

财政收支乏力，经济料难“V”型反转

——2020年1-2月财政数据点评

行业点评

● **疫情防控和基层“三保”领域财政支出增速保持较快增长。**根据财政部数据显示，1-2月受疫情影响，财政部门部分支出项目暂未启动，导致一般公共预算支出同比下降2.9%，增幅比2019年同期低17.5个百分点，但是和疫情相关的卫生健康支出和保就业的社会保障支出保持了较快增长。其中，与疫情防控直接相关的卫生健康支出2716亿元，同比增长22.7%；同期社会保障和就业支出同比增长2.5%。基建领域财政支出出现较大幅度回落，其中，交通运输支出同比下降25.5%；城乡社区支出同比下降20%；农林水支出2222亿元同比下降0.4%，成为财政支出的重要拖累，预计随着疫情拐点来临，财政部将会优化财政支出结构，加大对科技、环保以及教育、医疗、新基建领域的投入力度。受土地出让金收入大幅下滑，预算外地方政府性基金支出也出现较大幅度回落。

● **多因素共振导致财政收入增速创2009年危机以来最大跌幅。**受疫情影响，经济增速下行以及减税降费翘尾等因素影响，财政收入增速创2009年危机以来最大跌幅。2020年1-2月财政收入同比下降9.9%，与2019年同期相比大幅下降16.9个百分点，财政收入大幅下降来自多方面原因：**一是**疫情对财政收入的影响在2月份明显显现。主要反映在生产、消费和进出口端，预计疫情拐点来临之前，财政收入依然会延续下滑态势，主要税种均出现不同程度下滑。其中，生产端国内增值税同比下降19%；企业所得税同比下降6.9%；消费端的车辆购置税同比下降32.8%；国内消费税同比下降10%；土地和房地产相关税收中，契税同比下降15.2%，土地增值税同比下降2.4%；进出口环节的货物增值税、消费税同比下降25.1%，关税同比下降14.3%。此外，住宿餐饮、居民服务、交通运输等行业税收收入分别下降55.1%、41.6%、37.3%，房地产业、建筑业、批发零售业、制造业等行业税收收入也大幅下降。**二是**2019年末延至今年初缴纳的税收收入同比减少。**三是**巩固减税降费成效，增值税翘尾减收效果持续释放。**四是**受益于资本市场活跃度提升等因素影响，1-2月印花税同比增长30.8%。其中，证券交易印花税同比增长77.2%；个人所得税同比增长14.8%。受季节性因素影响，地方政府卖地收入持续下滑，政府性基金收入呈下行态势。

● **投资建议：**2020年我国财政政策工具箱丰富，财政赤字空间依然较大，保障财政支出增速将维持10%以上增长。2020年伊始疫情来袭，对一季度经济将会产生较大影响，尤其是叠加春节效应，生产端、消费端和进出口端的财政收入均出现显著下行，住宿餐饮、居民服务、交通运输等行业税收收入更是出现断崖式下跌，因此建议我国在前期针对疫情防控已出台各方面措施的基础上，再推出一系列财税组合拳，以降低疫情对相关实体经济影响：**一是**上调财政赤字率至3.5%；**二是**发行特别国债；**三是**加大对科技、环保以及教育、医疗、新基建领域的投入力度，发挥结构性财政政策作用；**四是**加大专项债发力力度；**五是**增加一般公共预算调入，盘活存量资金。总体而言，受多因素共振影响，我国财政收支乏力，经济料难“V”型反转。建议投资者重点关注弹性较好的城商行和农商行。

● **风险提示：**经济增速下行压力增加，资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；疫情超市场预期

推荐（维持评级）

郑嘉伟（分析师）

zhengjiawei@xsdzq.cn

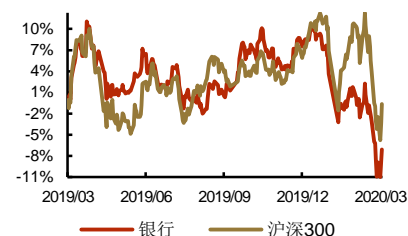
证书编号：S0280519040001

钟奕昕（联系人）

zhongyixin@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040021

行业指数走势图



相关报告

《存款基准利率下调迎来重要操作窗口：对商业银行影响几何？》2020-03-14

《定向降准靴子落地，降息还会远吗？》2020-03-13

《低基数效应下，表外融资和信贷成为社融最大拖累》2020-03-11

《全球视角下后周期时代银行业投资机会分析》2020-03-07

《市场风格切换下银行板块防御价值凸显》2020-03-01

目 录

1、 疫情防控和基层“三保”领域财政支出增速保持较快增长	3
2、 多因素共振导致财政收入增速创 2009 年危机以来最大跌幅	4
3、 投资建议	5

图表目录

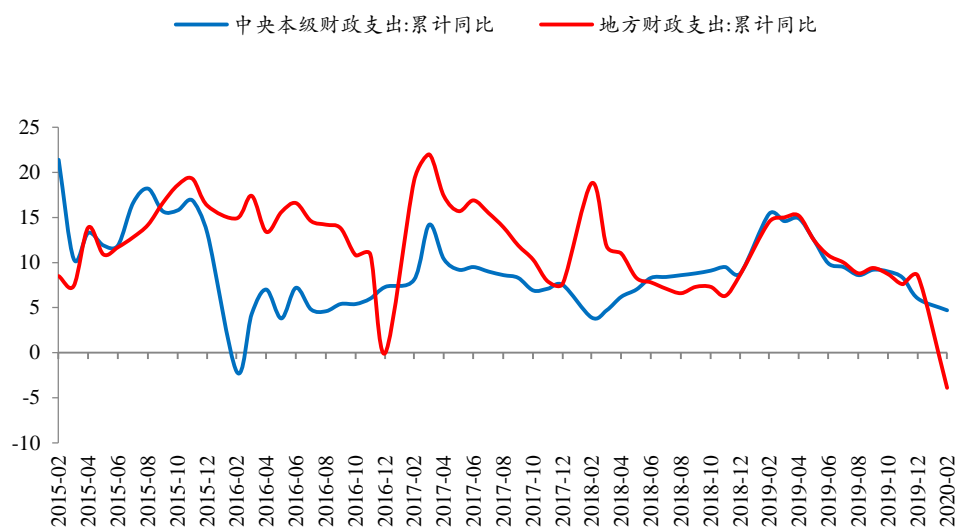
图 1： 中央和地方财政支出情况（%）	3
图 2： 财政支出结构（%）	4
图 3： 财政收入与支出进一步分化（%）	5
图 4： 主要税收收入情况（%）	5

事件：2020年3月24日，财政部公布了2020年1-2月财政收支情况，数据显示，2020年1-2月全国一般公共预算收入累计同比下降9.9%，比前值环比低13.7个百分点，比去年同期低16.9个百分点，规模达到3.52万亿元；其中，税收收入同比下降11.2%，增速回落了12.2个百分点；非税收收入同比增长1.7%，增速回落了18.5个百分点。全国一般公共预算支出累计同比下降2.9%，增速回落了11个百分点，支出规模为3.235万亿元。

1、疫情防控和基层“三保”领域财政支出增速保持较快增长

疫情防控和基层“三保”领域财政支出增速保持较快增长。根据财政部数据显示，1-2月受疫情影响，财政部门部分支出项目暂未启动，导致一般公共预算支出同比下降2.9%，增幅比2019年同期低17.5个百分点，但是和疫情相关的卫生健康支出和保就业的社会保障支出保持了较快增长。其中，卫生健康支出增长速度最快，截至3月21日，各级财政防疫支出已经突破1000亿元，同时近期财政部预拨了均衡性转移支付等资金，增强地方经费保障能力。中央财政已累计安排有关防控资金257.5亿元，支持地方做好患者救治、医护人员补贴发放，以及建立疫情防控短缺物资储备、开展药品和疫苗研发等工作，与疫情防控直接相关的卫生健康支出2716亿元，同比增长22.7%；2020年是我国打赢脱贫攻坚战的关键年份，受疫情影响，基层“三保”工作（保工资、保运转、保基本民生）异常艰巨，2020年以来财政部预拨均衡性转移支付700亿元、县级基本财力保障机制奖补资金406亿元，增强地方财政经费保障能力，支持地方政府做好疫情防控和基层“三保”工作，同期社会保障和就业支出同比增长2.5%。疫情防控经费和基层“三保”支出两项共占财政总支出的比重为27.3%，较去年同期水平显著提升。基建领域财政支出出现较大幅度回落，其中，交通运输支出同比下降25.5%；城乡社区支出同比下降20%；农林水支出2222亿元同比下降0.4%，成为财政支出的重要拖累，预计随着疫情拐点来临，财政部将会优化财政支出结构，加大对科技、环保以及教育、医疗、新基建领域的投入力度。受财政预算约束和疫情影响，一季度财政支出呈现“季初回落、季末冲高”特征将会更加显著。

图1：中央和地方财政支出情况（%）

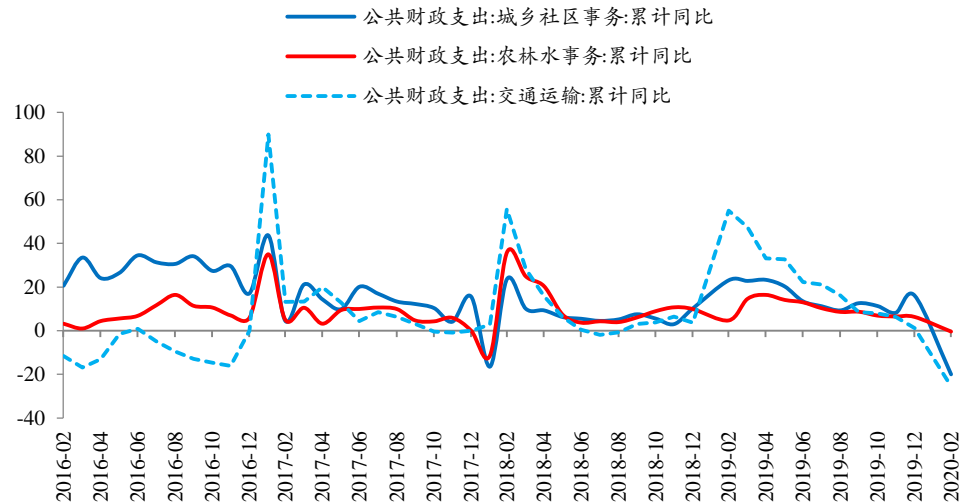


资料来源：Wind，新时代证券研究所

受土地出让金收入大幅下滑，预算外地方政府性基金支出也出现较大幅度回落。

2020年1-2月全国政府性基金预算支出12879亿元，同比下降10.4%。其中，中央政府性基金预算本级支出106亿元，同比下降1.2%；地方政府性基金预算支出12773亿元，同比下降10.5%。地方政府性基金支出下滑的主要拖累在于国有土地使用权出让收入相关支出同比下降40.5%，土地出让金收入大幅下滑成为地方政府预算外基金支出的重要拖累。

图2: 财政支出结构 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

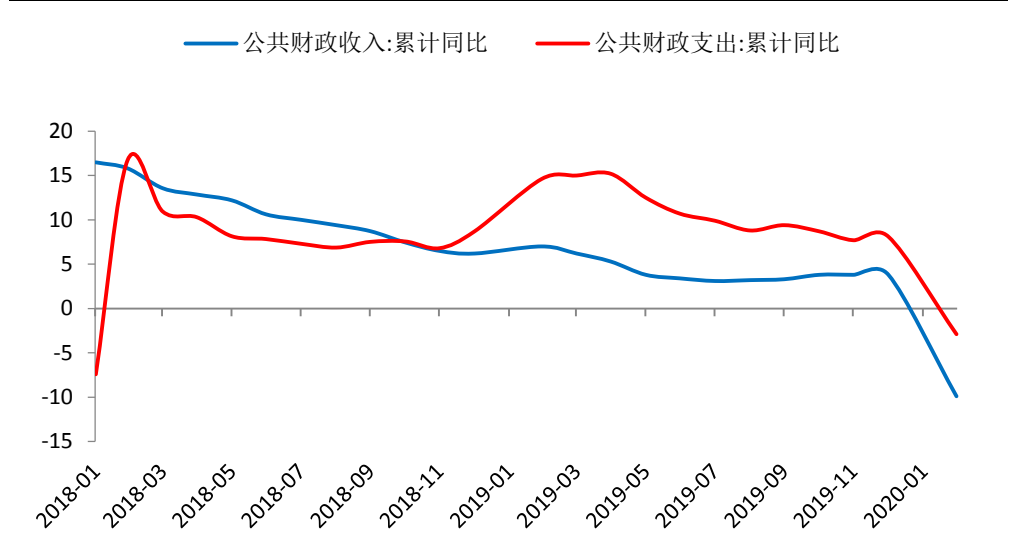
2、多因素共振导致财政收入增速创2009年危机以来最大跌幅

受疫情影响、经济增速下行以及减税降费翘尾等因素影响，财政收入增速创2009年危机以来最大跌幅。2020年1-2月财政收入同比下降9.9%，与2019年同期相比大幅下降16.9个百分点，财政收入大幅下降来自多方面原因：一是疫情对财政收入的影响在2月份明显显现。主要反映在生产、消费和进出口端，预计疫情拐点来临之前，财政收入依然会延续下滑态势，主要税种均出现不同程度下滑。其中，生产端国内增值税同比下降19%；企业所得税同比下降6.9%；消费端的车辆购置税同比下降32.8%；国内消费税同比下降10%；土地和房地产相关税收中，契税同比下降15.2%，土地增值税同比下降2.4%；进出口环节的货物增值税、消费税同比下降25.1%，关税同比下降14.3%。此外，住宿餐饮、居民服务、交通运输等行业税收收入分别下降55.1%、41.6%、37.3%，房地产业、建筑业、批发零售业、制造业等行业税收收入也大幅下降。二是2019年末延至今年初缴纳入库的税收收入同比减少。三是巩固减税降费成效，增值税翘尾减收效果持续释放。四是受益于资本市场活跃度提升等因素影响，1-2月印花税同比增长30.8%。其中，证券交易印花税同比增长77.2%；个人所得税同比增长14.8%。

受季节性因素影响，地方政府卖地收入持续下滑，政府性基金收入呈下行态势。2020年1-2月全国政府性基金收入7688亿元，同比下降18.6%，低于2019年同期16.3个百分点，其中，国有土地使用权出让收入同比下降16.4%，比2019年同期下降11.1个百分点，依然是政府性基金收入的重要贡献者。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入502亿元，同比下降18%；地方政府性基金预算本级收入7186亿元，同比下降18.7%。2020年如果继续坚持“房住不炒”理念，从融资角度加大对房地产市场调控力度，那么地方政府靠卖地获得的收入增速将会进一步下滑，直接

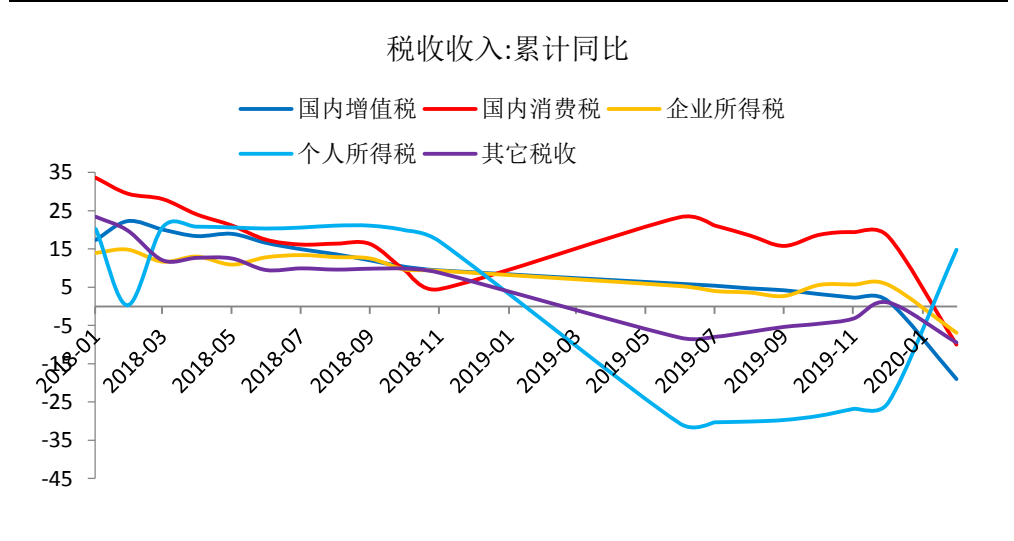
影响了地方政府预算外基金投入和加剧了地方政府财政收支矛盾；预计随着疫情演绎，部分地方政府放松限购等政策，将会缓解地产收支压力。

图3： 财政收入与支出进一步分化（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 主要税收收入情况（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、投资建议

2020年我国财政政策工具箱丰富，财政赤字空间依然较大，保障财政支出增速将维持10%以上增长。2020年伊始疫情来袭，对一季度经济将会产生较大影响，尤其是叠加春节效应，生产端、消费端和进出口端的财政收入均出现显著下行，住宿餐饮、居民服务、交通运输等行业税收收入更是出现断崖式下跌，因此建议我国在前期针对疫情防控已出台各方面措施的基础上，再推出一系列财税组合拳，以降低疫情对相关实体经济影响：

一是上调财政赤字率。根据 2019 年两会期间财政预算报告，2019 年我国预算内财政支出 23.52 万亿元（同比增长 6.5%），预算内收入 20.76 万亿元（同比增长 5%），赤字率为 2.8%，比 2018 年提高 0.2 个百分点；赤字规模为 2.76 万亿元，比 2018 年提高了 0.38 万亿元，并没有比 2018 年显著增加；随着财政收入乏力，2020 年我国将通过调整狭义财政赤字率至 3-3.5%，增加预算内财政支出。

二是发行特别国债、“战疫”债券等。在准财政口径下，2003 年 SARS 期间发行 1400 亿元的特别国债，2020 年为了降低疫情事件对实体经济的影响，预计我国将发行特别国债，增加广义财政赤字。

三是加大对科技、环保以及教育、医疗、新基建领域的投入力度，发挥结构性财政政策作用。针对受冲击比较明显的行业和地区，除了财政贴息支持外，发挥结构性财政作用，发挥财政托底效力。

四是加大专项债发力力度。随着后疫情时代来临，稳增长压力增加，专项债额度按照 50% 测算的话，新增专项债将达到 3.2 万亿元，显著改善基建资金来源，由于专项债不能用于土储和棚改，那么将成为拉动 2020 年二季度新基建投资增速显著回升的主要动力。

五是增加一般公共预算调入，盘活存量资金。对于财政沉淀资金，2020 年我国将继续通过增加国有资本经营收入、提高国企利润上缴比例、提高国有资产有偿使用收入等多渠道盘活国有资金和资产，带动非税收入增加，缓解财政收支矛盾。

总体而言，受多因素共振影响，我国财政收支乏力，经济料难“V”型反转。相对海外市场冲击，银行股未来投资需要把握好三步走节奏：一是海外市场冲击较大时，建议投资者重点配置相对抗跌性较强的国有商业银行；二是随着后疫情时代，商业银行加大投放，重点关注投放积极性较高、资产规模扩张速度较快的股份制银行和城商行；三是随着市场的反弹，银行板块将迎来个股分化阶段，未来商业银行发展空间巨大，还有很多需要探索和优化的地方，建议投资者重点关注弹性较好的城商行和农商行。

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，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>