

2020年12月20日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

土地出让金意外强势反弹

——11月财政数据点评

相关报告

《12月美联储议息会议点评：经济乐观，政策谨慎》——2020-12-17

《11月经济数据点评：出口助力经济复苏》——2020-12-15

《4季度政治局会议点评：改革新气象》——2020-12-14

《11月贸易数据点评：出口大超预期的背后》——2020-12-07

《三季度货币政策执行报告》及MLF续作点评：货币政策继续保持稳定》——2020-12-01

事件：

受到非税收入拖累，11月全国一般公共预算收入同比增速从前值3.0%下滑5.7%；然而税收收入的稳健显示经济稳健复苏。一般公共预算支出，同比增速15.94%，仍然保持在高位。目前看来，一般公共预算支出落后年初预算进度，尽管10月，11月有所提速，但仍恐不会完成年初制定的支出预算——政府稳增长必要性下降可能是原因之一。政府基金预算收支在土地市场成交面积下滑的局面下仍然维持了较高的增长，其中土地出让收入受一线城市土地市场成交旺盛拉动出现强势反弹，预计未来短期仍将保持一定的韧性。

投资要点：

■ 全国财政收入增速回落，中央财政拖累明显。

11月公共财政收入录得-2.73%，相比上月增速（3.0%）下滑明显，也是六月以来首次录得负增长。其中中央财政收入当月同比下降16%，增速大幅回落，地方财政收入当月同比10%，与上月持平。税收收入当月同比增长12%，非税收入当月同比下降42%。税收收入较为稳健，显示经济形势向好。而非税收入持续拖累公共财政收入。

从税收收入细项来看，国内增值税当月同比增加8.1%，继续维持在较高水平，反映出国内产出持续回升；企业所得税同比增长0.7%，增速大幅回落；个人所得税同比增长26.7%，依然保持在较高增速。而国内消费税同比增长2.19%，保持平稳但较上月有大幅提高，主要也是由于上个月存在基数效应。我们预计年末经济将继续修复，出口以及地产带动经济活跃度提高，持续带动个人所得税以及企业税收增加。

■ 全国财政支出持续高速增长，同比增加16%，延续高速增长。

11月单月财政支出同比增长16%。其中地方财政支出同比增加21%，是财政支出的主要动力。这也兑现了我们此前的年末花钱的预测。从支出分项来看，城乡社区事务与卫生健康仍然是财政支出增长的主要驱动因素，其中卫生健康同比增长69%，另外交通运输

同比增长 17%，增幅较上月比较明显。

总体来看，今年 1-11 月累计财政收入占年初预算比例为 94%，与去年同期 93%基本一致，而支出占年初预算数 84%，在 11 月的财政支出已经延续了 10 月高增长的态势下仍然较去年同期 88%偏低。考虑到当前中国经济活力强劲，十一月的出口以及工业数据均展现出较强动能，年内财政支出力度加码的必要性下降，今年实现的财政支出恐还是会低于预算。

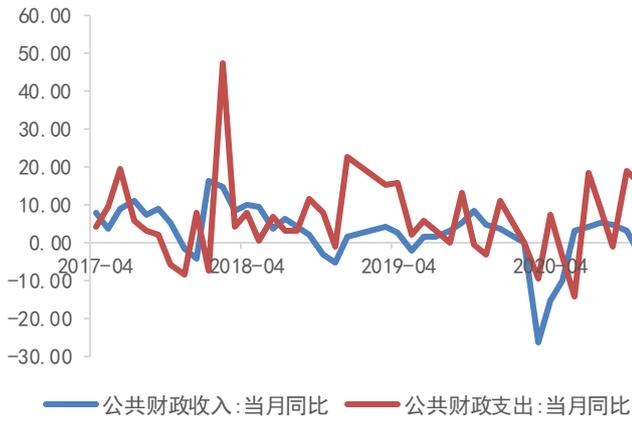
■ **土地出让强烈反弹，带动政府性基金收入大幅增加。**

11 月全国政府性基金收入单月同比增长 27.3%，较前一个月增幅明显扩大。其中土地出让单月同比增长 33%，较上月反弹明显，是基金收入增长的主要推动力。从土地出让面积和价格数据对比来看，近几个月 100 大中城市成交土地总价增速显著高于成交土地面积增速，说明近期土地成交均价较高；同时一线城市土地成交总价增速也显著高于二线三线城市，因此我们认为当前土地市场的反弹主要是由一线城市土地市场带动。考虑到结构性因素，我们认为后续土地出让仍然存在一定的韧性，支撑政府性基金收入。

在较高收入的支持之下，叠加专项债的使用，11 月全国政府性基金支出单月同比增长 35.5%，同比增幅相较前一个月的 7.6%有明显提高。

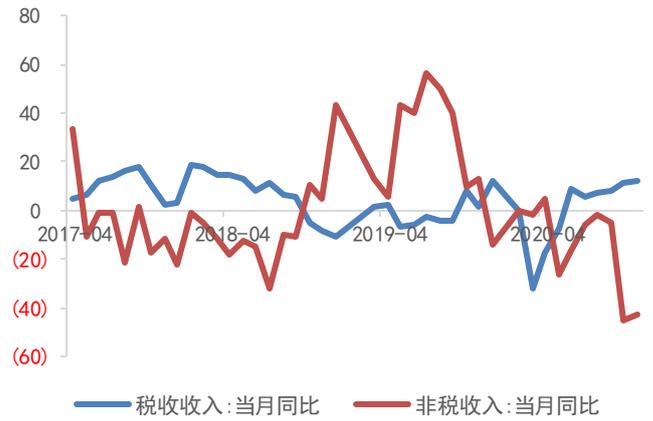
风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

图表 1: 公共财政收支图



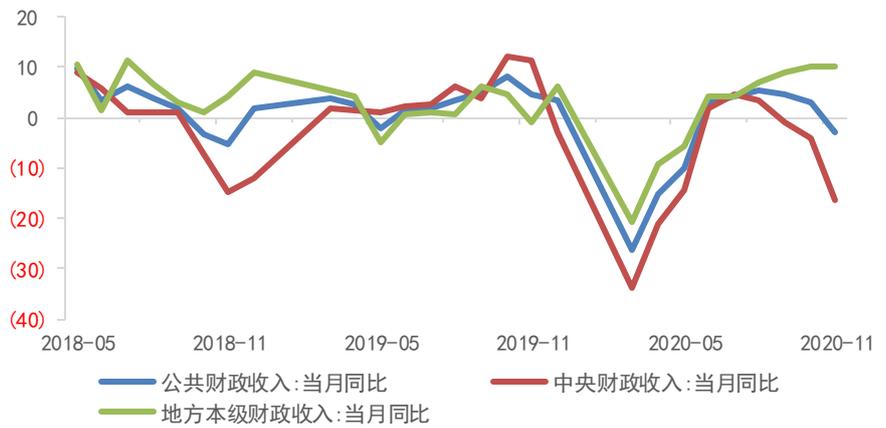
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 2: 税收占比



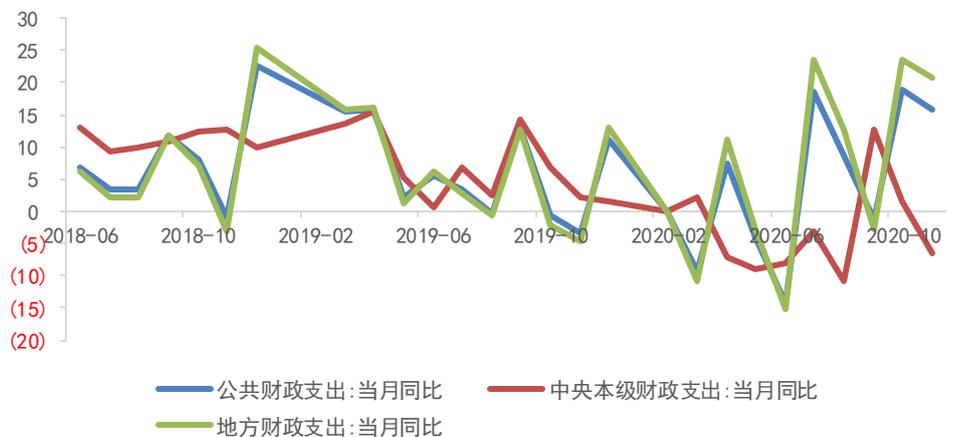
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 3: 财政收入细项



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 4: 财政支出细项



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料。本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

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_739

