2020 年 08 月 19 日

财政积极发力，支出明显加快

——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

● **财政收入延续修复趋势，增速进一步上升；股市和土地市场，提振税收收入**

财政收入延续修复趋势，增速进一步上升。7 月财政收入同比增长 4.3%、延续正增长，增速提高 1.1 个百分点。其中，税收收入同比增长 5.7%、增速回落 3.2 个百分点；非税收入同比下降 5.8%，降幅收窄 11 个百分点，对财政收入的拖累明显减弱。1-7 月财政收入同比下降 8.7%，降幅收窄 2.1 个百分点、延续修复趋势。

印花税和土地相关税收增长明显，或受股市和土地市场提振。分税种来看，7 月印花税收入同比增长 201 亿元、增幅 96.6%，是 7 月税收增长的最大拉动项，主要受 7 月以来股市成交量放大的影响。此外，耕地占用税、契税、土地增值税等，同比分别增长 48.5%、21.8%、21.5%，受到 7 月土地成交高景气的显著支撑。

● **财政积极发力、支出明显加快，其中社保就业、城乡社区事务等支出大幅反弹**

财政积极发力，支出明显加快。7 月财政支出同比增长 18.5%，增速较上月大幅抬升 32.8 个百分点。1-7 月累计，支出同比下降 3.2%，降幅收窄 2.6 个百分点；累计赤字 1.88 万亿元、同比扩大约 6400 亿元。“以收定支”背景下，收入端的持续改善，有利于支出扩张；政府性基金调入、政府债支出等，或可能形成支撑。

社保就业、城乡社区事务等支出大幅反弹。7 月支出分项中，社保就业、城乡社区、卫生健康支出，分别同比增长 87.9%、75%和 55.4%，较上月增速大幅反弹。1-7 月累计，债务付息支出增长 11.3%，高于其他主要支出项，呈现明显刚性；社保就业支出增长 8.9%，保就业作为“六保”之首，是财政的重点支出方向。

● **政府性基金收入保持较高增速，广义财政支出显著回升、但进度仍慢于往年**

政府性基金收入保持较高增速，卖地收入支撑明显。7 月政府性基金收入同比增长 11.3%，土地出让收入同比增长 13.2%，连续 3 个月保持两位数增长。当月支出同比增长 6.5%，较上月回落 37.2 个百分点，降幅较大。1-7 月累计，政府性基金收入同比增长 1.2%、上升 2.2 个百分点；支出同比增长 19.2%，下降 2.5 个百分点。政府性基金和一般财政支出的背离，或与政府性基金调入一般财政有关。

广义财政支出显著回升、进度仍慢于往年。7 月，广义财政（一般财政+政府性基金）收入同比增长 6.3%，提高 0.8 个百分点，延续修复趋势；支出同比增长 14.5%，提高 15.3 个百分点、大幅反弹。1-7 月累计，支出同比增长 2.2%，提高 1.7 个百分点；预算的支出进度为 49.9%，比过去 3 年平均进度慢 5.6 个百分点。

● **下半年，广义财政支出增速或明显抬升，经济行为和信用环境修复或将延续**

伴随财政收入平稳修复、政府债支出加快落地，下半年广义财政支出增速或明显抬升，政策呈现较强延续性。考虑政府债支出进度、财政盘活比例等可能拖累因素，中性情境下，全年广义财政支出增速或在 5-10%左右。随着广义财政支出加快、财政存款投放，及基建等对需求的拉动，经济行为和信用环境修复或将延续。

● **风险提示：**宏观经济或财政政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观深度报告-流动性“新知”系列之一：流动性框架之二十年大变迁》-2020.8.18

《宏观经济点评-地产的“韧性”》-2020.8.16

《宏观经济专题-专项债“花钱”的节奏》-2020.8.16

目　录

1、 收入延续修复、增速持续回升 3
2、 财政积极发力，支出明显加快 3
3、 “广义财政”支出增速显著回升 4
4、 风险提示 5

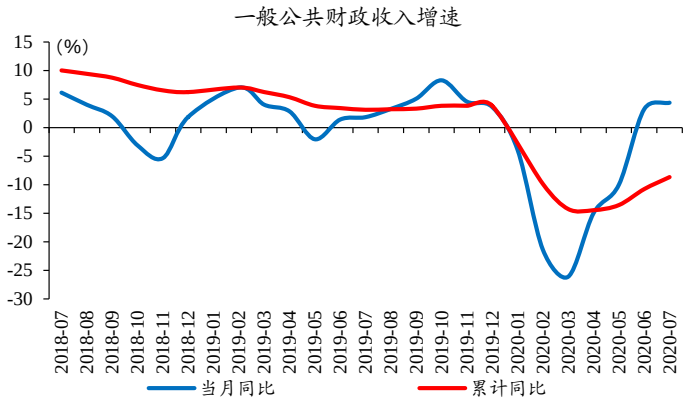
图表目录

图 1: 财政收入增速提高 3
图 2: 税收收收入同比增长 3
图 3: 印花税收入同比增量最大 3
图 4: 印花税、土地相关税收增速较高 3
图 5: 财政支出大幅增长 4
图 6: 财政赤字 1.88 万亿元 4
图 7: 社保就业、城乡社区等支出当月同比增幅较大 4
图 8: 债务付息支出刚性，社保就业是重点支出方向 4
图 9: 7 月，政府性基金支出回落 5
图 10: 政府性基金累积收入持续回升 5
图 11: 广义财政支出增速上抬 5
图 12: 2020 年支出进度慢于往年 5

1、 收入延续修复、增速持续回升

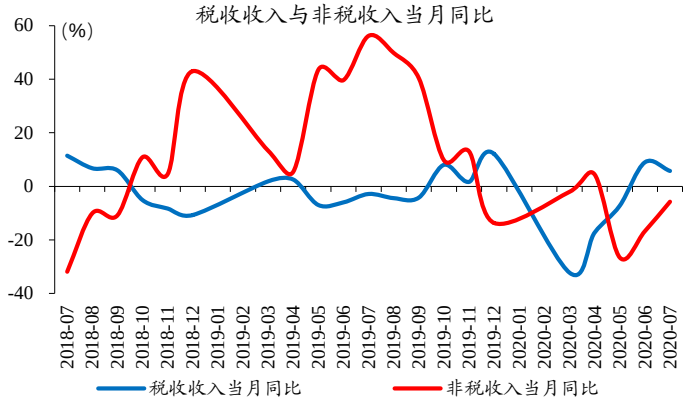
财政收入延续修复趋势，增速进一步上升。7 月财政收入同比增长 4.3%、延续正增长，增速提高 1.1 个百分点。其中，税收收入同比增长 5.7%、增速回落 3.2 个百分点；非税收入同比下降 5.8%，降幅收窄 11 个百分点，对财政收入的拖累明显减弱。1-7 月累计，财政收入同比下降 8.7%，降幅收窄 2.1 个百分点、延续修复趋势。

图1：财政收入增速提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

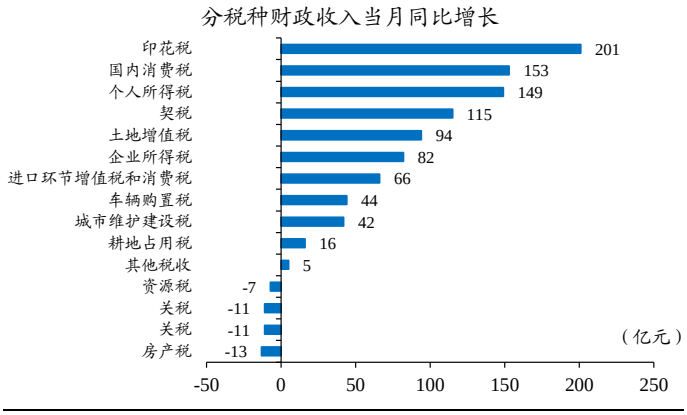
图2：税收收入同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

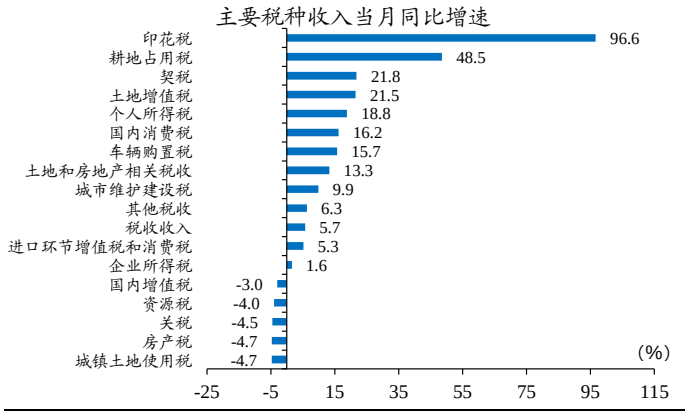
印花税和土地相关税收增长明显，或受股市和土地市场提振。分税种来看，7 月印花税收入同比增长 201 亿元、增幅 96.6%，是 7 月税收增长的最大拉动项，主要受 7 月以来股市成交量放大的影响。此外，耕地占用税、契税、土地增值税等，同比分别增长 48.5%、21.8%、21.5%，受到 7 月土地成交高景气的显著支撑。

图3：印花税收入同比增量最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：印花税、土地相关税收增速较高

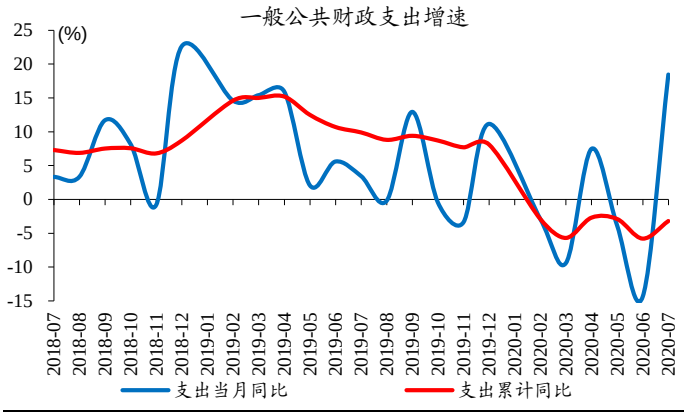


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 财政积极发力，支出明显加快

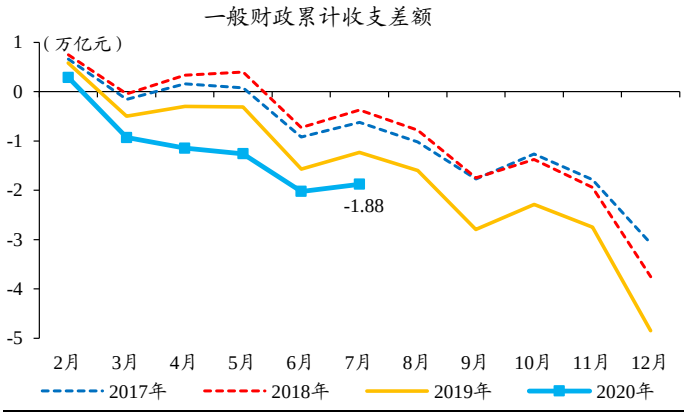
财政积极发力，支出明显加快。7 月财政支出同比增长 18.5%，增速较上月大幅抬升 32.8 个百分点。1-7 月累计，支出同比下降 3.2%，降幅收窄 2.6 个百分点；累计赤字 1.88 万亿元、同比扩大约 6400 亿元。“以收定支”背景下，收入端的持续改善，有利于支出扩张；政府性基金调入、政府债支出等，或可能形成支撑。

图5：财政支出大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

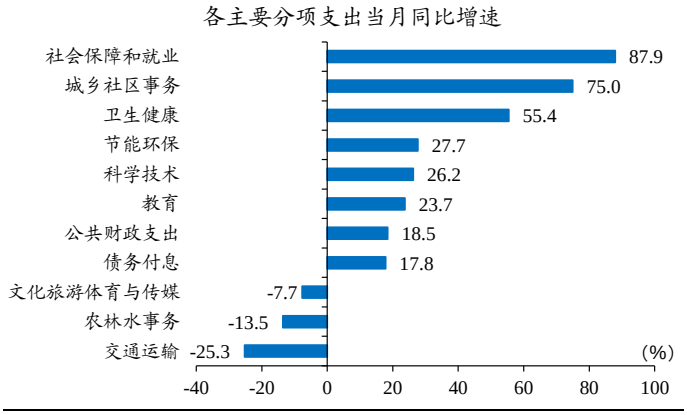
图6：财政赤字 1.88 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

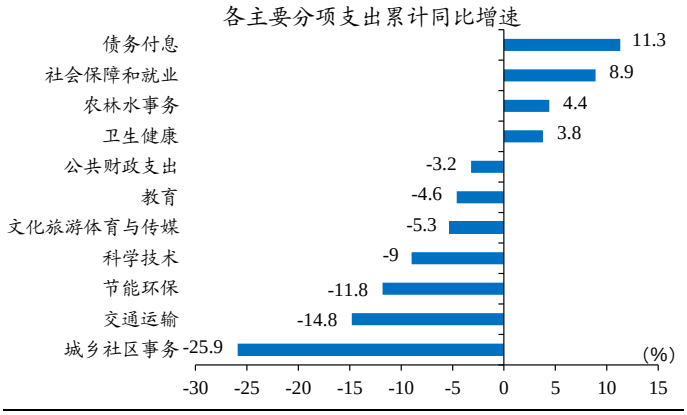
社保就业、城乡社区事务等支出大幅反弹。7 月支出分项中，社保就业、城乡社区、卫生健康支出，分别同比增长 87.9%、75%和 55.4%，较上月负增长的增速大幅反弹。1-7 月累计，债务付息支出增长 11.3%，高于其他主要支出项，呈现明显刚性；社保就业支出增长 8.9%，保就业作为“六保”之首，是财政的重点支出方向。

图7：社保就业、城乡社区等支出当月同比增幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：债务付息支出刚性，社保就业是重点支出方向

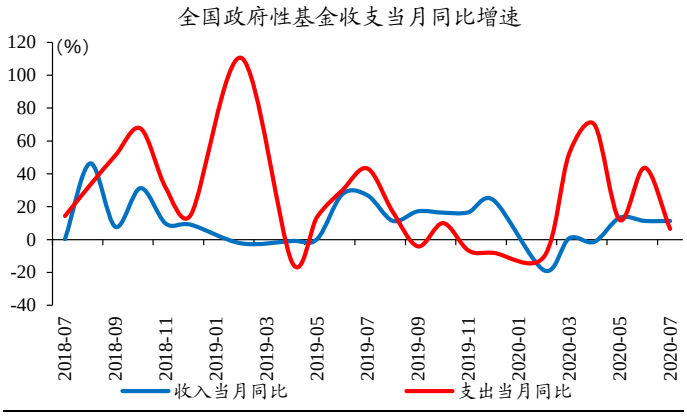


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 “广义财政”支出增速显著回升

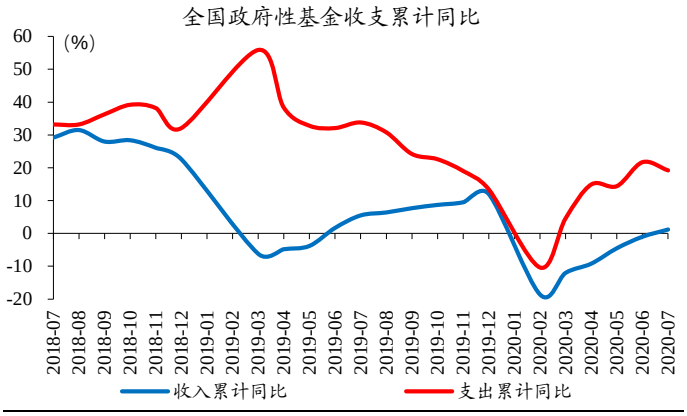
政府性基金收入保持较高增速，卖地收入支撑明显。7 月政府性基金收入同比增长 11.3%，土地出让收入同比增长 13.2%，连续 3 个月保持两位数增长。当月支出同比增长 6.5%，较上月回落 37.2 个百分点，降幅较大。1-7 月累计，政府性基金收入同比增长 1.2%、上升 2.2 个百分点；支出同比增长 19.2%，下降 2.5 个百分点。政府性基金和一般财政支出的大幅变动，或与政府性基金调入一般财政有关。

图9：7月，政府性基金支出回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

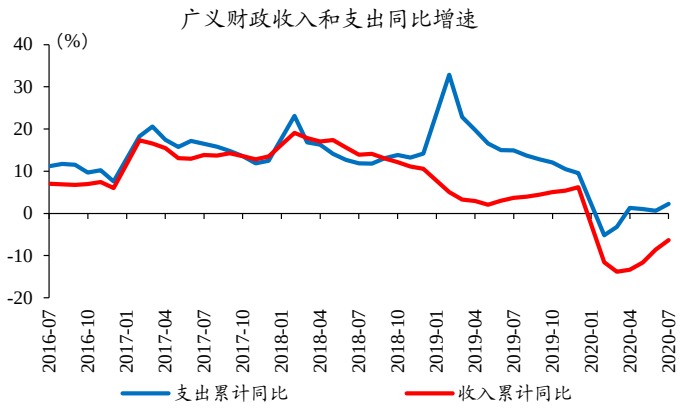
图10：政府性基金累积收入持续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

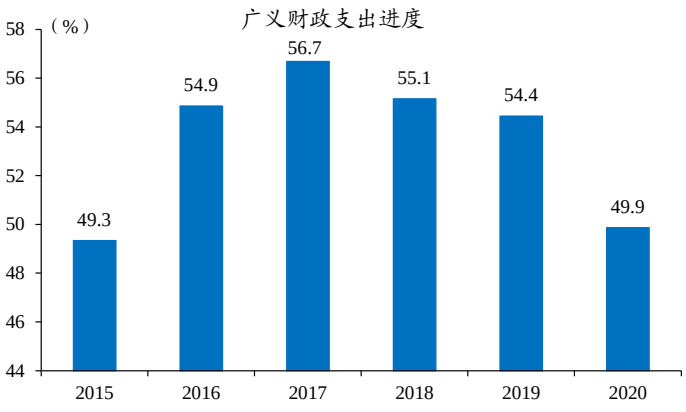
广义财政支出显著回升、进度仍慢于往年。7月，广义财政（一般财政+政府性基金）收入同比增长6.3%，提高0.8个百分点，延续修复趋势；支出同比增长14.5%，提高15.3个百分点、大幅反弹。1-7月累计，支出同比增长2.2%，提高1.7个百分点；对财政预算的支出进度为49.9%，比过去3年平均进度慢5.6个百分点。

图11：广义财政支出增速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2020年支出进度慢于往年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：伴随财政收入平稳修复、政府债支出加快落地，下半年广义财政支出增速或明显抬升，政策呈现较强延续性。考虑政府债支出进度、财政盘活比例等可能拖累因素，中性情境下，全年广义财政支出增速或在5-10%左右。随着广义财政支出加快、财政存款投放，及基建等对需求的拉动，经济行为和信用环境修复或将延续。

4、 风险提示

宏观经济或财政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