

财政支出节奏放缓，交运成为基建投资主力

——7月财政收支点评

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

财政支出节奏放缓，交运成为基建投资主力。财政支出力度放缓，财政扩张节奏呈现前高后低趋势。根据财政部数据显示，1-7月我国一般公共预算支出13.8万亿元，同比增长9.9%，增速较上月回落0.8个百分点；7月当月一般公共预算支出增速为3.5%，较上月回落2.1个百分点，增速进一步放缓。整个支出进度为58.6%，比2018年同期进度放缓1.2个百分点。可见2019年下半年我国财政支出力度有所放缓，财政扩张节奏呈现出显著的前高后低趋势。基建支出增速下滑，交运成为托基建的主力。从财政支出结构上来看，由于7月调查失业率回升0.2个百分点，7月教育社保就业类支出占整个财政支出上行至28.48%；同时基建支出出现了快速下滑，其中，城乡社区支出、农林水支出当月同比分别为-25.9%、-1.8%，成为基建支出重要拖累项，交通运输支出保持较快增长，同比增长13.5%，成为拉动基建投资的主力。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对地方转移支付力度，有助于弥补地方财政支出缺口，提高地方政府在基建投资的支出力度。

● **非税收入成为财政收入增速小幅回升的主要贡献。**1-7月财政收入增速从2007年的最高峰32.4%下降至的3.1%，7月单月财政收入增长1.81%，较上月回升0.4个百分点，非税收入成为财政收入增速回升的主要贡献。7月非税收入显著上行16.5个百分点至56.2%历史高位。具体来看，1-7月非税收入17577亿元，同比增速24.8%，环比提高了3.4个百分点，创出2015年底以来最高水平。由于中央和地方财政多渠道盘活国有资金和资产，而非通过增加各项收费所得形成非税收入，叠加中央财政增加特定国有金融机构和央企上缴利润，有利于保障下半年积极财政效果。与此同时，非税收入中包括行政事业性收费、政府性基金等多项收入继续下降，地方政府并没有增加行政事业性收费收入、政府性基金收入和罚没收入。因此，下半年财政收入依然要依赖非税收入弥补资金缺口，而盘活国有资金，加大国企和央企利润上缴将成为关键。

● **稳增长压力倍增，积极财政仍有空间。**上半年，我国实施了有史以来最大规模的减税降费，其中，增值税减税幅度在8000亿元左右，其次，将城镇职工基本养老保险缴费比例从原规定的20%降至16%，预计减轻企业负担规模超万亿。减税降费的同时，中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激手段”，叠加贸易摩擦和汽车消费下滑，将直接影响下半年财政支出力度。下半年稳增长压力依然存在，我国积极财政的工具和手段较多：一是增发特别国债、专项建设债等，增加广义财政赤字；二是增加国有资本经营收入、提高国企利润上缴比例等，带动非税收入增加；三是加大中央对地方政府的转移支付力度，增加地方政府预算外收入；四是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。总体来看，下半年我国财政政策工具充足，财政空间依然存在万亿规模，下半年财政支出增速依然可以维持10%左右。

● **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——宏观点评

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、 财政支出节奏放缓，交运成为基建投资主力	3
2、 非税收入成为财政收入增速小幅回升的主要贡献	4
3、 稳增长压力倍增，积极财政仍有空间	6
4、 大类资产观察（2019.08.12-2019.08.18）	7
4.1、 股票市场	7
4.2、 债券市场	7
4.3、 外汇市场	8
4.4、 房地产市场	9
4.5、 大宗商品市场	9

图表目录

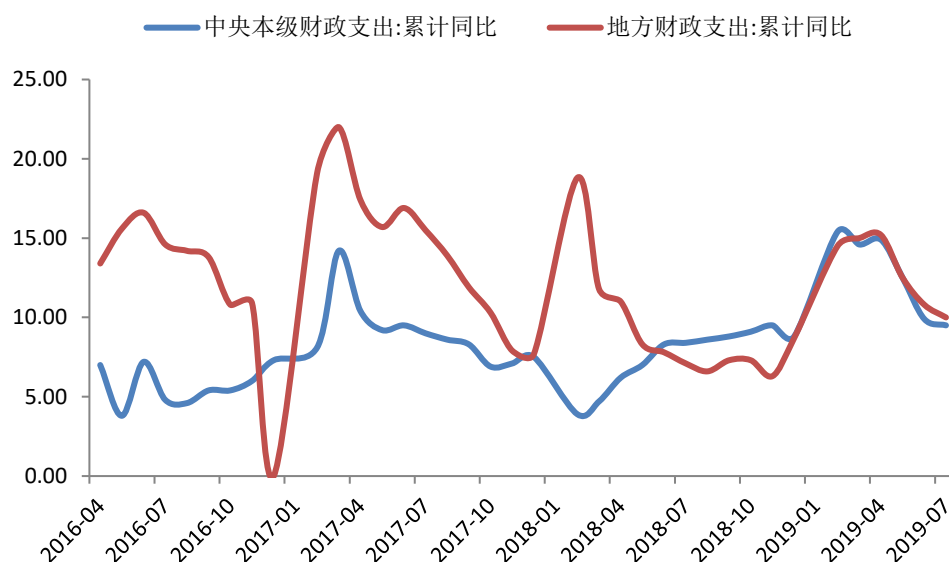
图 1： 中央和地方财政支出情况（%）	3
图 2： 财政支出结构（%）	4
图 3： 财政收入与支出进一步分化（%）	5
图 4： 主要税收收入情况（%）	5
图 5： 个人所得税和增值税出现较大幅度下行（%）	6
图 6： 发达经济体主要资本市场表现	7
图 7： 新兴经济体主要资本市场表现	7
图 8： 中债国债到期收益率曲线	8
图 9： 美国国债到期收益率曲线	8
图 10： 美元指数与人民币汇率	8
图 11： 日元、欧元、英镑兑美元汇率	8
图 12： 30 大中城市商品房成交套数和成交面积	9
图 13： 一二三线城市商品房成交分化	9
图 14： 原油期货价格指数	10
图 15： 黄金价格指数	10
图 16： 南华商品涨跌幅度	10
图 17： 南华农产品涨跌幅度	10
图 18： 南华能化涨跌幅度	10
图 19： 南华工业涨跌幅度	10
图 20： 南华金属涨跌幅度	11
图 21： 南华贵金属涨跌幅度	11

2019年8月16日，财政部公布了7月财政收支情况，数据显示，1-7月全国一般公共预算累计收入12.56万亿元，同比增长3.1%，增速较前值下滑0.3个百分点；其中，税收收入同比增长0.3%，增速较前值下滑了0.6个百分点，下滑速度放缓；非税收收入同比增长24.8%，增速继续回升，提高了3.4个百分点。全国一般公共预算支出1-7月累计同比增长9.9%，增速较上月回落0.8个百分点，支出规模为13.8万亿元。

1、财政支出节奏放缓，交运成为基建投资主力

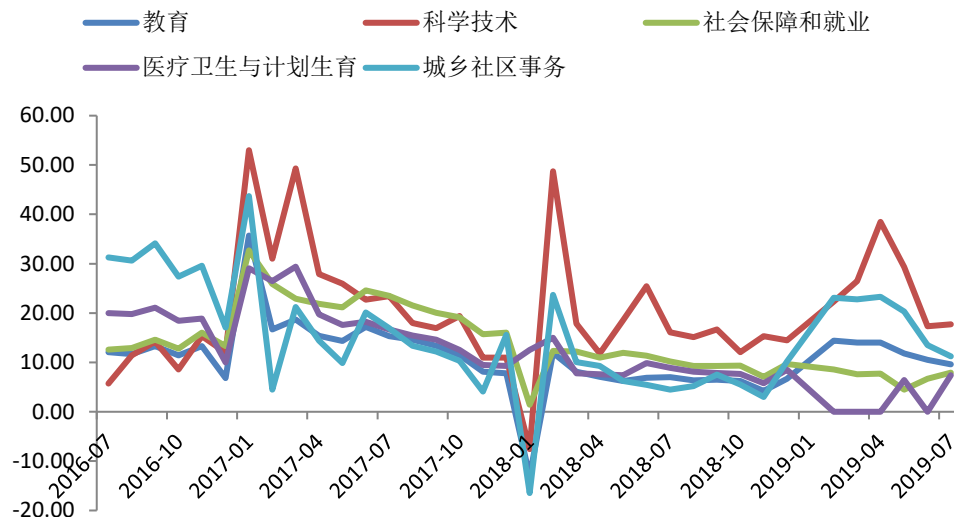
财政支出力度放缓，财政扩张节奏呈现前高后低趋势。根据财政部数据显示，1-7月我国一般公共预算支出13.8万亿元，同比增长9.9%，增速较上月回落0.8个百分点，比2018年同期提高2.9个百分点；7月当月一般公共预算支出增速为3.5%，较上月回落2.1个百分点，增速进一步放缓。其中，中央一般公共预算本级支出19608亿元，同比增长9.5%，增速较上半年下滑0.5个百分点；地方一般公共预算支出118355亿元，同比增长10%，增速较上半年下滑0.8个百分点。整个支出进度为58.6%，比2018年同期进度放缓1.2个百分点。可见下半年我国财政支出力度有所放缓，财政扩张节奏呈现出显著的前高后低趋势。

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

基建支出增速下滑，交运成为托基建的主力。从财政支出结构上来看，教育与社会保障就业占财政支出比重较大，由于7月调查失业率回升0.2个百分点，7月教育社保就业类支出占整个财政支出上行至28.48%，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，城乡社区支出、农林水支出当月同比分别为-25.9%、-1.8%，成为基建支出重要拖累项，交通运输支出保持较快增长，同比增长13.5%，成为拉动基建投资的主力。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对地方转移支付力度，有助于弥补地方财政支出缺口，提高地方政府在基建投资的支出力度。

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和专项债发行进度较快。其中1-7月政府性基金支出累计44446亿元，同比增速同比增长33.8%，增速较上半年回升1.7个百分点，处于历史同期较高水平。此外，地方债发行前置，其中1-7月，全国发行地方政府债券3.7万亿元。其中，发行一般债券15446.12亿元，发行专项债券21555.72亿元，这样从总量上确保了下半年财政支出效果。

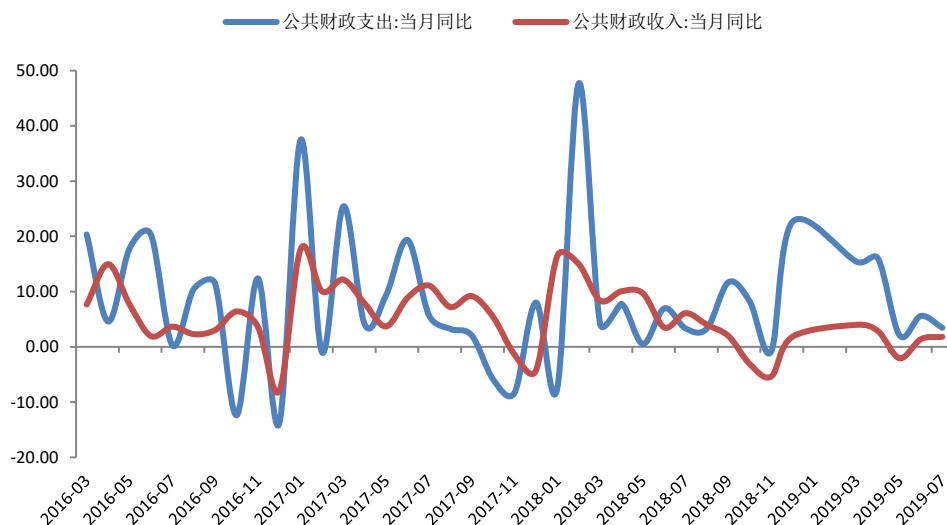
2、非税收入成为财政收入增速小幅回升的主要贡献

财政收入增速小幅回升。1-7月财政收入增速从2007年的最高峰32.4%下降至的3.1%，7月单月财政收入增长1.81%，较上月回升0.4个百分点，但是整个财政收入增速并未出现显著改善，依然维持低位徘徊，增速为2015年2月以来的新低。同时，下半年我国减税降费依然有万亿规模，财政收入乏力将成为下半年积极财政的重要掣肘。其中，1-7月个人所得税同比下降30.3%；国内增值税同比增长5.4%，比2018年同期增幅回落9.54个百分点；企业所得税同比增长4%，比2018年同期增幅回落9.4个百分点；进口货物增值税、消费税同比下降5%，降幅进一步扩大；受中美贸易摩擦影响，关税同比下降3.8%。整个上半年财政收入增速好于上半年，但是由于减税降费幅度较大，依然维持低位徘徊态势。

非税收入成为财政收入增速回升的主要贡献。7月非税收入显著上行16.5个百分点至56.2%历史高位。具体来看，1-7月一般公共预算收入中的税收收入规模达到10.8万亿元，对财政贡献率达到86%，同比增速0.3%，增速比上年回落0.6个百分点；非税收入17577亿元，同比增速24.8%，环比提高了3.4个百分点，创出2015年底以来最高水平。由于中央和地方财政多渠道盘活国有资金和资产，而非通过增加各项收费所得形成非税收入，其中，在上半年国有资本经营收入达2203亿元，增长3.4倍；国有资源（资产）有偿使用收入达4416亿元，增长18.3%。这2项合计增收占全国非税收入增收额的88%，叠加中央财政增加特定国有金融机构和央企上缴利润1685亿元，有利于保障下半年积极财政效果。与此同时，非税收入中包括行政事业性收费、政府性基金等多项收入继续下降，地方政府并没有增加行政事业性收费收入、政府性基金收入和罚没收入。因此，下半年财政收入依然要依赖非税收入弥补资金缺口，而盘活国有资金，加大国企和

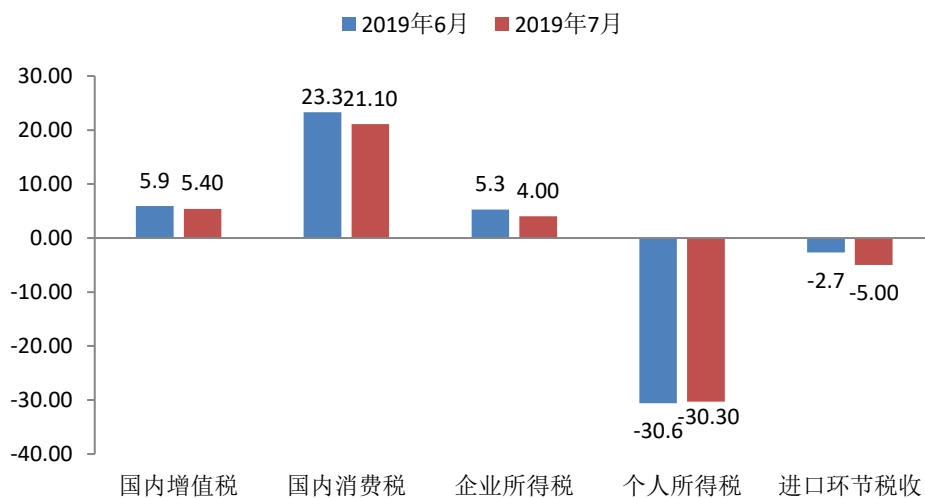
央企利润上缴将成为关键。

图3：财政收入与支出进一步分化（%）

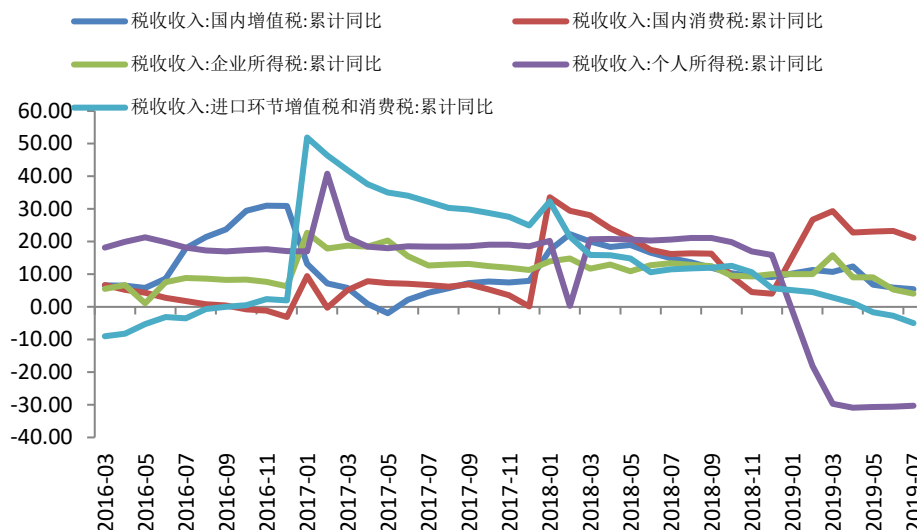


资料来源：Wind，新时代证券研究所

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（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

受土地使用权出让收入回升，政府性基金收入触底回升。1-7月全国政府性基金收入累计38691亿元，同比增长5.5%，增速较上半年回升3.8个百分点。其中，国有土地使用权出让收入同比增长3.1%，增速环比回升3.9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2277亿元，同比增长3.1%；地方政府性基金预算本级收入36414亿元，同比增长5.6%。下半年随着中央坚持“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地产市场的调控，未来地方政府靠土地使用权出让收入将会进一步下滑，直接影响地方政府预算外基金投入，进而影响地方政府财政支出。

3、稳增长压力倍增，积极财政仍有空间

上半年，我国实施了有史以来最大规模的减税降费，其中，增值税减税幅度高于市场预期，总计减税规模在8000亿元左右，其次，将城镇职工基本养老保险缴费比例从原规定的20%降至16%，有助于减轻企业和低收入者缴费负担，预计减轻企业负担规模超万亿元。降税降费的同时，面临经济转型，摆脱对房地产的依赖，尤其中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激手段”，地方政府出让土地使用权收入增速下滑，影响了7月地方政府预算外支出，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放缓，将直接影响下半年财政支出力度。

下半年稳增长压力依然存在，我国积极财政的工具和手段较多：一是增发特别国债、专项建设债等，增加广义财政赤字，提高专项债的使用效率和杠杆作用，加大专项债的配套融资，有助于发挥财政的跷跷板效应；二是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，为积极财政支出提供保障；三是加大中央对地方政府的转移支付力度，增加地方政府预算外收入；四是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。总体来看，下半年我国财政政策工具充足，财政空间依然存在万亿元规模，下半年财政支出增速依然可以维持在10%左右。

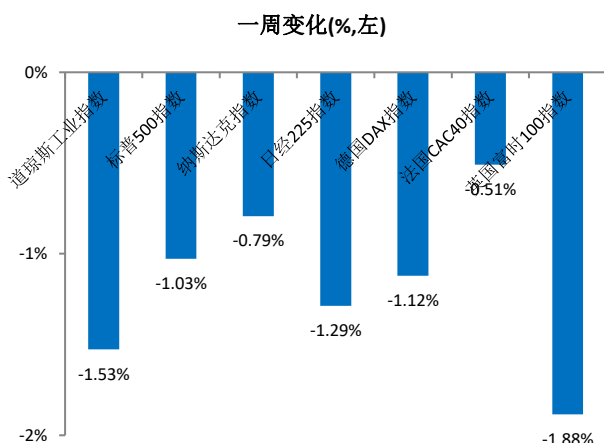
4、大类资产观察 (2019.08.12-2019.08.18)

4.1、股票市场

美股波动率上升，三大股指集体收跌。上周，经济数据好坏参半，公布的美国零售及制造业数据总体好于市场预期，专家对美国三季度GDP中值上调0.2%至2.1%；但美国8月密歇根大学消费者信心指数为92.1，大幅低于市场预期97.2，美国7月新屋开工总数年化119.1万户，低于预期的125.7万户和前值125.3万户。美债收益率倒挂引发经济衰退担忧，美国三大股指继续走低。其中，道指周跌1.53%，收于25886.01点；标普500指数周跌1.03%，收于2888.68点；纳指周跌0.79%，收于7895.99点。

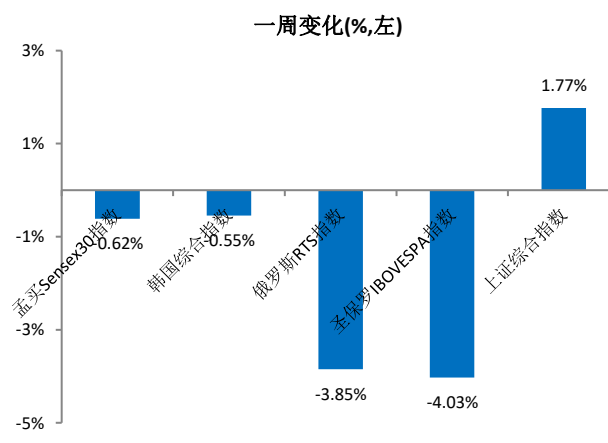
欧洲和亚太股市本周全线下跌。上周，全球经济衰退的担忧令股市承压，欧洲三大股指集体收跌。其中，法国CAC40指数周跌0.51%，收于5300.79点；德国DAX指数周跌1.12%，收于11562.74点；英国富时100指数周跌1.88%，收于7117.15点。**亚太方面**，韩国综指周跌0.55%，收于1927.17点；日经225指数周跌1.29%，收于20418.81点；上证指数周涨1.77%，收于2823.82点。

图6：发达经济体主要资本市场表现



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：新兴经济体主要资本市场表现



资料来源：Wind，新时代证券研究所

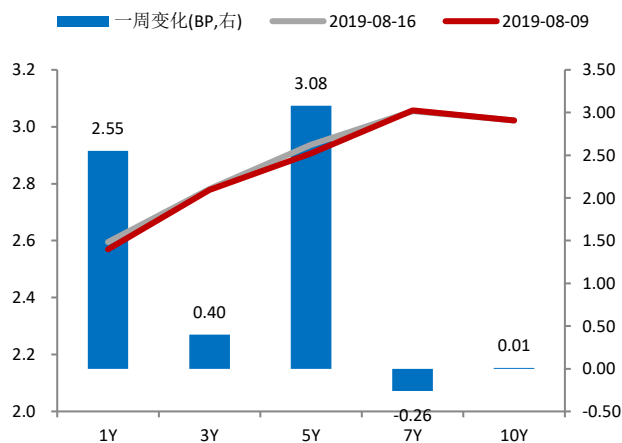
4.2、债券市场

美关键利率两年期与十年期国债收益率倒挂，美债收益率多数下行。上周，美国2年期和10年期国债收益率曲线自2007年来首次出现倒挂，引发市场对美国经济再次陷入衰退担忧，美债收益率出现较大幅度下行。美债10年期收益率最低降至1.52%，创下近三年低点，从此美债倒挂由3个月与10年期扩展至2年期与10年期。其中，1年期美债收益率下行7BP至1.71%；3年期、5年期、7年期美债收益率分别下行14BP、15BP、16BP，报1.44%、1.42%、1.49%；10年期美债收益率下行19BP，报1.55%；30年期美国国债收益率曾经一度跌破2%，最终下行22.7BP，收至2.037%。

国内债券市场：期限利差继续收窄，国债收益率多数上行。上周，央行公开市场开展逆回购3000亿，开展MLF4000亿，3830亿MLF到期，全口径下央行实现资金净投放3170亿元。资金面维持紧平衡，货币市场利率出现小幅上行，其中银行间质押式回购利率上行6.69BP，至2.7166%。10年期国债收益率跌破3%重要关口，国债收益率多数上行，其中1年期国债收益率上行2.55BP至2.5

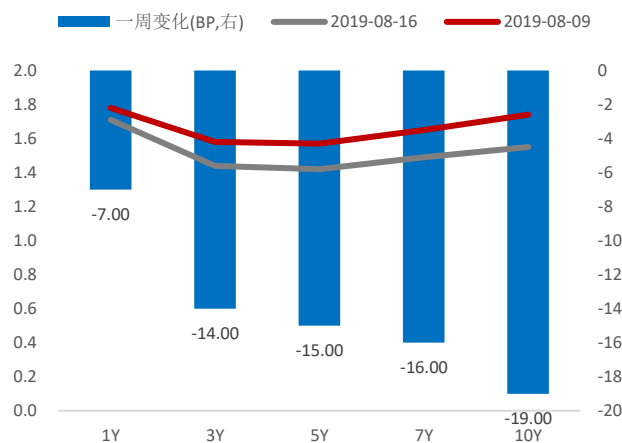
2.5949%。3 年期、5 年期国债收益率分别上行 0.4BP、3.08BP、7 年期国债收益率下行 0.2BP 至 3.0548%，10 年期国债收益率大幅上行 0.01BP，至 3.0217%。10Y-1Y 期限利差收窄 2.54BP 至 42.68BP。央行完善 LPR 形成机制，LPR 新机制相当于非对称降息，有助于我国无风险利率进一步下行，打开了利率债下行空间。

图8：中债国债到期收益率曲线



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9：美国国债到期收益率曲线



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.3、外汇市场

美元指数上行，非美货币涨跌不一。上周，阿根廷发生股债汇三杀，尤其是阿根廷比索兑美元汇率出现较大幅度下行，美元指数小幅上行，周涨 0.65%，重回 98 关口以上，收于 98.2049。非美货币涨跌不一，其中，欧元兑美元周跌 0.97%，报 1.1091；英镑兑美元周涨 0.98%，报 1.2145；美元兑日元周涨 0.65%，报 106.36。在岸和离岸人民币兑美元汇率趋稳，美元兑人民币汇率中间价贬值 176BP，收于 7.0312。

图10：美元指数与人民币汇率

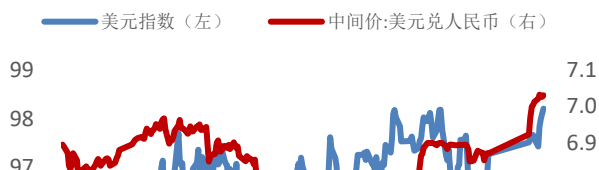
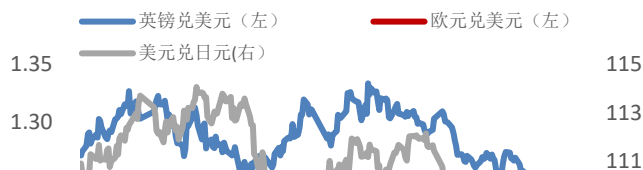


图11：日元、欧元、英镑兑美元汇率



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_10604

