

宏观研究/动态点评

2019年12月18日

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：中美第一阶段暂时握手言和》2019.12
- 2 《宏观：中央经济工作会议重中之重是什么？》2019.12
- 3 《宏观：美联储抵抗负利率行胜于言》2019.12

土地收入支撑政府性基金收入向好

——点评 11 月财政数据

政府性基金收入增速继续上行，预计地产政策边际趋缓或将继续支撑

1-11 月累计，全国政府性基金预算收入 68080 亿元，同比增长 9.5%，较 1-10 月提高 0.8Pct，继续向上增长，其中，国有土地使用权出让收入增长 8.1%，较 1-10 月增长 1.2Pct，卖地收入维持上行趋势。我们认为，中央坚持“房住不炒”，但我国城镇化仍在进程中，土地出让收入增速的提升也反映了地方政府财政一定程度的收支压力，也侧面反映出地产商拿地积极性其实不低。12 月中央经济工作会议中对房地产表态重提三稳，相比 7 月政治局“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的措辞适当趋缓，我们判断地产融资最紧时刻已过，预计土地出让收入增速微幅增长可能持续。

减税降费效果持续显现

1-11 月累计，全国一般公共预算收入 178967 亿元，同比增长 3.8%，同于 1-10 月累计增速，增幅较去年同期降低 2.7Pct。其中，全国一般公共预算收入中的税收收入 149699 亿元，同比增长 0.5%；非税收入 29268 亿元，同比增长 25.4%。我们认为累计税收收入维持低位，主因是减税降费的效果显现，11 月税收当月同比 1.67%，较 10 月 8.02% 的增速稍有回落仍维持正增长，而 5-9 月均为负增长，主要是去年四季度考虑将出台更大规模的减税降费，为及早支持企业纾困解难，税务部门依法办理部分税款延期缴纳，导致去年同期收入基数较低，剔除该影响后预计延续负增长态势。

减税政策下，各主要税种降幅不一

在减税政策影响下，各主要税种降幅不一。1-11 月累计，国内增值税同比增长 2.3%，较 1-10 月及去年同期分别降低 0.9Pct、7.1Pct，主要受降低增值税税率政策翘尾和今年增值税新增减税效果进一步放大等影响；企业所得税增长 5.7%，较去年同期降低 3.6Pct，主要受提高研发费用税前加计扣除比例、小微企业普惠性税收减免，以及企业利润同比下降等影响；个人所得税下降 26.8%，主要是去年提高免征额、调整税率的政策翘尾和今年增加 6 项专项附加扣除的减税效应叠加释放。进口货物增值税、消费税同比下降 8.7%，主要受下调进口货物增值税税率等影响。

11 月财政支出增速如期回落

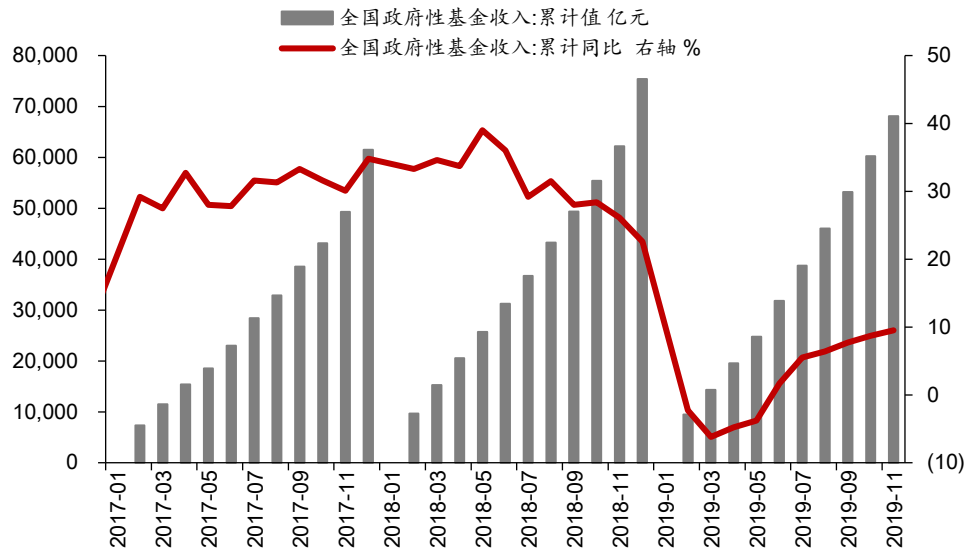
1-11 月累计，全国一般公共预算支出 206463 亿元，同比增长 7.7%，较 1-10 月下降 1Pct，比预算增速（6.5%）高出 1.2Pct，其中 11 月当月支出增速为 -3.38%，较 10 月下降 2.9Pct。我们认为，今年财政政策的着力点是早安排、早落地，在年初财政支出增速较高的基础上，10 月点评时我们提出年末财政支出增速将维持低位适当回落，11 月如期回落，我们预计 12 月支出增速也难以进一步提升，在部分地区已有收支压力下，我们预计今年支出增速进一步提高的概率不大。分项目看，1-11 月，教育、科学技术、社会保障与就业、卫生健康、节能环保等同比分别为 8.7%、8.9%、8.5%、9.1%、14.3%。

财政政策重心是提升基建，新增减税较难

中央经济工作会议定调“2020 年积极的财政政策要大力提质增效”。我们认为，财政政策的重心是提升基建，新增减税难度较大。我们预计 2020 年新增专项债额度 3 万亿，明年一季度专项债发行规模上升并形成实物工作量，这一积极的变化可能会带来基建的上行。另外，在今年减税降费和加快支出的政策作用下，财政压力有所凸显，未来需要准财政发力。PSL 作为政策性金融重要工具，未来发力的主要方向可能从棚改转为支持老旧小区改造、保障房、市政建设公路等领域。我们预计，明年一季度 PSL 投放量单月可能会达到 1000 亿以上，配合一季度信用的集中释放。

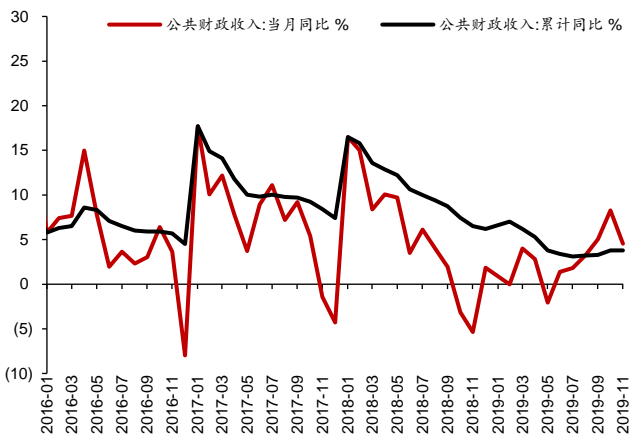
风险提示：经济下行超预期、政策落地不及预期。

图表1：土地收入支撑政府性基金收入向好



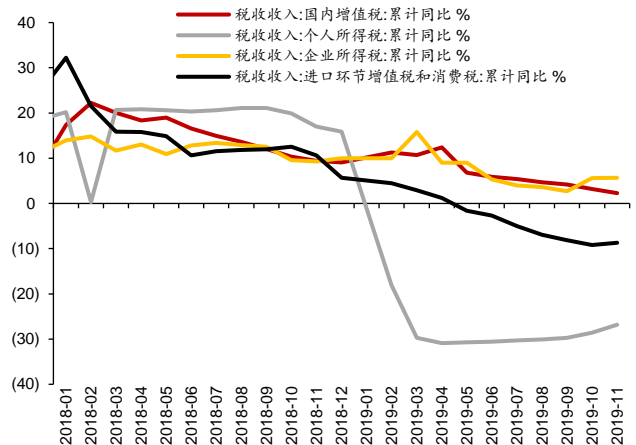
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：一般公共预算收入



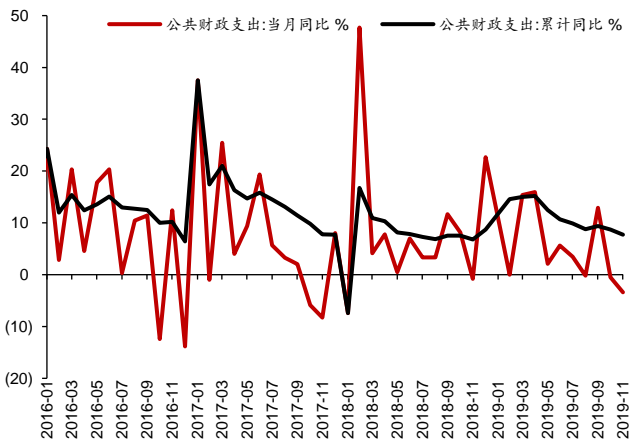
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：主要税种税收增速变化



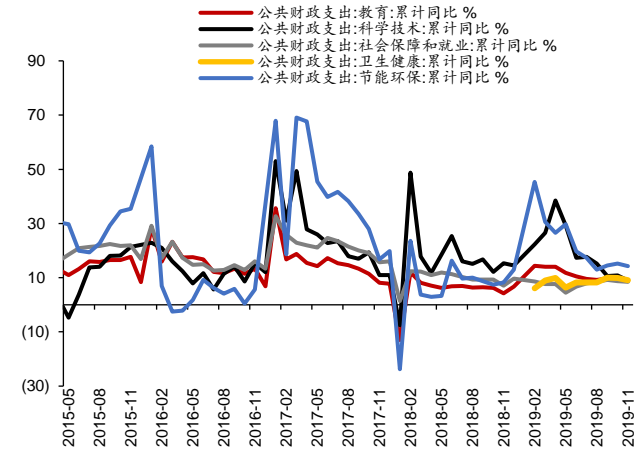
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：一般公共预算支出



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：主要财政项目支出增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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。

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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

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力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

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_8269

