

## 掠过财政的“洼地”

### ——4月财政数据分析

#### 核心观点：

5月20日，财政部发布2024年4月份财政收支数据：1-4月份累计全国一般公共预算收入80926亿元，同比-2.7%，按财政部公布数据，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。累计支出89483亿元，同比增长3.5%。1-4月累计政府性基金预算累计13484亿元，同比降低7.7%，支出22198亿元，同比降低20.5%。

**一、4月收支概览：财政收入的短期“洼地”。**从4月份财政整体收支概览来看，一本账和二本账在收入端均处于年初至今的低点，其中一般公共预算收入主要受到去年年初税收增速大幅攀升的基数影响，1-4月累计收入增速-2.7%（前值：-2.3%），而政府性基金收入端主要是土地出让收入的小幅回落，1-4月地方累计土地出让收入增速进一步下探至-10.4%（前值：-6.7%）。支出端，受到年初化债政策的调整，专项债发行进度偏慢，限制了政府性基金支出的发力，财政支出主要依靠一本账的靠前发力，1-4月份一般公共预算累计支出增速3.5%（前值：2.9%），在季节性支出低点的4月，一本账支出强度仍然维持了111%，高于过去五年均值水平（106%）。

**二、收入端：哪些因素导致4月财政收入增速落入“洼地”？**一是基数作用方面，主要是去年中小微企业缓税集中入库和2022年的留抵退税的波动影响。其中中小微企业缓税规模未见公开数据，我们仅能根据之前留抵退税金额将该项基数因素剔除，剔除后2023年4月增值税增速由58%降至10.41%，我们认为平抑波动后的高增速即为缓税政策的影响。从政策和数据判断，这一基数因素将在6月后逐步消散。二是基数因素之外，消费和个税收入的降低还反映了4月需求端的弱复苏。根据我们的测算，扣除去年三项扣除政策调整的因素之外，1-4月份个税增速仍有4.4%的降幅（统计数据为-7%）。个税负增长与消费增速回落以及消费结构中偏向必选消费的特征，反映当前经济在需求端的弱势复苏。三是土地收入持续降低对广义财政收入的拖累，鉴于当前地产增量政策重在“去库存”，对于投资端的拉动作用还需观察，我们认为未来短期内土地收入仍将承压。

**三、支出端：稳增长方面，一本账提速难抵广义财政放缓。**国债项目加速落地，支出端一般公共预算主要支出增速在4月均有回升，其中基建相关增速进一步提升。但4月专项债发行进度仍然偏缓，发行进度为23.4%，较去年同期净融资规模降低7000亿左右。这部分对基建的拖累影响显然高于一本账基建支出四项合计较去年多增的1400亿元。因此，我们看到4月经济数据中基建投资（不含电力）增长7.78%，增速较上月放缓1个百分点。

**四、政府债发行：政策预期逐步兑现，后续政策力度可期。**4月份整体政府债发行进度在专项债偏慢和国债到期量较大的影响下，到达年内净融资低谷。其中4月地方一般债和专项债净融资额分别为92.36亿元和456.94亿元，均处于年初至今的低点，而国债方面受4月到期量较大影响，净融资额为-984.44亿元。这也是4月社融数据短期波动的主要因素之一。但伴随特别国债在5月的启动发行以及后续大规模专项债的发行提速，我们预计4月份的财政“洼地”将很快掠过。从高频数据来看，截止2024年5月13日，全年新增政府债额度使用进度为20.6%，总体落后过去五年均值8.5pct，剩余未使用额度7.11万亿元。其中专项债3.1万亿、国债2.6万亿、特别国债1万亿、地方一般债4000亿左右。我们按照超长期特别国债招标期内平滑发行、专项债按往年惯例10月底前平滑发行完毕的进度简单测算：预计政府债发行将自5月开始逐步放量，7-9月份或将是供给高峰。伴随后续政府债券的发力，有望带动基建增速、物价和预期的多重改善，财政收入亦将有所回升。

#### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

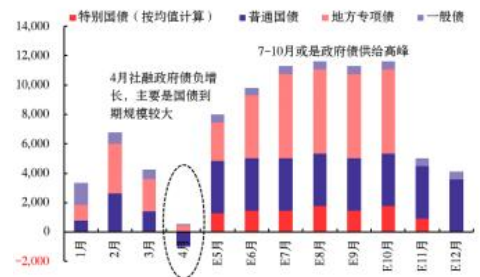
✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

#### 研究助理

聂天奇

#### 政府债净融资及后续发行量预测（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

#### 风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.财政政策不及预期的风险
- 3.经济超预期下行的风险
- 4.测算方式和前提假设偏差的风险

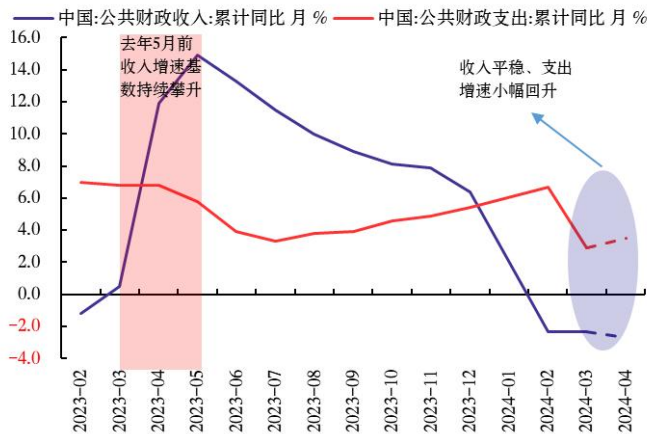
## 目 录

一、 4 月收支概览：财政收入的短期“洼地” .....	3
二、 收入端：哪些因素导致 4 月财政收入增速落入“洼地”？ .....	3
三、 支出端：稳增长方面，一本账提速难抵广义财政放缓 .....	6
四、 政府债发行：政策预期逐步兑现，后续政策力度可期 .....	6

## 一、4月收支概览：财政收入的短期“洼地”

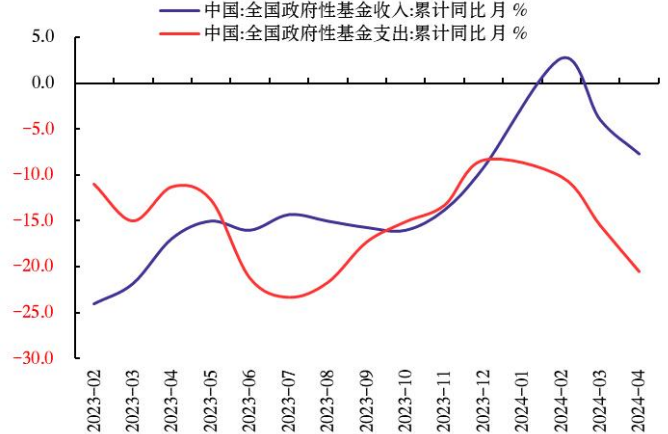
从4月份财政整体收支概览来看，一本账和二本账在收入端均处于年初至今的低点，其中一般公共预算收入主要受到去年年初税收增速大幅攀升的基数影响，1-4月累计收入增速-2.7%（前值：-2.3%），而政府性基金收入端主要是土地出让收入的小幅回落，1-4月地方累计土地出让收入增速进一步下探至-10.4%（前值：-6.7%）。支出端，受到年初化债政策的调整，专项债发行进度偏慢，限制了政府性基金支出的发力，财政支出主要依靠一本账的靠前发力，1-4月份一般公共预算累计支出增速3.5%（前值：2.9%），在季节性支出低点的4月，一本账支出强度仍然维持了111%，高于过去五年均值水平（106%）。

图1：全国一般公共预算收入及支出累计同比增速



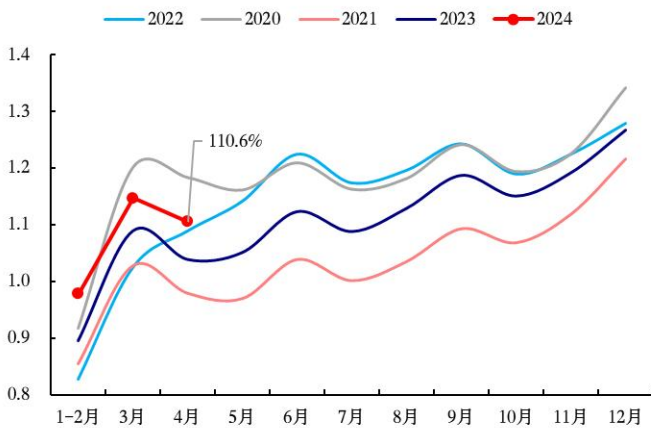
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：全国政府性基金收入及支出累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：一本账支出强度（支出/收入）



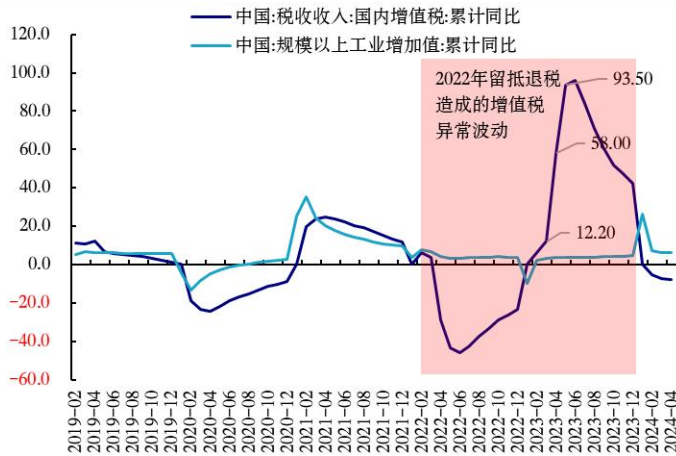
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、收入端：哪些因素导致4月财政收入增速落入“洼地”？

从4月收入增速来看，多项税收收入累计增速均有降低，但其背后或存在多种因素交织。

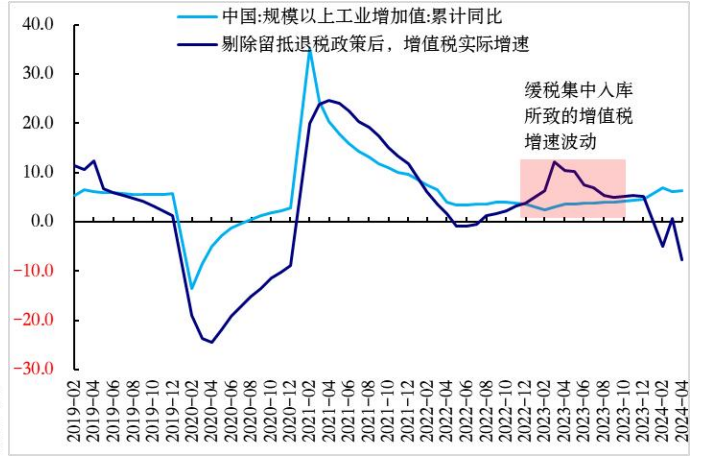
一是基数作用，既去年年初中小微企业的缓税集中入库以及2022年大规模留抵退税政策均抬高了上半年基数，2023年增值税增速由3月份12.2%持续大幅抬升至5月份的93.5%。其中去年年初中小微企业缓税集中入库的情况尚未见公开数据，但留抵退税对过去两年增值税增速的异常波动可以通过2022年财政数据进行调整。如图4、图5所示，经过调整后的增值税增速与工业增加值增速相关性显著回归，4月份增值税累计同比增速由58%降至10.41%。

图 4：受留抵退税影响，增值税增速与工业增加值增速大幅背离（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：剔除留抵退税影响后的增值税增速与工业增加值增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

但去年 2 月份开始增值税增速仍有一段时期与工业增加值背离，我们认为这部分波动异常既所谓的缓税集中入库所致，如图 5 所示。这一基数效应预计在 6 月份后逐步回归均值。根据 2022 年国税总局和财政部发布的《关于制造业中小微企业继续延缓缴纳部分税费有关事项的公告》，对 2021 年 12 至 2022 年 7 月税收申报期的中小微企业缓交的企业所得税、个人所得税、国内增值税、国内消费税及附征的城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加于 2023 年 1 月至 5 月期间到期。这与我们调整后的增值税增速在去年年初的波动一致，预计这一基数效应将在 6 月份后逐步回归。

图 6：按月申报缴税的纳税人缓税期和到期月份

税款所属期（按月）	原申报缴纳月份	缓缴期限	缓缴到期月份
2021 年 11 月	2021 年 12 月	已缓缴 9 个月	2023 年 1 月
		再缓缴 4 个月	
合计 13 个月			
2021 年 12 月	2022 年 1 月	已缓缴 9 个月	2023 年 2 月
		再缓缴 4 个月	
合计 13 个月			
2022 年 2 月	2022 年 3 月	已缓缴 6 个月	2023 年 1 月
		再缓缴 4 个月	
合计 10 个月			
2022 年 3 月	2022 年 4 月	已缓缴 6 个月	2023 年 2 月
		再缓缴 4 个月	
合计 10 个月			
2022 年 4 月	2022 年 5 月	已缓缴 6 个月	2023 年 3 月
		再缓缴 4 个月	
合计 10 个月			
2022 年 5 月	2022 年 6 月	已缓缴 6 个月	2023 年 4 月
		再缓缴 4 个月	
合计 10 个月			
2022 年 6 月	2022 年 7 月	已缓缴 6 个月	2023 年 5 月
		再缓缴 4 个月	
合计 10 个月			

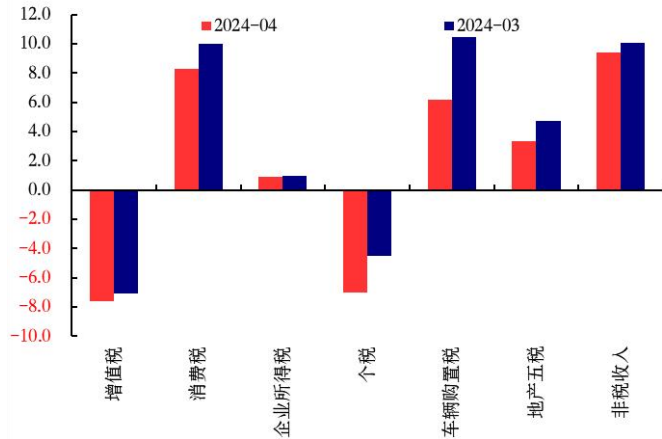
资料来源：国家税务总局、财政部，中国银河证券研究院

二是基数因素之外，消费和个税收入的降低还反映了 4 月需求端的弱复苏。2024 年 1-4 月份个人所得税累计同比增速为-7%（前值-4.5%），消费税增速 8.3%（前值-10%），车辆购置税增速



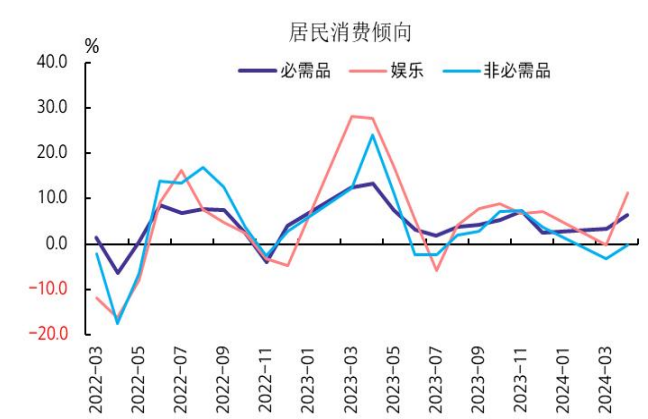
6.2%（前值 10.5%），从收入到消费的结构调整值得关注。其中关于个人所得税我们在年初报告中便提出，剔除去年三项扣除政策调整因素后仍有小幅回落。目前影响短期波动的春节因素在 4 月份已经消除，根据去年税务总局的口径，2023 年三项专项附加扣除标准的提高，使得 2023 年全年个税减税规模达到 391.8 亿元。按照过去 1-4 月份占全年个税比重 36% 左右的比例，1-4 月份因个税政策调整而减少的个税规模应在 140 亿元，而今年 1-4 月份累计个税收入 5007 亿元，较去年同期少收 377 亿元，也就是说还有 236 亿元（对应 4.4% 的个税降幅）是政策调整之外实际个税降幅。

图 7：2024 年 3 月及 4 月主要税收收入累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：居民消费倾向

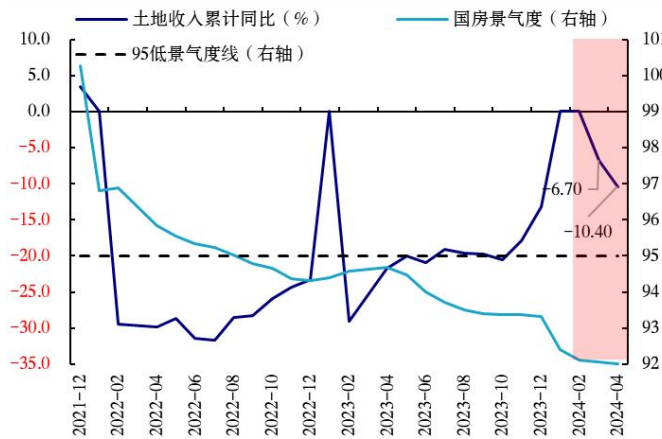


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**消费税和车辆购置税的增速放缓与 4 月经济数据消费增速的小幅落于预计及结构性变化具有高度一致。**即 2024 年 4 月份社会零售总额增速 2.3%，低于市场预期（WIND3.8%），结构上必需品消费仍然稳健，非必需品消费继续负增长。其中在税收补贴的基础影响下，汽车消费增长-5.6%，增速继续下滑。在居民收入和预期的弱复苏之下，消费的韧性值得关注。

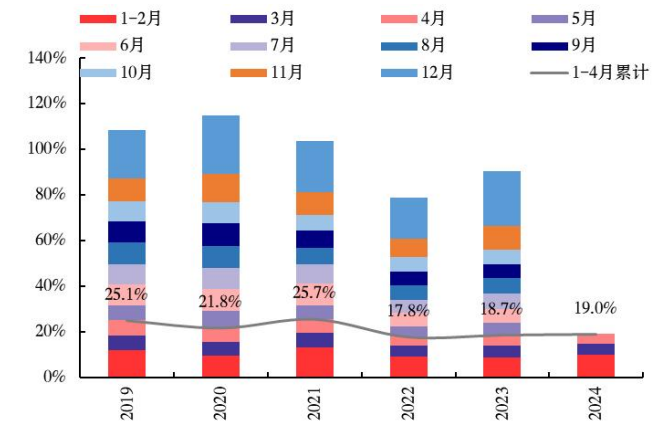
**三是土地收入持续降低对广义财政收入的拖累，短期或仍将承压。**今年年初预算草案对于地产和土地出让收入的预期是与去年基本保持稳定，但 1-4 月份土地出让收入和高频数据来看，地产行业的预期仍然偏弱，1-4 月土地出让收入累计同比增速-10.4%，较上月进一步下滑，目前政府性基金收入完成进度仅 19%，低于过去五年均值水平（21.8%）。对此，我们看到 4 月底的政治局会议和 5 月 17 日吹风会均对地产行业政策做出重大调整。我们预计伴随后续政策落地，行业预期和土地收入有望在 3 季度有所改善，但目前所出的增量地产政策仍以去库存为主，而地产开发投资和土地收入的回暖或需待到年底或明年年初，短期内土地出让收入仍将承压。

图 9：国房经济度与土地收入累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：政府性基金预算收入完成进度

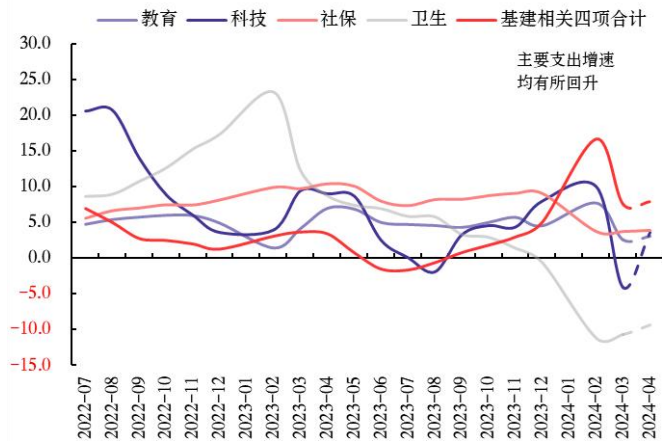


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 三、支出端：稳增长方面，一本账提速难抵广义财政放缓

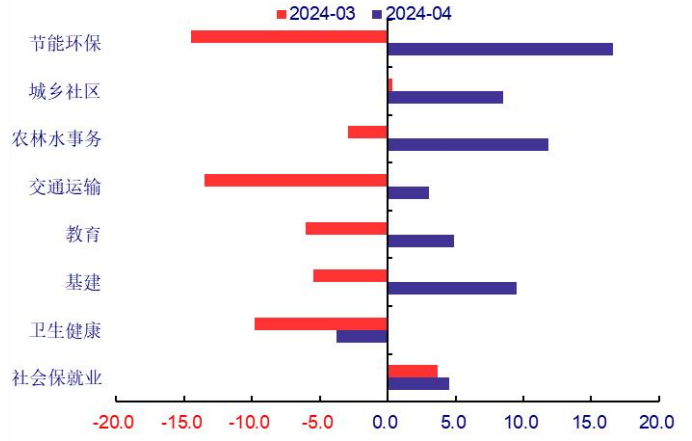
国债项目加速落地，支出端一般公共预算各项支出增速4月均有回升。其中科技、教育、基建累计增速分别为3.61%、3.06%、7.93%，较上月增速均有不同程度的持续抬升。其中拉动4月基建总体支出进一步高增的边际变化主要来自于节能环保、城乡社区、以及农林水事务，仍然是去年新增万亿国债的项目落地带动。根据5月21日发改委发布会表述：去年新增特别国债涉及总计1.5万个项目，目前已开工1.1万个，开工率超过70%，其中与民生相关项目已基本完工，部分水利工程项目也在陆续开工。与一般公共预算对应支出项目增速表现一致。

图 11：一般公共预算各项支出累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

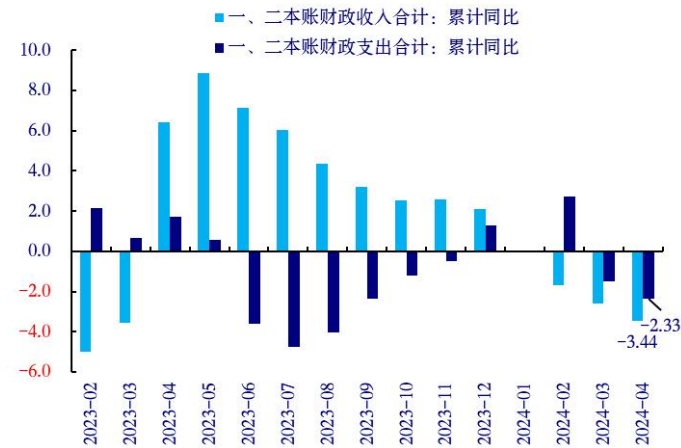
图 12：一般公共预算各项支出当月同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

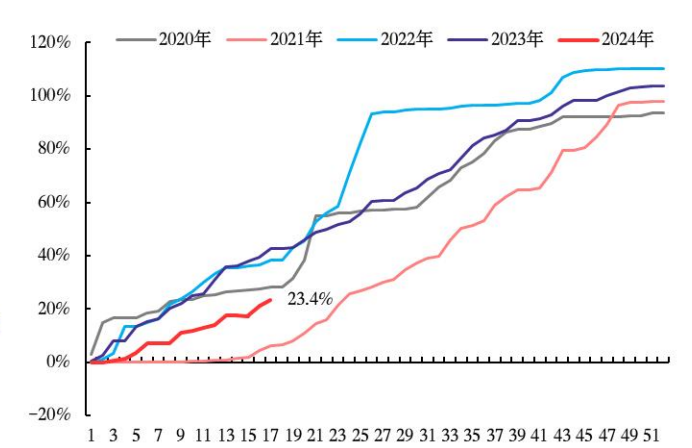
但受专项债发行进度偏缓的影响，一本账用于基建稳增长的支出高增难抵广义财政的降速。虽然1-4月份一般公共预算累计支出增速为3.5%，但与二本账合并后的合计累计增速仍为-2.33%。其中4月份专项债发行进度为23.4%，较去年同期净融资规模降低7000亿左右。这部分对基建的拖累影响显然高于一本账基建支出四项合计较去年多增的1400亿元。因此，我们看到4月经济数据中基础设施投资（不含电力）同比增长7.78%，增速较上月放缓1个百分点。

图 13：一、二本账合计收支累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14：专项债发行进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 四、政府债发行：政策预期逐步兑现，后续政策力度可期

4月份整体政府债发行进度在专项债偏慢和国债到期量较大的影响下，到达年内净融资低谷。其中4月地方一般债和专项债净融资额分别为92.36亿元和456.94亿元，均处于年初至今的低点，而国债方面受四月到期量较大影响，净融资额为-984.44亿元，政府债净融资低谷也是4月社融数据请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

据短期波动的主要因素之一。

但伴随特别国债在 5 月的启动发行以及后续大规模专项债的发行提速，我们预计 4 月份的财政“洼地”即将掠过。从政府债发行高频数据来看，截止 2024 年 5 月 13 日，全年新增政府债额度（含特别国债）使用进度为 20.6%，总体落后过去五年均值 8.5pct，剩余未使用额度 7.11 万亿元。其中专项债 3.1 万亿、国债 2.6 万亿、特别国债 1 万亿、地方一般债 4000 亿左右。

我们按照超长期特别国债计划内平滑发行、专项债按往年惯例 10 月底前平滑发行完毕的进度简单测算后续政府债总供给量：如图 15 所示，自 5 月开始将逐步放量，7-9 月份或将是供给高峰。伴随后续政府债券的发力，有望带动基建增速、物价和预期的多重改善。

图 15：1-4 月政府债合计净融资规模及后续债券发行量预测（亿元）

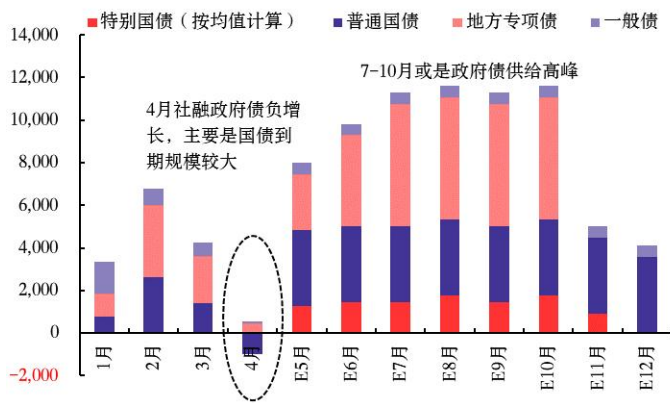
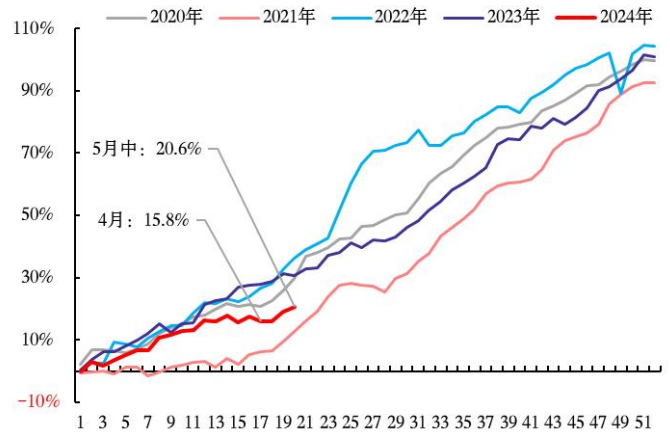


图 16：政府债合计发行进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: 全国一般公共预算收入及支出累计同比增速 .....	3
图 2: 全国政府性基金收入及支出累计同比增速 .....	3
图 3: 一本账支出强度 (支出/收入) .....	3
图 4: 受留抵退税影响, 增值税增速与工业增加值增速大幅背离 (%) .....	4
图 5: 剔除留抵退税影响后的增值税增速与工业增加值增速 (%) .....	4
图 6: 按月申报缴税的纳税人缓税期和到期月份 .....	4
图 7: 2024 年 3 月及 4 月主要税收收入累计同比增速 (%) .....	5
图 8: 居民消费倾向 .....	5
图 9: 国房经济度与土地收入累计同比增速 .....	5
图 10: 政府性基金预算收入完成进度 .....	5
图 11: 一般公共预算各项支出累计同比增速 (%) .....	6
图 12: 一般公共预算各项支出当月同比增速 (%) .....	6
图 13: 一、二本账合计收支累计同比增速 (%) .....	6
图 14: 专项债发行进度 .....	6
图 15: 1-4 月政府债合计净融资规模及后续债券发行量预测 (亿元) .....	7
图 16: 政府债合计发行进度 .....	7



## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊 中国银河证券首席经济学家。**

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn