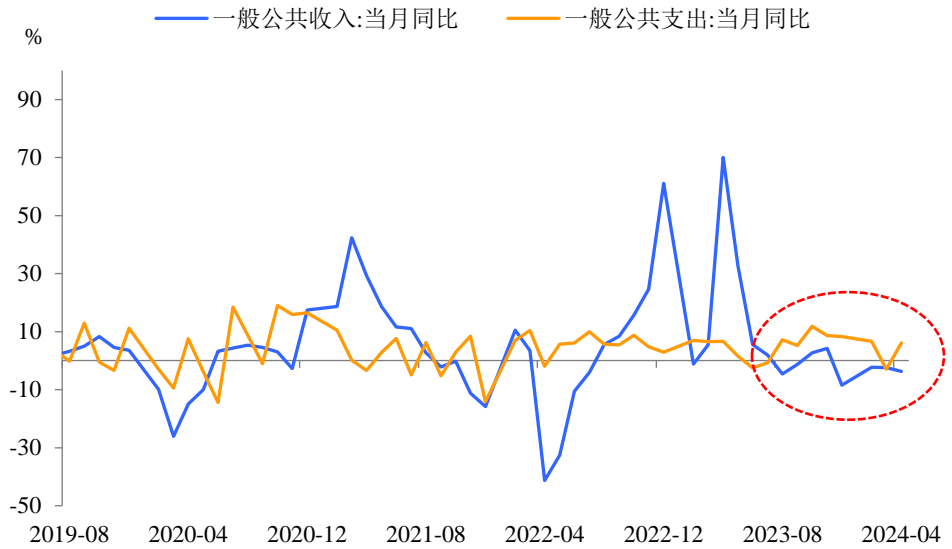
《美国4月通胀如何影响降息演绎》

2024-05-16

基金支出大概率将延续负增态势。

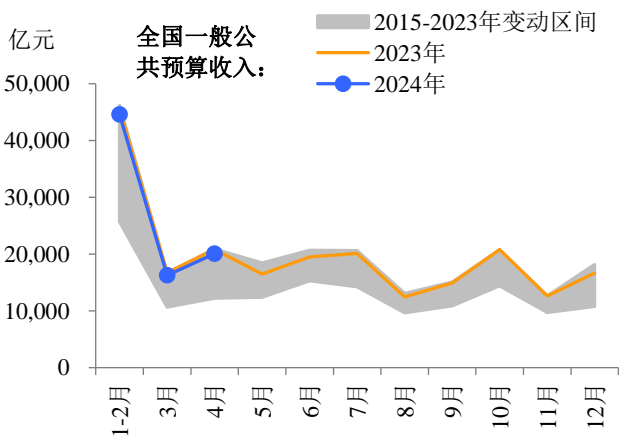
■ **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 财政支出同比增速赶超收入的现象已持续 8 个月之久



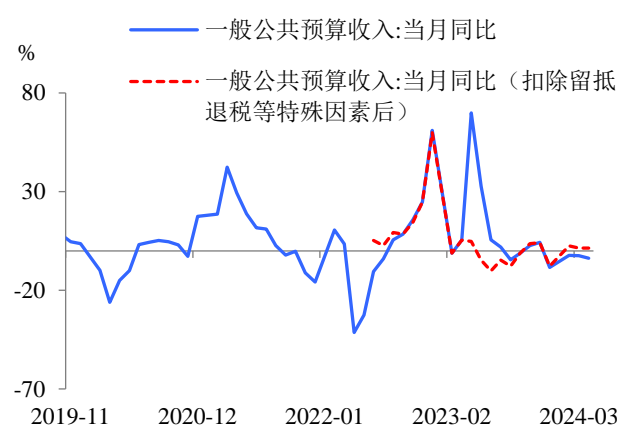
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 4月一般公共预算收入面对较高基数



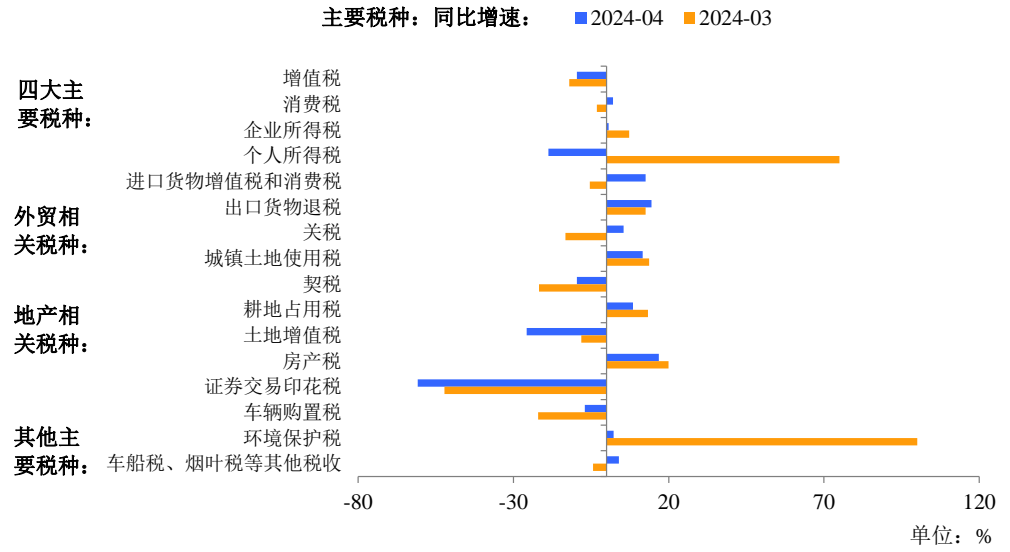
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 扣除特殊因素后的一般公共预算收入被“扭正”



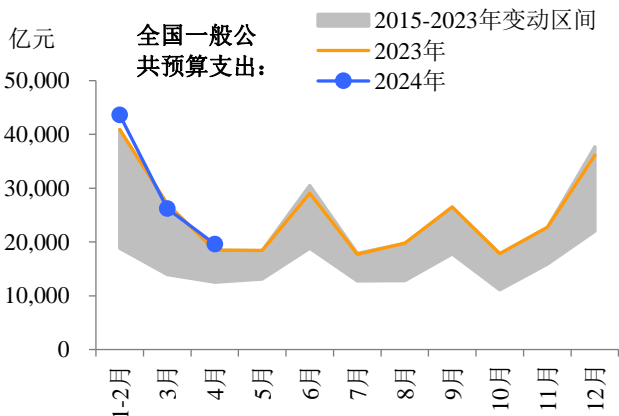
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：4月不同税种的表现



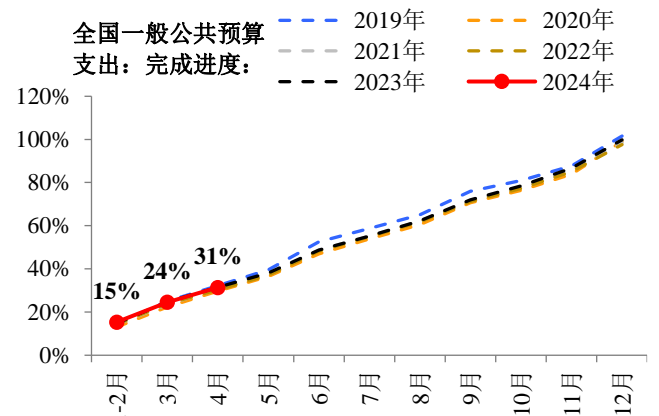
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：4月公共财政支出力度不减



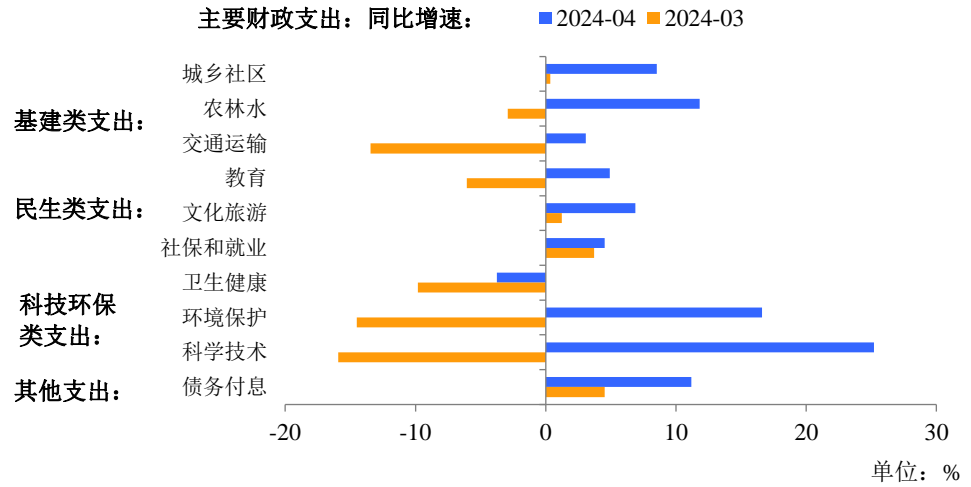
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：4月一般公共预算支出已完成全年计划的31.3%



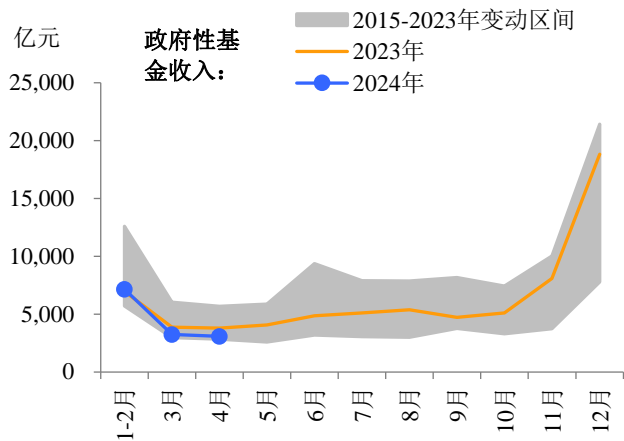
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：4月财政支出往不同领域“火力全开”



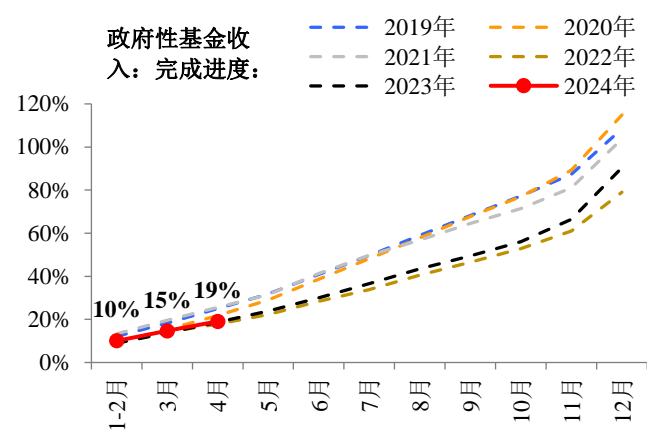
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：4月政府性基金收入仍在低位运行



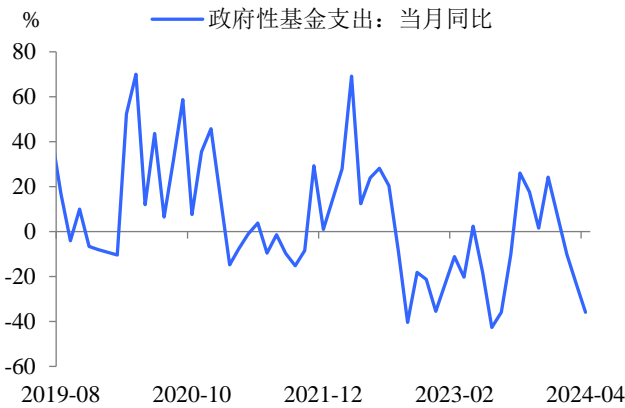
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：4月政府性基金收入已完成全年计划的19.1%



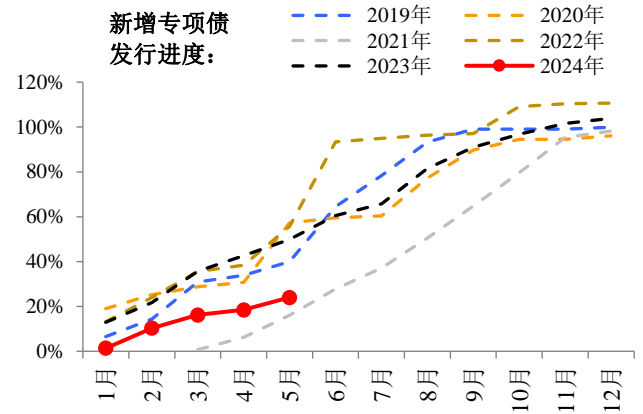
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 4月政府性基金支出大幅下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 4月新增专项债发行进度偏慢



注: 2024年5月新增专项债发行进度为截至5月20日数据。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2024年4月财政数据一览

4月财政数据一览 (当月同比, %)											
项目	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-04	2023-03
一般公共预算收入	-3.7	-2.4	-2.3	-8.4	4.3	2.6	-1.3	-4.6	1.9	70.0	5.5
四大税种											
个人所得税	-18.8	75.0	-15.9	-6.5	0.4	-1.4	-3.3	3.8	-0.8	8.6	-7.1
企业所得税	0.7	7.3	0.0	-1.9	9.9	0.6	3.2	-16.8	-16.0	-5.7	-2.9
国内消费税	2.1	-3.2	14.0	5.2	4.2	-3.4	35.3	4.2	14.5	3.0	-32.5
国内增值税	-9.6	-12.1	-5.3	-1.7	8.3	4.1	2.0	1.8	34.4	508.1	32.1
外贸相关											
进口环节增值税和消费税	12.5	-5.4	-1.3	29.2	3.3	7.5	-0.2	-3.9	-4.8	-4.2	2.6
外贸企业出口退税	14.4	12.6	23.9	141.7	23.2	5.9	12.8	15.9	-4.1	-34.1	14.0
关税	5.4	-13.2	-6.0	4.2	-7.3	0.0	-7.1	-9.6	-10.6	-6.0	-2.2
地产相关											
城镇土地使用税	11.6	13.7	11.1	-3.1	15.7	6.9	8.2	2.8	1.3	1.0	75.9
契税	-9.6	-21.8	6.6	0.5	1.8	2.5	-9.9	0.4	-2.0	25.0	10.3
耕地占用税	8.5	13.3	32.7	3.6	50.0	21.2	-3.8	39.6	-20.5	-29.9	-11.1
土地增值税	-25.7	-8.1	7.1	-35.1	-12.3	-5.2	-27.0	5.8	0.2	3.2	-13.0
房产税	16.8	19.9	21.5	18.3	16.2	20.2	21.5	20.6	20.1	17.4	135.6
<b>地产相关税</b>	-0.4	-4.1	11.6	-6.4	5.3	8.0	-11.9	5.6	4.0	10.7	10.4
其他税种											
证券交易印花税	-60.8	-52.3	-46.8	-50.5	-58.2	-42.5	-51.7	-15.3	-30.6	15.8	-32.7
车辆购置税	-7.0	-22.0	30.0	12.8	47.9	64.8	32.4	22.6	25.0	39.2	0.9
环境保护税	2.3	100.0	4.1	-20.0	-60.0	9.3	-60.0	33.3	2.3	2.3	33.3
资源税	-10.7	-18.3	-17.8	1.8	7.7	6.8	-5.9	-17.7	-19.8	-6.3	-14.1
城市维护建设税	-8.6	-15.3	-4.7	3.1	2.8	0.8	4.5	-7.3	5.1	28.4	9.6
其他税收	4.0	-4.4	4.8	1.8	24.8	7.2	-11.4	3.1	-1.0	2.0	18.2
非税收入	5.8	12.2	8.6	-10.3	9.8	0.6	-7.4	-15.0	-14.9	-9.7	5.0
一般公共预算支出	6.1	-2.9	6.7	8.3	8.6	11.9	5.2	7.2	-0.8	6.7	6.5
基建支出	8.5	0.4	19.6	36.6	13.6	14.3	8.5	7.9	-6.7	8.7	3.7
农林水事务	11.8	-2.9	25.3	10.5	17.1	14.6	10.1	4.8	-4.0	-0.6	10.3
交通运输	3.1	-13.5	4.1	11.4	12.0	17.5	18.6	6.8	-0.3	-2.5	-0.5
<b>基建类支出</b>	8.8	-4.6	17.9	19.0	14.7	15.1	11.3	6.2	-4.2	2.2	4.8
教育	4.9	-6.0	7.7	-2.9	11.9	13.7	2.7	3.4	2.6	18.1	9.0
文化旅游与传媒	6.9	1.2	6.9	-5.7	12.3	16.4	5.4	9.4	-1.6	13.8	0.6
社会保障和就业	4.5	3.7	3.7	8.6	13.1	15.5	8.5	15.7	2.5	13.3	9.3
卫生健康	-3.7	-9.8	-11.2	-13.4	-12.9	-2.2	-13.2	5.3	-2.9	-3.9	-1.7
<b>民生类支出</b>	3.1	-2.8	2.0	-2.4	6.5	11.0	1.2	8.6	1.3	11.0	6.3
科技环保支出	16.6	-14.5	4.5	6.7	10.5	21.0	-2.4	20.8	16.0	4.7	1.8
科学技术	25.2	-15.9	10.0	21.1	2.7	20.8	35.5	-17.2	-16.6	7.8	14.5
其他支出	11.2	4.5	5.1	-8.3	17.5	1.7	15.6	-3.1	-2.5	-3.3	4.8
政府性基金收入	-18.2	-15.9	2.6	6.2	1.2	-18.4	-20.4	-18.5	-6.0	1.4	-17.6
地方政府土地出让收入	-21.2	-18.7	0.0	1.8	-1.5	-25.4	-21.3	-22.2	-10.1	-0.7	-23.2
政府性基金支出	-35.9	-23.3	-10.2	24.2	1.6	17.7	26.1	-10.1	-35.8	2.4	-20.2

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>