

支出转正，值得关注

——4 月财政数据的背后

核心观点

1-4 月一般公共预算收入继续低迷，减税降费政策效果显现并将延续至二季度末，预计 Q2 继续低位负增。4 月一般财政支出同比转正，凸显财政逆周期发力积极性，前期经济停滞对财政支出的压制作用缓释是主因，疫情之下，社保就业和卫生健康仍是支出重点。政府性基金支出继续走高，专项债资金落地提振支出是主因，预计二季度这一逻辑仍将持续发酵。国有土地出让收入继续回升，带动政府性基金收入修复，土地成交价款 4 月大幅回升，我们预计，后续国有土地出让增速有望进一步改善，以带动政府性基金收入继续向上修复。

□ 收入：财政收入低迷，Q2 继续负增

此前一般公共预算收入下滑的主因是两大因素，减税降费主动减收和疫情冲击经济被动减收，随着复工复产修复，减税降费政策主动减收成为导致财政收入低迷的主因，预计 Q2 大概率继续维持低位负增长，预计三季度起前期政策压制因素缓释和内需修复将带动财政收入增速回升。收入持续负增将带来收支不平衡压力，提升赤字率和发行特别国债将予以化解。

□ 当月支出转正，财政积极有为

此前，积极有为的财政政策基调清晰，但支出增速受限于经济活动停滞较为低迷。4 月经济活动如期修复，前期压制因素缓释叠加逆周期支出义务提升带动财政支出快速增长，4 月财政支出增速转正，环比回升 16.9 个百分点。结构方面，社保就业和卫生健康仍然是当前财政支出的重点，分别占财政支出总规模的 23.6% 和 12.3%，凸显财政积极落实“六稳”和“六保”工作的态度。

□ 支出持续正增，收入继续修复

1-4 月政府性基金支出增速 14.9%，环比上升 10.3 个百分点，体现财政逆周期发力积极性。我们认为，专项债资金到位对政府性基金支出有重要支撑作用，2.29 万亿元提前下达资金将在 5 月前发完，预计 5 月有 1 万亿左右专项债资金落地，预计二季度专项债资金将持续支撑政府性基金收入维持较快增速。我们认为，支出持续正增长，政府性基金收入增速也继续修复，国有土地出让收入小幅回升，4 月起各类地产数据全面修复，土地成交价款环比上涨 25 个百分点，土地成交价款与国有土地出让收入有较好的联动性，我们预计，后续国有土地出让增速有望进一步改善，以带动政府性基金收入向上修复。

风险提示：海外疫情防控不及预期；全球央行超预期收紧货币政策；各国协同政策刺激不及预期；国内财政政策落地不及预期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《4 月经济数据：经济转正在即》
2020.05.15
- 2 《CPI 回落态势确认，PPI 环比已到
低点——4 月通胀数据点评》
2020.05.12
- 3 《金融数据：“略高”的政策含义逐
渐验证》2020.05.10
- 4 《中国出口填补国外供给缺口——4
月进出口数据的背后》2020.05.07
- 5 《4 月数据预测：弱复苏进行时》
2020.04.30

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

财政数据一览

图 1：财政数据热力图

分类	指标名称	单位	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05	2019-04
公共财政收入	当月同比	%	-14.98	-26.11	-9.90	3.59	4.53	8.26	5.04	3.26	1.81	1.40	-2.06	2.83
	累计同比	%	-14.50	-14.30	-9.90	3.80	3.80	3.80	3.30	3.20	3.10	3.40	3.80	5.30
中央财政收入	当月同比	%	-21.05	-33.90	-11.20	-2.77	11.28	12.14	3.80	6.27	2.50	2.26	0.92	1.53
	累计同比	%	-17.70	-16.50	-11.20	4.50	4.80	4.40	3.50	3.50	3.30	3.40	3.60	4.30
地方财政收入	当月同比	%	-9.12	-20.77	-8.60	6.29	-1.11	4.55	6.09	0.63	1.14	0.68	-4.93	4.10
	累计同比	%	-11.50	-12.30	-8.60	3.20	3.00	3.30	3.10	2.80	3.00	3.30	3.90	6.10
税收收入	当月同比	%	-17.27	-32.25	-11.20	12.06	1.67	8.02	-4.22	-4.41	-2.85	-5.99	-6.98	2.53
	累计同比	%	-16.70	-16.40	-11.20	1.00	0.50	0.40	-0.40	-0.10	0.30	0.90	2.20	4.60
非税收入	当月同比	%	4.38	-2.09	1.70	-13.73	13.00	9.69	40.35	49.76	56.16	39.63	43.50	5.39
	累计同比	%	1.00	0.10	1.70	20.20	25.40	27.10	29.20	27.30	24.80	21.40	16.10	10.30
公共财政支出	当月同比	%	7.48	-9.41	-2.90	11.17	-3.38	-0.46	12.94	-0.20	3.45	5.60	2.08	15.94
	累计同比	%	-2.70	-5.70	-2.90	8.10	7.70	8.70	9.40	8.80	9.90	10.70	12.50	15.20
中央财政支出	当月同比	%	-7.07	2.22	4.70	1.46	2.25	6.71	14.25	2.55	6.97	0.73	5.30	15.51
	累计同比	%	0.10	3.70	4.70	6.00	8.30	9.00	9.20	8.60	9.50	9.90	12.50	14.90
地方财政支出	当月同比	%	11.08	-10.87	-3.90	12.99	-4.54	-2.20	12.78	-0.75	2.67	6.25	1.39	16.04
	累计同比	%	-3.20	-7.00	-3.90	8.50	7.60	8.70	9.40	8.80	10.00	10.80	12.50	15.20
社会保障和就业支出	当月同比	%	23.98	-5.49	2.50	11.44	6.24	-0.57	14.67	17.51	24.23	15.72	-11.09	9.29
	累计同比	%	3.50	-0.70	2.50	9.30	8.50	8.70	9.20	8.50	7.90	6.70	4.50	7.70
卫生健康支出	当月同比	%	7.20	4.80	22.70	10.00	9.10	9.90	10.00	8.20	8.30	8.30	6.40	9.90
	累计同比	%	-9.20	-12.00	-18.60	12.00	9.50	8.70	7.70	6.40	5.50	1.70	-3.80	-4.80
全国政府性基金预算收入	当月同比	%	-31.20	-30.60	-18.00	0.10	2.20	2.70	-0.50	1.10	3.10	3.50	-1.40	3.80
	累计同比	%	-7.60	-10.70	-18.70	12.60	10.00	9.10	8.30	6.70	5.60	1.60	-4.00	-5.40
中央本级政府性基金收入	当月同比	%	-4.50	-7.90	-16.40	11.40	8.10	6.90	5.80	4.20	3.10	-0.80	-6.00	-7.60
	累计同比	%	14.90	4.60	-10.40	13.40	19.00	22.60	24.20	30.80	33.80	32.10	32.80	38.30
全国政府性基金预算支出	当月同比	%	-30.90	-33.60	-1.20	0.80	-2.70	-10.10	-7.20	18.60	43.10	8.10	68.00	100.00
	累计同比	%	15.70	5.20	-10.50	13.90	19.90	24.00	25.50	31.20	33.50	32.80	32.20	37.60
国有土地使用权出让收入相关支出	当月同比	%	-15.70	-26.70	-40.50	8.80	-5.30	-3.40	-1.70	4.70	9.40	11.50	15.80	21.30
	累计同比	%	-15.70	-26.70	-40.50	8.80	-5.30	-3.40	-1.70	4.70	9.40	11.50	15.80	21.30

资料来源：Wind，浙商证券研究所

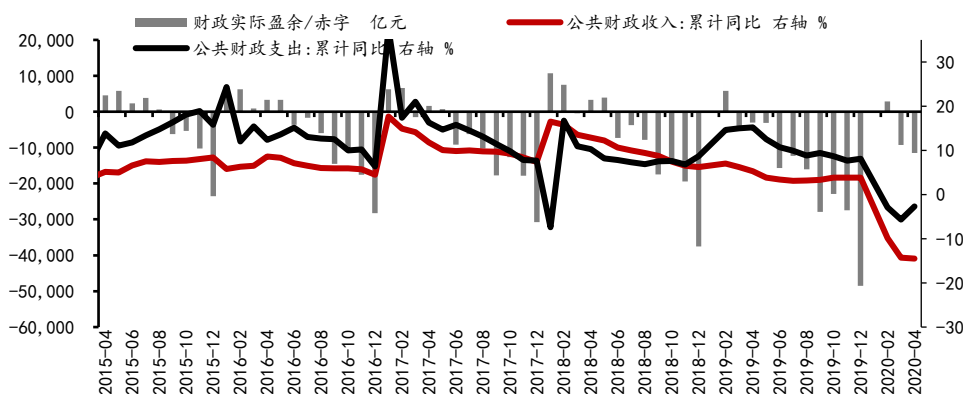
收入：财政收入低迷，Q2 继续负增？

1、财政收入怎么看？——政策效果落地，增速持续低迷

2020 年 1-4 月累计，全国一般公共预算收入 62133 亿元，同比-14.5%。4 月一般公共预算收入 16149 亿元，同比增速-15.0%，前值-26.1%。2020 年 1-4 月累计全国税收收入 53081 亿元，同比-16.7%；非税收入 9052 亿元，同比增长 1%。1-4 月，中央一般公共预算收入同比下降 17.7%；地方一般公共预算本级收入同比下降 11.5%。

政策效果落地，财政收入增速继续低迷。此前我们提示，导致财政收入增速大幅下滑的主因来自两方面，经济冲击导致被动减收和减税降费政策主动减收。4 月随着国内复产复工的回升，经济数据逐步修复，工业增加值、消费、投资和进出口均表现出回升态势，经济冲击产生的被动减收因素逐步转弱，4 月一般公共预算收入环比回升 11.1 个百分点也有印证，但阶段性减税降费政策对收入增速有一定压制作用，或将持续至二季度末。根据 4 月 30 日税务总局表态，2020 年一季度全国累计实现减税降费 7428 亿元，主要由以下两部分组成：一是 2020 年新出台支持疫情防控和经济社会发展的税费优惠政策新增减税降费 3182 亿元；二是 2019 年更大规模减税降费政策在 2020 年继续实施形成的减税降费 4246 亿元。我们预计，考虑阶段性减税降费政策的压制作用，二季度财政收入增速可能维持低位负增长。

图 2：财政收入继续低迷，实际累计赤字快速上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2、财政收入持续负增长怎么办？——赤字率和特别国债巧解难题。

在经济与政策因素影响下，预计财政收入在一定时期内仍将保持负增长。以收定支、收支平衡是基本的财政纪律，疫情导致减收增支的背景下，财政收入持续负增将会挑战财政平衡，我们认为，赤字率和特别国债组合拳将巧解财政平衡难题。虽然特别国债不纳入赤字，但在减收背景下，特别国债资金可以视为——通过发债筹集的预算内收入，可用于调节财政平衡。2019年财政收支已经面临较大挑战，全年实际累计赤字为4.85万亿元，财政调入近2.1万亿元结转结余资金用于平衡预算。2020年减收增支将导致财政实际累计赤字进一步放大，考虑结转结余资金调入仍面临资金缺口。我们预计，2020年一般公共预算收入与支出目标增速分别为-5%和5%，通过提升赤字率带来的新增赤字空间和特别国债，共计将提供4万亿以上的新增资金空间，可用于平衡财政收支。此外，由于疫情本身具有不确定性，疫情全球化带来的外生冲击也难以估测，如果我国经济进一步下行或财政收入持续大幅恶化，不排除财政在年中再次增加发行特别国债的可能。

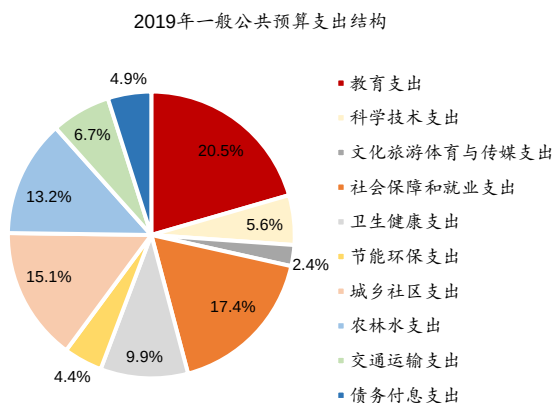
支出：当月支出转正，财政积极有为

1-4月累计，全国一般公共预算支出73596亿元，同比-2.7%，前值-5.7%。4月一般公共预算支出18312亿元，同比增速7.5%，前值-9.4%。其中，中央一般公共预算本级支出10315亿元，同比增长0.1%；地方一般公共预算支出63281亿元，同比-3.2%。1-4月，社会保障和就业支出12308亿元，同比增长3.5%；卫生健康支出6421亿元，同比增长7.2%；教育支出10456亿元，同比下降4.1%；科学技术支出2131亿元，同比下降15.1%；交通运输支出4106亿元，同比下降16.2%。

财政积极有为，当月支出转正。此前，我们提示，疫情冲击导致经济活动停滞，叠加居家隔离、限制出行等防疫措施，一定程度上限制了财政支出的发力，导致财政支出增速并未表现出政策基调要求的积极有为。4月，复工复产的快速推进，经济活动逐步恢复到疫情前水平，部分高频数据已经达到或超过去年同期水平，高频开工率、焦炉生产率、发电集团日均耗煤、挖掘机销量等已有验证。4月财政支出当月同比增速转正，较3月同比回升16.9个百分点，前期阶段性压制因素缓释是4月数据回升的重要原因，也凸显了减收背景下，财政积极有为逆周期发力的整体基调。我们预计，一方面是源于经济活动正常化不会再压制财政支出，另一方面是“六保”和“六稳”的目标之下，财政政策仍将发挥逆周期托底作用，预计二季度起财政支出累计同比将逐步转正，当月同比仍将继续维持正增长。

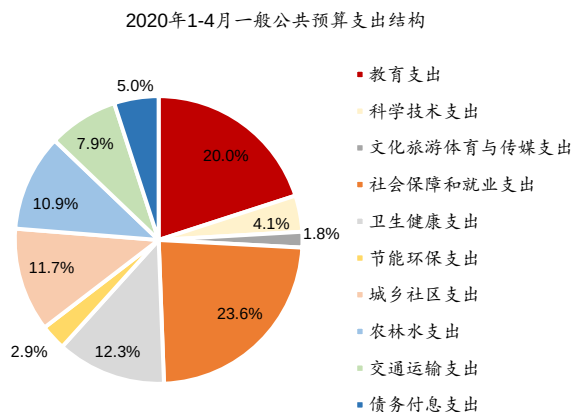
疫情后期，社保与卫生健康仍是主要支出方向。支出结构方面，社保与卫生健康是主要支出方向，1-4月，社会保障和就业支出12308亿元，同比增长3.5%；卫生健康支出6421亿元，同比增长7.2%；比较2020年1-4月与2019年的财政支出结构也可以发现，社保就业和卫生健康支出占比显著提升。我们认为，我国的疫情已经进入后期，疫情对经济产生的负面冲击效果显著，对就业、居民收入、消费等领域产生较大冲击，“六稳”和“六保”是当前的主要任务，财政政策作为逆周期托底的重要手段，在积极防疫的同时也需要继续做好各类社会保障、稳定就业的工作。

图3：2019年全年财政支出结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：2020年1-4月财政支出结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

政府性基金：支出持续正增，收入继续修复

4 月政府性基金收入怎么看？——土地出让收入转正，指日可期

1-4 月累计，全国政府性基金预算收入 17770 亿元，同比下降 9.2%，前值-12%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入 868 亿元，同比下降 31.2%；地方政府性基金预算本级收入 16902 亿元，同比下降 7.6%，其中，国有土地使用权出让收入 15839 亿元，同比下降 4.5%。

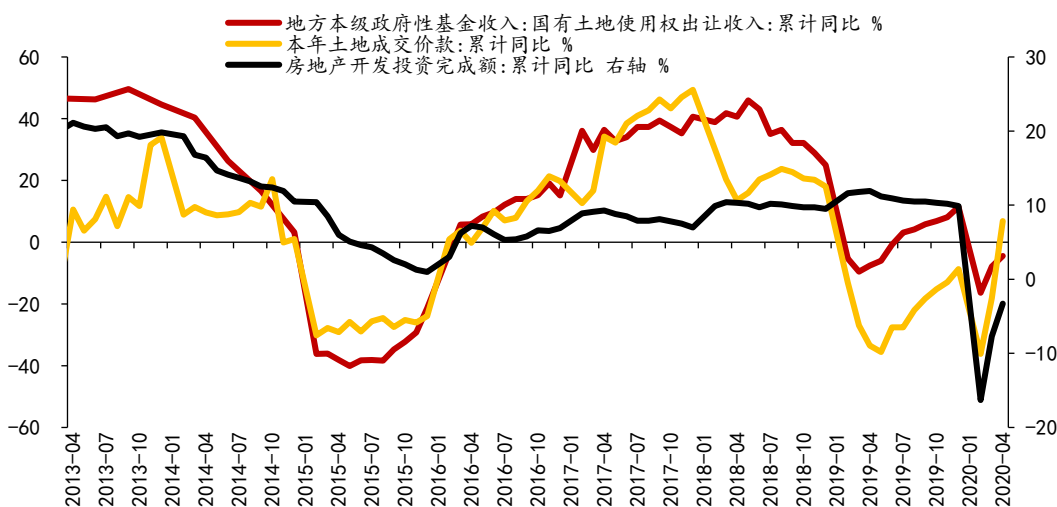
图 5：房地产数据热力图

分类	指标名称	单位	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05	2019-04
房地产开发投资完成额累计同比	房地产开发投资完成额	%	-3.30	-7.70	-16.30	9.90	10.20	10.30	10.50	10.50	10.60	10.90	11.20	11.90
	本年土地成交价款	%	6.90	-18.10	-36.20	-8.70	-13.00	-15.20	-18.20	-22.00	-27.60	-27.60	-35.60	-33.50
	本年购置土地面积	%	-12.00	-22.60	-29.30	-11.40	-14.20	-16.30	-20.20	-25.60	-29.40	-27.50	-33.20	-33.80
	房屋新开工面积	%	-18.40	-27.20	-44.90	8.50	8.60	10.00	8.60	8.90	9.50	10.10	10.50	13.10
	房屋竣工面积	%	-14.50	-15.80	-22.90	2.60	-4.50	-5.50	-8.60	-10.00	-11.30	-12.70	-12.40	-10.30
商品房销售累计同比	房屋施工面积	%	2.50	2.60	2.90	8.70	8.70	9.00	8.70	8.80	9.00	8.80	8.80	8.80
	商品房销售额	%	-18.60	-24.70	-35.90	6.50	7.30	7.30	7.10	6.70	6.20	5.60	6.10	8.10
	商品房销售面积	%	-19.30	-26.30	-39.90	-0.10	0.20	0.10	-0.10	-0.60	-1.30	-1.80	-1.60	-0.30
	合计	%	-10.40	-13.80	-17.50	7.60	7.00	7.00	7.10	6.60	7.00	7.20	7.60	8.90
	国内贷款	%	-2.50	-5.90	-8.60	5.10	5.50	7.90	9.10	9.80	9.50	8.40	5.50	3.70
房地产开发资金来源累计同比	自筹资金	%	-5.20	-8.80	-15.40	4.20	3.70	3.30	3.50	3.10	2.80	4.70	4.10	5.30
	其他资金：定金及预收款	%	-18.90	-22.40	-23.90	10.70	10.00	9.40	9.00	8.30	9.60	9.00	11.30	15.10
	其他资金：个人按揭贷款	%	-5.40	-7.40	-12.40	15.10	13.90	14.10	13.60	11.80	11.30	11.10	10.80	12.40
	房屋新开工面积	%	-1.31	-10.45	-76.17	7.39	-2.88	23.23	6.66	4.89	6.56	8.88	4.02	15.50
	房屋竣工面积	%	-8.83	-0.88	-22.91	20.23	1.81	19.22	4.81	2.79	-0.62	-13.96	-22.32	-7.92
房地产开发投资完成当月同比	房屋竣工面积	%	-1.92	-3.48	2.86	9.15	-2.59	20.19	7.59	-0.61	15.68	9.52	10.37	29.52
	商品房销售额	%	-4.99	-14.57	-35.93	1.24	7.31	9.71	9.38	10.05	9.77	4.17	0.61	13.90
	商品房销售面积	%	-2.14	-14.14	-41.83	-1.72	1.08	1.94	2.91	4.66	1.18	-2.25	-5.52	1.26
	商品房销售面积	%	-2.14	-14.14	-41.83	-1.72	1.08	1.94	2.91	4.66	1.18	-2.25	-5.52	1.26
	商品房销售面积	%	-2.14	-14.14	-41.83	-1.72	1.08	1.94	2.91	4.66	1.18	-2.25	-5.52	1.26

资料来源：Wind，浙商证券研究所

土地出让收入回升带动政府性基金收入继续修复，未来转正可期。此前，我们在 3 月财政数据解读中提出，二季度土地出让收入将继续回升带动政府性基金收入持续修复，现已验证，1-4 月，国有土地使用权出让收入同比-4.5%，较前值回升 3.4 个百分点。4 月国内疫情进入可控阶段，复工复产和生产生活加速修复，经济动能的重启带动地产数据开始全面修复，4 月包括地产投资、土地成交价款、商品房销售、新开工、竣工等地产数据均呈现出不同程度的回升，其中土地收入是一大亮点，成为带动地产投资和政府性基金收入的关键。1-4 月土地成交价款增速达 6.9%，较 1-3 月大幅回升 25 个百分点，4 月土地成交总价同比增速 24.57%，环比回升近 60% 百分点，4 月土地成交总价 3393 亿元，基本与 1-3 月合计相等，其中卖地收入大增主要源于一、二线城市的拉动。我们认为，国有土地出让收入走势与土地成交价款较为一致，在土地成交价款已经率先大幅回升的背景下，当前政府性基金收入增速还未完全反映卖地收入的提振作用。我们预计，地产数据仍将保持修复特征，国有土地出让收入增速可能在未来 1-2 个月转正，将成为带动政府性基金预算收入回升的主导因素。

图 6：土地成交价款已经转正，国有土地出让收入指日可期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

如何解读 4 月政府性基金支出？——专项债助力支出加速

1-4 月累计，全国政府性基金预算支出 25766 亿元(含用地方政府专项债券收入安排的支出)，同比增长 14.9%。分中央和地方看，中央政府性基金预算本级支出 252 亿元，同比下降 30.9%；地方政府性基金预算相关支出 25514 亿元，同比增长 15.7%，其中，国有土地使用权出让收入相关支出 16869 亿元，同比下降 15.7%。

政府性基金支出增速大增，财政减收增支体现发力积极性。此前，从 2 月起至 5 月，根据国常会、政治局会议等表态，财政逆周期发力的政策基调不断清晰，要求财政更加积极有为，在减收的背景下仍需积极支出体现财政逆周期托底经济的意愿。1-4 月累计，全国政府性基金预算支出 25766 亿元(含用地方政府专项债券收入安排的支出)，同比增长 14.9%，我们认为，支出增速大增体现了财政逆周期发力的积极性。此外，结构方面，地方政府性基金预算相关支出同比增长 15.7%，国有土地使用权出让收入相关支出同比下降 15.7%，**这意味着地方政府专项债安排的支出对政府性基金支出也有重要提振作用。**我们在 3 月财政数据解读中明确提出，专项债发力的效果将逐步显现，特别是“加速发行+形成实物工作量”的政策基调意味着专项债是短期财政支出发力的重要方式，2020 年提前下达的专项债规模为 2.29 万亿，将在 5 月前全部发完，截止 4 月底已经发行专项债券 12240 亿元，这意味着五月专项债发行规模可能在 1 万亿左右，我们预计，二季度专项债资金落地将继续支撑政府性基金支出维持较快增速。

风险提示

海外疫情防控不及预期；全球央行超预期收紧货币政策；各国协同政策刺激不及预期；国内财政政策落地不及预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5075

