

【宏观快评】12月财政数据点评

2019 财政目标失守，2020 挑战仍严峻

事项

1-12月财政收入同比3.8%，前值3.8%；1-12月财政支出同比8.1%，前值7.7%；1-12月政府性基金收入同比12%，前值9.5%。

主要观点

❖ 一、全年收入目标 2015 年来首次未能达成，2020 年挑战依然严峻

税收收入增幅较低（1%），除经济下行压力外，主要受大规模减税降费政策影响，体现在涉及减税降费的主要税种收入下降或增幅明显回落。

展望 2020 年税收收入，税收收入增长压力仍大。由于本轮增值税减税深化于 2019 年 4 月 1 日开始实施，因此 2020 年 1-4 月份还存在翘尾因素，将至少成为制约上半年税收收入反弹的重要因素。此外，突发疫情对第三产业冲击较大，而三产税收贡献率在 2016 年就已超 60%，一季度税收收入形势尤为严峻。

非税收入方面，“降费”掣肘下，各级财政通过国企集中上缴利润等方式弥补收入缺口，涉企收费继续下降，全年非税收入增速 20.2%。

展望 2020 年，非税收入拉动财政收入重担仍重，地方挖潜将成重头戏。从政策导向看，财政年度考核中取消对提高财政收入质量的考核，为各地持续挖潜非税收入打开了“绿灯”。从各地收入预算看，地方将继续依赖非税收入促进预算收支平衡。从收入结构看，今年非税收入增量挖潜预计将更多来自于地方国企利润上缴和国有资源（资产）有偿使用收入。

相较 2019 年收入实际增速，各地 2020 年的收入目标制定显得较为谨慎。然而，由于各地 2020 年财政收入目标普遍已在 1 月中上旬前制定完毕，疫情突发对一季度乃至全年的税收收入影响未纳入考虑，将使年内财政收入完成目标难度进一步加大，各地预算目标再度面临调整。

❖ 二、全年支出前高后低，“收入掣肘支出”可能被疫情打破

2020 年收入掣肘支出是否将延续，积极财政政策又该如何定调？从“减税增支”到“减税节支”、从“加力”到“提质”将成为 2020 年积极财政政策的新目标，收入掣肘支出调子似乎仍在。

突发疫情对积极财政政策有何影响？从收入端减税降费来看，边际力度虽难进一步提升，但政策延续性不容小觑。制度性、持续性的减税降费还将持续，针对疫情冲击行业的后续减税降费力度值得期待。

从支出端节支压力来看，收入掣肘支出的平衡可能被疫情打破。由于当下财政收支压力与“非典”期间的财政连续超收时期不可比，在收入端持续承压与经济下行背景下，额外增支势必增加债务。当下仍处“战疫期”的不确定性意味着特别国债可能发行（类特别国债的战疫债已发，后续需要有可能追加规模），预算赤字率“破 3”打开想象空间，收入掣肘支出格局可能被打破。

2020 年积极财政政策“提质”重点体现在专项债的新变化上。从区域分布看，“早发行、早使用、早见效”的政策方针得到实际贯彻。从项目投向看，基建占比明显提升，经济拉动有效性增强。

❖ 三、土地出让收入九月连升，2020 年政府性基金不悲观

2020 年土地出让收入方向在哪？过去三次财政困难年份后的第二年，土地成交价款都出现了较明显的回暖。结合当前成交土地溢价率相对处于较低位置、疫情冲击倾向于使地产政策有所松动，以及 2019 年 12 月中央经济工作会议对“稳房价、稳地价、稳预期”的强调，我们对 2020 年全年土地出让收入与政府性基金收入增速并不悲观。

❖ 风险提示：

政策执行力度不及预期；经济大幅下滑

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

联系人：高拓

电话：010-66500987

邮箱：gaotuo1@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创宏观】股市异常波动与降息的六点看法》

2020-02-03

《【华创宏观】当蹒跚的补库遇上新的阻碍——12月工业企业利润点评》

2020-02-03

《【华创宏观】外资机构如何评估疫情影响？》

2020-02-04

《【华创宏观】一级发行平淡 二级高收益上涨——中资美元债周报 20200209》

2020-02-09

《【华创宏观】新高背后，通胀蒙疫情阴影——1月通胀数据点评》

2020-02-10

目 录

一、全年收入目标 2015 年来首次未能达成，2020 年挑战依然严峻.....	4
二、全年支出前高后低，“收入掣肘支出”可能被疫情打破.....	6
三、土地出让收入九月连升，2020 年政府性基金不悲观.....	7

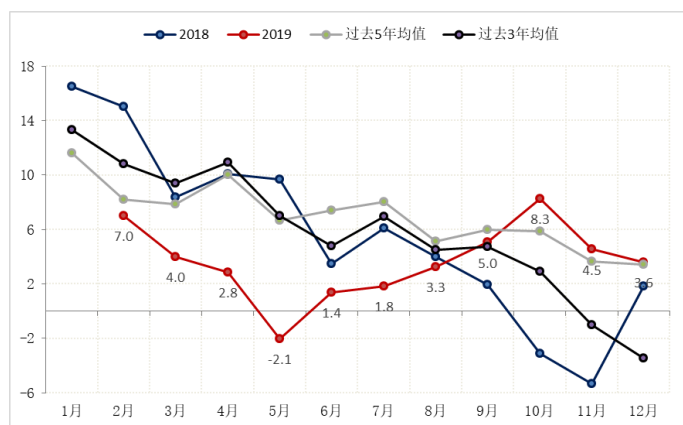
图表目录

图表 1	12 月单月财政收入继续下滑 (2019 年 2 月为累计同比, %)	4
图表 2	全年财政收入目标未能完成 (2019 年 2 月为累计同比, %)	4
图表 3	税收收入受经济下行压力影响较大 (%)	4
图表 4	增值税与个人所得税 2019 年增速明显下滑	4
图表 5	国有资本经营收入占非税收入比重创历史新高	5
图表 6	国有资本经营收入为拉动 2019 非税收入关键	5
图表 7	2019 年各地收入目标完成率较低	6
图表 8	2020 年收入目标较 2019 实际值未有明显提升	6
图表 9	2019 年财政支出大幅前倾后掣肘于收入 (%)	6
图表 10	2019 年财政支出完成年初预算 101.6%	6
图表 11	年内已有 6 地专项债累计发行超 500 亿	7
图表 12	年内专项债 75%投向基建直接相关领域	7
图表 13	土地出让收入九月连升 (%)	8
图表 14	相比前三次“财政困难年份”, 进入 2020 年成交土地溢价率处于低位	8

一、全年收入目标 2015 年来首次未能达成，2020 年挑战依然严峻

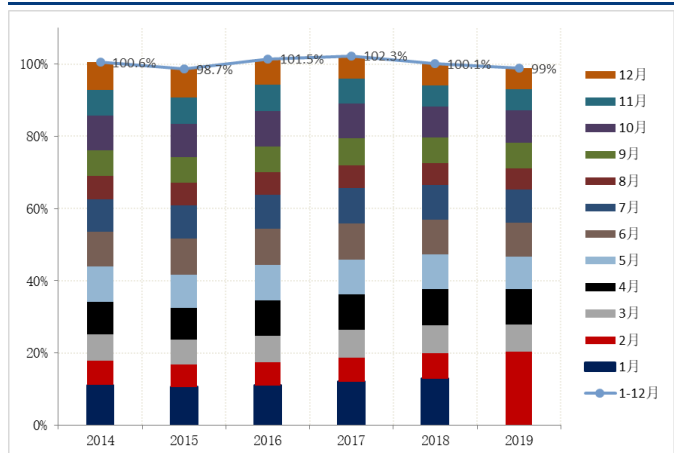
全年财政收入目标（5%）未能完成。1-12 月一般公共预算收入增速 3.8%。其中税收收入全年增长 1%，增幅比上年回落 7.3 个百分点。非税收入全年增长 20.2%，12 月单月财政收入下降 0.9 个百分点至 3.6%，为连续第二个月下滑。1-12 月收入完成全年预算数 99%，继 2015 年以来首次出现短收。

图表 1 12 月单月财政收入继续下滑（2019 年 2 月为累计同比，%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 全年财政收入目标未能完成（2019 年 2 月为累计同比，%）

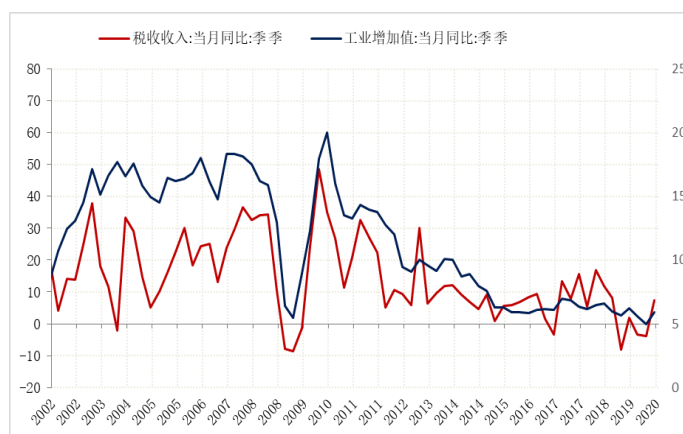


资料来源：Wind，华创证券

税收收入增幅较低，除经济下行压力外，主要受大规模减税降费政策影响，体现在涉及减税降费的主要税种收入下降或增幅明显回落：增值税增长 1.3%，增幅比上年回落 7.8 个百分点，其中，工业企业实际缴纳的增值税收入下降 6%，主要受降低增值税税率和实施增值税留抵退税政策的影响；进口货物增值税、消费税下降 6.3%，主要受降低进口环节增值税税率影响；个人所得税下降 25.1%，主要受提高基本减除费用标准和实施 6 项专项附加扣除政策影响；企业所得税增长 5.6%，增幅比上年回落 4.4 个百分点，主要受提高研发费用税前加计扣除和工业企业利润下降影响。

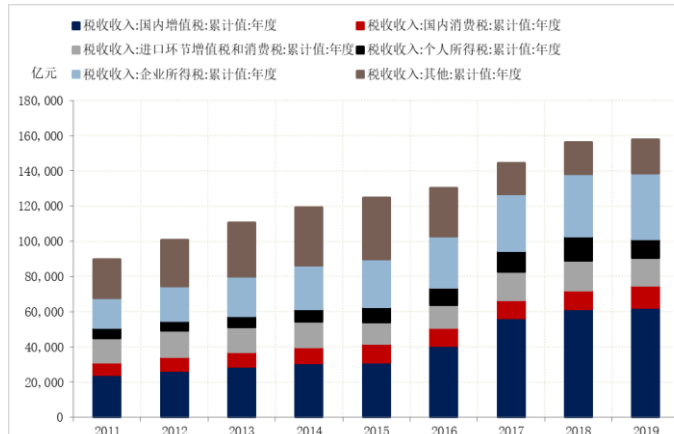
展望 2020 年税收收入，税收收入增长压力仍大。由于本轮增值税减税深化于 2019 年 4 月 1 日开始实施，因此 2020 年 1-4 月份还存在翘尾因素，将至少成为制约上半年税收收入反弹的重要因素（增值税在税收收入中占比约 40%）。此外，突发疫情加剧经济下行压力，尤其对第三产业冲击较大，而第三产业税收贡献率在 2016 年就已超 60%，一季度税收收入形势尤为严峻。

图表 3 税收收入受经济下行压力影响较大（%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 4 增值税与个人所得税 2019 年增速明显下滑

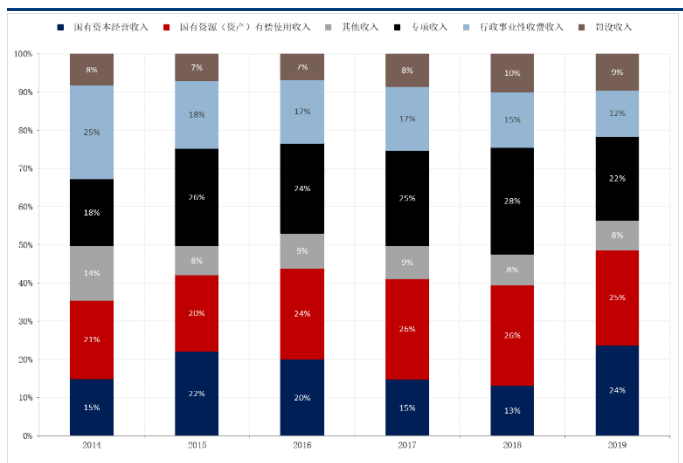


资料来源：Wind，华创证券

非税收入方面，“降费”掣肘下，各级财政通过国企集中上缴利润等方式弥补收入缺口，涉企收费继续下降。2019年全国非税收入32390亿元，比上年增加5433亿元，增长20.2%。其中：国有资本经营收入7720亿元，同比增加4146亿元，增长1.2倍，拉高全国非税收入增幅约15个百分点。主要是中央特定金融机构和央企上缴利润6100亿元，同比增加3600亿元，拉高全国非税收入增幅约13个百分点；国有资源（资产）有偿使用收入8063亿元，同比增加987亿元，增长14%，拉高全国非税收入增幅约4个百分点，主要是地方行政事业单位资产等非经营性资产收入集中入库。罚没收入3061亿元，同比增加402亿元，增长15.1%，拉高全国非税收入增幅约1个百分点，主要是法院等罚没收入增加较多。同时，涉企收费继续下降：教育费附加等专项收入同比下降5.2%；行政事业性收费收入在2018年大幅下降17.4%的基础上，2019年又下降1%。

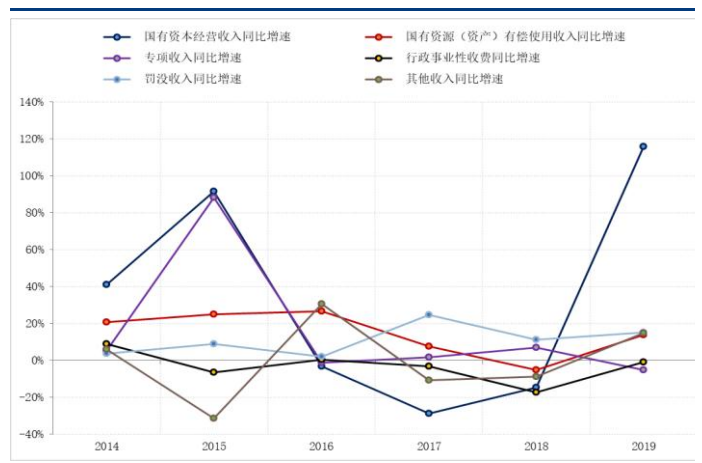
展望2020年，非税收入拉动财政收入重担仍重，地方挖潜将成重头戏。从政策导向看，一般认为税收收入占比越高，财政收入质量越好，但财政部近日印发《地方财政管理工作考核与激励办法》，自2020年1月3日起，在对全国各省份和计划单列市财政管理工作的年度考核中取消对提高财政收入质量的考核，为各地持续挖潜非税收入打开了“绿灯”。从各地收入预算看，浙江重庆等省份2020年预计非税收入占比与2019年变化不大，显示地方将继续依赖非税收入促进预算收支平衡。从收入结构看，2019年非税收入20%增速中，中央特定金融机构和央企的拉动就占到13个百分点，以中央贡献为主的国有资本经营收入占比创历史新高（24%）。2019年12月，《国务院关于减税降费工作情况的报告》中提及“有条件的地方依法依规有序组织国有金融机构和国有企业上缴利润，加大国有资源资产盘活力度”，今年非税收入增量挖潜预计将更多来自于地方国企利润上缴和国有资源（资产）有偿使用收入。

图表5 国有资本经营收入占非税收入比重创历史新高



资料来源：财政部，华创证券

图表6 国有资本经营收入为拉动2019非税收入关键

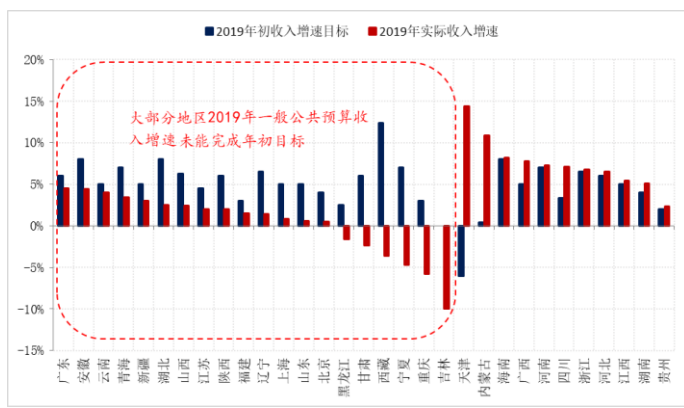


资料来源：财政部，华创证券

各地收入预算目标制定角度看，2020年财政收入增速将如何？回顾2019年，各地年初公布财政收入目标时，普遍按照2018年底“近2万亿”减税降费规模进行制定，而全年最终减税降费超2.3亿，超预期减税降费压力叠加经济下行压力造成各地普遍出现短收，其中黑龙江、甘肃与重庆在内六省出现财政收入负增长。

相较2019年收入实际增速，各地2020年的收入目标制定显得较为谨慎。除多个2019年财政收入负增长省份“奋起直追”以外，近半地区2020年一般公共预算收入目标低于或持平于2019年实际收入增速，似乎已充分计入了减税降费与经济下行压力对财政收入的持续性影响。然而，由于各地2020年财政收入目标普遍已在1月中上旬前制定完毕，疫情突发对一季度乃至全年的税收收入影响未纳入考虑，将使年内财政收入完成目标难度进一步加大，各地预算目标再度面临调整。

图表 7 2019 年各地收入目标完成率较低



资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 2020 年收入目标较 2019 实际值未有明显提升

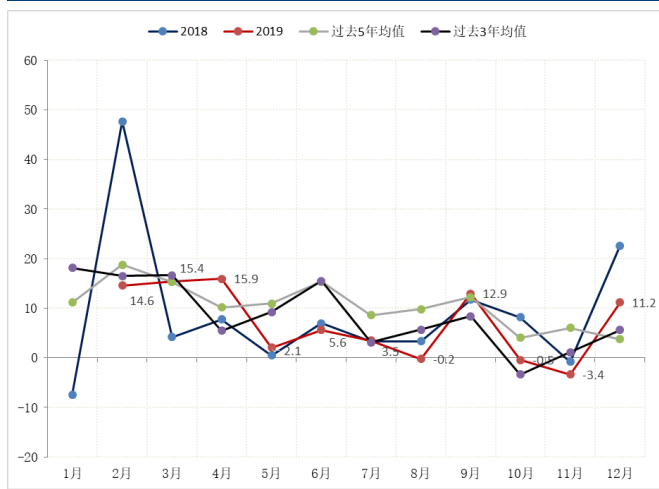


资料来源: Wind, 华创证券, 云南、四川尚未公布收入增速目标

二、全年支出前高后低, “收入掣肘支出”可能被疫情打破

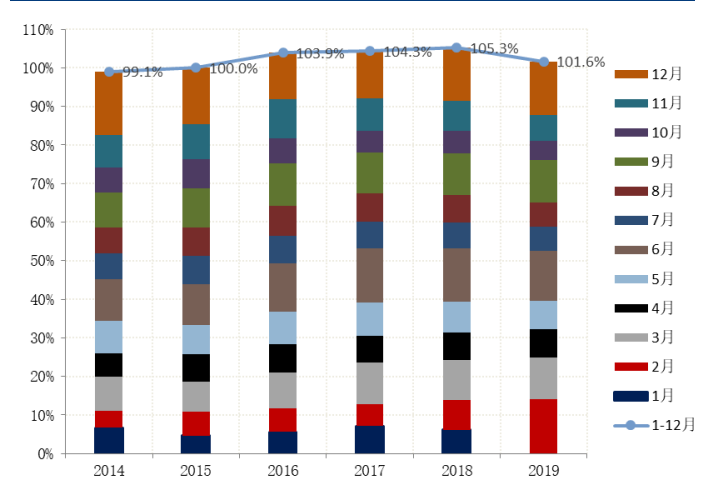
全年财政支出增长较快, 上半年大幅前倾后持续掣肘于收入。2019 年, 全国一般公共预算支出 238874 亿元, 同比增长 8.1%。从节奏看, 上半年、前三季度与全年分别完成年初预算的 52.5%, 75.9%与 101.6%, 超支整体呈现前高后低, 下半年收入掣肘支出较为明显。

图表 9 2019 年财政支出大幅前倾后掣肘于收入 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 2019 年财政支出完成年初预算 101.6%



资料来源: Wind, 华创证券

2020 年收入掣肘支出是否将延续, 积极财政政策又该如何定调? 1 月 15 日, 李克强总理在座谈会上强调: “积极的财政政策要把减税、节支作为关键, 巩固和拓展减税降费成效, 政府真正过紧日子, 大幅压缩一般性开支特别是行政开支, 确保制度性减税落到位和保障基本民生”。中央经济工作会议中对积极财政政策的表述为: “积极财政政策要大力提质增效, 更加注重结构调整, 坚决压缩一般性支出, 做好重点领域保障, 支持基层保工资、保运转、保基本民生。”——可见从“减税增支”到“减税节支”、从“加力”到“提质”将成为 2020 年积极财政政策的新目标, 收入掣肘支出调子似乎仍在。

突发疫情对积极财政政策有何影响? 从收入端减税降费来看, 边际力度虽难进一步提升, 但政策延续性不容小觑。2 月 10 日的 2019 年财政收支情况网上新闻发布会明确将“继续落实落细各项减税降费政策, 进一步巩固和拓展减税降费成效, 按照“三个确保”要求, 密切关注各行业税负变化, 特别是针对新型冠状病毒感染肺炎疫情的影响, 及时研究解决企业反映的突出问题, 坚决把该减的税减到位、把该降的费降到位, 持续发挥减税降费政策效应。”可

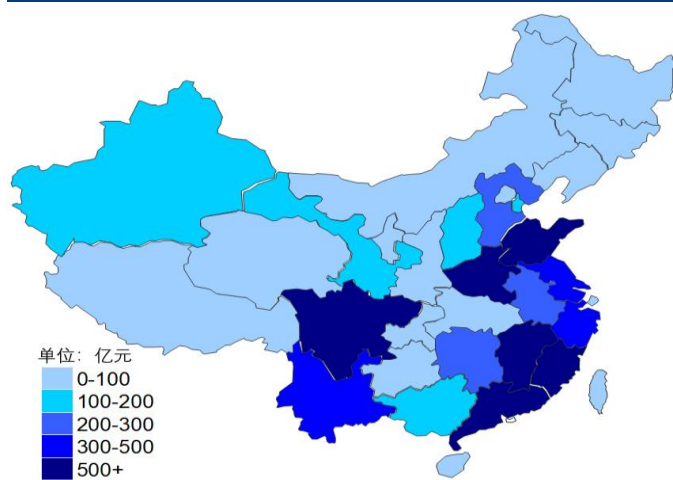
见制度性、持续性的减税降费还将持续，待疫情逐步由“战疫期”进入“休养期”后，针对疫情冲击行业的后续减税降费力度值得期待。

从支出端节支压力来看，收入掣肘支出的平衡可能被疫情打破。截至2月8日下午6点，各级财政共安排疫情防控资金718.5亿元，实际支出315.5亿元，基于疫情2月份达到峰值、二季度不持续发酵的中性假设，按实际支出20-25亿元/日，疫情前后持续约90天估算，各级财政疫情防控补助资金将实际支出将可能超2000亿元（按日均下达将更高）。由于当下财政收支压力与“非典”期间的财政连续超收时期并不可比，在收入端持续承压与经济下行背景下，额外增支势必增加债务。当下仍处“战疫期”的不确定性意味着特别国债可能发行（类特别国债的战疫债已发，后续需要有可能追加规模），预算赤字率“破3”打开想象空间，收入掣肘支出格局可能被打破。

2020年积极财政政策“提质”重点体现在专项债的新变化上。今年1月，2019年11月底提前下达的2020年新增专项债券额度1万亿元已发行7148亿元。较去年1月新增专项债增加了5736亿，规模创下历史新高。从区域分布看，按照“资金跟项目走”的原则，主要向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和冬末春初具备施工条件的地区，并兼顾相关地区财力和风险状况——将计划单列市纳入统计，专项债发行超过500亿的地区有广东(1395亿)、山东(796亿)、福建(586亿)、江西(527亿)、河南(519亿)与四川(507亿)，“早发行、早使用、早见效”的政策方针得到实际贯彻。

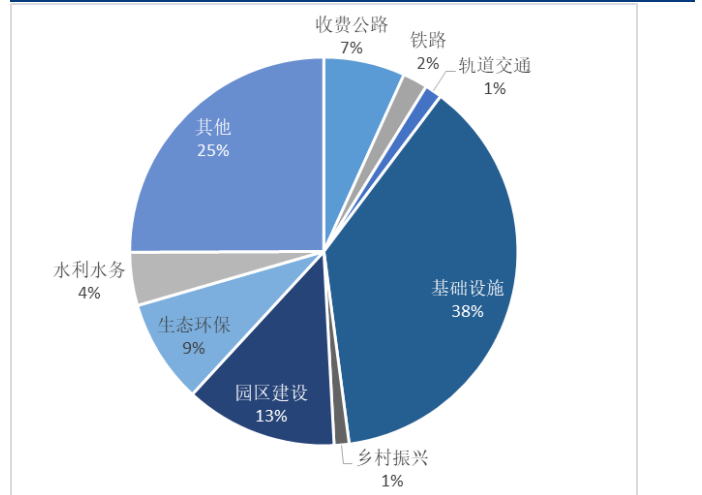
从专项债项目投向看，基建占比明显提升，经济拉动有效性增强。2019年专项债资金投向中，土储棚改比例占到6成以上，因此对基建的拉动作用较为有限。但由于本次新增专项债规定不得投向土储棚改，75%投向了基建直接相关的基础设施、园区建设、生态环保等领域，对经济的拉动不仅更早，且有望更有效。

图表 11 年内已有6地专项债累计发行超500亿



资料来源：Wind，华创证券，数据截至2月9日

图表 12 年内专项债75%投向基建直接相关领域



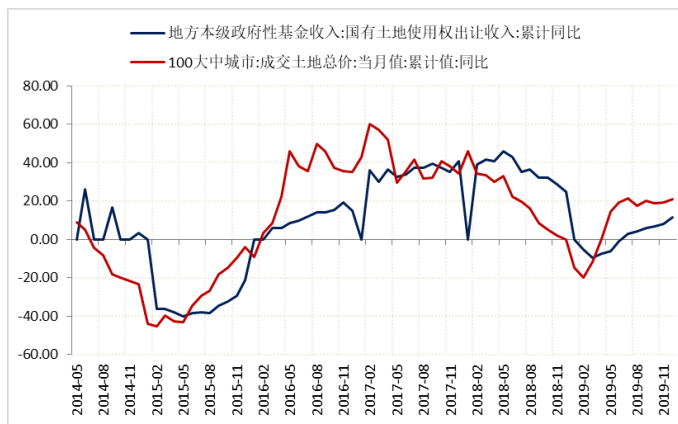
资料来源：Wind，华创证券，数据截至2月9日

三、土地出让收入九月连升，2020年政府性基金不悲观

全年政府性基金收入同比增长12%，较前值（9.5%）上升2.5个百分点。其中，1-12月国有土地出让收入累计同比11.4%，较前值（8.1%）再度回升3.3个百分点，为连续第九个月回升。

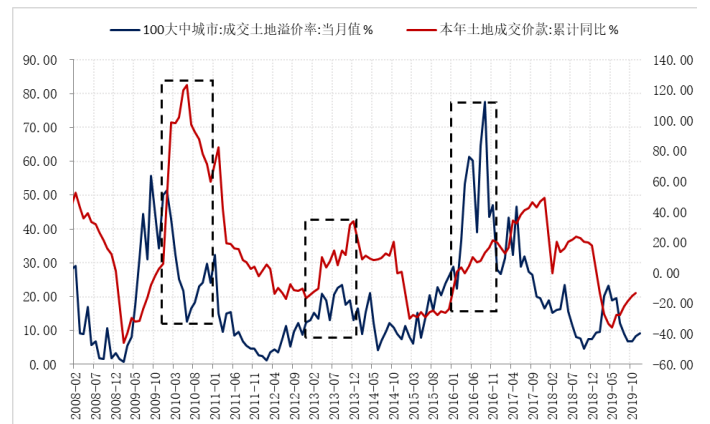
2020年土地出让收入方向在哪？2019年，空前困难的地方财政与“手里有粮”龙头房企共同促成了土地出让的超预期韧性，而在2020年地方财政收支压力大概率持续的背景下，土地出让收入的方向目前把握在龙头房企手中。过去三次财政困难年份后的第二年（2010年、2013年、2016年），土地成交价款都出现了较明显的回暖。结合当前成交土地溢价率相对处于较低位置、疫情冲击倾向于使地产政策有所松动，以及2019年12月中央经济工作会议对“稳房价、稳地价、稳预期”的强调（地价不可持续过低），我们对2020年全年土地出让收入与政府性基金收入增速并不悲观。

图表 13 土地出让收入九月连升（%）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 相比前三次“财政困难年份”，当下成交土地溢价率处于低位



资料来源: Wind, 华创证券

宏观组团队介绍

组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

助理研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500