

2026年05月21日

关注财政政策的结构性转变

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

● **事件：**4月，全国一般公共预算收入21791亿元，同比增长6.7%；全国一般公共预算支出20103亿元，同比下滑3.2%。全国政府性基金预算收入2457亿元，同比下降26%；全国政府性基金预算支出5044亿元，同比下滑21%。

● **特征一：核心税种筑底反弹，微观主体盈利边际改善**

企业所得税、股市与个税增幅显著。尽管4月财政收入的同比增速较前值有所回落，但税收收入是受基数影响单月同比走低，累计增幅走强（由2.2%增至3.9%），4月税收总体呈改善态势。

税收收入结构对当前经济的运行特征均有一定解释意义：（1）**企业所得税显著改善反映价格对企业盈利的制约阶段性缓解。**4月企业所得税同比较3月回升22个百分点至8.2%，累计降幅从一季度的5.6%收窄至0.5%。受国际能源价格影响，部分上游企业盈利在4月迎来脉冲式改善，也直接呼应了4月PPI的走强。（2）**个税与国内增值税稳健增长。**1-4月个税同比增长12.2%，较一季度提升1.7个百分点；国内增值税当月增长9.4%，增幅继续扩大。个税与增值税的韧性背后或体现个体的微观收入和交易活跃度仍保持稳定。（3）**证券交易印花税大幅冲高。**4月证券交易印花税同比增长63%，增速走阔28个百分点。反映了4月份股票市场交易活跃度的放大。**土地相关税收改善。**契税、土地增值税、城镇土地使用税等税收同比均有改善，增速加快或降幅收窄。土地税收的边际改善对于地产的企稳或是先行的观测指标。

● **特征二：支出端“重民生、轻基建”，支出结构延续方向性调整**

4月公共财政支出同比下滑3.2%，增速边际放缓。在具体的支出科目上仍有较强的分化特征：科技、医疗、民生领域支出增速依旧不低（科技类支出同比增速提高0.6个百分点，社保支出增速边际放缓但仍保持正增），而传统基建类支出速度明显回调。与预算内基建投资密切相关的农林水支出同比下降22%、交通运输支出下降11%、城乡社区支出下降17%，降幅均较上月显著走阔。狭义财政支出的侧重本就在逐步转向，降低对基建的投入。在支出总量边际收缩时，结构将更加偏向“投资于人与新动能领域”。

● **特征三：地方债发行节奏放缓，从“重发行”到“重项目质量”**

4月政府性基金收入和支出双双走弱。收入端和支出端同比分别下滑10和7个百分点至-26%、-21%。

4月份以来，地方政府新增专项债券的发行节奏出现了明显的“主动踩刹车”型放缓。一方面，地方债发行放缓并非政策力度难以继，而是由于一季度快速发行，地方已经积攒了一定的资金，但项目或并未及时匹配。4月政策进入了“观察期”，重点在于审查和落实项目的实际回报率，严防资金沉淀或形成新的不良债务。另一方面，化债压力与严控地方隐性债务的任务逐渐加深。年初以来，国家对地方政府债务的管控加强监管，4月政治局会议再次强调“有序化解地方政府债务风险，着力解决拖欠企业账款问题”。

● **广义财政有待发力，关注财政投向的结构性转变**

1-4月一般公共预算支出进度达到了31.6%，为近五年来最高水平，体现了政策的**靠前发力**。广义财政的支出进度阶段性落后于2025年同期，我们认为无需太过担忧，4月专项债发行速度仍快于2025年，年内还有政策性金融工具、超长期特别国债等工具待发行。未来两个季度，如何合理加快政府债券的发行，以及激活微观企业的投资信心和居民的消费意愿，将是经济企稳回升的关键。

此外，**结构的转型是2026年经济的主线，财政的转型亦是。**AI等智能产业的发展对于算力基建等新基建的需求将会有实质性的推动，未来资金有可能逐步流向以人工智能基础设施为主的基建领域，对投资形成新的周期性支撑。

● **风险提示：**经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

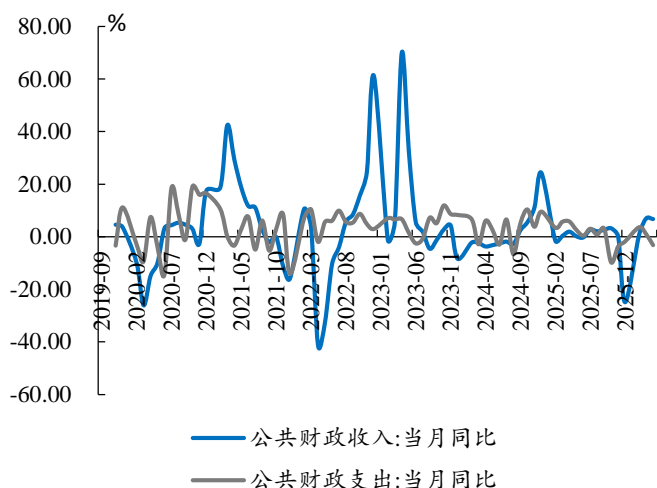
相关研究报告

《风起新周期——大变局，新支柱，再定价—2026宏观中期展望》
-2026.5.19

《经济回调的原因与结构性亮点—宏观经济点评》-2026.5.19

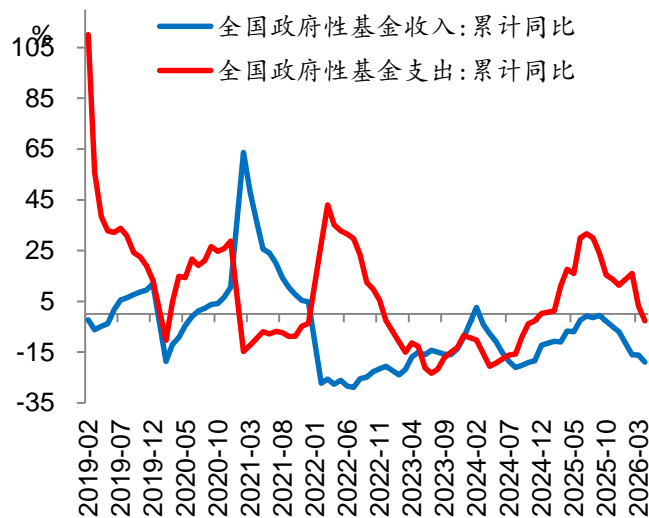
《美国通胀继续回升，但美联储加息还较远—美国4月CPI点评》
-2026.5.13

附图 1：4 月财政收入增速保持稳健



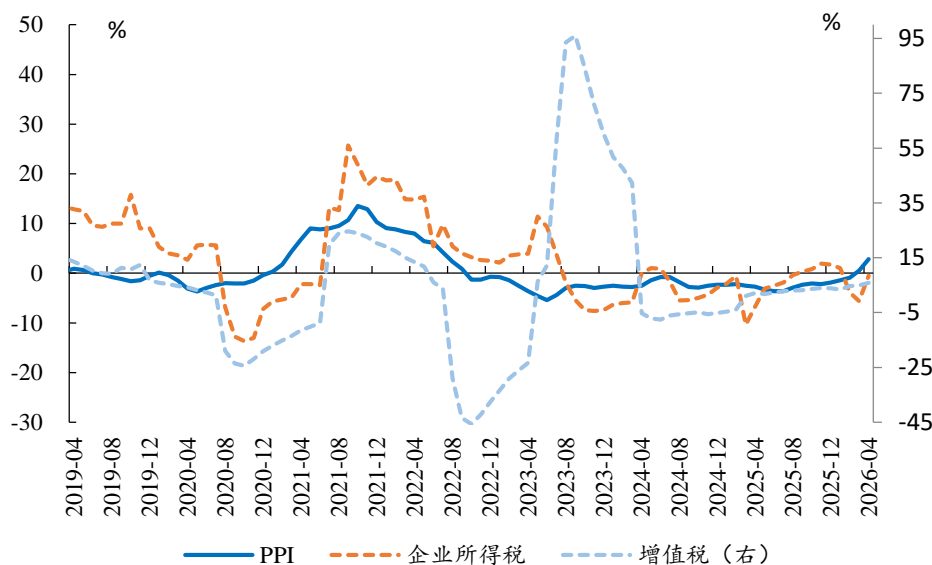
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：政府性基金收支增速均走弱



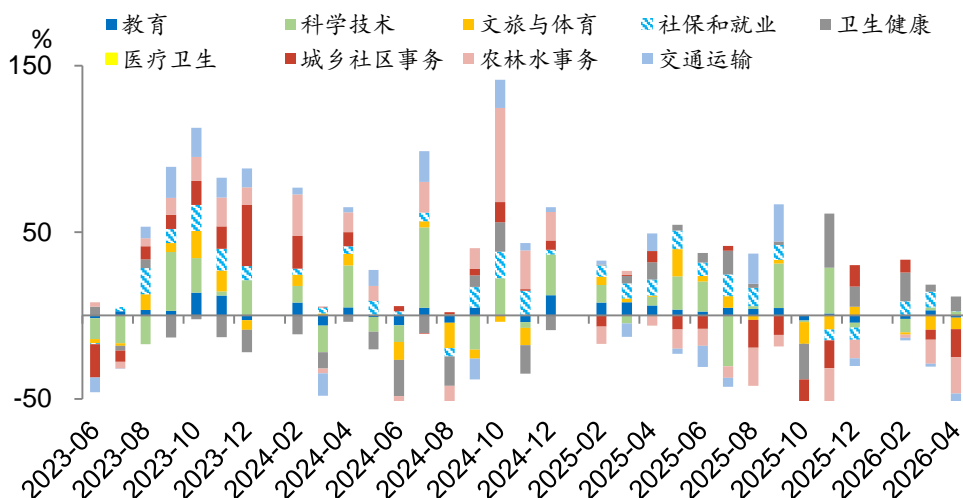
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：企业所得税累计同比改善



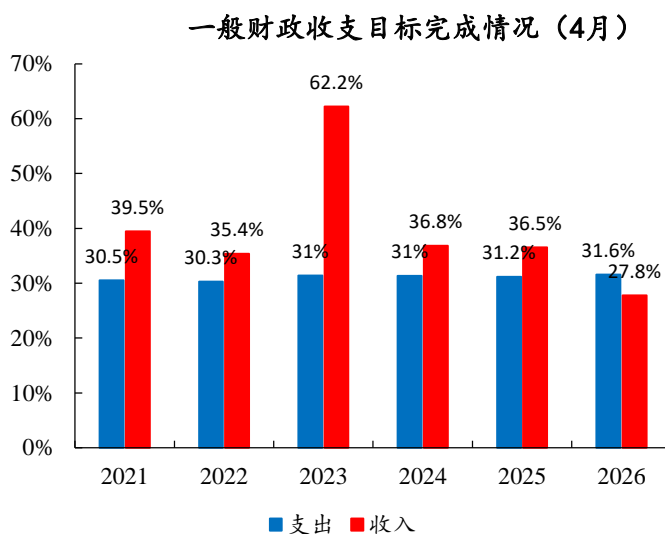
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：4 月一般财政支出边际放缓，基建类支出下滑显著



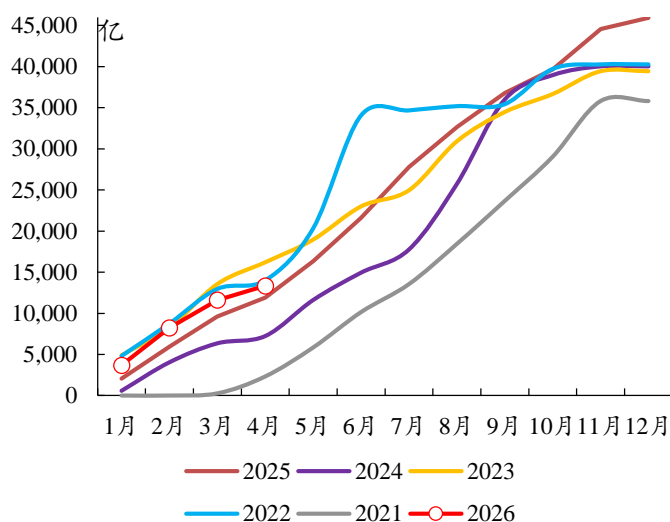
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：前 4 个月狭义财政支出进度强于过去 5 年



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：4 月专项债发行放缓，但仍快于 2025 年



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn