货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成

——2020 年 7 月政数据点评

行业点评

● **非税收入降幅缩窄推动公共预算收入持续回升：**受疫情冲击影响，2020 年 1-7 月全国公共财政收入大幅回落，但 6 月以来国内经济加速恢复，财政收入累计同比降幅有所收窄，且财政收入当月同比增速连续两月为正。7 月公共财政收入增幅比 6 月份提高，好于预期。7 月公共财政收入同比回升 4.34%，已连续两月为正增长，7 月公共财政收入主要是税收收入持续回正拉动，加上非税收入降幅大幅缩窄导致。在 7 月税收收入各项分类中，证券交易印花税增长 1.9 倍，除增值税增速仍为负、企业所得税增幅缩窄外，其余税收收入均显著回升。受消费进一步回暖的拉动，国内消费税同比增幅进一步扩大，所得税方面，个人所得税增速回升明显，企业所得税增速大幅放缓，说明经济复苏进度有放缓的迹象，国内增值税同比增速今年以来持续为负值，且降幅较上月有所扩大。中央和地方财政收入 7 月当月同比增速均持续为正增长，重要财政收入增幅大幅扩张。财政收入呈现一季度收入大幅下降，二季度以来持续回升，全年财政收入将会呈现前低后高态势。

● **2 万亿元直达资金政策效应显现，地方财政支出力度加大：**主要是地方财政支出由负转正，中央财政支出当月同比增速降幅有所收窄拉动。在各财政支出类别中，多数科目当月同比增速由负转正，而受洪涝灾害影响，农林水事务和交运支出转负。社会保障和就业、城乡社区事务支出同比增速大幅转正，其中保居民就业作为“六保”的重要内容，成为财政支出的重点方向。

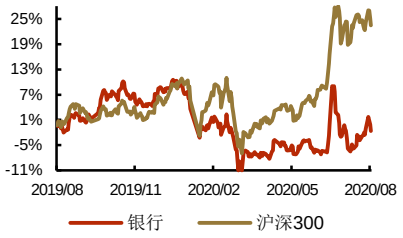
● **投资建议：**货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成。面对突如其来的疫情，上半年央行发挥了逆周期调节手段，经济出现加速复苏迹象，下半年，货币政策将会退出量化宽松模式，实施与实体经济复苏相匹配的政策力度，因此降息降准的空间和可能性进一步下降，三季度社融增速将会迎来拐点，央行将会注重精准直达，结构性货币政策工具持续发力。下半年财政政策将会接力货币政策持续发力，银行板块的估值水平再次下降至历史新低，低估值、高股息率、低仓位的银行股目前已经被银行股东和高管增持，建议投资者关注业务转型速度较快的城商行和股份制银行龙头迎来重要配置机会。

● **风险提示：**经济增速下行压力增加，资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；疫情超市场预期

推荐（维持评级）

郑嘉伟（分析师）
zhengjiawei@xsdzq.cn
证书编号：S0280519040001

行业指数走势图



相关报告

《风险得到快速出清，下半年银行板块迎来最佳配置机会》2020-08-08

《信贷结构优化，宽信用格局未变，下半年社融增速有望迎来拐点》2020-08-12

《注重精准直达，结构性货币政策将持续发力》2020-08-08

《未雨绸缪，寻找银行板块的α机会》2020-07-27

《税收拉动下财政收入增速实现疫情以来首次回正，下半年积极财政仍将持续发力》2020-07-30

目 录

1、 非税收入降幅缩窄推动公共预算收入持续回升.....3
2、 2 万亿元直达资金政策效应显现，地方财政支出力度加大.....4
3、 投资建议.....7
4、 风险提示.....7

图表目录

图 1: 公共财政收入及支出当月同比增速（%）.....3
图 2: 税收及非税收收入当月同比增速（%）.....3
图 3: 消费税显著回升（%）.....4
图 4: 地方及中央财政收入当月同比增速（%）.....4
图 5: 地方及中央财政收入累计同比增速（%）.....4
图 6: 中央和地方财政支出当月同比增速（%）.....5
图 7: 中央和地方财政支出累计同比增速（%）.....5
图 8: 各类财政支出 7 月同比增速变化情况（%）.....5
图 9: 财政收支差额情况（亿元）.....6
图 10: 全国政府性基金收支累计同比增速（%）.....6
图 11: 土地出让收入回暖（%）.....7

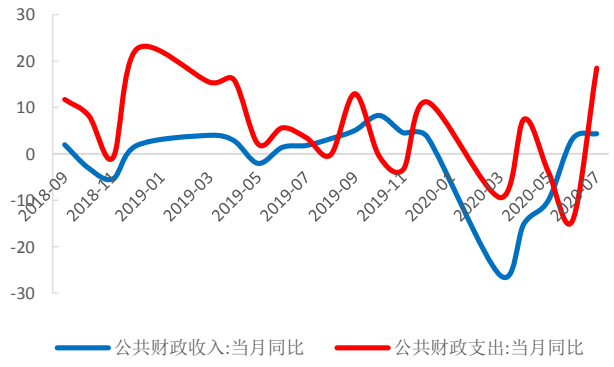
事件：2020 年 8 月 19 日，财政部公布 2020 年 1-7 月财政收支情况，数据显示，1-7 月累计，全国一般公共预算收入 114725 亿元，同比下降 8.7%。其中，中央一般公共预算收入 53575 亿元，同比下降 11.3%；地方一般公共预算本级收入 61150 亿元，同比下降 6.2%。全国税收收入 98509 亿元，同比下降 8.8%；非税收入 16216 亿元，同比下降 7.7%。1-7 月累计，全国一般公共预算支出 133499 亿元，同比下降 3.2%。其中，中央一般公共预算本级支出 18976 亿元，同比下降 3.2%；地方一般公共预算支出 114523 亿元，同比下降 3.2%。

1、 非税收入降幅缩窄推动公共预算收入持续回升

受疫情冲击影响，2020 年 1-7 月全国公共财政收入大幅回落，但 6 月以来国内经济加速恢复，财政收入累计同比降幅有所收窄，且财政收入当月同比增速连续两月为正。1-7 月累计，全国一般公共预算收入 114725 亿元，同比下降 8.7%。其中，受国内疫情影响，增值税下降幅度最大，国内增值税 34052 亿元，同比下降 17%；车辆购置税同比下降 15.4%；海外疫情仍蔓延，导致出口退税继续大幅下降，出口退税 8974 亿元，同比下降 16.4%；同时，进口货物增值税、消费税 8267 亿元，同比下降 13.4%；关税 1425 亿元，同比下降 13.6%。由于今年以来股票市场交易持续活跃，印花税和个人所得税均实现正增长，其中，证券交易印花税 1174 亿元，同比大幅增长 35.3%；个人所得税 6725 亿元，同比增长 4.6%。此外，疫情之后房地产市场交易活跃，土地交易和商品房销售增长，带动 7 月土地增值税、耕地占用税、契税分别增长 21.4%、46.9%、21.7%。

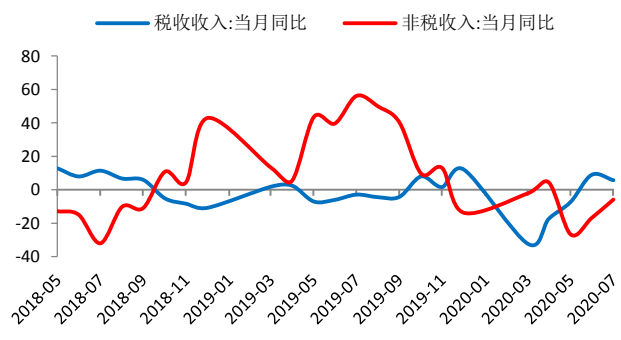
7 月公共财政收入增幅比 6 月份提高，好于预期。7 月公共财政收入同比回升 4.34%，已连续两月为正增长，7 月公共财政收入主要是税收收入持续回正拉动，加上非税收入降幅大幅缩窄导致，其中，7 月当月税收收入同比上涨 5.74 %，增速较上个月环比回落了 3.23 个百分点，较去年同期高 8.59 个百分点，推动财政收入年内连续两个月实现月度正增长；非税收收入虽仍为拖累项，但较前期大幅改善，环比大幅回升至-5.80%，降幅收窄 11.02 个百分点，这与去年非税收入低基数效应有关，非税收入的大幅回升，推动公共预算收入同比两个月持续回升。

图1： 公共财政收入及支出当月同比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 税收及非税收收入当月同比增速（%）

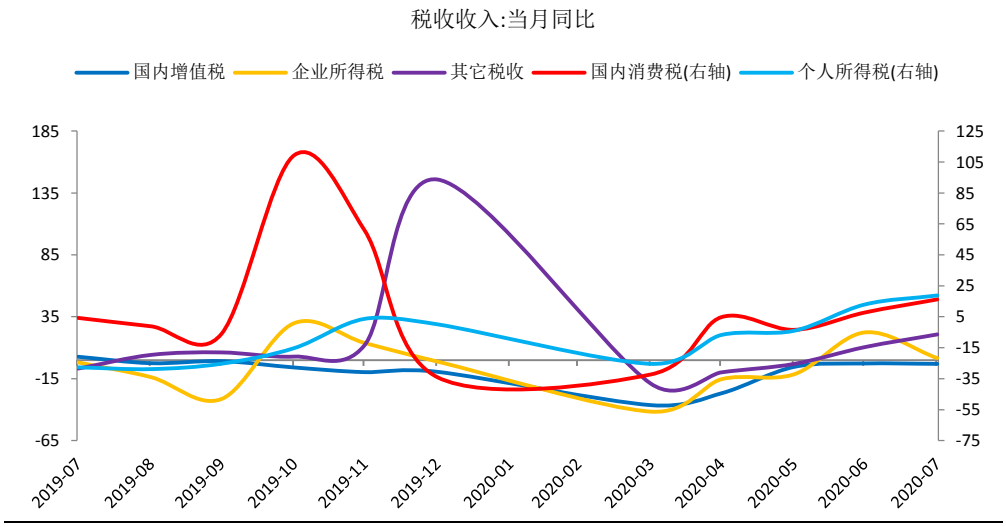


资料来源：Wind，新时代证券研究所

在 7 月税收收入各项分类中，证券交易印花税增长 1.9 倍，除增值税增速仍为负、企业所得税增幅缩窄外，其余税收收入均显著回升。其中，**受消费进一步回暖的拉动，国内消费税同比增幅进一步扩大，7** 月同比增长 16.22%，较前值回升 8.5 个百分点。**所得税方面，个人所得税增速回升明显，企业所得税增速大幅放缓，说明经济复苏进度有放缓的迹象。**受经济企稳、企业利润回升以及个人所得增加的推动，7 月当月个人所得税同比增长 18.77%，较 6 月回升 5.87 个百分点，表明疫情

后经济基本面恢复较好，个人收入呈现回升态势；而企业所得税同比增长 1.59%，较 6 月缩窄 20.77 个百分点。此外，**国内增值税同比增速今年以来持续为负值，且降幅较上月有所扩大，**7 月同比回落 3.03%，较 6 月回落 0.31 个百分点，主要受复工复产持续推进和增值税翘尾减收因素消退影响。

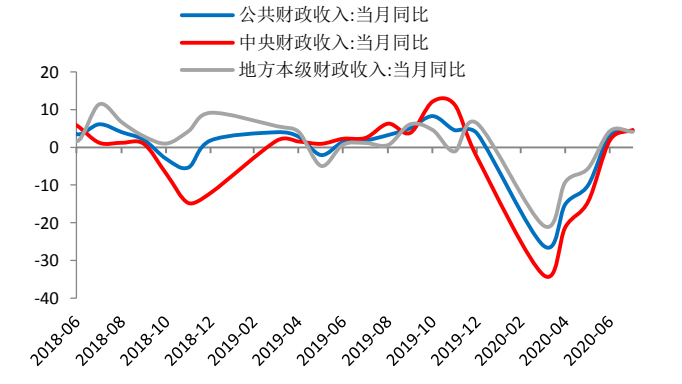
图3： 消费税显著回升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

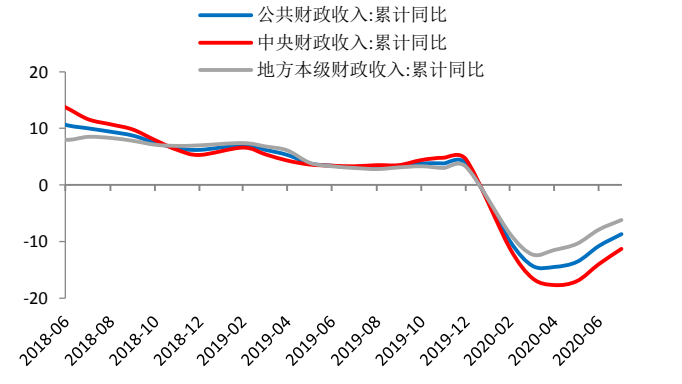
中央和地方财政收入 7 月当月同比增速均持续为正增长，重要财政收入增幅大幅扩张。7 月中央财政收入同比回升 4.60 %，地方财政收入同比回升 4.09%，地方不及中央同比增速，但从较 6 月增幅来看，中央收入增速回升 2.69 个百分点，而地方则小幅回落 0.23 个百分点。**整体来看，财政收入呈现一季度收入大幅下降，二季度以来持续回升，全年财政收入将会呈现前低后高态势。**

图4： 地方及中央财政收入当月同比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 地方及中央财政收入累计同比增速（%）



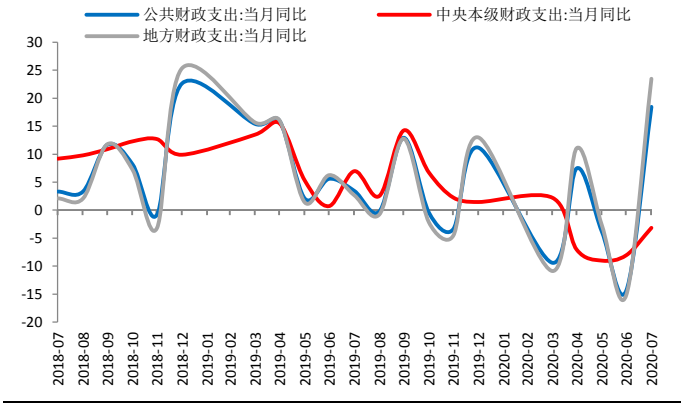
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、2 万亿元直达资金政策效应显现，地方财政支出力度加大

2 万亿元直达资金政策效应显现，推动地方财政支出力度加大。2020 年 1-7 月累计，全国一般公共预算支出 133499 亿元，同比下降 3.2%。其中，地方财政支出力度加大，拉动整体公共财政支出降幅收窄，中央一般公共预算本级支出 18976 亿元，同比下降 3.2%；地方一般公共预算支出 114523 亿元，同比下降 3.2%。单月来看，7 月财政支出当月同比增速转正，录得 18.46 %，较 6 月增速大幅回升 32.83

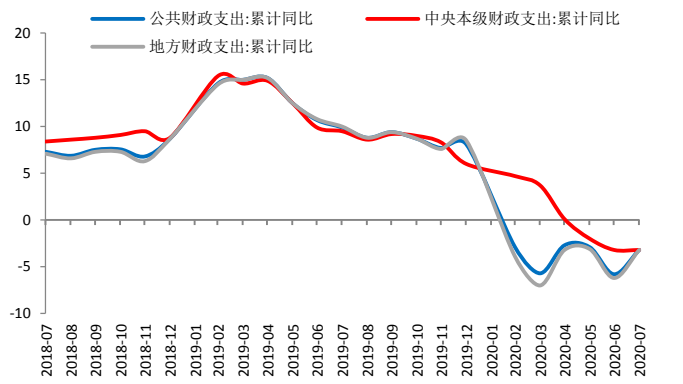
个百分点。主要是**地方财政支出由负转正，中央财政支出当月同比增速降幅有所收窄拉动**。7 月地方财政支出当月同比增速为 23.48 %，较 6 月大幅回升 38.66 个百分点；7 月中央财政支出当月同比增速为-3.16 %，较 6 月降幅收窄 4.89 个百分点。建立特殊转移支付机制，2 万亿元直达资金政策效应正在逐步显现。截至 7 月 31 日，实行直达管理的 1.7 万亿元资金中，中央财政已经下达 1.67 万亿元，占全部直达资金的 98.5%；省级财政部门已分配下达 1.52 万亿元，占中央下达资金的 90.8%，扣除抗疫特别国债按规定预留待分配资金后进度为 96.4%；市县已细化落实到项目 1.4 万亿元，提高了地方财政支出力度。

图6： 中央和地方财政支出当月同比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

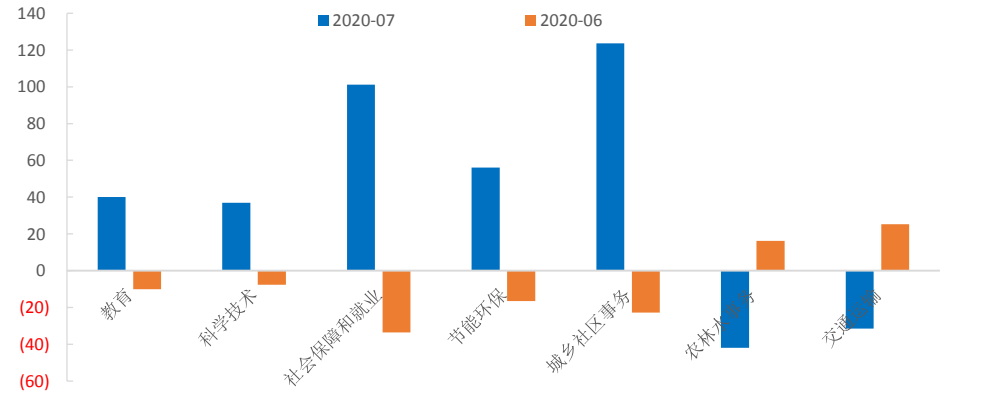
图7： 中央和地方财政支出累计同比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

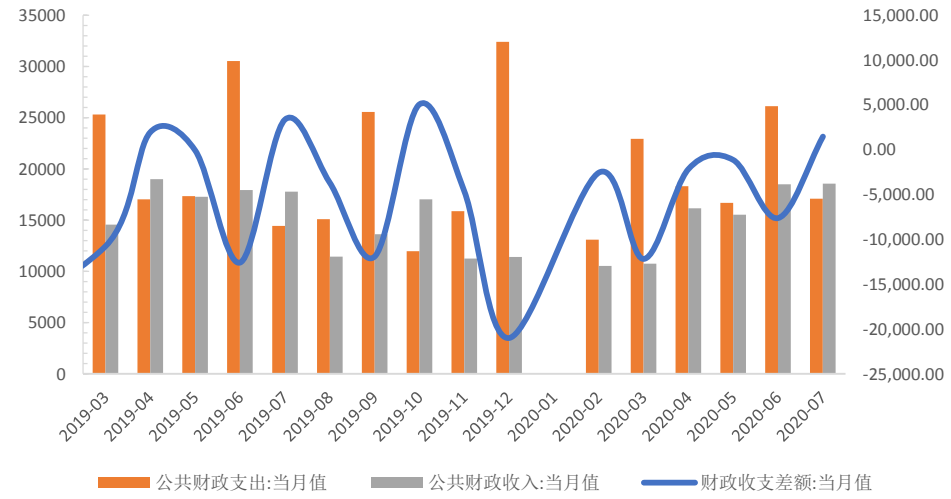
在各财政支出类别中，多数科目当月同比增速由负转正，而受洪涝灾害影响，农林水事务和交运支出转负。为做好防汛救灾工作，全国防汛支出增长 43.1%，属于财政支出增速较快的科目。由于南方洪涝灾害叠加 6 月高基数，农林水事务支出同比增速由正转负，7 月同比增速为-13.53%，较 6 月回落 41.83 个百分点。同样地，7 月当月交通运输支出同比减少 25.26 %，较 6 月回落 31.37 个百分点，为 2020 年以来最低，主要是洪涝灾害影响，基建投资有所放缓，加之 6 月高基数导致。其余类别均呈现不同幅度回升，其中**社会保障和就业、城乡社区事务支出同比增速大幅转正，**7 月当月同比增速分别上升 101.14 和 123.58 个百分点至 87.94%和 74.96%，**其中保居民就业作为“六保”的重要内容，成为财政支出的重点方向。**而教育、科学技术和节能环保 7 月当月同比增速分别回升至 23.66%、26.23%以及 27.68%。目前来看，我国财政收支压力有所缓解，7 月财政收支差额为 1461 亿元，较 6 月大幅回升 9087 亿元。

图8： 各类财政支出 7 月同比增速变化情况（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

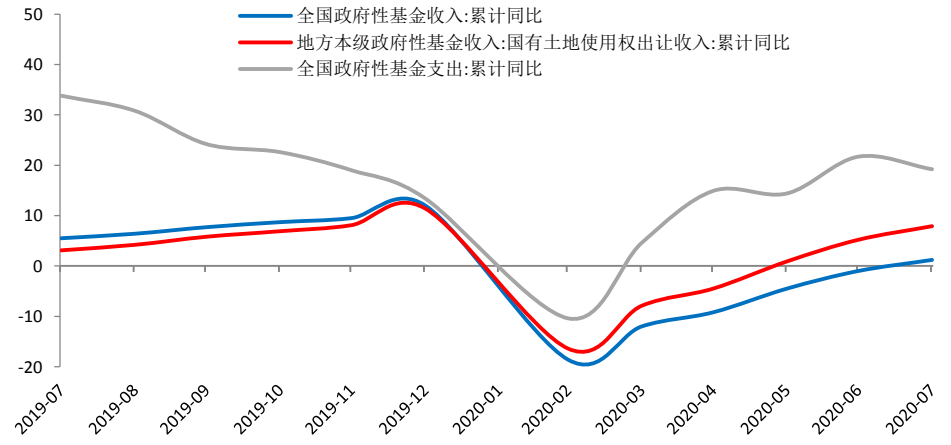
图9： 财政收支差额情况（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

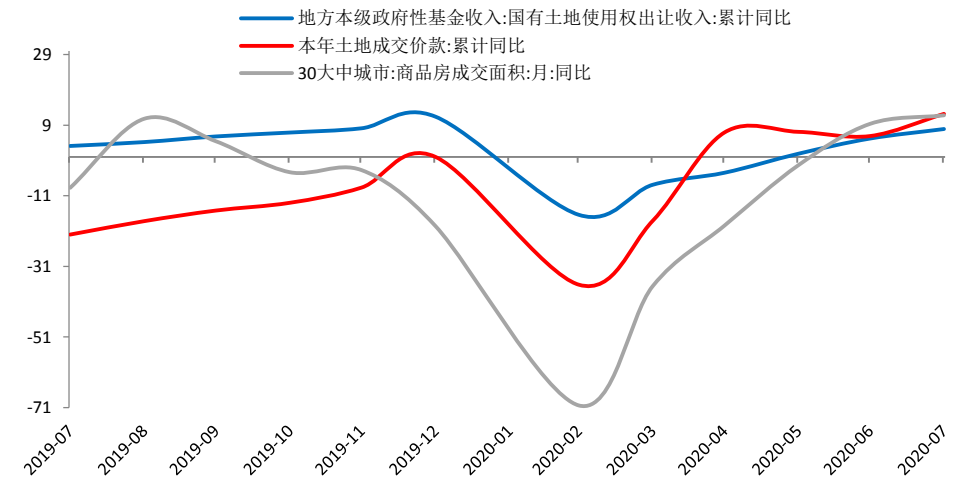
全国政府性基金预算收支方面，2020 年 1-7 月累计，全国政府性基金预算收入 39173 亿元，同比增速由负转正，录得 1.2%，主要是地方收入同比增幅扩大的拉动；全国政府性基金预算支出 52985 亿元，同比增长 19.2%，其中中央基金支出大幅缩窄。具体来看，**收入端**，1-7 月中央政府性基金收入 1827 亿元，同比下降 19.8%，土地出让金是政府性基金收入的主要拖累项但降幅有所收窄，预算外收入的主要来源土地拍卖收入，近期土地市场回暖好于市场预期，房企投资较为稳健，为加快完成年度土地储备工作积极拿地，带动了土地交易市场的活跃，1-7 月国有土地使用权出让收入 35101 亿元，累计同比增长 7.9%，推动地方政府预算外收入同比大幅增长 2.6%，较前值回升 2.3 个百分点。**支出端，**地方政府性基金增速略有所放缓但仍为最快的，而中央政府性基金支出和国有土地使用权出让金收入安排的支出均有所下行。1-7 月地方政府性基金支出 52227 亿元，累计同比增长 21.1%，主要是国有土地使用权出让金收入下滑 11.6%的影响，而中央政府性基金支出同比大幅下行 42.1%，一定程度上缓解支出端的压力。

图10： 全国政府性基金收支累计同比增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 土地出让收入回暖（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

下半年财政支出将保持 13%以上增速。根据财政部 8 月 6 日发布的《2020 年上半年中国财政政策执行情况报告》显示，2020 上半年实际减税降费超 1.5 万亿元。截至 7 月 31 日，抗疫特别国债累计发行 10000 亿元，顺利完成 10000 亿元发行任务。经全国人大审议批准，2020 年安排新增专项债券 3.75 万亿元，经国务院批准，截至 8 月 16 日，已分 4 批提前下达了新增专项债券额度 3.55 万亿元，新增专项债券发行使用情况良好：一是发行进度快。截至 8 月 16 日，全国各地发行新增专项债券 2.56 万亿元，占目前已下达额度的 72%，规模同比增加 51%；二是发行利率有所下降。截至 8 月 16 日，平均发行利率 3.38%；其中，1-7 月平均发行利率 3.36%，比去年同期降低 7BP；三是久期拉长，长期债券占比 9 成。截至 8 月 16 日，平均发行期限 15.5 年。其中，10 年期及以上长期债券发行 2.26 万亿元，占 88%，较上年提高 54 个百分点，专项债券期限与其项目建设和运营期限相应匹配。四是支出进度加快。截至 7 月 31 日，新增专项债券资金已支出 2 万亿元、占发行额的 88%。按照国务院常务会议部署，专项债力争在 10 月底前发行完毕，合理支持中小银行补充资本的新增专项债券已预通知地方。2020 年下半年积极的财政政策措施，一是适当提高赤字率，明确发出积极信号；二是适度加大政府债券发行力度，增加政府投资，对冲经济下行压力；三是加大减税降费力度，对冲企业经营困难；四是加大转移支付力度，对冲基层“三保”压力；五是加强预算平衡，对冲疫情减收影响。

3、 投资建议

货币管总量，财政管结构的宏观调控格局初步形成。面对突如其来的疫情，上半年央行发挥了逆周期调节手段，经济出现加速复苏迹象，下半年，货币政策将会退出量化宽松模式，实施与实体经济复苏相匹配的政策力度，因此降息降准的空间和可能性进一步下降，三季度社融增速将会迎来拐点，央行将会注重精准直达，结构性货币政策工具持续发力。下半年财政政策将会接力货币政策持续发力，银行板块的估值水平再次下降至历史新低，低估值、高股息率、低仓位的银行股目前已经被银行股东和高管增持，建议投资者关注业务转型速度较快的城商行和股份制银行龙头迎来重要配置机会。

4、 风险提示

经济增速下行压力加大，企业偿债能力大幅下降，资产质量大幅恶化：银行资

产质量受经济增速下行影响较大，一旦企业偿还能力弱化，信用风险将会集中暴露；如果宏观经济持续出现低迷和超预期下滑，势必造成整个行业资产质量承压，以及影响不良贷款反弹，从而影响行业利润增速。

金融监管超预期：2020 年资管新规进入过渡期最后一年，目前银保监会表态会根据实际情况进行调整，如果调整幅度低于市场预期，将会影响理财业务发展，影响银行表外资产收益。

中美贸易摩擦超预期：中美虽然第一阶段达成初步协议，但是后续谈判依然不在不确定，贸易摩擦对经济的拖累，可能带来局部的信用风险暴露。

疫情发展超市场预期。海外疫情处于爆发期，对资本市场冲击较大。

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，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐:	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性:	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避:	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/