

宏观研究/动态点评

2020年10月21日

刘雯琪 SAC No. S0570520100003
研究员 SFC No. BIU684
liuwenqi@htsc.com

易恒 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：10月LPR报价如期持平》2020.10
- 2 《宏观：内外需双驱动，总需求修复结构改善》2020.10
- 3 《宏观：补贴退潮下美国零售超预期的启示》2020.10

盈利回升提振税收，基建投放上升

9月财政数据点评

9月财政政策总体保持宽松，随着经济复苏，当月赤字同比增速顺周期收窄。但4季度赤字同比仍有较大空间上升。9月单月广义财政赤字（含一般公共预算及政府性基金）为17,178亿元，较去年9月增长3,405亿元，但同比增速从8月的59.1%放缓至24.7%。1-9月累计，广义财政赤字扩大至57,194亿元，其中一般公共预算赤字34,183亿元，政府性基金赤字23,011亿元。由此，年内剩余计划赤字55,064亿元，较去年同期实际赤字18,778亿元仍有较大增长空间（图表1）。此外，9月末财政存款较上月下降8,317亿元，同比降幅从上月的0.2%扩大至2.9%，财政存量资金进一步盘活（图表2）。

9月广义财政收入同比增长7.8%，较上月的6.2%加快。一般公共预算收入同比增速从上月的5.3%放缓至4.5%（图表3），主要是非税收入增速放缓（9月-4.9% vs. 8月-1.4%），而税收收入增速随经济复苏继续加快，同比增速为8.2%，对比上月的7.0%。此外，政府性基金收入从上月的7.7%大幅加快至13.9%。

1、经济复苏加速、企业利润回升提振企业税收收入。增值税和企业所得税收入均有所加快。9月企业所得税同比增速从上月的13.6%上升至16.6%，部分受去年同期低基数的影响；9月增值税增速为4.0%，较8月的3.7%小幅加快（图表4）。

2、低基数下个人所得税维持快速增长。9月个人所得税同比增长19.9%，较8月的17.5%进一步上升。值得注意的是，2019年个税改革后，低收入人群对个税的贡献明显减少；因此个税保持较快增长主要反映出中高收入人群的收入增长较快。

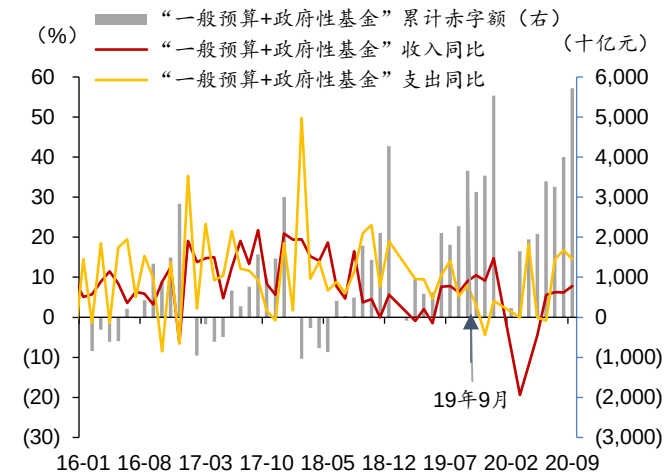
3、土地出让收入再度加速，但四季度面临减速压力。9月土地出让收入同比增长18.7%，较上月的14.6%再度上升（图表5）。今年2季度以来土地成交活跃，尤其是在一、二线城市，但近期房地产融资政策收紧，土地出让收入增速或逐步放缓。

9月广义财政支出保持快速增长，同比增速为14.5%（8月为16.8%）。一般公共预算支出增速有所下滑，同比下降1.1%，对比8月的上升8.7%，但政府性基金支出继续受到专项债发行提振，同比增速从上月的31.4%大幅上升至58.8%。此外，9月中央财政支出同比增速从上月的-10.7%大幅跳升至12.9%，但地方财政支出同比增速从上月的12.7%下降至-2.9%。

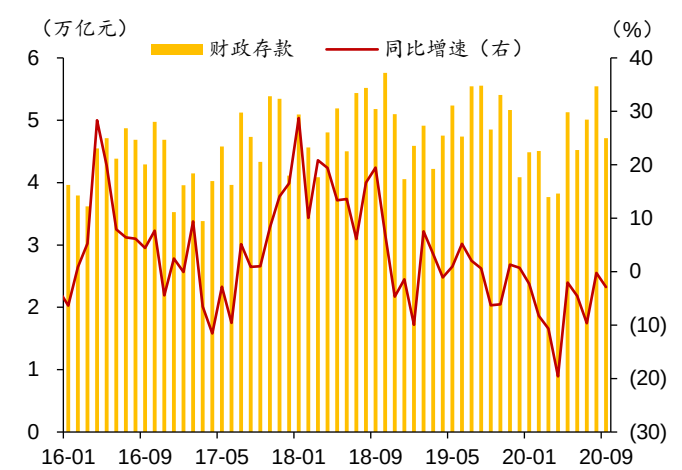
分类来看，基建类支出增速较上月明显加快，而社保、教育等领域支出增速有所放缓。具体地，交通运输类支出同比增速从上月的19.4%跳升至145.2%，农林水事务（部分包括水利等建设性支出）增速从上月的-8.2%大幅上升至75.3%（图表6）。今年以来，新增地方专项债对交通、城市建设以及环保等基建领域的投放力度明显加大，支撑基建投资稳步增长。

从最广义的财政扩张力度（包括政府与“准政府机构”债券融资），即一般公共预算赤字（国债+普通地方债）、政府性基金赤字（地方专项债）、政策性银行债，及城投债加总，2020年1-9月，广义政府净融资达10万亿元，约占GDP的9.8%左右。

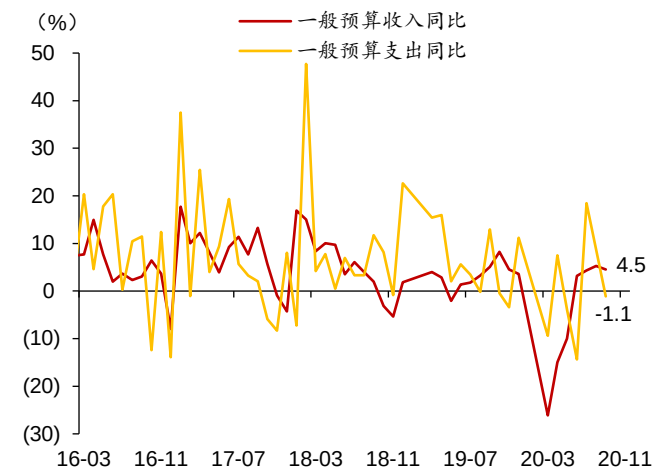
风险提示：土地出让收入下滑、财政支出放缓。

图表1：一般预算+政府性基金赤字额同比扩大

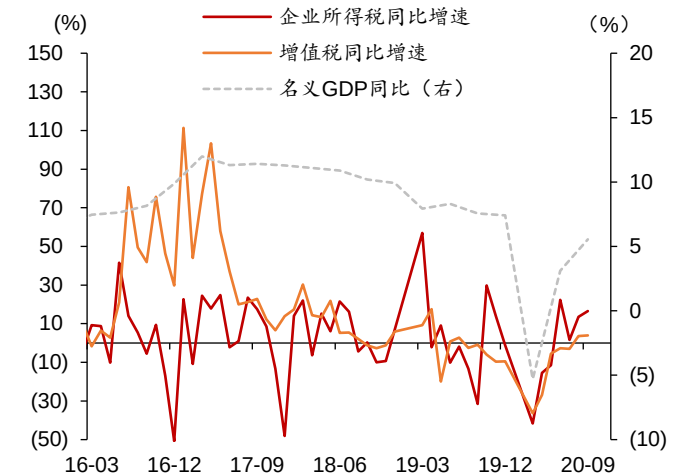
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表2：存量财政资金加速盘活

资料来源：CEIC，华泰证券研究所

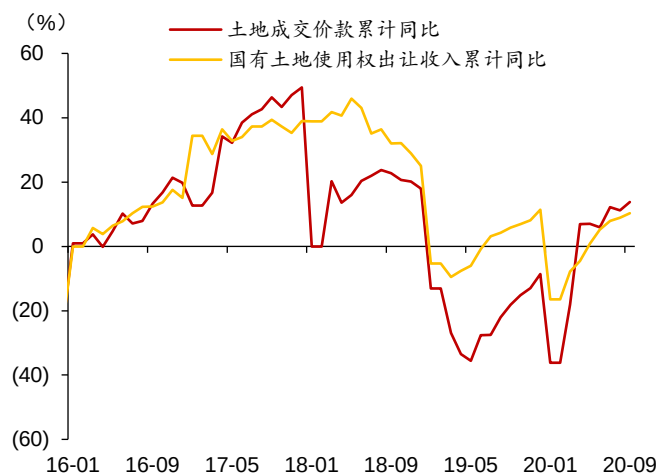
图表3：一般公共预算收入保持较快增速，但支出增速下降

资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表4：经济复苏带动企业相关税收增速上升

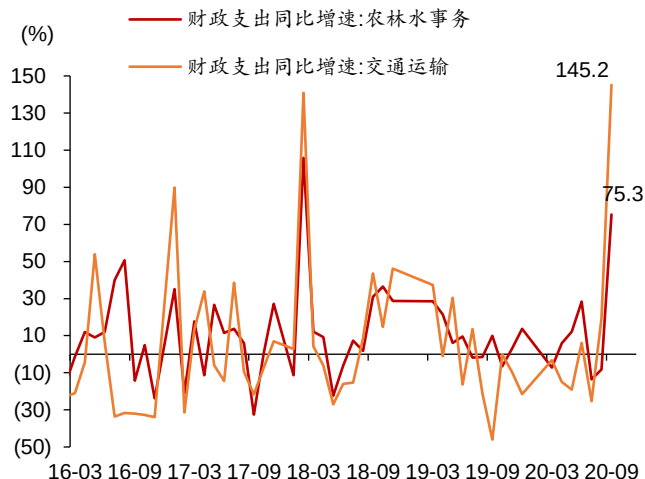
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表5: 土地出让收入保持快速增长



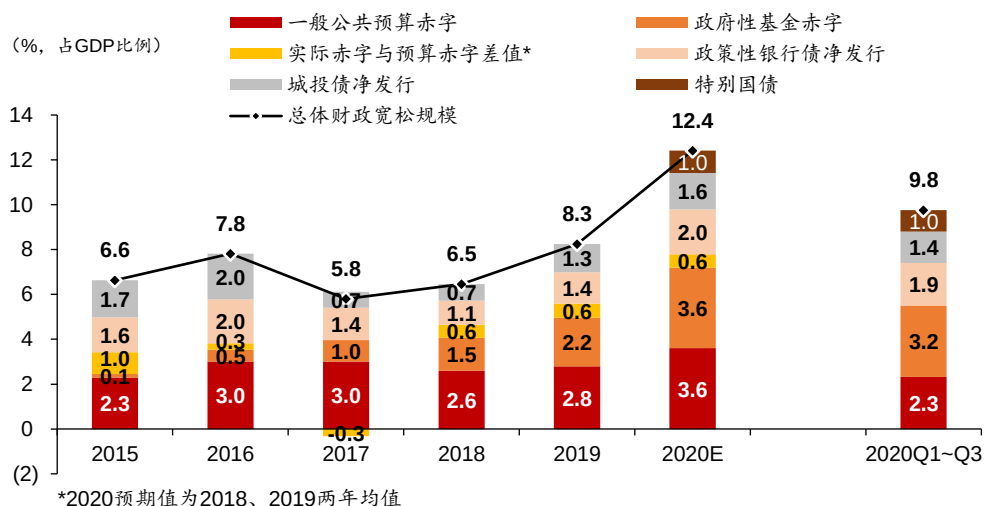
资料来源: CEIC, 华泰证券研究所

图表6: 基建类支出增速大幅加快



资料来源: CEIC, 华泰证券研究所

图表7: 9月工业增加值大幅加速, 新经济表现亮眼



资料来源: CEIC, Wind, 华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，刘雯琪、易恒，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘雯琪、易恒本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1916

