

核心观点

分析师 张伟

SAC 证书编号: S0160525060002

zhangwei04@ctsec.com

分析师 万琦

SAC 证书编号: S0160525090007

wanqi@ctsec.com

相关报告

1. 《汽车：当前经济的缩影》 2026-05-18
2. 《中美元首会晤：从零和到共生，双边关系再校准》 2026-05-18
3. 《就业视角下的美联储决策》 2026-05-17

❖ **事件：**2026 年 5 月 20 日，财政部公布 1-4 月财政收支数据，4 月当月，全国一般公共预算收入同比增长 6.7%（前值 6.9%）；全国一般公共预算支出同比下降 3.2%（前值 1.0%）。全国政府性基金预算收入同比下降 26.4%（前值-16.7%）；全国政府性基金预算支出同比下降 20.8%（前值-14.2%）。

❖ **财政运行走势与当前经济结构特征匹配：**当下国内经济，外需强于内需、出口景气度优于消费及投资、生产投资中新质生产力领域领跑。财政整体呈现收入平稳、支出节奏放缓、结构持续分化的运行态势。收入端整体保持稳定，内部结构切换，地方层面收入改善，税收收入贡献力度提升。税收结构上，受益于价格上行与外需维持高景气，增值税、企业所得税改善，出口相关退税规模同比增加。内需偏弱则对消费相关税收形成压制，消费税修复力度偏弱，汽车、能源类等大宗消费需求走弱，前期促消费政策效应消退叠加涨价，使得消费端税源恢复相对乏力。此外，受春节时间偏晚影响，年终奖计入库节奏延后，持续扰动个人所得税月度增速表现，加剧短期收入波动。政府性基金收入延续偏弱格局，土地相关收入依旧是主要拖累，在地产业态修复偏缓与前期高基数共同作用下同比表现承压，不过环比走势逐步趋稳，核心城市土地市场成交形成一定边际支撑。

支出端两大预算支出力度同步收敛，财政整体投放节奏有所降温。一般公共预算中传统基建相关支出明显走弱，可能与优质项目储备不足及财政资金投向持续优化调整有关，财政资源更多向民生保障以及新兴产业领域倾斜，传统基建财政投放占比逐步回落。政府性基金支出走弱主要受制于地方财力承压，叠加专项债发行节奏阶段性放缓。财政投放放缓同样在融资端得到印证，政府债券融资规模有所收缩，财政存款有所抬升。

❖ **综合来看，当前价格端与外需领域的积极因素，支撑财政收入的改善，但内需修复不足仍成为财政运行中的主要短板：**4 月财政支出阶段性放缓，可能更多是前期政策靠前发力后的主动节奏调节，目的在于预留后续稳增长政策空间。往后看，若国内内需修复不及预期，经济运行压力进一步凸显，财政层面或将加快出台配套调控举措，适时加大稳增长托底力度。

❖ **风险提示：**土地财政下行压力仍存影响地方财力修复；内需偏弱拖累税收修复持续性；财政后续增量发力存在约束。

图表目录

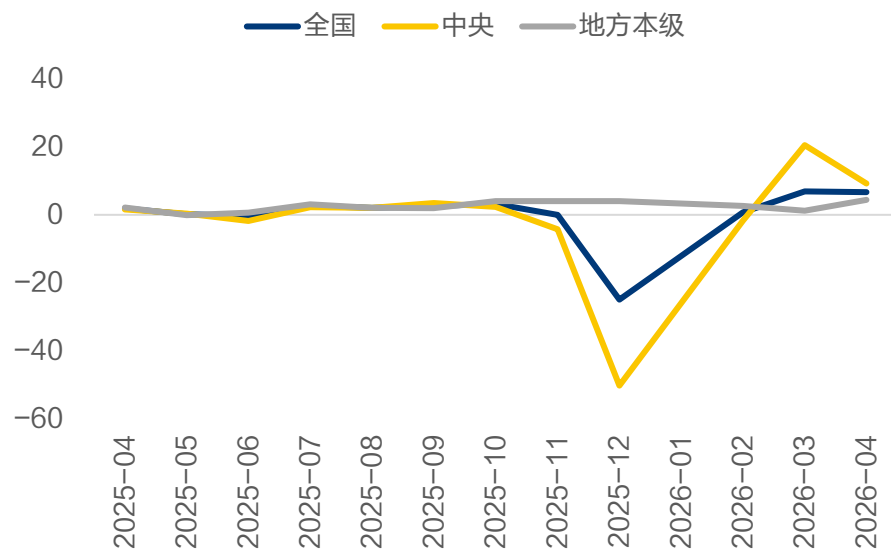
图 1: 4 月地方本级收入同比改善	3
图 2: 4 月税收收入贡献进一步增强	4
图 3: 企业所得税转为正向贡献	4
图 4: 4 月消费税环比不及季节性	5
图 5: 4 月部分消费税核心品类零售额当月同比下行	5
图 6: 因春节错位个人所得税同比波动较大	6
图 7: 第二本账收入同比明显下行	6
图 8: 4 月土地出让收入环比基本持平	7
图 9: 第一本账支出同比回落	7
图 10: 基建类支出占比下行	8
图 11: 第二本账支出同比进一步下行	8
图 12: 4 月地方政府新增专项债发行放缓	9
图 13: 1-4 月政府债券净融资规模同比少增	9
图 14: 4 月财政存款同比上行	10

2026 年 5 月 20 日，财政部公布 1-4 月财政收支情况。4 月当月，全国一般公共预算收入同比增长 6.7%（前值 6.9%）；全国一般公共预算支出同比下降 3.2%（前值 1.0%）。全国政府性基金预算收入同比下降 26.4%（前值-16.7%）；全国政府性基金预算支出同比下降 20.8%（前值-14.2%）。

4 月宏观经济数据披露后，当下国内经济运行的结构特征进一步清晰：**外需强于内需、出口景气度优于消费及投资、生产投资中新质生产力领域领跑**。而作为经济基本面的映射，4 月财政收支数据也印证了这一格局。

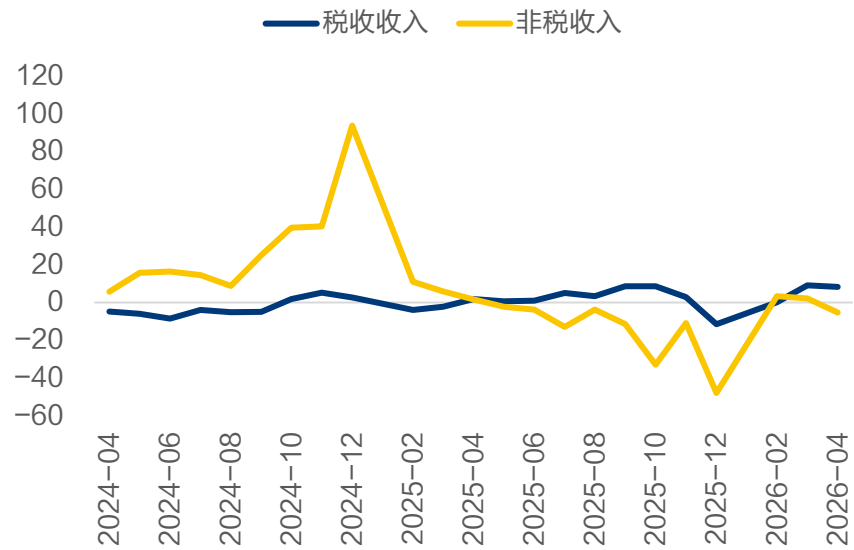
从财政收入维度来看，4 月全国一般公共预算收入当月同比增速较上月小幅波动，整体保持平稳，但收入内部结构有所调整，3 月第一本账收入中，中央财政的贡献明显靠前，4 月地方本级收入则有所改善，同时税收收入对财政收入的贡献进一步增强，非税则转为拖累。

图1: 4 月地方本级收入同比改善



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

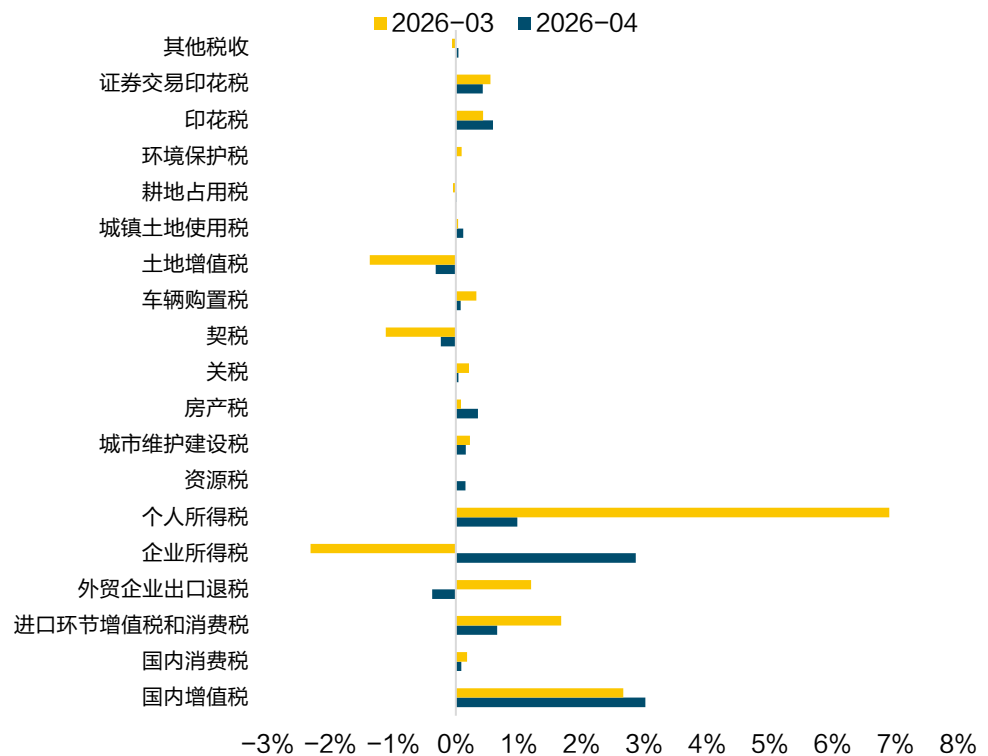
图2: 4月税收收入贡献进一步增强



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: %。

税基与基本面强相关, 因此4月经济中的积极因素也对税收形成支撑。结构层面, 国内增值税依旧为主要贡献项 (同比 9.4%, 前值 5.5%), 企业所得税增速由负转正形成正向贡献 (同比 8.2%, 前值 -13.8%), 叠加当期出口退税规模同比上行, 侧面反映工业品价格修复、外贸出口延续相对高景气度的基本面态势。

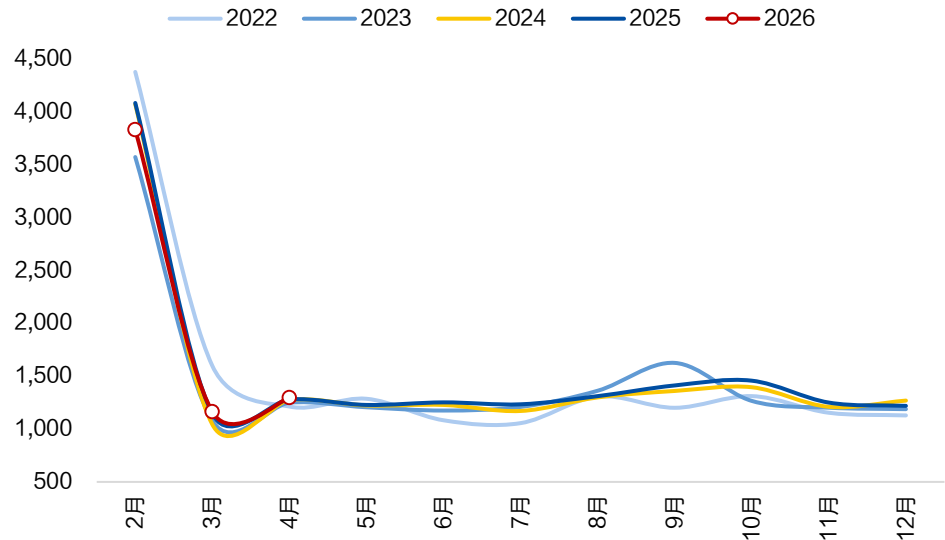
图3: 企业所得税转为正向贡献



数据来源: Wind, 财通证券研究所

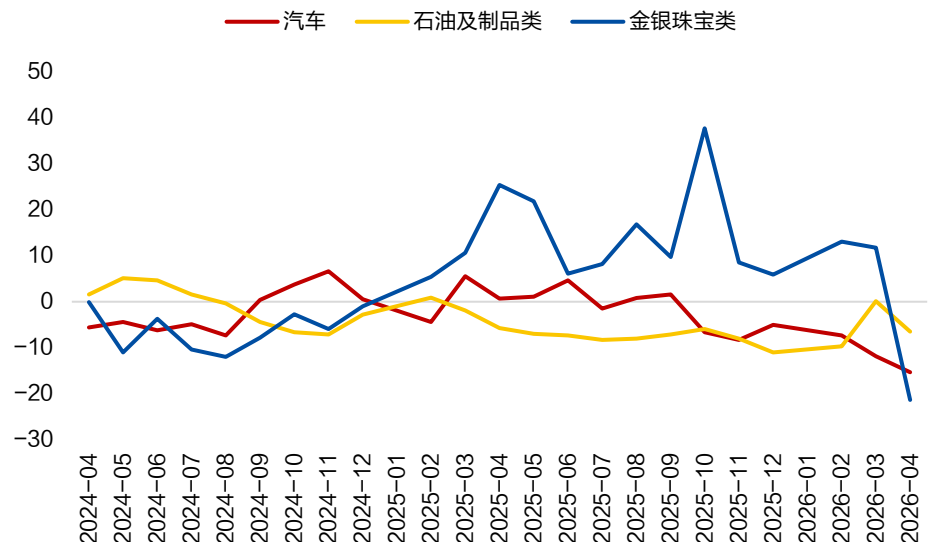
反观消费税表现则相对较弱，同比回落 0.5 个百分点至 1.3%，环比有所回暖，但回升幅度弱于季节性规律，与 4 月社零消费整体偏弱的态势相匹配。成品油、乘用车、金银珠宝等消费税核心应税品类终端需求走弱（4 月社零数据中，汽车零售额同比下降 15.3%，前值-11.8%；石油及制品类零售额同比下降 6.5%，前值 0.1%；金银珠宝零售额同比下降 21.3%，前值 11.7%），一方面国际油价高位运行压制居民消费意愿，另一方面前期促消费政策边际效应逐步消退，叠加金价从历史高位回落，共同压缩消费税税基，形成拖累。

图4: 4 月消费税环比不及季节性



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：亿元。

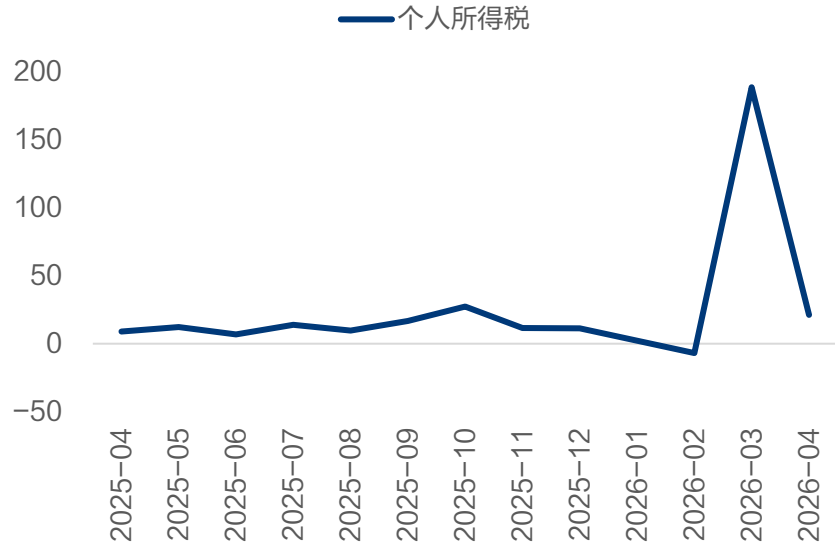
图5: 4 月部分消费税核心品类零售额当月同比下行



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

个人所得税则持续受春节错位带来的时序扰动影响。同比大幅回落（由 188.7%回落至 21.1%）且环比明显不及季节性。使得企业年终奖金发放及对应个税代扣入库节奏整体延后，也加大了前后月份的个税波动。

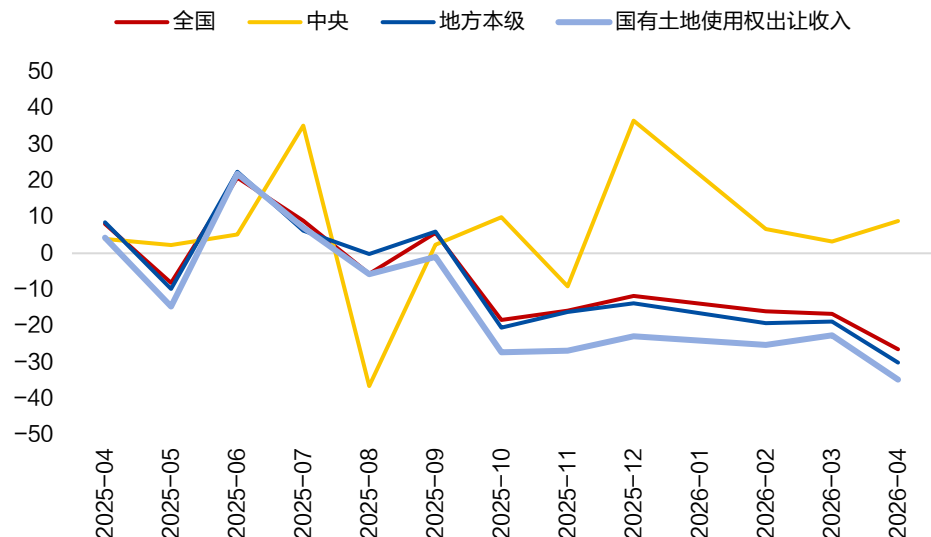
图6: 因春节错位个人所得税同比波动较大



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: %。

政府性基金预算收入同比显著下行，核心拖累项仍为国有土地使用权出让收入。4 月国有土地使用权出让收入同比下降 34.8%，前值为-22.6%。除目前地产市场修复力度不足外，去年同期基数偏高的扰动性更强；单从环比走势来看，4 月土地出让收入仅较 3 月几乎持平（环比下降 0.2%），有一定边际缓和的迹象，或得益于核心城市的土地成交。

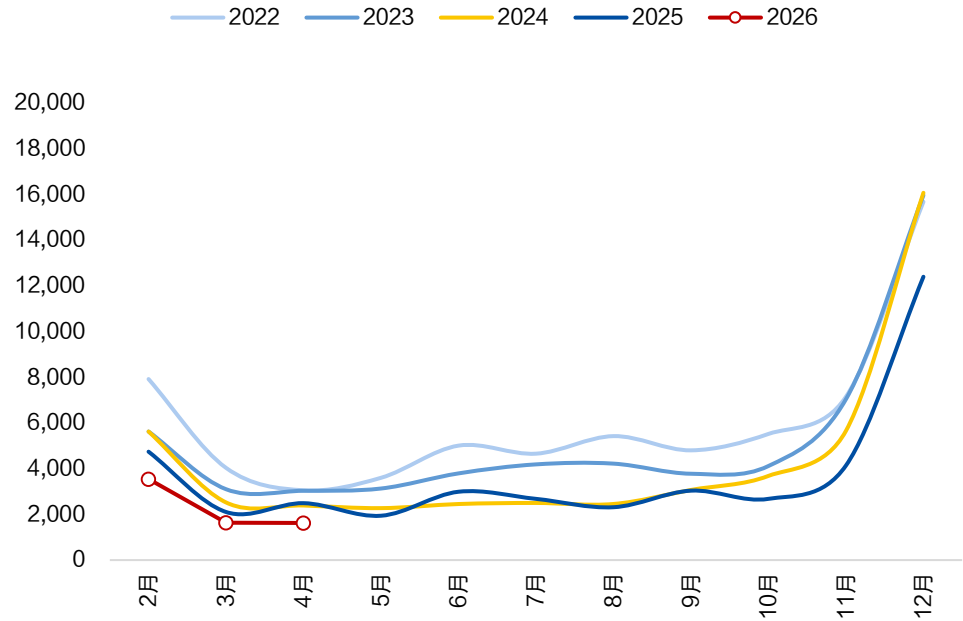
图7: 第二本账收入同比明显下行



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: %。



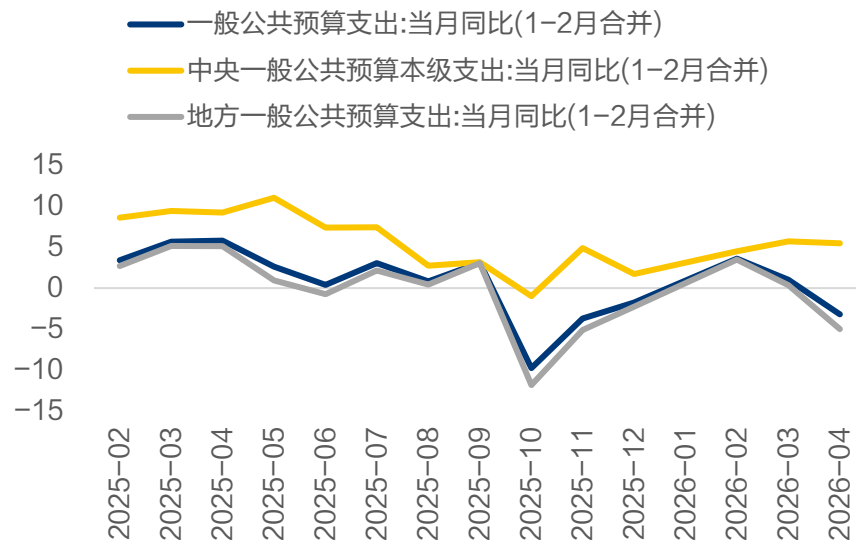
图8: 4月土地出让收入环比基本持平



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

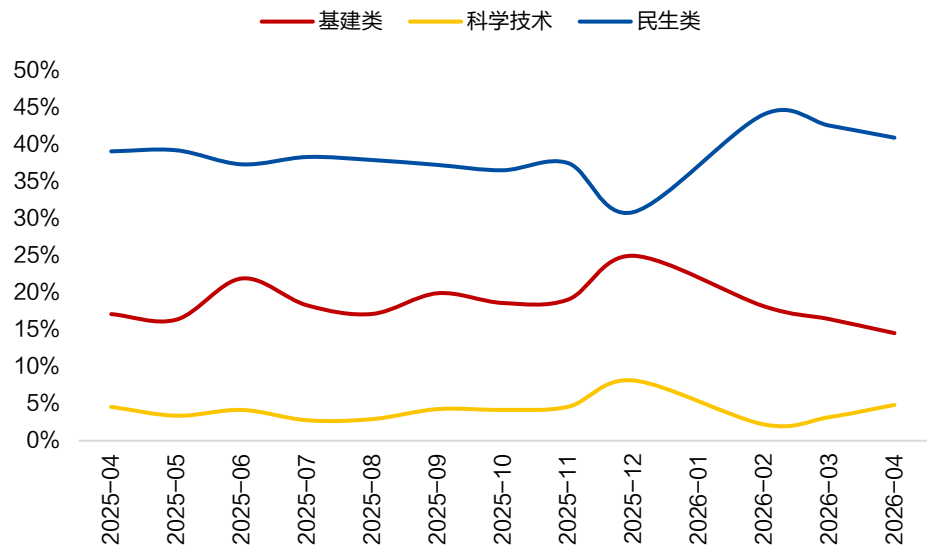
另外支出方面, 4月第一本账以及第二本账支出同比均有回落, 广义财政支出同比也在负增区间进一步下探。一般公共预算口径下基建相关支出下行幅度扩大, 当月同比降幅由前值 -8.2% 进一步走弱至 -17.7%, 环比表现同样弱于季节性规律, 与4月基建投资整体走弱态势形成相互印证。一方面可能受优质存量基建项目储备不足的影响; 另一方面或与财政资金投向持续优化调整有关, 一般公共预算资金逐步缩减传统基建领域配置, 更多财力向民生保障、实体经济及新兴产业领域倾斜。基建类占比处于下行趋势中, 民生类占比则持续处于40%以上的高位, 科学技术相关占比上行至5%左右。

图9: 第一本账支出同比回落



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: %。

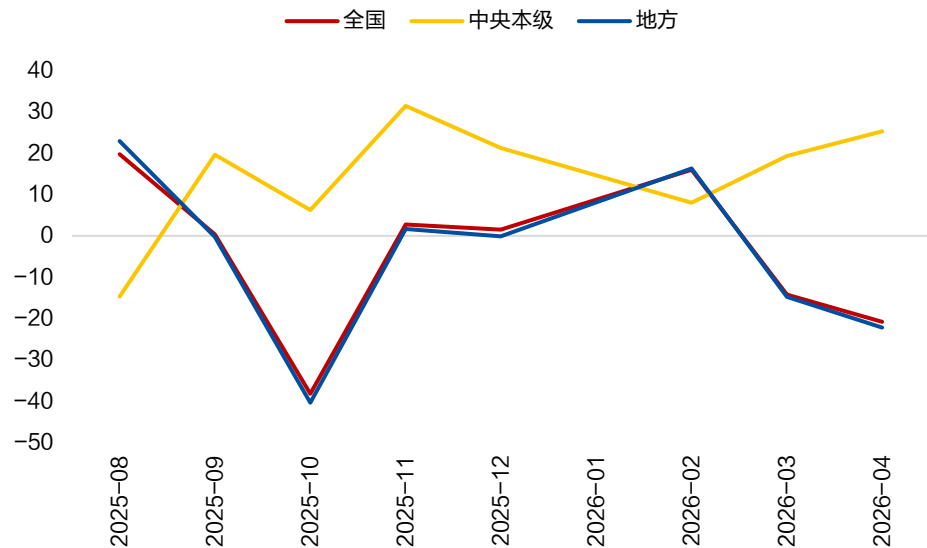
图10: 基建类支出占比下行



数据来源: Wind, 财通证券研究所

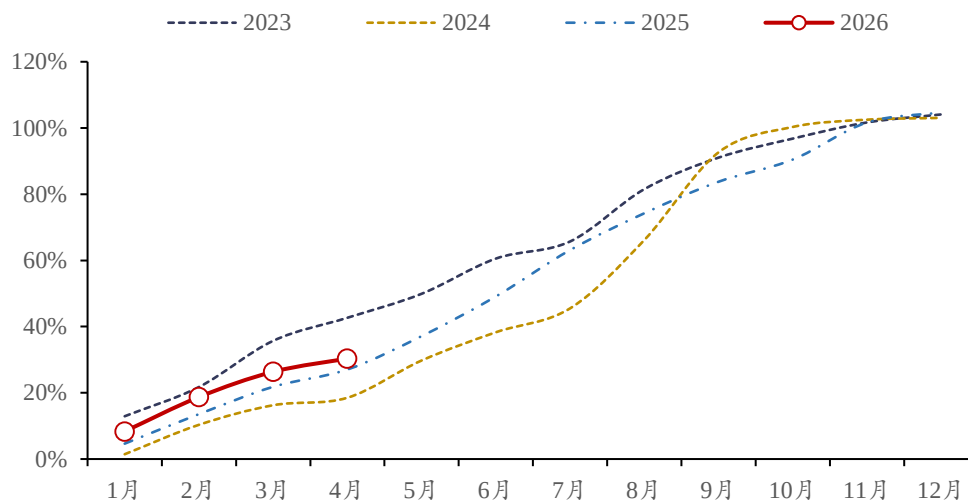
政府性基金预算支出同比回落由地方财政层面主导，一方面土地财政持续偏弱制约地方可支配财力，另一方面新增专项债发行节奏有所放缓，带动相关资金拨付与项目落地节奏降温。

图11: 第二本账支出同比进一步下行



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: %。

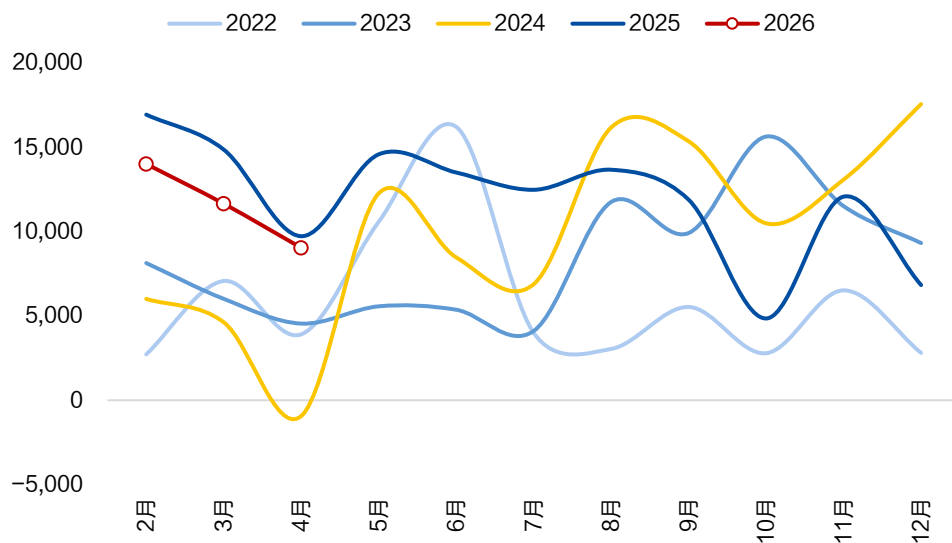
图12: 4月地方政府新增专项债发行放缓



数据来源: Wind, 企业预警通, 财通证券研究所

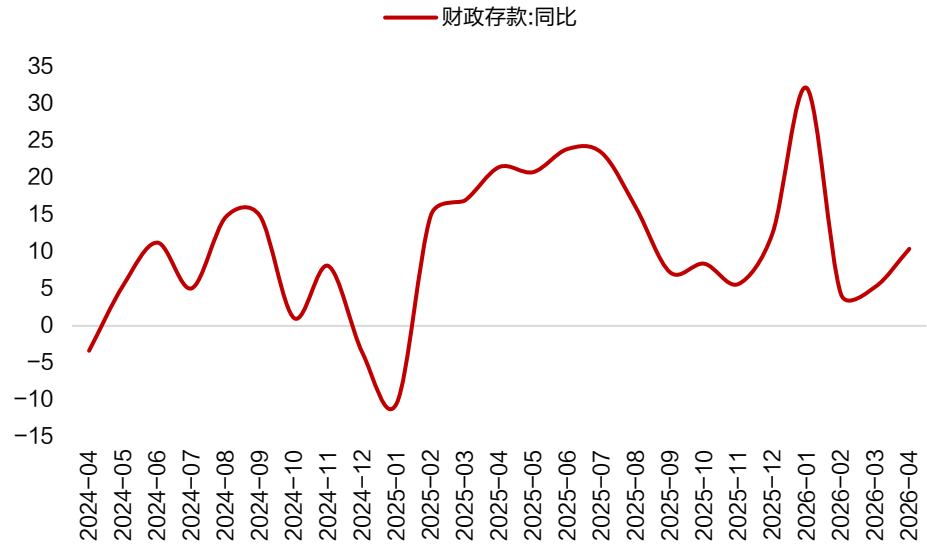
财政支出节奏放缓同样在社融指标中得到验证, 1-4月政府债券净融资规模同比少增, 4月财政存款同比上行, 财政资金实物投放节奏整体趋于收敛。

图13: 1-4月政府债券净融资规模同比少增



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: 亿元。

图14: 4 月财政存款同比上行



数据来源: Wind, 财通证券研究所; 单位: %。

整体来看，经济基本面的积极因素支撑了财政收入的持续修复，但4月支出端节奏有所放缓，可能受前期政策前置发力影响，当前主动优化节奏意在为后续稳增长预留空间。4月经济数据折射出一定压力，若后续经济修复进度不及预期，全年经济增长目标的完成压力将有所上升，不排除财政政策加快落地的可能。

风险提示

土地财政下行压力仍存影响地方财力修复：尽管核心城市土拍有所托底，但整体房企拿地意愿低迷，土地财政回暖力度不足，持续压制地方本级财力，基层财政收支平衡压力进一步加大。

内需偏弱拖累税收修复持续性：居民消费复苏节奏偏缓，内需不足或将制约后续流转税增收空间。财政收入修复的内生动力将面临进一步削弱的压力。

财政后续增量发力存在约束：支出放缓反映出优质项目储备不足、专项债投放节奏趋缓等结构性约束。若后续项目跟进不足，增量财政政策落地的空间与效率或将受到掣肘，全年经济增长目标的完成压力可能随之上升。

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。