

稳增长压力倍增，专项债提前发行可期

——8月财政数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（分析师）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

● **财政支出增速由正转负，财政扩张前高后低特征显著。**根据财政部数据显示，8月当月一般公共预算支出增速由正转负，为-0.2%，较上月大幅回落3.65个百分点。整个财政支出进度为65%，比整个预算进度放缓1.67个百分点。可见下半年我国财政支出将会进一步放缓，财政扩张节奏前高后低的特征更加显著。基建支出增速持续下滑，社保就业成为财政支出主力。其中，交通运输、城乡社区支出、农林水支出当月同比分别下滑-21.08%、-7.55%和-1.4%，基建支出增速下滑成为财政支出的重要拖累项，尤其是基建投资中交通运输支出连续两个月增速下滑。8月教育、科技和社保就业类支出占整个财政支出上行至31.3%，未来随着就业压力增加，这一支出将会持续增加。截至9月16日，新增专项债发行已经达到2.0685万亿元，年内剩余不到800亿元的额度也将在月底之前发完。专项债提前发行成为四季度稳增长的关键。

● **非税收入高增长推动财政收入增速回升。**8月非税收入当月同比增长49.76%，增速比2018年同期高59.76个百分点。具体来看，1-8月公共预算收入中税收收入规模达到11.7万亿元，对财政贡献率达到85.4%，同比下降0.1%，增速比前7个月回落0.4个百分点；非税收入19927亿元，同比增速27.3%，环比提高了2.5个百分点，继续创2015年底以来新高。随着中美贸易摩擦不确定增强，减税降费力度不断增加，四季度财政收入依然要依赖非税收入弥补资金缺口，而加大国企和央企利润上缴力度成为关键。受土地出让收入增速回升影响，政府性基金收入增速回升。其中，国有土地使用权出让收入同比增长4.2%，增速环比回升1.1个百分点，成为政府性基金收入回升的主要贡献者。但四季度随着中央坚持“房住不炒”的理念，从地产信托、商业银行开工贷、海外发债等融资渠道加大对房地产市场的调控，未来地方政府靠卖地收入的可持续性不强，进而影响地方政府财政支出积极性。

● **稳增长压力倍增，专项债提前发行可期。**2019年以来我国实施了有史以来最大规模减税降费，预计减轻企业负担规模达到2万亿元。在降税降费的同时，我国加大经济转型力度，摆脱对房地产行业的依赖，尤其7月底中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激手段”，未来地方政府依赖土地财政的可持续性不强，叠加贸易摩擦和汽车消费下滑，进口货物增值税、消费税、关税和车辆购置税等预算内税收收入出现负增长，将直接影响四季度财政支出规模和基建投资力度。因此，专项债提前发行的必要性更加紧迫，一方面可以充分发挥专项债作为项目资本金的杠杆效应，加大专项债的配套融资，有助于发挥财政的跷跷板效应；另一方面经济下行压力增加，需要加大对旧改和新基建等政策的支持力度，托底经济的积极财政或可期待，政府将专项债的使用范围由现有4个领域项目进一步扩大为10个领域项目，随着2019年四季度提前下达限额、扩大专项债使用范围，将会带动有效投资，发挥专项债在补短板、扩内需方面的作用，拉动基建投资增速回升2-4个百分点，加大央企国企利润上缴比例等提高非税收入为积极财政支出提供保障。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019年5月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观观点

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 财政支出增速由正转负，前高后低特征显著	3
2、 非税收入高增长推动财政收入增速回升	4
3、 稳增长压力倍增，专项债提前发行可期	6

图表目录

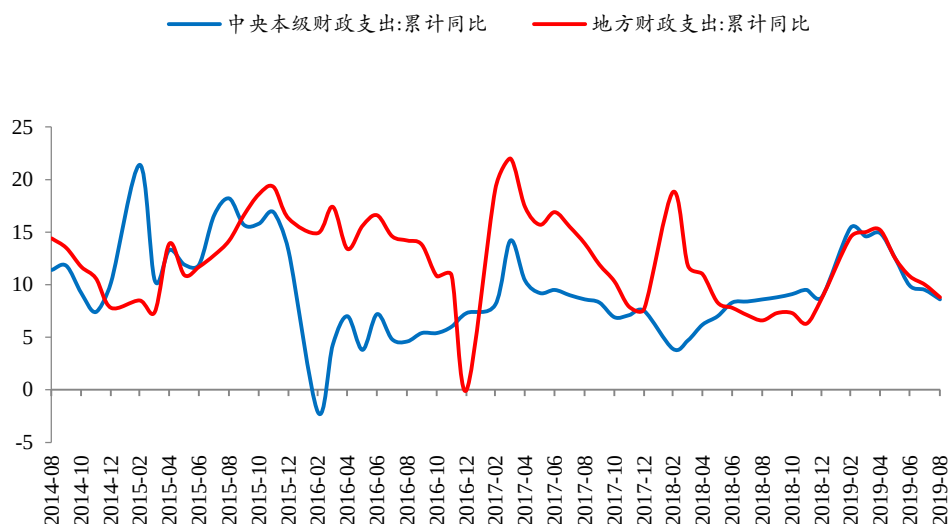
图 1: 中央和地方财政支出情况 (%)	3
图 2: 财政支出结构 (%)	4
图 3: 财政收入与支出进一步分化 (%)	5
图 4: 主要税收收入情况 (%)	5
图 5: 个人所得税和增值税出现较大幅度下行 (%)	5

2019年9月17日，财政部国库司公布了8月份财政收支情况，数据显示，1-8月全国一般公共预算收入同比增长3.2%，比前值下滑0.2个百分点，规模达到13.7万亿元；其中，税收收入同比下降0.1%，下滑了1个百分点，下滑速度放缓；非税收入同比增长27.3%，增速继续回升，提高了5.9个百分点。全国一般公共预算支出1-8月累计同比增长8.8%，增速回落1.9个百分点，支出规模为15.3万亿元。

1、财政支出增速由正转负，前高后低特征显著

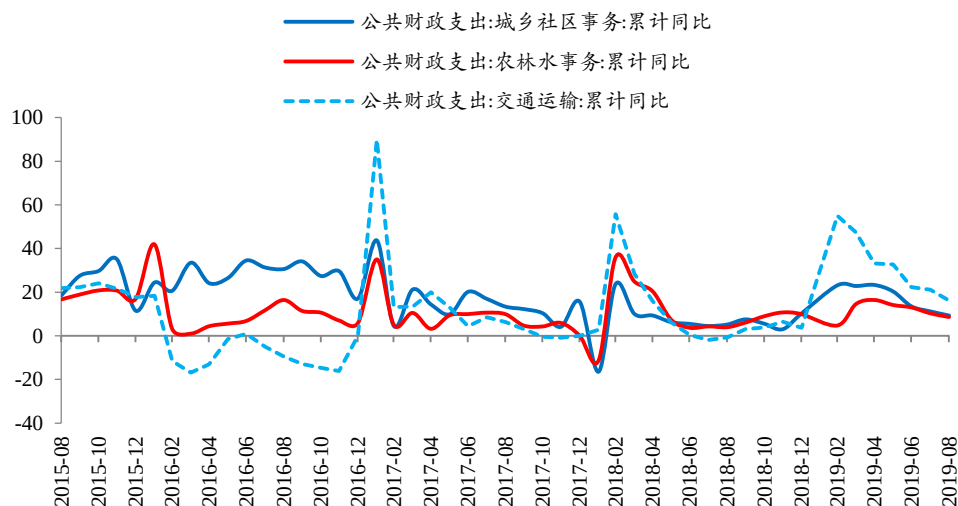
财政支出增速由正转负，财政扩张前高后低特征显著。根据财政部数据显示，1-8月我国一般公共预算支出15.3万亿元，同比增长8.8%，增速跌破10%，较上月回落1.9个百分点；8月当月一般公共预算支出增速由正转负，为-0.2%，较上月大幅回落3.65个百分点。其中，中央一般公共预算本级支出22185亿元，同比增长8.6%，增速较前7个月下滑0.9个百分点；地方一般公共预算支出130884亿元，同比增长8.8%，增速较上半年下滑1.2个百分点。整个支出进度为65%，比整个预算进度放缓1.67个百分点。可见下半年我国财政支出将会进一步放缓，财政扩张节奏前高后低的特征更加显著。

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

基建支出增速持续下滑，社保就业成为财政支出主力。从财政支出结构上来看，教育、科技与社保就业占财政支出比重较大，由于8月国家统计局调查失业率下降0.1个百分点至5.2%，8月教育、科技和社保就业类支出占整个财政支出上行至31.3%，未来随着就业压力增加，这一支出将会持续增加；同时基建支出出现了快速下滑，其中，交通运输、城乡社区支出、农林水支出当月同比分别下滑-21.08%、-7.55%和-1.4%，基建支出增速下滑成为财政支出的重要拖累项，尤其是基建投资中交通运输支出连续两个月增速下滑，铁路投资绝对数量有所放缓，后续随着发改委新审批建设一批重大中西部地区铁路项目，其中包括重庆至昆明高铁总投资达到1416亿元，未来交通运输建设项目将保持较快增长，成为四季度拉动基建投资的主力。2019年下半年在大规模减税降费背景下，为了做好保工资、保运转、保基本民生等“三保”工作底线，下半年中央将会加大专项债提前发行，有望对基建投资增速进一步拉动。

图2： 财政支出结构 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

除了预算内一般公共财政支出外，上半年地方政府政府性基金支出发行进度较快。其中1-8月政府性基金支出累计52745亿元，增速同比增长30.8%，增速较前7个月回落3个百分点，随着土地收入的下滑，增速将会进一步下行。此外，地方债发行前置，截至9月16日，新增专项债发行已经达到2.0685万亿元，年内剩余不到800亿元的额度也将在月底之前发完。**专项债提前发行成为四季度稳基建的关键。**2019年上半年专项债的发行多以土储和棚改为主，但是9月国常会明确了专项债提前下达额度中“不得用于土地储备和房地产相关领域”，也就意味着未来专项债发行将向基建倾斜。按照人大常委会审批，2020年专项债在两会之前60%可以提前下达，那么四季度按照30%的比例发行，将有6450亿元专项债提前下达，值得注意的是，专项债发行后，并非立刻可以起作用，中间还需要时间待地方政府拨付到具体项目上，因此，提前下达的6450亿元专项债将有70%下达到具体项目上，即四季度将有4500亿元专项债可以落到具体项目上，由于国常会拓宽了专项债作为资本金项目的范围：铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施；也就意味着专项债并非全部投入基础设施建设，假如专项债40%用于基建，并且用于项目资本金的杠杆效应能达到4-5倍的话，那么对基建的拉动作用将达到4%，假如专项债只有20%用于基建，即使用于项目资本金的杠杆效应能达到4-5倍，那么对基建的拉动作用只有1.9%。因此，专项债下达之后，一方面要看资金拨付到具体项目的进度，另一方面还需关注专项债对基建的投入比例，乐观估计专项债提前下达对基建的拉动作用将达到4%；保守估计也将达到2%左右。

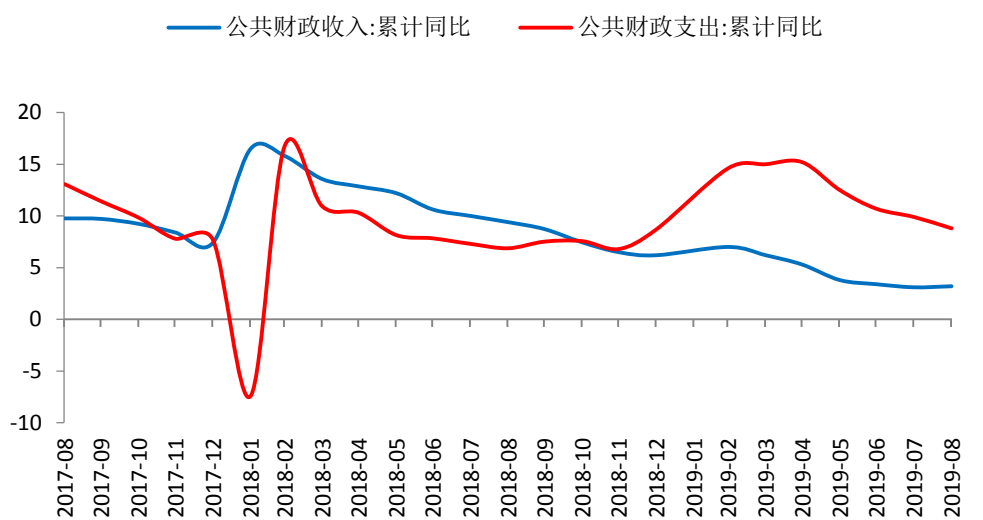
2、 非税收入高增长推动财政收入增速回升

财政收入增速小幅回升。1-8月财政收入增速从2007年的最高峰32.4%下降至的3.2%，增速较前7个月回升0.1个百分点，在非税收入高增长推动下8月单月财政收入增长3.26%，较上月回升1.45个百分点，但是由于税收收入拖累，整个财政收入增速并未出现显著改善，增速依然处于2015年以来低位徘徊。同时，下半年我国减税降费依然有万亿规模，增值税等税收收入下滑导致财政收入持续乏力，将成为四季度积极财政的重要掣肘。其中，个人所得税当月同比下降28.81%，降幅扩大1.14个百分点；国内增值税当月同比增长-2.48%，比2018年同期增幅回落4.57个百分点；企业所得税当月同比增长-13.75%，比2018年同期增幅回落9.37个百分点。

点；进口货物增值税、消费税同比下降 6.9%，降幅进一步扩大；受中美贸易摩擦影响，关税同比下降 3.3%，降幅有所收窄。

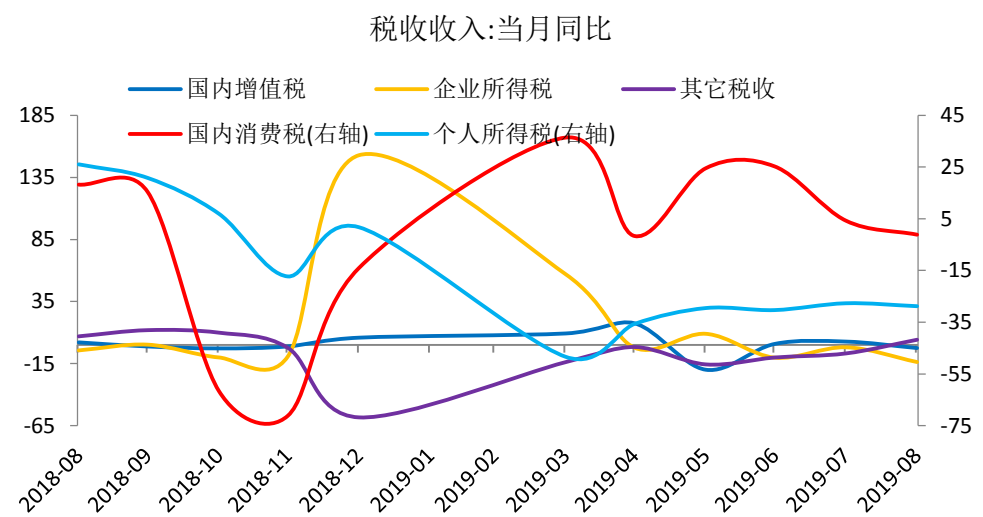
非税收入成为财政收入增速回升的主要贡献。8 月非税收入当月同比增长 49.76%，增速比 2018 年同期高 59.76 个百分点。具体来看，1-8 月一般公共预算收入中的税收收入规模达到 11.7 万亿元，对财政贡献率达到 85.4%，同比下降 0.1%，增速比前 7 个月回落 0.4 个百分点；非税收入 19927 亿元，同比增速 27.3%，环比提高了 2.5 个百分点，继续创 2015 年底以来新高。随着中美贸易摩擦不确定增强，减税降费力度不断增加，四季度财政收入依然要依赖非税收入弥补资金缺口，而加大国企和央企利润上缴力度成为关键。

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

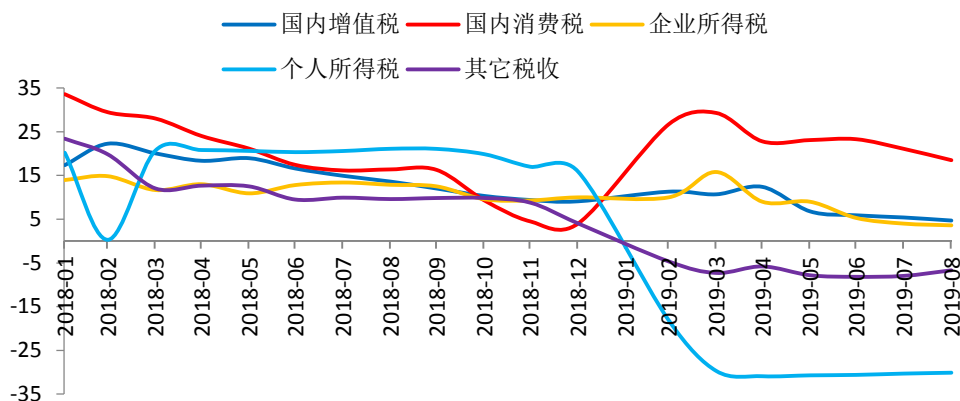
图4： 主要税收收入情况（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 个人所得税和增值税出现较大幅度下行（%）

税收收入:累计同比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

受土地出让收入增速回升影响, 政府性基金收入增速回升。1-8 月全国政府性基金收入累计 45987 亿元, 同比增长 6.4%, 增速较上半年回升 0.9 个百分点。其中, 国有土地使用权出让收入同比增长 4.2%, 增速环比回升 1.1 个百分点, 成为政府性基金收入回升的主要贡献者。分中央和地方看, 中央政府性基金预算收入 2813 亿元, 同比增长 1.1%; 地方政府性基金预算本级收入 43174 亿元, 同比增长 6.7%。可见, 地方政府在财政收入增速下滑影响下, 对土地财政依赖程度有所上升。但四季度随着中央坚持“房住不炒”的理念, 从地产信托、商业银行开工贷、海外发债等融资渠道加大对房地产市场的调控, 未来地方政府靠卖地收入的可持续性不强, 进而影响地方政府财政支出积极性。

3、稳增长压力倍增, 专项债提前发行可期

2019 年以来我国实施了有史以来最大规模的减税降费, 预计减轻企业负担规模达到 2 万亿元。在降税降费的同时, 我国加大经济转型力度, 摆脱对房地产行业的依赖, 尤其 7 月底中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激手段”, 未来地方政府依赖土地财政的可持续性不强, 叠加贸易摩擦和汽车消费下滑, 进口货物增值税、消费税、关税和车辆购置税等预算内税收收入出现负增长, 将直接影响四季度财政支出规模和基建投资力度。因此, 专项债提前发行的必要性更加紧迫, 一方面可以充分发挥专项债作为项目资本金的杠杆效应, 加大专项债的配套融资, 有助于发挥财政的跷跷板效应; 另一方面经济下行压力增加, 需要加大对旧改和新基建等政策的支持力度, 托底经济的积极财政或可期待, 政府将专项债的使用范围由

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_10034

