



证券研究报告·宏观研究报告

2020年4月26日

首创宏观“茶”：

3月公共财政收入当月同比创有记录以来新低，财政赤字率将有较大的提升空间

——3月财政数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 3月公共财政收入当月同比增长-26.11%；公共财政支出当月同比增长-9.41%。3月公共财政收入累计同比增长-14.30%，前值-9.90%；公共财政支出累计同比增长-5.70%，前值-2.90%。对于3月财政数据，我们点评如下：
- 一、财政收入增速不乐观，财政赤字率提升幅度有较大想象空间；
- 二、3月主要税种增速承压，4月难有大幅好转；
- 三、交通运输公共财政支出增速的边际改善幅度最大；
- 四、国有土地使用权出让收入累计同比触底回升。

目录

一、财政收入增速不乐观，财政赤字率提升幅度有较大想象空间.....	4
二、3月主要税种增速承压，4月难有大幅好转.....	6
三、交通运输公共财政支出增速的边际改善幅度最大.....	9
四、国有土地使用权出让收入累计同比触底回升.....	10

图表目录

图 1：3 月公共财政收入当月同比创有记录以来新低（%） 5

图 2：自 2012 年以来 3 月财政赤字均为负值，表明财政收支压力系统性加大（%） 6

图 3：3 月主要税种增速承压（%） 8

图 4：债务付息财政支出累计同比与 10 年期国债到期收益率有一定关联性（%；%） ..9

图 5：国有土地使用权出让收入累计同比触底回升（%） 11

事件：3月公共财政收入当月同比增长-26.11%；公共财政支出当月同比增长-9.41%。3月公共财政收入累计同比增长-14.30%，前值-9.90%；公共财政支出累计同比增长-5.70%，前值-2.90%。

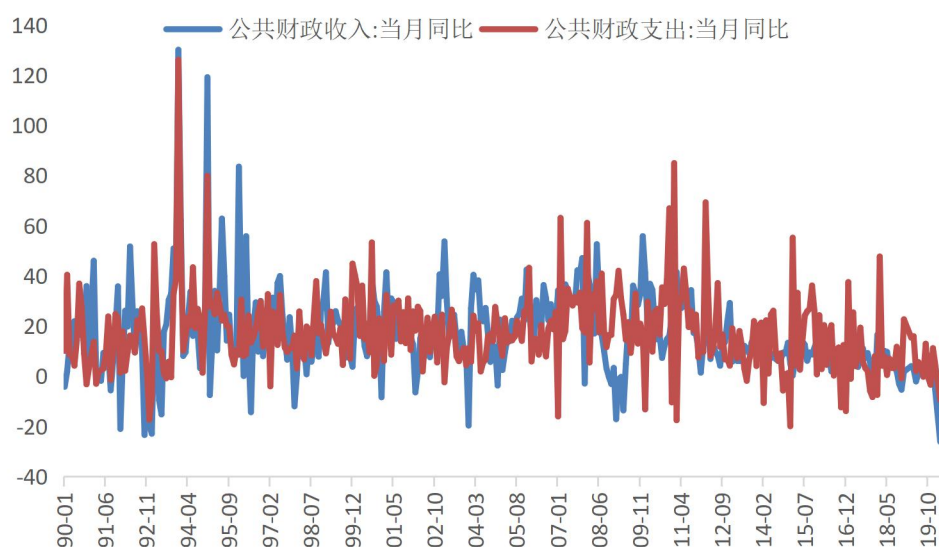
点评：

一、财政收入增速不乐观，财政赤字率提升幅度有较大想象空间

3月公共财政收入当月同比录得-26.11%，创1990年1月有记录以来新低。3月公共财政收入累计同比录得-14.30%，较前值下行4.40个百分点，为1990年1月有记录以来次低，仅高于次贷危机期间2009年1月的-17.10%，表明2020年财政收入不容乐观。其中，中央财政收入与地方财政收入累计同比双双下探，具体看，中央财政收入与地方本级财政收入累计同比分别为-16.50%、-12.30%，分别较前值下行5.30、3.70个百分点。中央财政收入累计同比创2009年5月以来新低，而地方本级财政收入累计同比则创2008年9月有数据记录以来新低。税收收入与非税收入累计同比分别为-16.40%、0.10%，分别较前值下行5.20、1.60个百分点。税收收入累计同比创2009年2月以来新低，反观非税收入累计同比，虽然较前值下行，但是依旧录得正增长。

3月公共财政支出当月同比增长-9.41%，创2017年1月以来新低，同时创1990年以来同期新低。3月公共财政支出累计同比为-5.70%，较前值下行2.80个百分点，创2018年2月以来新低，同时创1990年以来同期新低。2月中央本级财政支出与地方财政支出累计同比分别为3.70%、-7.00%，分别较前值下行1.00、3.10个百分点。中央本级财政支出累计同比录得3月财政数据中为数不多的正增长，与新冠肺炎期间加大卫生支出有关，与其相反，地方财政支出累计同比则快速下跌，录得2008年9月有数据记录以来新低，表明地方政府的财力受到严重冲击，因此417政治局会议明确提出“六保”中的“保基层运转”。

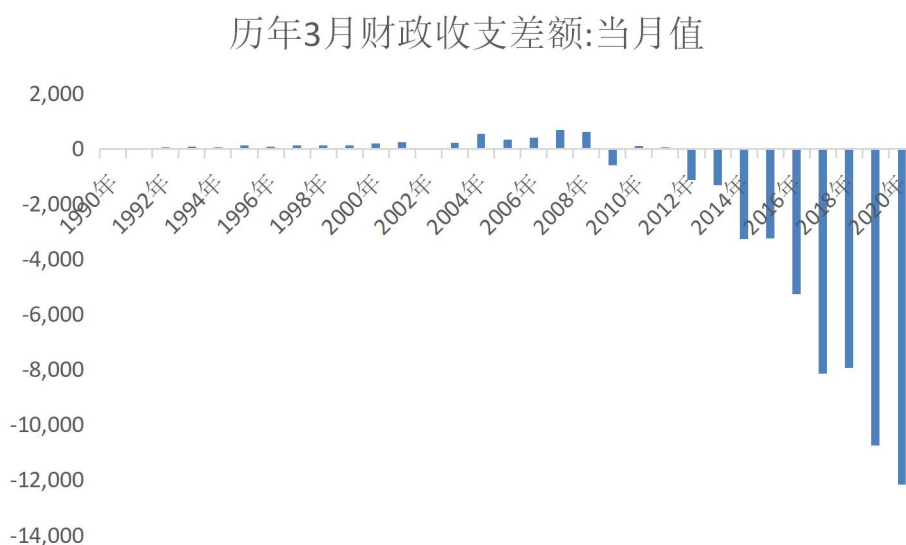
图 1：3 月公共财政收入当月同比创有记录以来新低（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

3月公共财政收入、支出当月值分别为10,752.00亿元、22,934.00亿元，当月财政赤字为12,182.00亿元，录得历年同期最低，值得注意的是，自2012年以来3月财政赤字均为负值，表明财政收支压力系统性加大。3月公共财政收入、支出累计值分别为45,984.00亿元、55,284.00亿元，累计财政赤字为9,300.00亿元，同样录得历年同期最低，且自2017年以来，1-3月财政赤字累计值均为负值。在财政收支压力系统性加大的背景下，叠加考虑新冠肺炎疫情对财政收入与支出的冲击，417政治局会议提出“积极的财政政策要更加积极有为”，其中，“提高赤字率”居于首位。考虑到327政治局会议提出，“适当提高财政赤字率”，而417政治局会议删除“适当”二字，叠加3月公共财政收入当月同比创新低，预计2020年财政赤字率将有较大的提升空间。

图 2：自 2012 年以来 3 月财政赤字均为负值，表明财政收支压力系统性加大（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

二、3月主要税种增速承压，4月难有大幅好转

3月国内增值税累计同比为-23.60%，较前值下行4.60个百分点，在2月低点的基础上再次下探，续创1990年3月以来新低。3月工业增加值累计同比录得-8.40%，较前值上行5.10个百分点。在税基降幅收窄的情况下，3月国内增值税累计同比降幅依旧走阔，对此的一个解释是，在疫情防控的背景下，国家出台增值税优惠政策，包括：对纳税人运输疫情防控重点保障物资取得的收入，免征增值税；自2020年3月1日至5月31日，对湖北省增值税小规模纳税人，适用3%征收率的应税销售收入，免征增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，暂停预缴增值税；除湖北省外，其他省、自治区、直辖市的增值税小规模纳税人，适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税，适用3%预征率的预缴增值税项目，减按1%预征率预缴增值税。展望4月，工业增加值当月同比在复工复产的推动下，大概率实现“转正”，进而拉动工业增加值累计同比上行，利多国内增值税累计同比，但是在疫情防控常态化的背景下，国家对疫情防控重点保障企业，以及增值税小规模纳税人的税收优惠还将存续，叠加考虑2019年同期基数小幅上行1.70个百分点，预计4月国内增值税累计同比还将继续承压。

3月国内消费税累计同比为-16.40%，较前值下行6.40个百分点，续创2010年12月有记录以来新低。3月社会消费品零售总额累计同比增长-19.00%，较前值上行1.50个百分点，与同时发布的其他主要经济数据相比，反弹力度最弱，表明此前市场预期的“报复

性”消费并未出现。2019年2月、3月国内消费税累计同比分别为26.70%、29.30%，基数上行利空3月国内消费税累计同比。展望4月，社会消费品零售总额累计同比大幅反弹概率较低，总量层面看，就业率、企业盈利增速、人均可支配收入增速、CPI当月同比走势均利空社会消费品零售总额累计同比，结构层面看，汽车类、石油及制品类、房地产类消费依旧承压。从基数效应看，2019年3月、4月国内消费税累计同比分别为29.30%、22.80%，基数下行利多4月国内消费税累计同比。综合以上两个层面，考虑到“复工复产、复商复市”的逐步推进，相对于2月、3月，预计4月的消费状况将边际向好，因此4月国内消费税累计同比大概率在3月的基础上小幅好转。

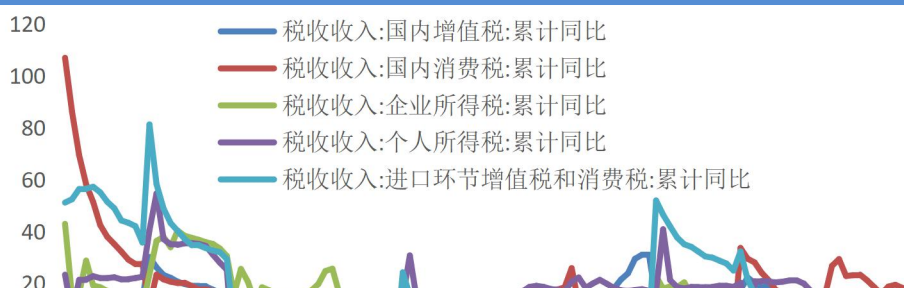
3月进口环节增值税和消费税累计同比为-23.90%，较前值上行1.20个百分点。3月进口环节增值税和消费税累计同比较前值上行主要受两方面推动：一是3月进口金额当月同比-1.00%，较前值上行2.89个百分点，拉动进口金额累计同比较前值上行0.99个百分点至-2.90%；二是2019年2月、3月国内消费税累计同比分别为4.50%、2.90%，基数下行利多3月进口环节增值税和消费税累计同比。展望4月，进口金额累计同比面临一定支撑，417政治局会议指出，“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，但是也面临一定压力，如受国际油价下跌影响，CRB指数同比大概率继续下行，海外部分企业停工停产冲击进口数量。从基数效应看，2019年3月、4月进口环节增值税和消费税累计同比分别为2.90%、1.20%，基数下行利多4月进口环节增值税和消费税累计同比。此前财政部提出，“为进一步支持疫情防控工作，自2020年1月1日至3月31日，实行更优惠的进口税收政策”，“对捐赠用于疫情防控的进口物资免征进口关税和进口环节增值税、消费税”，考虑到这项政策的存续期是2020年1月1日至3月31日，且目前我国疫情较2月大幅好转，用于疫情防控的进口捐赠物资理应大幅下降，因此该政策不会对进口环节增值税和消费税累计同比产生太大扰动。综合以上分析，我们认为4月进口环节增值税和消费税累计同比大概率在3月的基础上保持震荡态势，在“稳增长”的推动下，大概率有小幅好转。

3月企业所得税累计同比为-12.80%，较前值下行5.90个百分点，创2009年7月以来新低。从基数上看，2019年2月、3月企业所得税累计同比分别为10.0%、15.8%，基数上行利空企业所得税累计同比。从走势上看，企业所得税累计同比与工业企业利润累计同比相关度较高，且工业企业利润累计同比稍微领先于企业所得税累计同比。问题是工业企业利润累计同比的发布时间晚于企业所得税累计同比的发布时间，因此，从企业所得税累计同比反推工业企业利润累计同比较为合适。3月企业所得税累计同比在2月的

基础上继续下探，预计3月工业企业利润累计同比还将继续低迷。展望4月，从基数上看，2019年2月、3月企业所得税累计同比分别为15.8%、9.0%，基数下行利多企业所得税累计同比。考虑到工业增加值累计同比的降幅大概率收窄，但是国际油价下跌压低PPI累计同比，预计4月工业企业利润累计同比至多小幅反弹。综合以上分析，我们认为4月企业所得税累计同比处于“筑底回升”中的筑底阶段。

3月个人所得税累计同比为3.50%，较前值大幅下行11.30个百分点。从基数上看，2019年2月、3月个人所得税累计同比分别为-18.1%、-29.7%，基数下行利多个人所得税累计同比。3月城镇调查失业率录得5.90%，虽然较前值下行0.30个百分点，但是依旧处于高位。受新冠肺炎疫情的冲击，1季度全国居民人均可支配收入累计实际同比跌至-3.90%，录得2013年4季度以来首个负增长。展望4月，随着海外疫情不断恶化，3月出口金额累计同比反弹的势头大概率难以持续，4月大概率掉头向下。此外，417政治局会议定调“要释放消费潜力”，“要积极扩大有效投资”，但是在“保持疫情防控成果、防止疫情反弹的任务繁重”的背景下，预计居民外出消费意愿难以恢复至疫情前水平，这就制约内需的好转，叠加外需疲弱，预计4月失业率还将处于较高位置。考虑2019年3月、4月个人所得税累计同比分别为-29.7%、-30.9%，基数下行幅度不大，预计4月个人所得税累计同比在3月的基础上小幅震荡。

图 3：3 月主要税种增速承压（%）



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_5603

