2020 年 12 月 15 日

财政延续积极，民生仍是发力重点

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **房地产、汽车等市场高景气，带动税收收入延续改善；非税收入拖累财政回落**

11 月税收收入延续改善，非税收入大幅下滑、拖累财政收入增速回落。11 月财政收入同比下降 2.7%、回落 5.7 个百分点。其中，税收收入同比增长 12.2%、提高 1 个百分点、延续改善趋势。非税收入受基数影响，同比大幅下滑 42.4%，拖累财政收入。1-11 月累计，财政收入同比下降 5.3%，降幅收窄 0.2 个百分点。

受益于稳增长政策的溢出效应，房地产等市场呈现较高景气，带动税收增长。11 月，契税、车购税分别同比增长 36%、18.6%，高于总体税收增速，主要受房地产、汽车市场等提振。稳增长政策溢出效应，对相关市场的支撑仍持续存在。此外，在经济回暖、收入改善背景下，个人所得税收入同比增长 26.7%，改善明显。

● **财政支出增速维持高位，卫生、教育、社保等民生相关支出，仍是发力重点**

财政支出维持 15%以上的高增速，赤字规模已超过预算赤字、延续积极发力。11 月财政支出同比增长 15.9%、回落 3.1 个百分点，维持高增速。1-11 月累计，财政支出同比增长 0.7%，年内首次回到正增长。累计赤字达到 3.84 万亿元、已超过财政预算赤字规模（3.76 万亿元）、主要得到资金调入和结转结余等支持。

一般财政重点向民生领域倾斜，相关支出增长较快；部分基建类支出进度大幅低于预算。11 月支出分项中，卫生健康、教育、社保就业等民生类支出，分别同比增长 68.9%、21.8%、18.3%，带动财政支出上行。支出进度较慢的项，包括节能环保（63.3%）、城乡社区（65.5%）等，进度尚不及 70%，年内或难以完成预算。

● **广义财政支出增速跳升、延续积极，年末或加大财政投放，维持较高增长中枢**

土地出让收入改善，政府性基金支出抬升，年末或加大财政投放、推动赶工。11 月，政府性基金收入同比增长 27.3%；其中土地出让收入同比增长 33%、抬升明显。考虑到调控政策下，土地成交增速已经回落，土地收入高增的延续性仍需观察。11 月，政府性基金支出同比增长 35.5%、提高 28 个百分点，加大财政投放。

广义财政支出增速跳升、延续积极，年末或保持较高增长中枢。11 月，广义财政收入同比增长 9.6%，提高 5.9 个百分点；支出同比增长 22.1%、提高 7.3 个百分点，为 2019 年 2 月以来的最高支出增速。1-11 月累计，广义支出同比增长 7.4%，延续上行趋势。考虑到全年财政支出预算规模，12 月广义支出增速或维持高位。

重申观点：从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动，趋于减弱。2020 年提高赤字率、特别国债与专项债的大幅扩容等，更多是特殊时期的应急手段、并非常态；地方债大幅扩容，亦已接近 100%预警线。伴随着政策回归“常态”，2021 年相较 2020 年，国债发行量或明显回落、地方债大幅扩张难以为续。

● **风险提示：**政府债支出进度不及预期；新冠疫情出现显著反弹。

相关研究报告

《宏观经济专题-信用“收缩”年，再融资压力的结构分化》-2020.12.13

《宏观经济专题-“特朗普主义”未离开》-2020.12.13

《宏观经济专题-“需求侧改革”，战略意义和内涵理解》-2020.12.13

目　录

1、 税收延续改善，非税拖累明显 3
2、 支出延续积极，民生重点发力 3
3、 广义财政支出跳升、加快投放 4
4、 风险提示 5

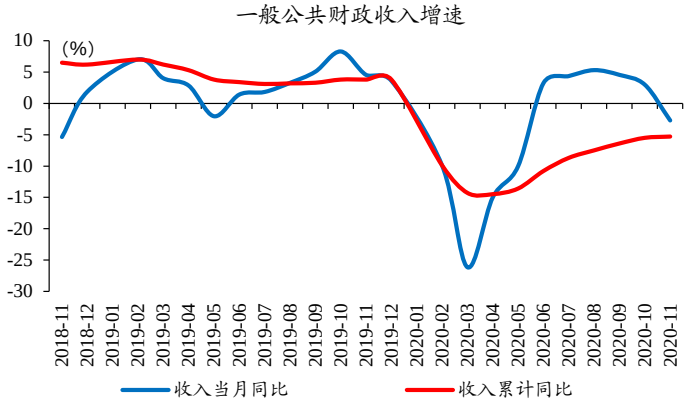
图表目录

图 1: 11 月，财政收入增速回落 3
图 2: 11 月，非税收入拖累明显 3
图 3: 11 月，契税、个税、车购税等增速较高 3
图 4: 11 月，房地产销售维持高增，对契税收入形成支撑 3
图 5: 11 月，财政支出增速维持高位 4
图 6: 11 月，财政累计赤字 3.84 万亿元 4
图 7: 11 月，民生类支出增长较快 4
图 8: 11 月，节能环保、城乡社区事务等支出进度较低 4
图 9: 11 月，政府性基金收入和支出增速均改善 5
图 10: 下半年来，土地成交已经出现回落 5
图 11: 11 月，广义财政支出增速跳升至 20%以上 5
图 12: 2 季度以来，广义财政收支均有改善 5

1、 税收延续改善，非税拖累明显

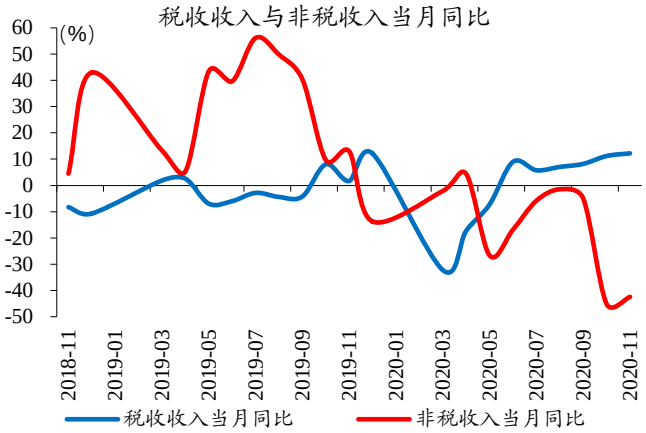
11 月税收收入延续改善，非税收入大幅下滑、拖累财政收入增速回落。11 月财政收入同比下降 2.7%、回落 5.7 个百分点。其中，税收收入同比增长 12.2%、提高 1 个百分点、延续改善趋势。非税收入受基数影响，同比大幅下滑 42.4%，拖累财政收入。1-11 月累计，财政收入同比下降 5.3%，降幅收窄 0.2 个百分点。

图1：11 月，财政收入增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

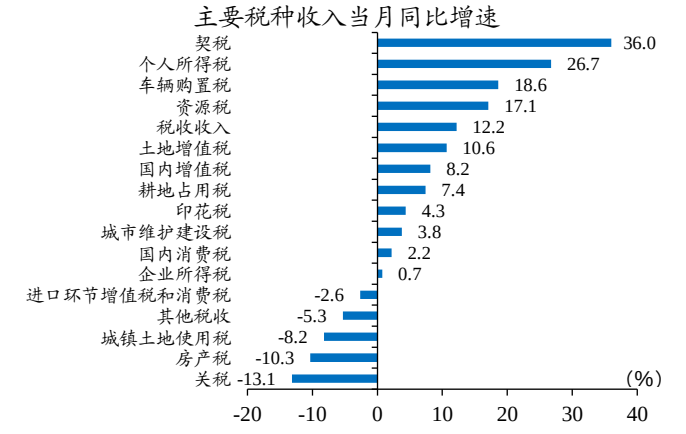
图2：11 月，非税收入拖累明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

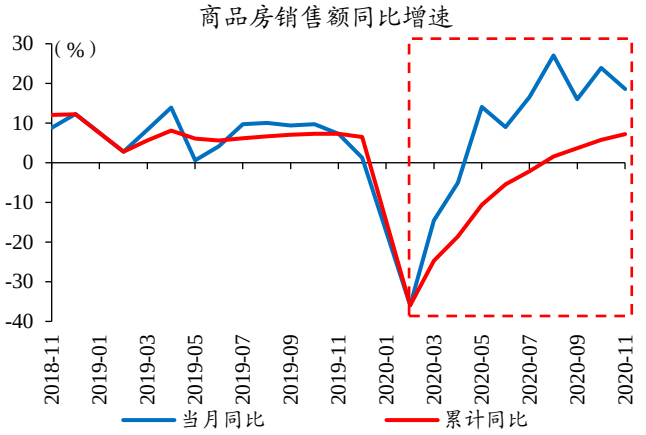
受益于稳增长政策的溢出效应，房地产等市场呈现较高景气，带动税收增长。11 月，契税、车购税分别同比增长 36%、18.6%，高于总体税收增速，主要受房地产、汽车市场等提振。稳增长政策溢出效应，对相关市场的支撑仍持续存在。此外，在经济回暖、收入改善背景下，个人所得税收入同比增长 26.7%，改善明显。

图3：11 月，契税、个税、车购税等增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：11 月，房地产销售维持高增，对契税收入形成支撑



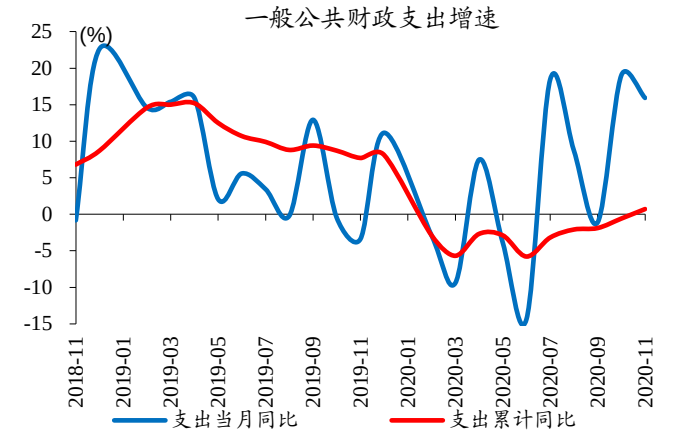
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 支出延续积极，民生重点发力

财政支出维持 15%以上的高增速，赤字规模已超过预算赤字、延续积极发力。11 月财政支出同比增长 15.9%、回落 3.1 个百分点，维持高增速。1-11 月累计，财政

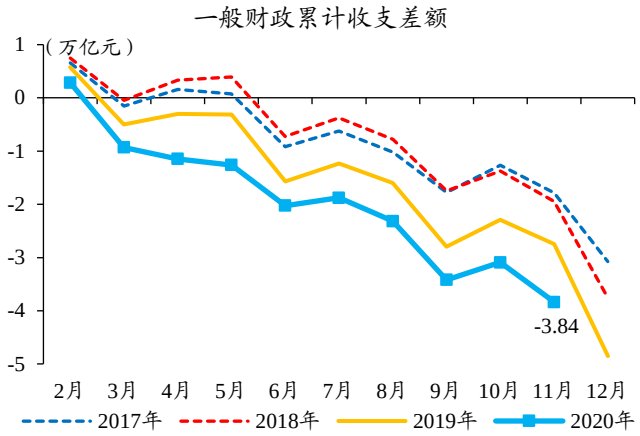
支出同比增长 0.7%，年内首次回到正增长。累计赤字达到 3.84 万亿元、已超过财政预算赤字规模（3.76 万亿元）、主要得到资金调入和结转结余等支持。

图5：11 月，财政支出增速维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

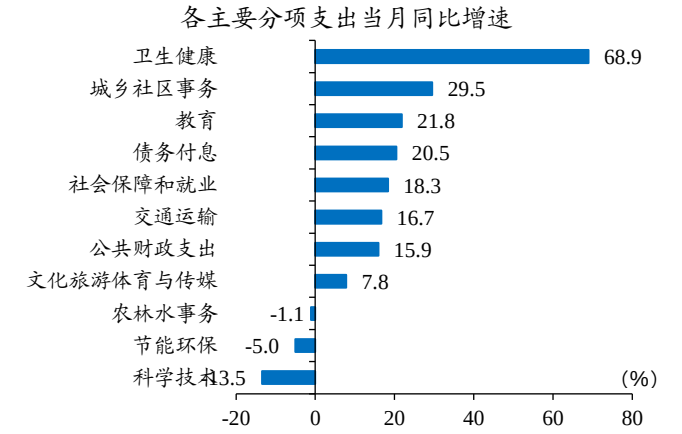
图6：11 月，财政累计赤字 3.84 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

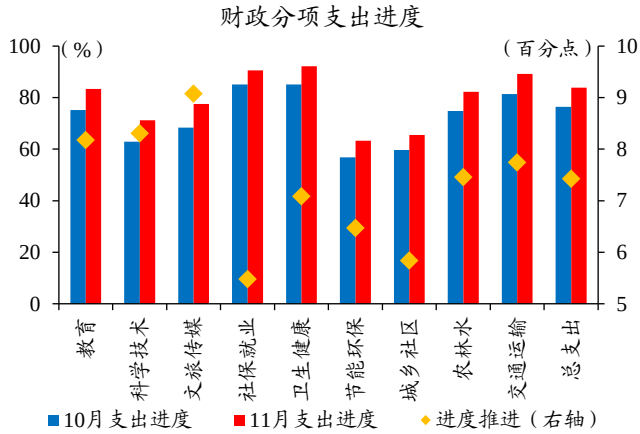
一般财政重点向民生领域倾斜，相关支出增长较快；部分基建类支出进度大幅低于预算。11 月支出分项中，卫生健康、教育、社保就业等民生类支出，分别同比增长 68.9%、21.8%、18.3%，带动财政支出上行。支出进度较慢的项，包括节能环保（63.3%）、城乡社区（65.5%）等，进度尚不及 70%，年内或难以完成预算。

图7：11 月，民生类支出增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：11 月，节能环保、城乡社区事务等支出进度较低

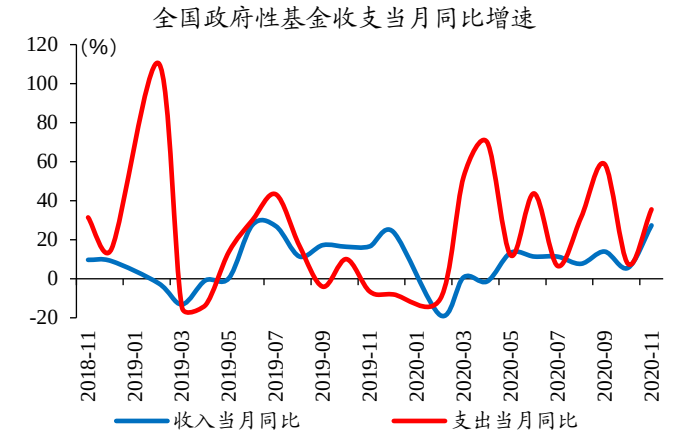


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 广义财政支出跳升、加快投放

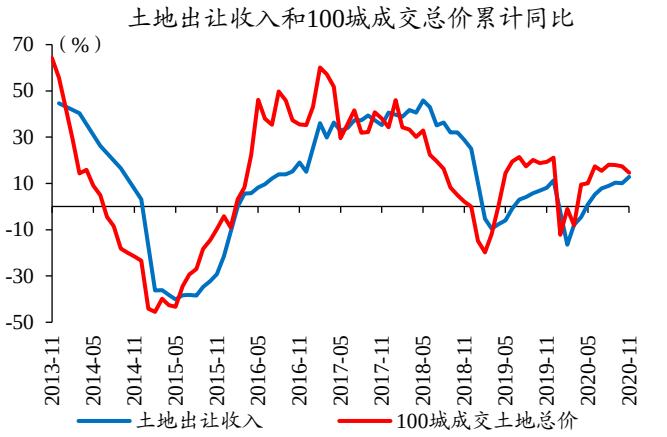
土地出让收入改善，政府性基金支出抬升，年末或加大财政投放、推动赶工。11 月，政府性基金收入同比增长 27.3%；其中土地出让收入同比增长 33%、抬升明显。考虑到调控政策下，土地成交增速已经回落，土地收入高增的延续性仍需观察。11 月，政府性基金支出同比增长 35.5%、提高 28 个百分点，加大财政投放。

图9：11 月，政府性基金收入和支出增速均改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

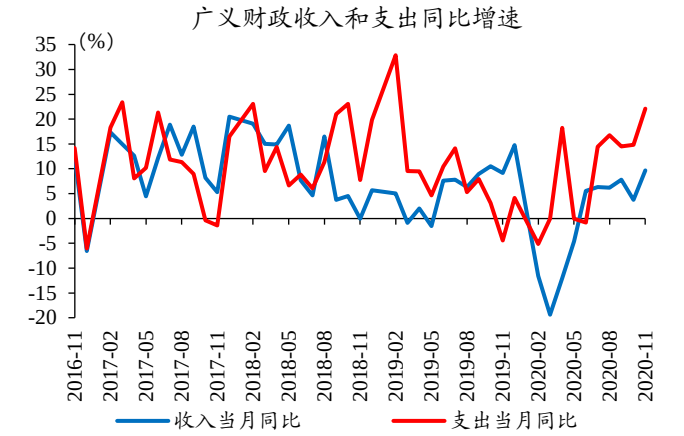
图10：下半年来，土地成交已经出现回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

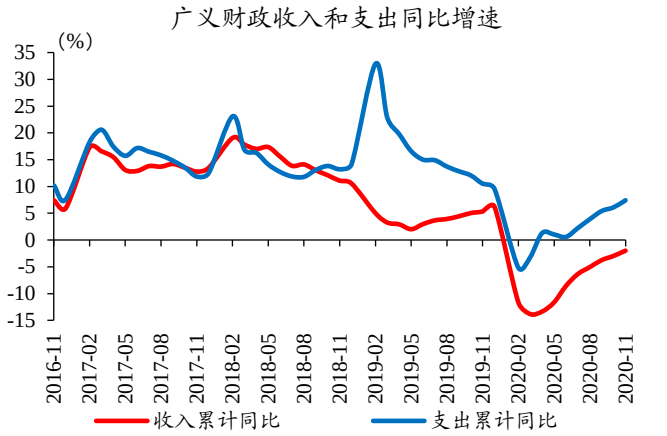
广义财政支出增速跳升、延续积极，年末或保持较高增长中枢。11 月，广义财政收入同比增长 9.6%，提高 5.9 个百分点；支出同比增长 22.1%、提高 7.3 个百分点，为 2019 年 2 月以来的最高支出增速。1-11 月累计，广义支出同比增长 7.4%，延续上行趋势。考虑到全年财政支出预算规模，12 月广义支出增速或维持高位。

图11：11 月，广义财政支出增速跳升至 20%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2 季度以来，广义财政收支均有改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动，趋于减弱。2020 年提高赤字率、特别国债与专项债的大幅扩容等，更多是特殊时期的应急手段、并非常态；地方债大幅扩容，亦已接近 100%预警线。伴随着政策回归“常态”，2021 年相较 2020 年，国债发行量或明显回落、地方债大幅扩张难以为续。

4、 风险提示

政府债支出进度不及预期；新冠疫情出现显著反弹。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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	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	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”）的机构或个人客户（以下简称“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，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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10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16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