

财政收支与企业利润合并分析：如何推进减税降费？



YONGXING SECURITIES

核心观点

1. 企业利润分析：2024年1-5月工业企业营业收入累计同比2.90%（前值2.60%）；利润累计同比3.40%（前值4.30%），利润当月同比0.70%（前值4.00%）。

（1）5月工业企业利润增速虽小幅回落，但从以下四个方面看，我们认为工业总体上是趋于修复的：一是5月工业增加值与PPI增速环比都是增长的。二是1-5月工业产成品库存增速保持回升。三是1-5月工业企业资产与负债合计同比增速都持平前值。四是按两年复合增速计算，2024年1-5月工业企业的累计利润相比2022年同期年均增速也进一步收窄降幅。

（2）展望6月数据，PPI翘尾因素将进一步收窄降幅，但CRB指数月度均值同比增速出现回落。综合判断，我们认为6月PPI可能持平或小幅收窄降幅，这指向工业品库存周期进一步回升。

2. 财政收支分析：2024年1-5月公共财政收入累计同比-2.80%（前值-2.70%），财政支出累计同比3.40%（前值3.50%）；全国政府性基金收入累计同比-10.80%（前值-7.70%），支出累计同比-19.30%（前值-20.50%）。

（1）财政收入结构：5月中央财政收入降幅扩大但地方本级财政收入增速保持恢复，税收收入降幅扩大但非税收入进一步加速。而从主要税种来看，国内增值税与个人所得税的降幅收窄，企业所得税和国内消费税出现了降速，仅进口环节税加速。

（2）财政支出增速：当前中央财政支出增速相对较高而收入增速同比下降，地方财政支出增速相对较低但财政收入保持正增长，同时由于土地使用权出让收入的影响，政府性基金支出增速也处于负值状态。因此需要进一步调动地方政府落实积极财政政策的积极性。

3. 如何进一步落实减税降费？减税降费能驱动经济增长，扩大税基，增加税收收入，但中国税制还需要“理顺中央与地方财政分配关系，支持地方政府落实减税降费政策、缓解财政运行困难”。所以需要理顺中央、地方、市场三者的关系。我们认为这项改革可能会坚持三方面原则：一是保持现有财力格局总体稳定，调动中央与地方两个积极性；二是建立更加均衡合理的分担机制；三是完善地方税制，培育壮大地方税源，增强地方应对更大规模减税降费的能力。

投资建议

工业品价格与产成品库存周期都进入底部回升状态，应关注企业利润的修复。同时，二十届三中全会已确定于7月15日至18日召开，应高度关注财税体制改革，及其可能带来的减税降费效应。

风险提示

1. 地缘政治冲击可能推升能源价格；2. 美联储推迟降息可能影响全球进出口；3. 外部环境变化可能影响中国出口。

日期：2024年07月01日

分析师：高明

E-mail：gaoming@yongxingsec.com

SAC编号：S1760524050003

相关报告：

《从结构数据中发掘亮点》

——2024年06月18日

《回升的持续性需要巩固》

——2024年06月14日

正文目录

1. 工业利润分析	3
2. 财政收支分析	4
3. 如何落实减税降费?	5
4. 投资建议	7
5. 风险提示	7

图目录

图 1: 工业企业利润当月同比增速	3
图 2: 工业企业营业收入与利润总额累计同比增速	3
图 3: 工业企业利润累计同比: 分所有制类型	3
图 4: 工业企业资产与负债增速	3
图 5: PPI 与工业企业产成品库存周期	4
图 6: PPI 与 CRB 指数月度均值	4
图 7: 全国公共财政收入与支出累计同比增速	5
图 8: 税收收入增速与非税收入增速	5
图 9: 公共财政收入增速: 分中央与地方本级	5
图 10: 公共财政支出增速: 分中央与地方本级	5
图 11: 全国政府性基金账户收入与支出累计同比增速	5
图 12: 土地使用权出让收入及其所安排的支出增速	5
图 13: 国内增值税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 14: 企业所得税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 15: 国内消费税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 16: 个人所得税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 17: 进口环节税: 累计同比增速及占税收总额比重	6
图 18: 出口退税: 累计同比增速及占税收总额比重	6

1. 工业利润分析

5月工业企业利润增速虽然小幅回落,但从以下四个方面看,我们认为工业总体上还是趋于修复的。

(1)从已经发布的价格和数量数据来看,5月工业生产是环比增长的。数量方面,工业增加值5月环比0.30%;价格方面,5月PPI环比0.20%,这是2023年11月以来首次转正。

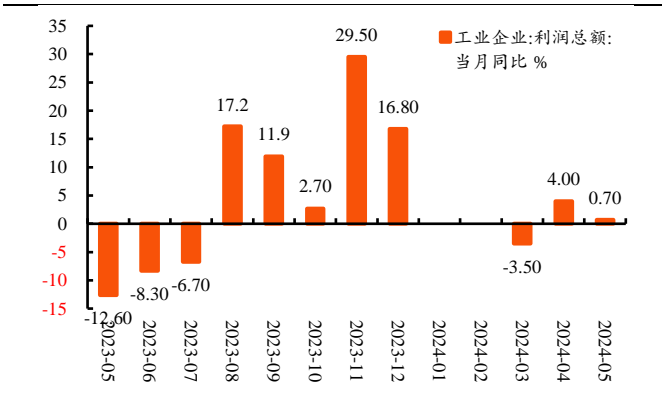
(2)工业产成品库存增速保持回升。1-5月工业企业产成品库存累计同比3.60%(前值3.10%),保持恢复趋势。

(3)工业企业资产与负债增速都没有下降。1-5月工业企业资产合计同比6.00%(前值6.00%),负债合计同比5.70%(前值5.70%)。

(4)从两年复合增速来看:2024年1-5月工业企业累计利润总额比2022年同期年平均增长-8.37%(前值-9.46%),进一步收窄降幅。

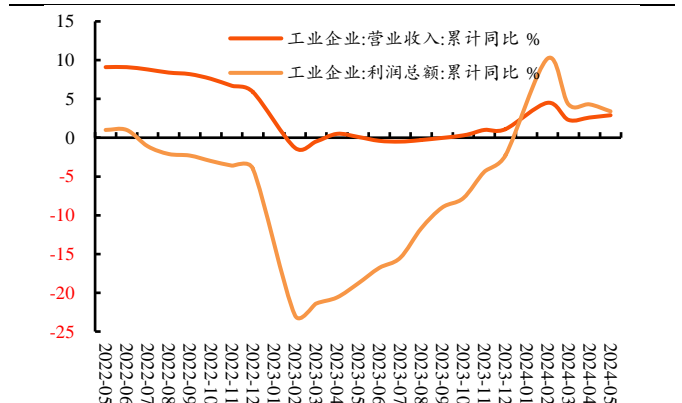
展望6月,PPI翘尾因素将进一步收窄降幅至-0.20%(5月为-1.00%),但CRB指数月度均值同比增速出现了回落。综合判断,我们认为6月PPI可能小幅收窄降幅,这指向工业品库存周期进一步回升。

图1:工业企业利润当月同比增速



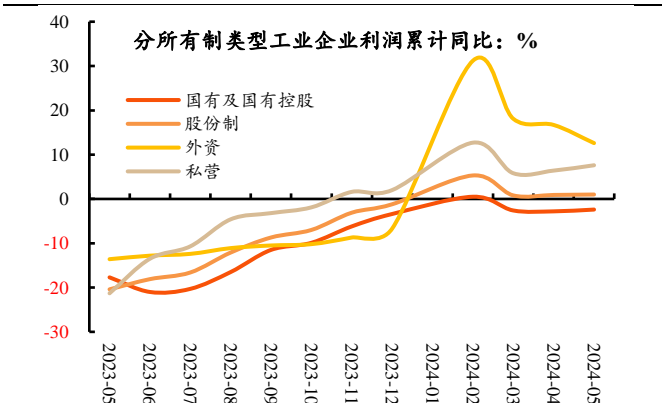
资料来源:Wind, 甬兴证券研究所

图2:工业企业营业收入与利润总额累计同比增速



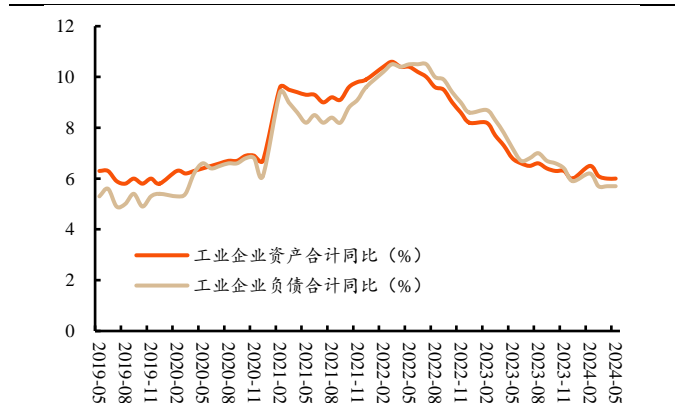
资料来源:Wind, 甬兴证券研究所

图3:工业企业利润累计同比:分所有制类型

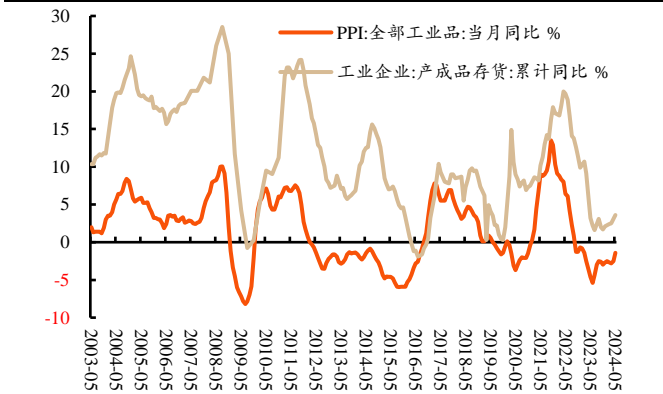


资料来源:Wind, 甬兴证券研究所

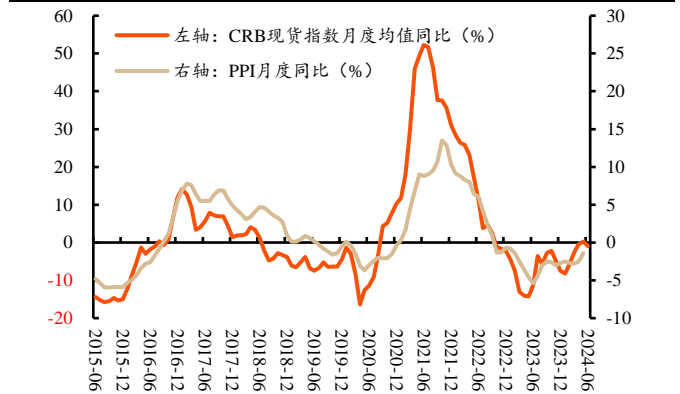
图4:工业企业资产与负债增速



资料来源:Wind, 甬兴证券研究所

图5:PPI与工业企业产成品库存周期


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:PPI与CRB指数月度均值


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 财政收支分析

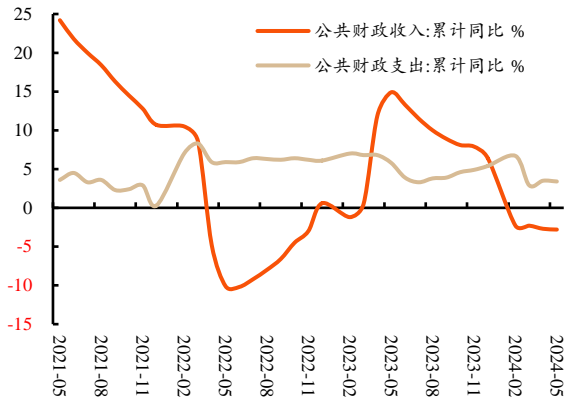
(1) 公共财政收入结构: 1-5月,公共财政收入累计96,912亿元。分中央与地方来看,中央财政收入42,778亿元,累计同比-6.70%(前值-6.20%),地方本级财政收入54,134亿元,累计同比0.50%(前值0.10%);分税收与非税收入来看,税收收入80,462万亿元,同比-5.10%(前值-4.90%),非税收入16,450万亿元,同比10.30%(前值9.40%)。可以看到,5月中央财政收入的降幅扩大但地方本级财政收入增速保持正增长,同时税收收入降幅扩大但非税收入进一步加速。

(2) 公共财政支出结构: 1-5月,公共财政支出累计108,359亿元。分中央与地方来看,中央财政支出14,429亿元,累计同比10.20%(前值10.50%),地方本级财政支出93,930亿元,累计同比2.40%(前值2.60%)。可以看到,当前中央财政支出增速相对较高而收入增速同比下降,地方财政支出增速相对较低但财政支出保持正增长。

(3) 政府性基金收支与国有土地使用权出让收支: 1-5月政府性基金收入累计16,638亿元,同比-10.80%(前值-7.70%);其中国有土地使用权出让收入12,810亿元,同比-14.00%(前值-10.40%)。政府性基金支出27,704亿元,同比-19.30%(前值-20.50%),其中国有土地使用权出让收入安排的支出17,761亿元,同比-7.30%(前值-7.50%)。国有土地使用权出让收入占地方本级财政收入的86.12%,对地方财政收支平衡的影响较大。

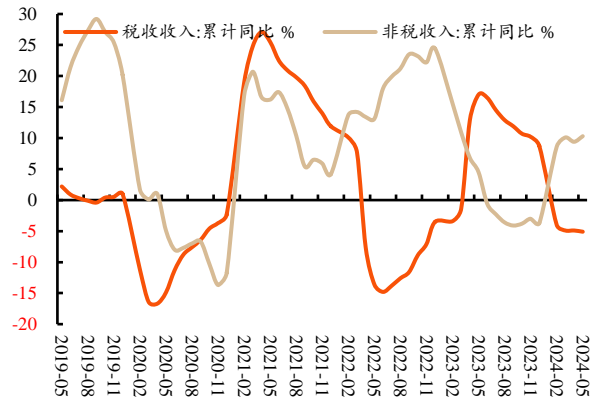
综上所述我们认为,当前财政政策需要进一步调动地方政府落实积极财政政策的能力和主动性,而这需要进一步推动财税体制改革。而值得期待的是,中央政治局6月27日召开会议,决定二十届三中全会于7月15日至18日召开,会议将审议《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。

图7:全国公共财政收入与支出累计同比增速



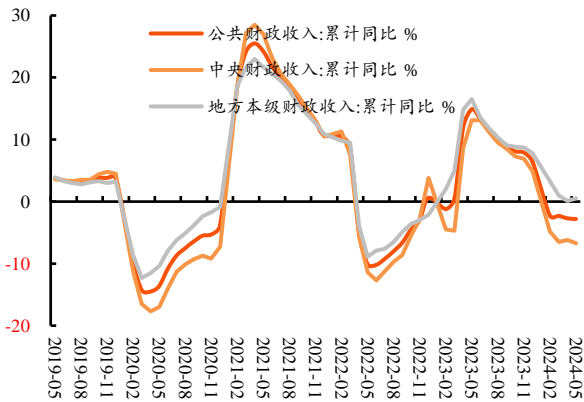
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:税收收入增速与非税收入增速



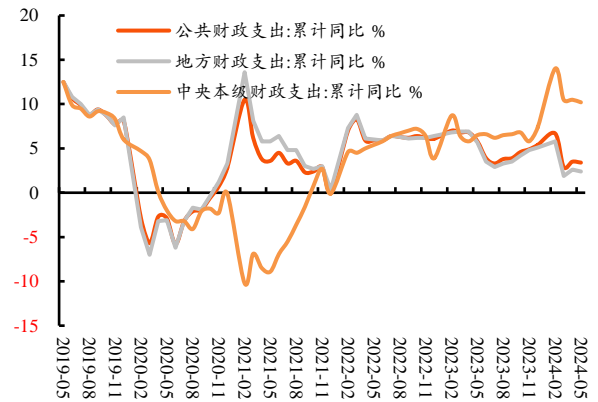
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:公共财政收入增速:分中央与地方本级



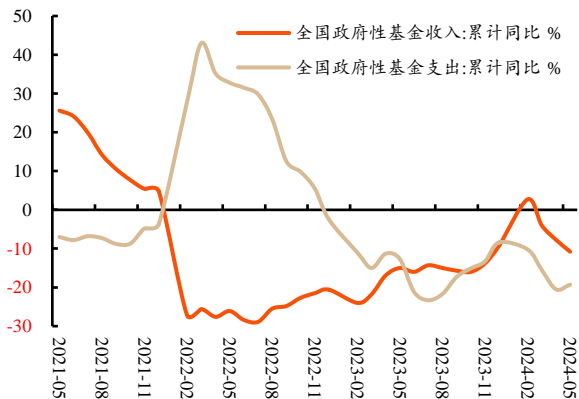
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:公共财政支出增速:分中央与地方本级



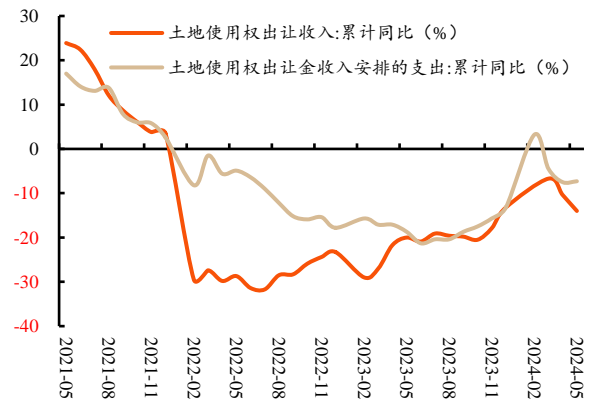
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:全国政府性基金账户收入与支出累计同比增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:土地使用权出让收入及其所安排的支出增速



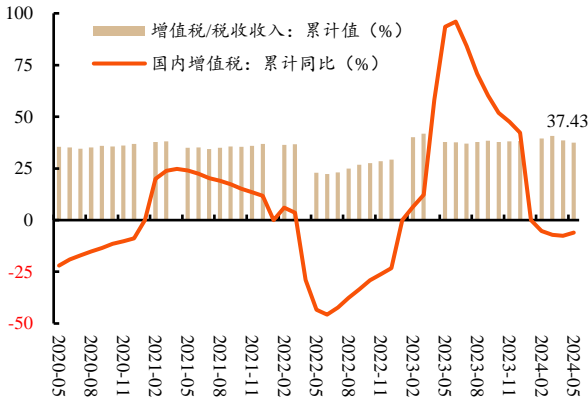
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 如何落实减税降费?

主要税种收入: 1-5月累计, 国内增值税同比-6.10%; 企业所得税同比-1.70%; 国内消费税同比 7.20%; 个人所得税同比-6.00%; 进口环节增值税和消费税同比 1.50%; 外贸企业出口退税同比-21.20%。从税收形势看, 国内增值税、个人所得税增速仍为负, 企业所得税和国内消费税出现降速; 进口环节税趋于上升; 另外出口退税为负税收, 今年同比下降。

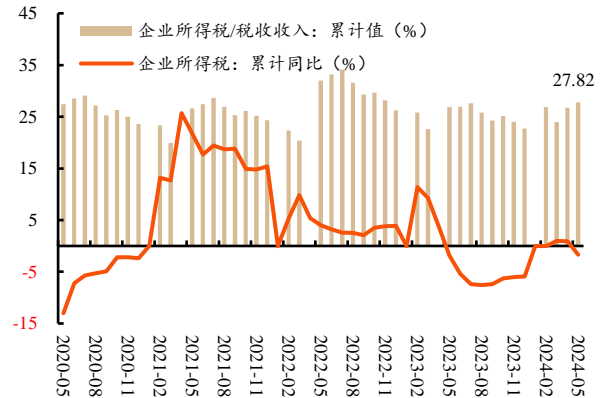
如何进一步落实减税降费政策？参考2019年6月26日《国务院关于印发实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案的通知》：财税体制要“理顺中央与地方财政分配关系，支持地方政府落实减税降费政策、缓解财政运行困难”。据此我们认为这项改革仍会坚持三个方面原则：一是保持现有财力格局总体稳定，调动中央与地方两个积极性；二是建立更加均衡合理的分担机制；三是完善地方税制，培育壮大地方税源，增强地方应对更大规模减税降费的能力。

图13:国内增值税：累计同比增速及占税收总额比重



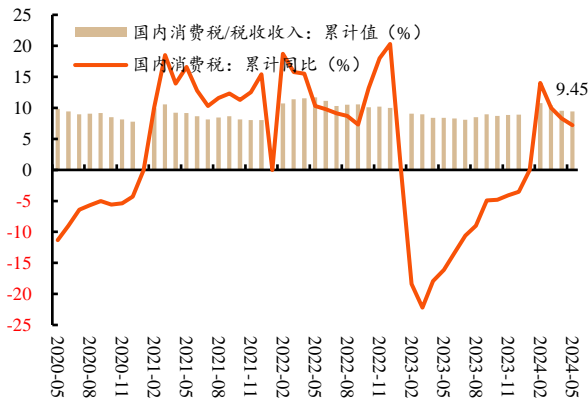
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图14:企业所得税：累计同比增速及占税收总额比重



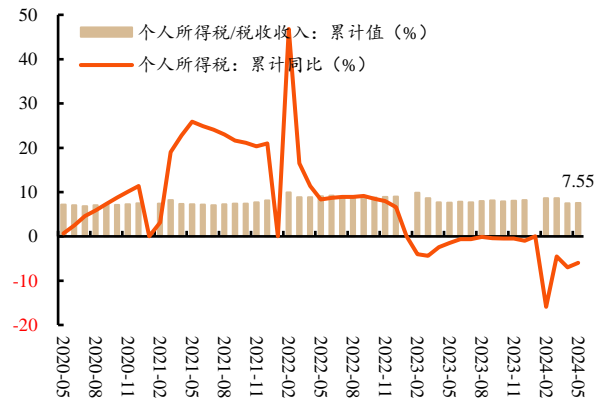
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图15:国内消费税：累计同比增速及占税收总额比重



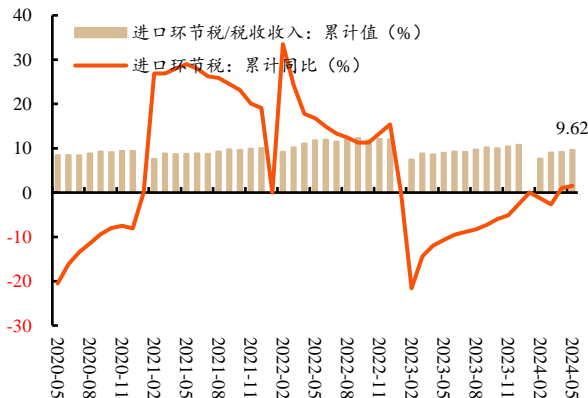
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图16:个人所得税：累计同比增速及占税收总额比重



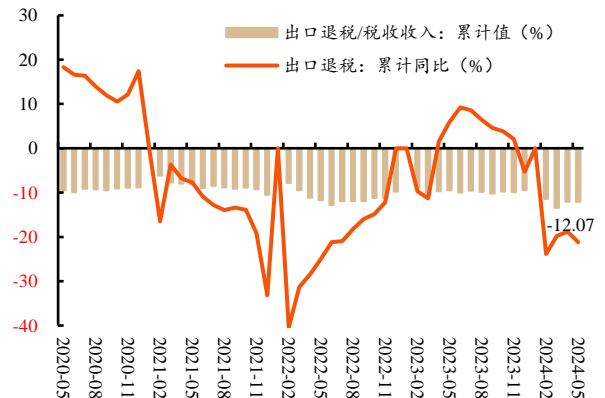
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图17:进口环节税：累计同比增速及占税收总额比重



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图18:出口退税：累计同比增速及占税收总额比重



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

4. 投资建议

综上，本文将财政收支数据与企业利润数据进行了合并分析，首先发现当前工业品价格与产成品库存周期都进入底部回升状态，应关注企业利润的修复。同时，二十届三中全会已确定于7月15日至18日召开，应高度关注财税体制改革，及其可能带来的减税降费效应。

5. 风险提示

（1）地缘政治冲击可能推升能源价格

俄乌冲突的继续与中东局势的升级可能推升国际能源价格，这会强化美国的通胀粘性，导致美联储推迟降息。

（2）美联储推迟降息可能影响全球进出口

美联储推迟降息，会影响欧元区、东亚与东南亚等地区的货币政策空间，并压制全球总需求的恢复。

（3）外部环境变化可能影响中国出口

在中国经济恢复期间，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升可能会影响恢复进程。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。