2020 年 10 月 22 日

财政支出积极，4 季度或延续高增

——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

● **9 月税收收入延续修复，证券、房地产等市场的改善，对相关税收形成支撑**

9 月财政收入小幅回落，主要受非税收入拖累；经济活动支撑下，税收收入延续改善。9 月财政收入同比增长 4.5%、回落 0.8 个百分点；其中，非税收入下降 4.9%，受基数影响、是主要拖累项。若扣除 2019 年同期国企利润上缴等影响，9 月财政收入同比增长约 8%、较 8 月上升。税收同比增长 8.2%、提高 1.1 个百分点。9 月经济进一步回暖，对税收收入形成支撑，4 季度或将延续修复态势。

前期稳增长政策推动证券、房地产、汽车等市场改善，相关税种增长较为明显。9 月印花税、契税、车辆购置税收入分别同比增长 53.6%、33.3%和 25.9%，是收入改善最为明显的三项，分别对应证券、房地产和汽车市场的改善。前期稳增长政策加码背景下，股票和房地产的交易增长明显，汽车销量也保持两位数增长，受到政策外溢效应支撑。此外，外贸改善，也对关税等进口环节税收带来提振。

● **基数扰动一般财政支出增速、积极财政并未改变，个别分项呈现追赶支出进度**

一般财政支出增速下滑、主因基数扰动，积极的财政支出并未改变。9 月一般财政支出同比下降 1.1%，较上月大幅回落 9.8 个百分点。财政支出的单月回落，受基数影响较大，若以 2019 年同期前后的增速表现为参照、剔除基数影响，9 月的支出增速约在 10%以上，较 8 月增速继续抬升、积极的财政支出并未改变。1-9 月累计，支出同比下降 1.9%，降幅继续收窄 0.2 个百分点、呈现稳健修复态势。

个别前期进度偏慢的支出项，9 月加快支出进度、增速抬升明显，持续性仍有待观察。9 月，交通运输支出同比增长 145.2%，大幅高于其他分项。考虑到 1-8 月交通运输支出同比下滑 12%、低于总体增速约 10 个百分点，9 月扩大支出或加快追赶支出进度。年内其他支出项也可能出现类似现象，但持续性有待观察。1-9 月，债务付息支出增长 16.8%、高于其他主要支出项，受政府债大幅扩张影响。

● **土地出让收入回升、政府性基金支出大幅扩张，4 季度广义财政或维持高增**

土地出让收入改善，房地产政策影响或滞后显现；专项债等支撑下，政府性基金支出进一步抬升。9 月，政府性基金收入同比增长 13.9%，其中土地出让收入同比增长 18.4%、提高 3.5 个百分点，房地产融资政策调整影响或滞后显现。政府性基金支出同比增长 58.8%，大幅抬升 27.4 个百分点，受政府债融资明显支撑。

一般财政拖累下，9 月广义支出增速有所回落；年内来看，积极财政仍将加快落地。9 月，广义财政收入同比增长 7.8%，上升 1.6 个百分点；支出同比增长 14.5%，回落 2.2 个百分点，主要受一般财政拖累。1-9 月，支出同比增长 5.4%，提高 1.5 个百分点、继续修复。在政府债等支撑下，年内广义财政支出或维持较高增速。

重申观点：经济延续修复背景下，税收改善、政府债融资等，对 4 季度财政空间形成支持，广义财政支出增速或在 15%左右。其中，一般财政关注“六保”，并加快部分进度落后领域的支出；政府债以基建投资为主、兼顾棚改等非基建项目。

● **风险提示：**宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-经济动能的“错位”和“收敛”》-2020.10.19

《宏观经济点评-“用工荒”再现，还原就业市场真实图景》-2020.10.18

《宏观经济专题-全球疫情“二次”大爆发风险评估》-2020.10.18

目 录

1、 经济活动回暖，税收延续改善 3
2、 财政支出积极，基数扰动明显 3
3、 专项债支撑下，基金支出扩张 4
4、 风险提示 5

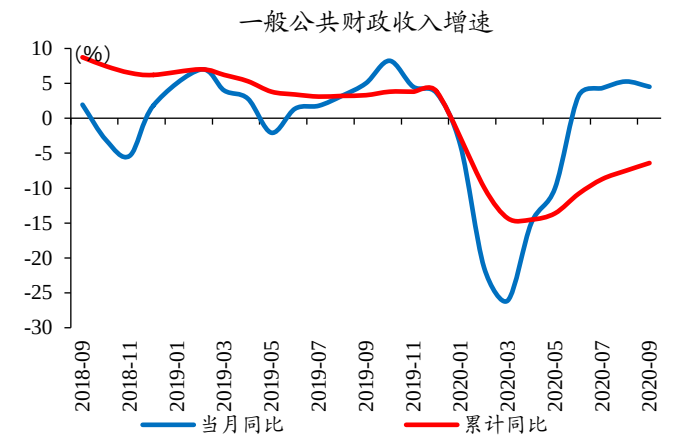
图表目录

图 1: 一般财政收入有所回落 3
图 2: 税收收入增速提高 3
图 3: 印花税和契税增幅较大 3
图 4: 契税、增值税、个税对增量贡献较大 3
图 5: 2019 年同期的基数跳升，对支出增速造成扰动 4
图 6: 累计财政赤字达 3.4 万亿元 4
图 7: 交通运输等项加快支出进度，推升增速 4
图 8: 债务付息支出呈现明显刚性 4
图 9: 政府性基金支出大幅抬升 5
图 10: 土地出让收入有所回升 5
图 11: 广义财政支出收支持续回升 5
图 12: 4 季度仍余有较大规模的政府债尚待发行 5

1、 经济活动回暖，税收延续改善

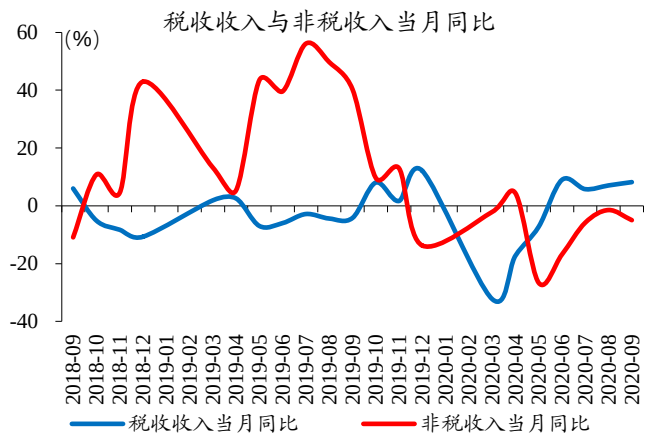
9 月财政收入小幅回落，主要受非税收入拖累；经济活动支撑下，税收收入延续改善。9 月财政收入同比增长 4.5%、回落 0.8 个百分点；其中，非税收入下降 4.9%，受基数影响、是主要拖累项。若扣除 2019 年同期国企利润上缴等影响，9 月财政收入同比增长约 8%、较 8 月上升。税收同比增长 8.2%、提高 1.1 个百分点。9 月经济进一步回暖，对税收收入形成支撑，4 季度或将延续修复态势。

图1：一般财政收入有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

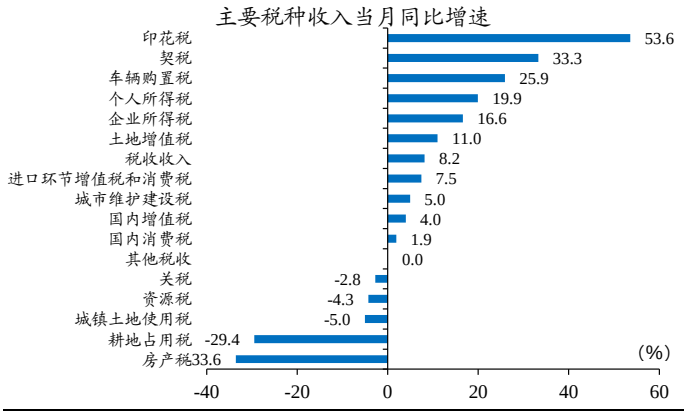
图2：税收收入增速提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

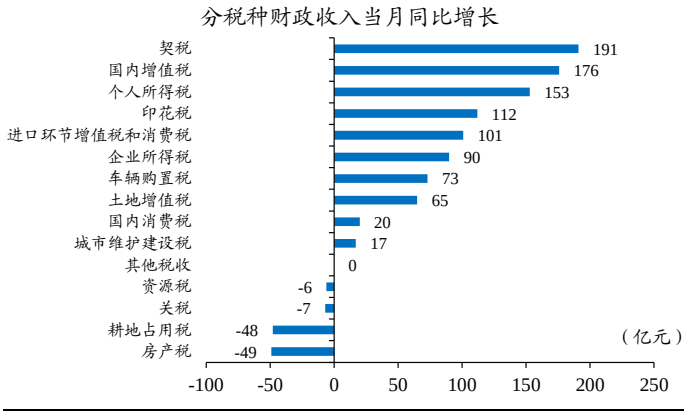
前期稳增长政策推动证券、房地产、汽车等市场改善，相关税种增长较为明显。9 月印花税、契税、车辆购置税收入分别同比增长 53.6%、33.3%和 25.9%，是收入改善最为明显的三项，分别对应证券、房地产和汽车市场的改善。前期稳增长政策加码背景下，股票和房地产的交易增长明显，汽车销量也保持两位数增长，受到政策外溢效应支撑。此外，外贸改善，也对关税等进口环节税收带来提振。

图3：印花税和契税增幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：契税、增值税、个税对增量贡献较大



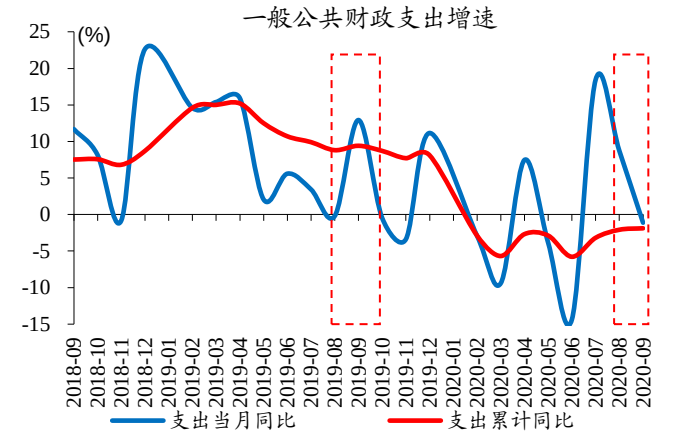
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 财政支出积极，基数扰动明显

一般财政支出增速下滑、主因基数扰动，积极的财政支出并未改变。9 月一般财

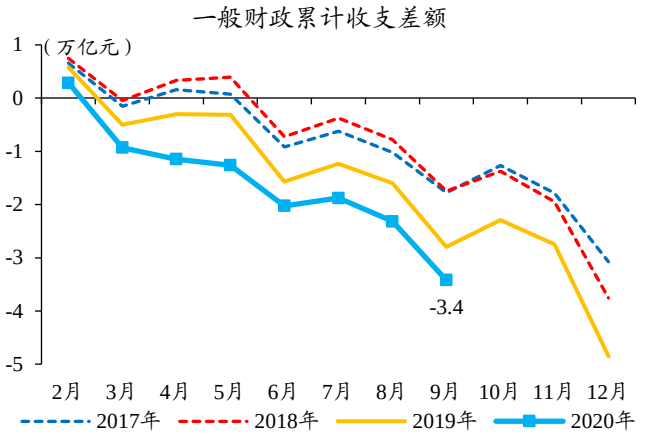
政支出同比下降 1.1%，较上月大幅回落 9.8 个百分点。财政支出的单月回落，受基数影响较大，若以 2019 年同期前后的增速表现为参照、剔除基数影响，9 月的支出增速约在 10%以上，较 8 月增速继续抬升、积极的财政支出并未改变。1-9 月累计，支出同比下降 1.9%，降幅继续收窄 0.2 个百分点、呈现稳健修复态势。

图5：2019 年同期的基数跳升，对支出增速造成扰动



数据来源：Wind、开源证券研究所

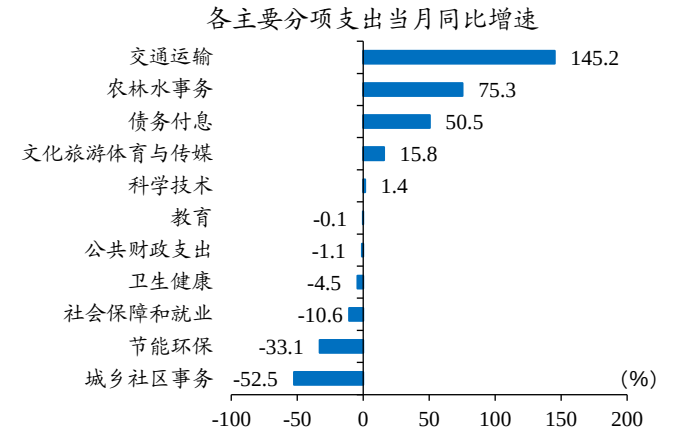
图6：累计财政赤字达 3.4 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

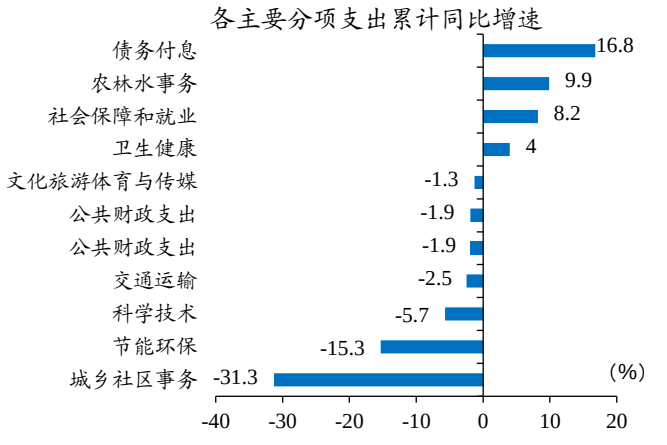
个别前期进度偏慢的支出项，9 月加快支出进度、增速抬升明显，持续性仍有待观察。9 月，交通运输支出同比增长 145.2%，大幅高于其他分项。考虑到 1-8 月交通运输支出同比下滑 12%、低于总体增速约 10 个百分点，9 月扩大支出或加快追赶支出进度。年内其他支出项也可能出现类似现象，但持续性有待观察。1-9 月，债务付息支出增长 16.8%、高于其他主要支出项，受政府债大幅扩张影响。

图7：交通运输等项加快支出进度，推升增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：债务付息支出呈现明显刚性



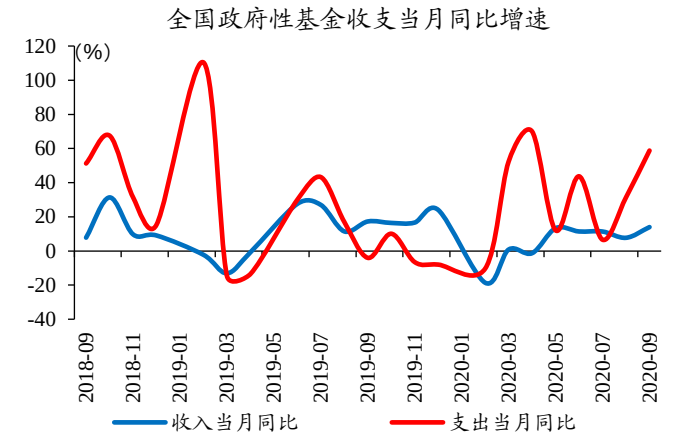
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 专项债支撑下，基金支出扩张

土地出让收入改善，房地产政策影响或滞后显现；专项债等支撑下，政府性基金支出进一步抬升。9 月，政府性基金收入同比增长 13.9%，其中土地出让收入同比增长 18.4%、提高 3.5 个百分点，房地产融资政策调整影响或滞后显现。政府性基金

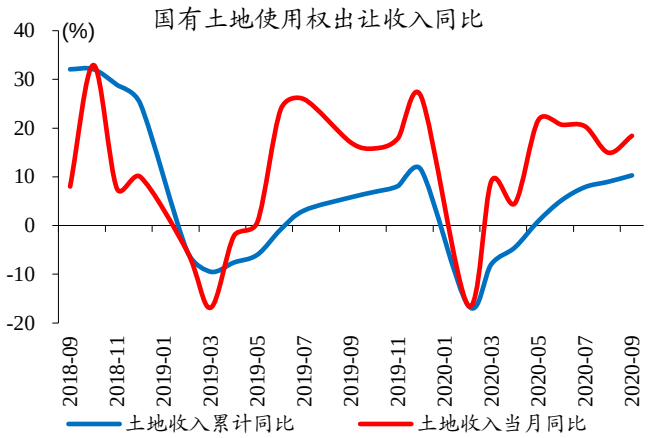
支出同比增长 58.8%，大幅抬升 27.4 个百分点，受政府债融资明显支撑。

图9：政府性基金支出大幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

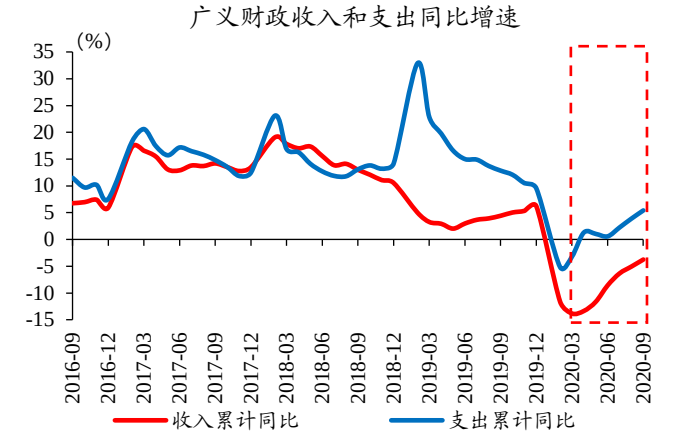
图10：土地出让收入有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

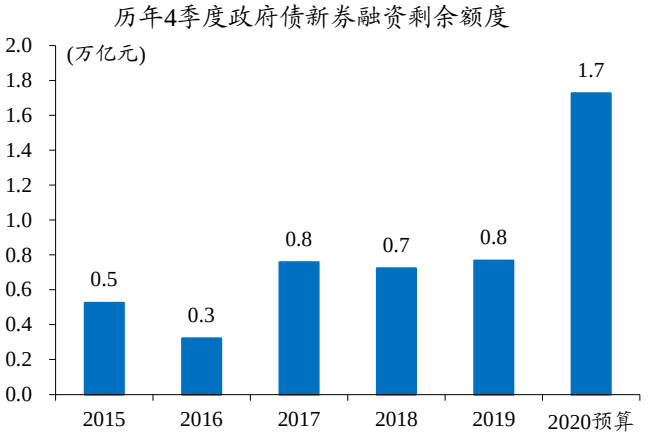
一般财政拖累下，9 月广义支出增速有所回落；年内来看，积极财政仍将加快落地。9 月，广义财政收入同比增长 7.8%，上升 1.6 个百分点；支出同比增长 14.5%，回落 2.2 个百分点，主要受一般财政拖累。1-9 月，支出同比增长 5.4%，提高 1.5 个百分点、继续修复。在政府债等支撑下，年内广义财政支出或维持较高增速。

图11：广义财政支出收支持续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：4 季度仍余有较大规模的政府债尚待发行



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：经济延续修复背景下，税收改善、政府债融资等，对 4 季度广义支出形成支持；综合考虑土地出让、资金盘活、政府债支出进度等扰动，4 季度广义财政支出增速或在 15%左右。其中，一般财政关注“六保”，并加快部分进度落后领域的支出；政府债以基建投资为主、兼顾棚改等非基建项目。

4、 风险提示

宏观经济或监管政策出现超预期变化。

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