

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

相关报告

投资要点

- 2024年4月份财政数据于5月20日公布。1-4月份一般公共预算收入累计8.1万亿元，同比增速-2.7%，表现不佳，自2024年以来，公共财政收入同比持续为负。2021-2023年同期增速分别为3.6%（两年复合）、-4.8%、3.3%（两年复合）。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2.0%左右。前4个月一般公共预算收入进度偏慢，仅完成全年全国公共财政收入预算的36.1%，过去5年均值为36.9%。
- 第一本账收入主要受税收收入拖累。1-4月税收累计6.7万亿元，同比-4.9%，非税收入1.4万亿元，同比9.3%。分税种来看，1) 规模排名前四的税种国内增值税、国内消费税、企业所得税和个人所得税同比增速分别为-7.6%、8.3%、0.9%、-7.0%，增速均较3月份有所下行。四大税种增速下行，可能均与名义经济增速仍然偏低有关；国内消费税增速下滑，与4月份商品零售增速较低相互印证，反映当前国内消费仍有待提振；企业所得税相较去年同期与3月份下行，一方面受到去年同期中小微企业缓税入库抬高基数影响，另一方面也与工业品出厂价格持续低位运行有关；4月份个人所得税降幅走阔，累计同比增速自去年2月份以来持续为负。2) 与进出口有关的税种表现较好，进口环节增值税累计同比增速自2023年以来首次转正，反映我国进口需求上升；外贸企业出口退税规模降幅收窄，反映随着海外制造业逐渐进入补库周期，外需有所提振；3) 土地和房地产相关税收中，房产税、城镇土地使用税和耕地占用税分别累计同比增长19.2%、12.1%和20.2%，增速较快，但并不能直接反映拿地情况改善，4月份土地出让依然不乐观。
- 第一本账支出端增长3.5%，主要受基建相关支出项目拉动。1-4月份，同比增长最快的支出项目分别为农林水事务（12.7%）、城乡社区事务（11.5%）和债务付息（6.8%），前两者均为基建相关支出项目。基建四项合计支出自去年9月份以来由负转正，今年1-4月累计同比增速升至7.9%，可能是因为去年8月份以来，专项债加速发行，9月份以来国债加速发行，10月份1万亿增发国债用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，直接投向水利等基础设施领域，且增发国债当前已大部分开工有关。

1万亿增发国债拉动基建投资。3月21日，国新办新闻发布会表示，“过去一年，我国增发1万亿元国债，到今年2月，国家发改委已经分三批下达完毕1万亿元增发国债项目清单，增发国债资金已经全部落实到1.5万个具体项目。”“从支持领域看，1万亿元增发国债中，超过一半用于防洪排涝等相关水利设施建设，超过2000亿元用于京津冀等地的灾后重建，其余资金主要用于自然灾害应急能力提升，以及森林火灾等综合防治体系建设。这些领域的项目建设，……客观上也会推动基础设施投资保持稳定增长。”

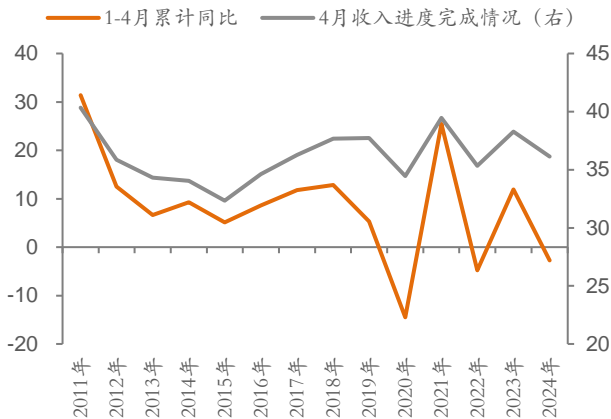
但从实物工作量的形成来看，影响可能从2024年下半年开始体现。5月19日，据央视新闻，国家发改委透露，目前，增发国债项目已落地的1.5万个项目中，1.1万个已经开工建设，开工率达到72%，剩余项目将力争在6月底前全部开工。目前，灾后恢复重建项目总体进展比较快，京津冀3省市的项目开工率已达到95%，而相比全国层面72%的开工率，其余省份开工进程可能偏慢。

另外，社保就业支出增速5.7%，增速有所上升，社保就业+卫生合计增速-0.7%，主因疫情过后卫生健康领域的支出有所放缓，卫生健康领域支出同比下降9.4%。
- 1-4月广义收入同比下降3.4%，广义支出同比下降2.3%。1-4月广义财政（一般公共预算+政府性基金预算）收入累计增速自今年以来转负，一般公共预算和政府性基金预算收入均为负，主要与政府卖地收入减少有关（-10.4%）；1-4月广义财政支出累计增速-2.3%，降幅相比上月走阔，主要受开年以来专项债发行节奏偏慢的拖累。今年以来新增专项债发行速度较慢，4月份实际发行/计划发行仅为44%。前4个月累计新增专项债进度为18.5%，远低于2019-2023年均值（30%），或反映各地基建项目储备较少、开工偏慢。
- 关注基建发力的节奏和持续性。2024年，全国两会明确表示，为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。4月30日政治局会议表示，要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度。但从5月13日财政部公布的特别国债发行计划来看，1万亿超长期特别国债的发行相对分散地分布在5-11月，6-10月发行只数相对较多。再结合去年增发的1万亿国债开工速度较慢，以及今年新增专项债发行节奏偏慢，基建支出发力可能相对靠后，可持续性也有待观察。
- 风险提示：财政政策调整超预期，收入和支出节奏不及预期，数据更新不及时等。

图表目录

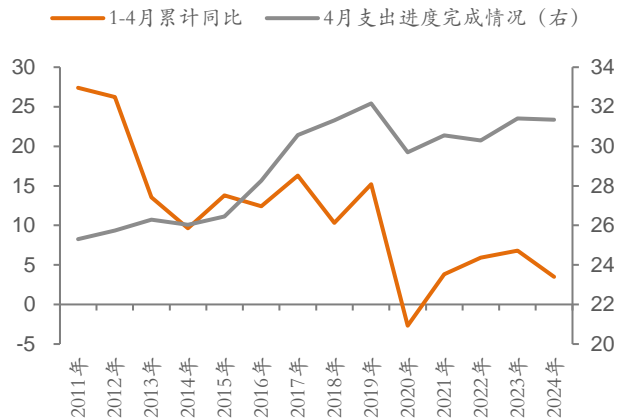
图表 1: 一般公共预算收入同比与完成进度 (%)	- 3 -
图表 2: 一般公共预算支出同比与完成进度 (%)	- 3 -
图表 3: 土地出让收入与商品房销售额增速 (%)	- 3 -
图表 4: 政府性基金收支均负增长 (%)	- 3 -
图表 5: 财政支出分项增速 (%)	- 3 -
图表 6: 2023Q4 以来基建支出增速回正 (%)	- 4 -
图表 7: 社保就业支出增速回升 (%)	- 4 -
图表 8: 广义财政收支增速放缓 (%)	- 4 -
图表 9: 滚动赤字率测算 (%)	- 4 -

图表 1: 一般公共预算收入同比与完成进度 (%)



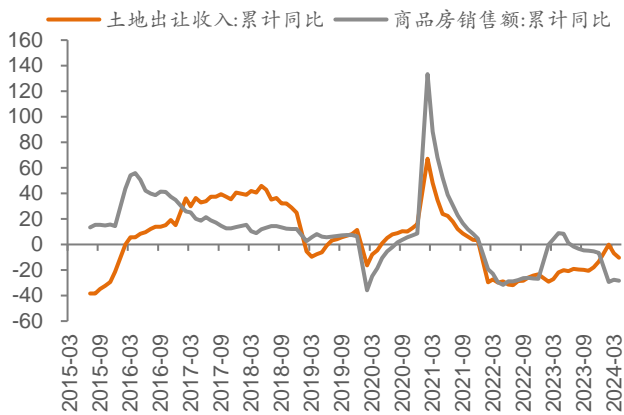
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 一般公共预算支出同比与完成进度 (%)



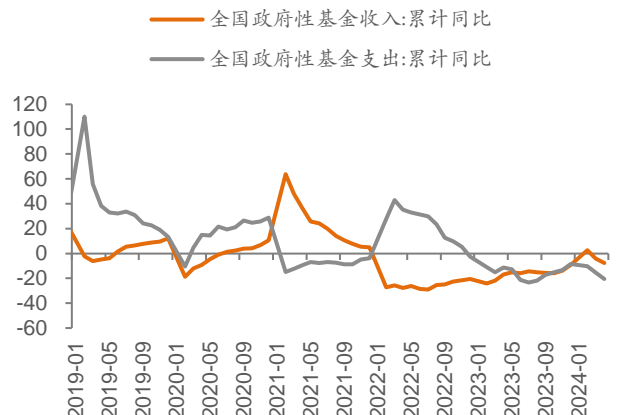
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 土地出让收入与商品房销售额增速 (%)



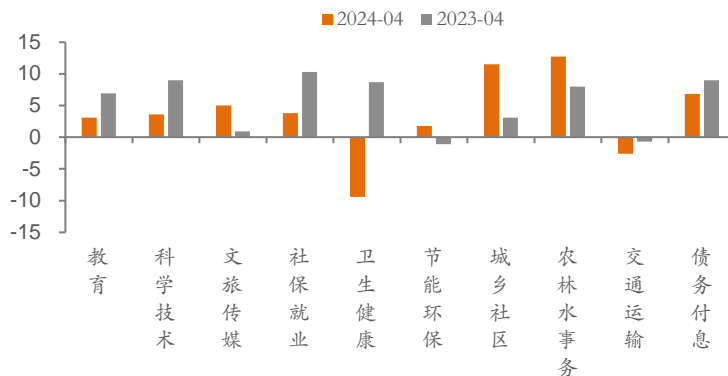
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 政府性基金收支均负增长 (%)

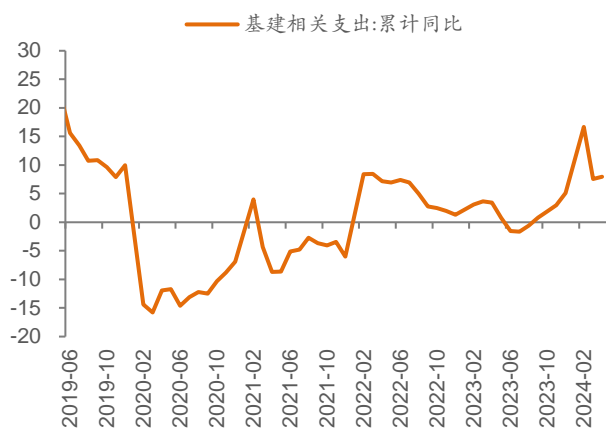


来源: WIND, 中泰证券研究所

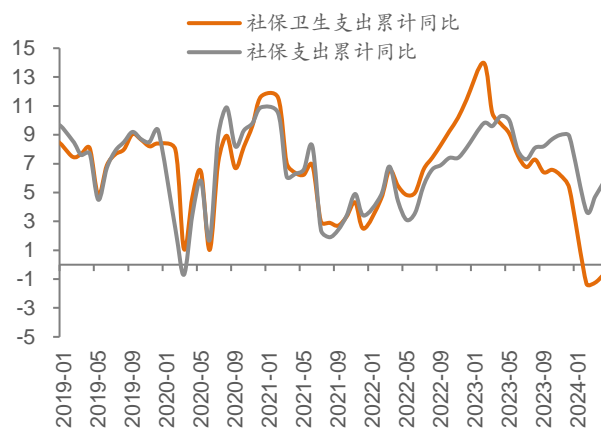
图表 5: 财政支出分项增速 (%)



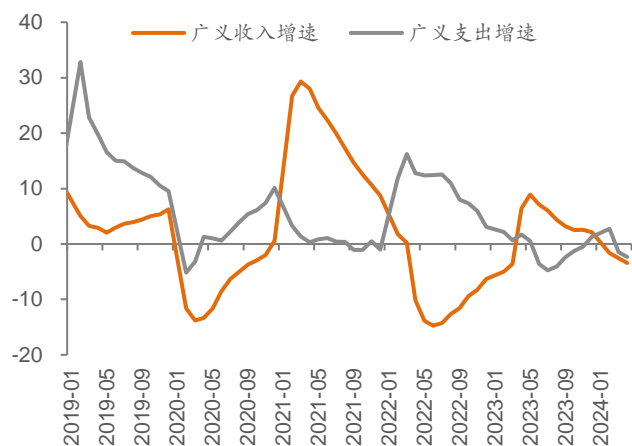
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2023Q4 以来基建支出增速回正 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 社保就业支出增速回升 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 广义财政收支增速放缓 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 9: 滚动赤字率测算 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 狭义滚动赤字率=一般公共预算赤字(12个月累计)/GDP(12个月累计); 广义滚动赤字率=全国政府性基金预算赤字(12个月累计)/GDP(12个月累计)。

风险提示: 财政政策调整超预期, 收入和支出节奏不及预期, 数据更新不及时等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。