

下半年积极财政仍将继续发力

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

郑嘉伟 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号 S0280519040001

● 财政支出前倾，加力提效显现

2019年前五个月我国财政无论是支出力度还是支出速度均快于往年同期水平，财政扩张节奏呈现明显的前倾趋势。前5个月我国支出节奏较去年进度出现明显加快，完成全年预算的40%，同比增长12.5%，高于过去五年的平均水平。财政支出超预期的贡献主要来自于一季度。一季度我国一般公共预算支出累计同比增速达到15%的高位，基建中交通运输类支出同比增长47.4%，远远高于财政支出的整体增速。可见，基建投入依然是财政支出的主要方向。按照往年，一般财政赤字出现在下半年，而今年财政赤字月份提前，一季度我国财政赤字就达到4973亿元，意味财政政策节奏明显前倾，对一季度经济企稳起到重要作用。

● 受减税降费和经济下滑影响，财政收入压力增加

当前我国经济下行压力较大，财政收入增速出现明显回落态势。2019年前5个月，受基本面下行压力和力度空前的减税降费共振作用，一般公共预算收入增速继续下滑，同比增速已降至3.8%，环比前四个月下降1.5个百分点，增速为2015年2月以来的新低。非税收入贡献较高。具体来看，非税收入11426亿元，同比增长16.1%，环比提高了5.8个百分点，创出2015年底以来最高水平。可见在减税降费力度下，不排除地方政府尤其是资金缺口较大的地方增加行政事业性收费收入、政府性基金收入和罚没收入，当然非税收入主要的贡献还是来自于国有资产有偿使用收入和国有资本收益改善等。未来我国财政收入将依赖非税收入弥补资金缺口，而加大国企和央企利润上缴将成为关键。政府性基金收入呈现下滑态势。全国政府性基金收入1-5月累计2.47万亿元，同比下降3.8%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入1579亿元，同比下降1.4%；地方政府性基金收入23165亿元，同比下降4%，其中，国有土地使用权出让收入下降6%，是地方政府性基金收入下滑的重要贡献者。未来随着中央坚持“房住不炒”的理念，加大对地方房地产市场的调控，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基建投入的积极性和加剧了预算外地方政府财政收入矛盾。

● 下半年财政重点在优化支出结构

下半年财政支出从数量上将会回归正常状态，重点在于优化财政支出结构。在我国实施更大规模减税降费政策的同时，全国财政支出力度也在进一步加大，这样财政支出缺口将会进一步增加。因此，除了基建外，节能环保和教育、科技也是未来财政支出的发力点，有利于优化我国的财政支出结构，提高财政支出效率，尤其是加大社会保障功能的财政支出，有助于推动减税降费落到实处。

● 风险提示：政策转向；外部环境恶化

相关报告

同业业务、流动性分层与央行风险管理

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
期

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

贷款需求旺盛，经济有望逐步企稳——
2019年第一季度央行问卷调查点评

2019-03-24

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、 财政支出前倾，加力提效显现.....	3
2、 受减税降费和经济下滑影响，财政收入压力增加.....	4
3、 下半年财政重点在优化支出结构.....	6
4、 大类资产观察（2019.6.17-2019.6.23）.....	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.....	4
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6月14日，财政部公布前5个月财政数据，全国一般公共预算收入1-5月累计同比增长3.8%，比前值下滑了1.5个百分点，规模达到8.99万亿元；其中，税收收入同比增长2.2%，下滑了2.4个百分点，非税收入收入同比增长16.1%，提高了5.8个百分点。全国一般公共预算支出1-5月累计同比增长12.5%，支出规模9.30万亿元。

1、财政支出前倾，加力提效显现

上半年，财政扩张节奏呈现明显的前倾趋势，积极财政政策加力提效效果显现。2019年前五个月我国财政无论是支出力度还是支出速度均快于往年同期水平，财政扩张节奏呈现明显的前倾趋势。根据财政部数据显示，前5个月我国支出节奏较去年进度出现明显加快，一般公共预算累计支出93023亿元，完成全年预算的40%，加快了一个百分点，同比增长12.5%，高于过去五年的平均水平。其中，中央一般公共预算本级支出13439亿元，同比增长12.5%；地方一般公共预算支出79584亿元，同比增长12.5%。

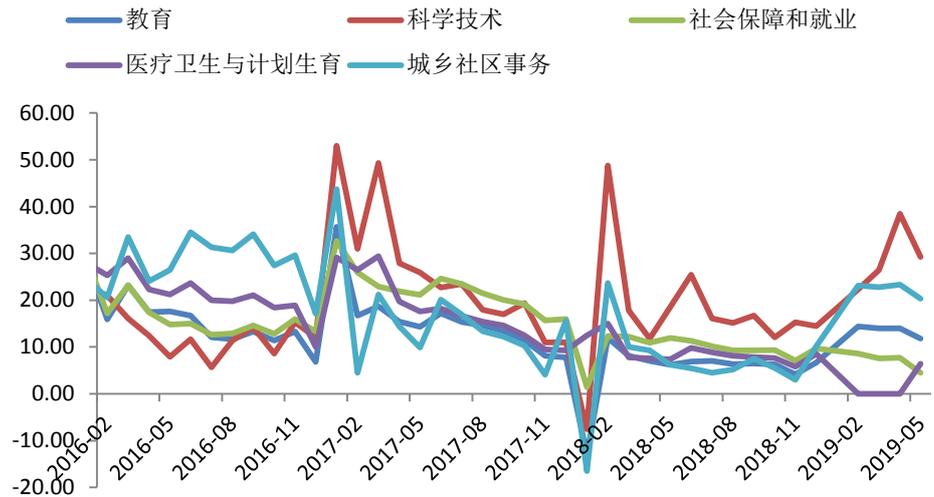
上半年财政支出超预期的贡献主要来自于一季度。一季度我国一般公共预算支出累计同比增速达到15%的高位，较去年同期提高了4.07个百分点，也高于过去五年平均水平；其中，基建中交通运输类支出同比增长47.4%，远远高于财政支出的整体增速。按照往年，一般财政赤字出现在下半年，而今年财政赤字月份提前，一季度我国财政赤字就达到4973亿元，意味财政政策节奏明显前倾，对一季度经济企稳起到重要作用。

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

基建投入依然是财政支出的主要方向。从财政支出结构上来看，交通运输支出、节能环保支出和科学技术支出增速较快，其中，交通运输项目前5个月累计支出5784亿元，同比增长32.7%；节能环保支出2219亿元，同比增长29.8%；科学技术支出3115亿元，同比增长29.3%。可见，基础设施建设中的交通运输支出依然是财政支出的主要项目，同时基建中的城乡社区支出和农林水支出也保持了较快的增速，其中城乡社区项目前5个月累计支出9156亿元，同比增长20.3%；农林水前5个月累计支出7243亿元，同比增长14.1%。

图2： 财政支出结构

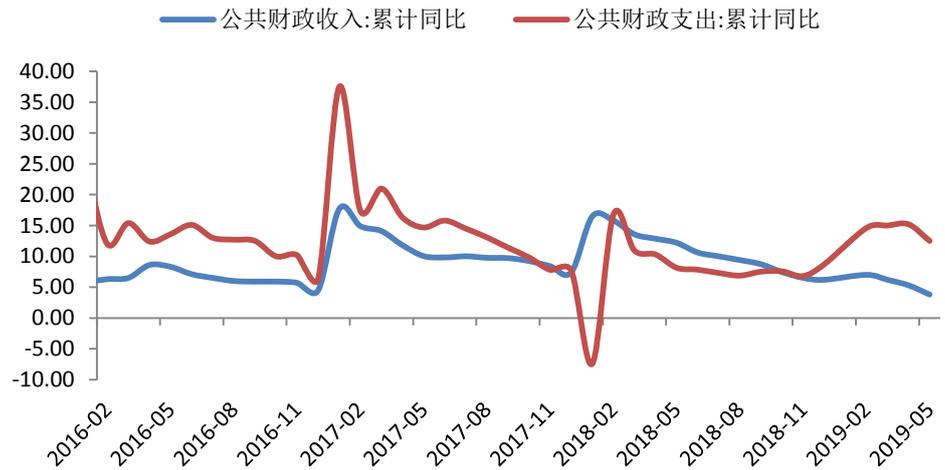
资料来源：Wind，新时代证券研究所

除了预算内一般公共财政支出外，上半年政府性基金支出大幅扩张也较为罕见，其中1-2月我国政府性基金支出累计14374亿元，同比增速达到110%，一季度末虽然增速有所放缓，依然同比增速55.9%，处于历史较高水平。虽然积极财政支出力度加大，宽信用效应正在显现，但是受制于收入增速的放缓，进入二季度财政支出增速放缓，尤其是政府性基金支出是“以收定支”的原则，预算外支出主要来自于地方政府土地出让金收入。一旦地方政府土地出让金收入下滑，将会影响未来财政支出尤其是政府性基金支出力度。未来地方政府如果无法从其他渠道筹集资金来支撑高速增长的财政支出，那么将会从总量上影响积极财政政策效果。

2、受减税降费和经济下滑影响，财政收入压力增加

财政收入增速呈现明显回落态势。当前我国经济下行压力较大，受中美贸易摩擦影响，叠加减税降费力度空间，财政收入增速出现明显回落态势。近些年，我国财政收入增长幅度从2007年的最高峰32.4%下降到2018年年历史最低增速6.2%，进入2019年，叠加中央政府减税降费总规模达到2万亿元，力度空前，2019年前5个月，受基本面下行压力和力度空前的减税降费共振作用，一般公共预算收入增速继续下滑，同比增速已降至3.8%，环比前四个月下降1.5个百分点，增速为2015年2月以来的新低。

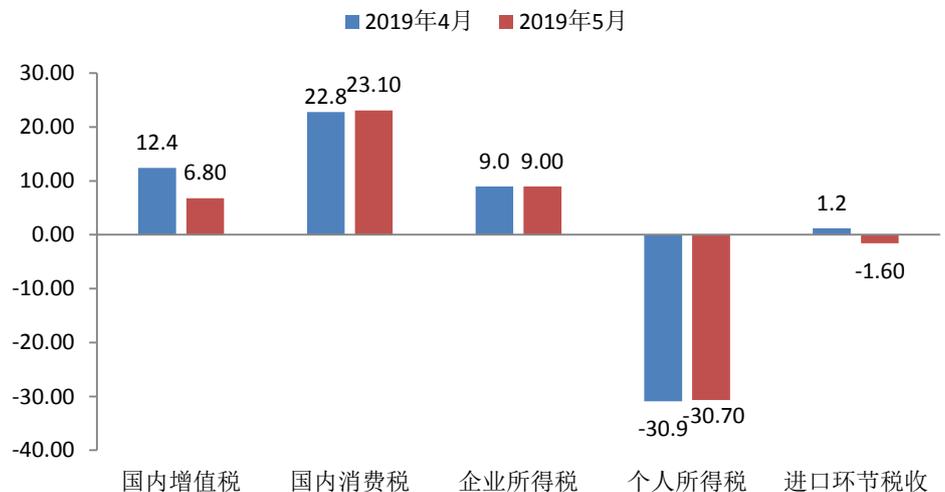
图3： 财政收入与支出进一步分化



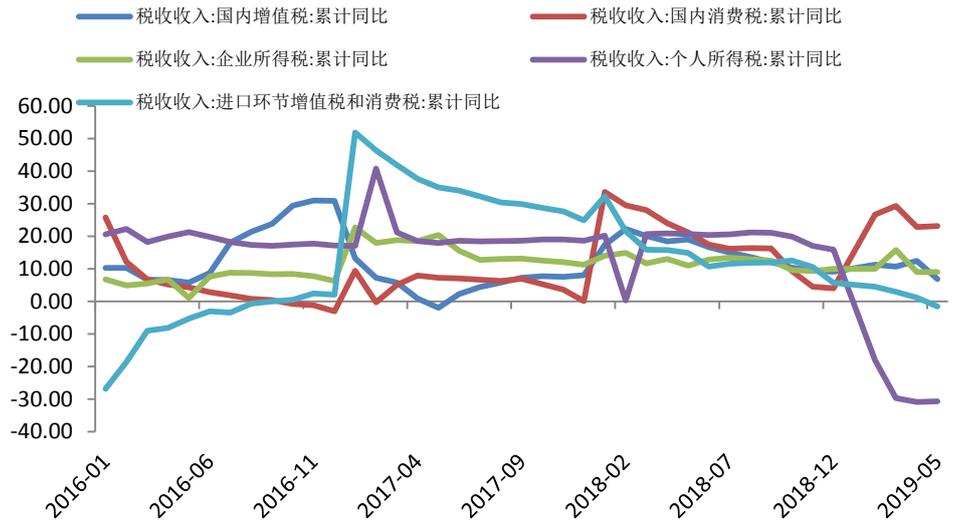
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

税收收入增速下滑, 非税收入贡献提高。具体来看, 一般公共预算收入中的税收收入规模达到 7.85 万亿元, 对财政贡献率达到 87.3%, 同比增速 2.2%, 增速下滑了 2.4 个百分点; 非税收入 11426 亿元, 对财政贡献率达到 12.7%, 同比增速 16.1%, 环比提高了 5.8 个百分点, 创出 2015 年底以来最高水平。可见在减税降费力度下, 不排除地方政府尤其是资金缺口较大的地方增加行政事业性收费收入、政府性基金收入和罚没收入, 当然非税收入主要的贡献还是来自于国有资产有偿使用收入和国有资本收益改善等, 尤其是将会加大国企、央企利润上缴。税收收入贡献最大的前五项中, **个人所得税出现较大幅度下滑**, 同比下降 30.7%, 是拖累税收收入增速下滑的主要原因; 其次为增值税同比增长 6.8%, 环比下滑 5.6 个百分点, 是 5 月开始减税降费力度加大后税收收入下滑的主要贡献者, 第三, 进口货物增值税、消费税受中美贸易摩擦影响, 同比下降 1.6%, 其中关税同比下降 6.2%, 影响税收收入进一步下行。同时, 2019 年下半年, 我国依然会加大减税降费力度, 税收增速预计将进一步下滑, 未来我国财政收入将依赖非税收入弥补资金缺口, 而**加大国企和央企利润上缴将成为关键**。

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

政府性基金收入呈现下滑态势。全国政府性基金收入1-5月累计2.47万亿元，同比下降3.8%。其中，国有土地使用权出让收入下降6%，是政府性基金收入下滑的重要贡献者。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入1579亿元，同比下降1.4%；地方政府性基金收入23165亿元，同比下降4%，未来随着中央坚持“房住不炒”的理念，加大对地方房地产市场的调控，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基建投入的积极性和加剧了预算外地方政府财政收支矛盾。地方政府亟需转变对土地财政过渡依赖，否则将会进一步压缩我国减税降费空间。

3、 下半年财政重点在优化支出结构

上半年以来，我国实施了有史以来较大幅度的减税降费力度，一是增值税减幅度高于市场预期，4月1日起降增值税税率，其中制造业等现行16%税率降至13%，平均将会增厚净利润8.01%；交通运输业等现行10%税率降至9%，平均将会增厚净利润3.3%，总计减税规模在7300-7800亿元左右。二是降低社保费率。我国5月1日起降社保费率，将城镇职工基本养老保险单位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，增强经济活力，估计减轻企业负担规模超万亿。三是加大专项债的配套融资。6月10日，中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，以增加有效投资、优化经济结构、在中美贸易摩擦升级背景下稳定国内需求，保持经济持续健康发展。

下半年财政支出增速放缓。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%），赤字规模为2.76万亿元，并没有比2018年显著增加；预算外政府性基金支出要实行“以收定支”原则，随着下半年地方政府土地收入增速放缓，预计政府性基金收支的缺口将会收窄，从数量上政府性基金支出对财政的贡献将会回归正常状态。预计下半年财政支出增速将会从12.5%的高位逐步回落至6-8%正常水平。

重点在优化财政支出结构。虽然财政支出有助于稳基建、扩需求、稳增长，而在供给侧角度实现补短板等，但是财政收入增长低迷，将会导致财政支出放缓，稳增长的前景不容乐观。我国在实施更大规模减税降费政策的同时，全国财政支出

力度也在进一步加大，这样财政支出缺口将会进一步增加。因此，除了基建外，节能环保和教育、科技也是未来财政支出的发力点，有利于优化我国的财政支出结构，提高财政支出效率，尤其是加大社会保障功能的财政支出，有助于推动减税降费落到实处。这样积极财政政策效率才会提高，长远来看只有财政支出提质增效，才有助于高效的拉动经济增长，实现财政收入与支出的良性循环。

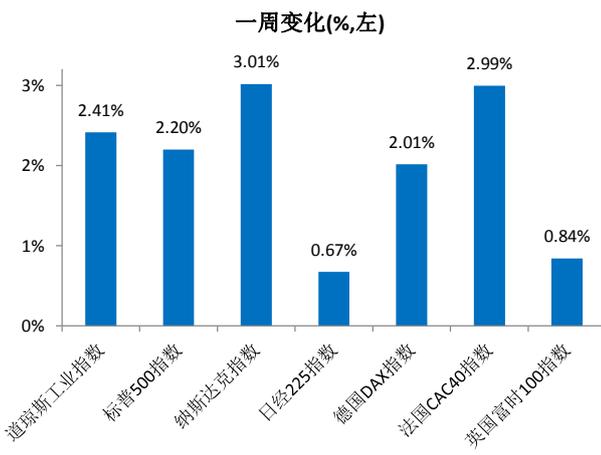
4、大类资产观察 (2019.6.17-2019.6.23)

4.1、股票市场

美联储上周三暗示 2019 年降息，提振市场预期，全球股市多数上涨。2019 年 6 月 20 日，美联储公布 6 月 FOMC 议息会议声明，根据 CME FedWatch Tool 显示，2019 年 7 月美联储降息 25BP 的概率为 100%。随着澳大利亚央行、欧洲央行、美联储等在上周均发出货币政策立场转向宽松的信号，在经济下行压力增加背景下，全球央行将采取更多措施支持经济增长，宽松预期推动了全球股市上涨。上周标普 500 指数盘中创历史新高，周涨 2.20%，报 2950.46 点；道指周涨 2.41%，报 26719.13 点；纳指周涨 3.01%，报 8031.71 点。经济数据面，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值为 50.1，刷新 2009 年 9 月以来新低，导致周五美股小幅收跌，结束四连涨，美股芯片板块出现普遍下滑。

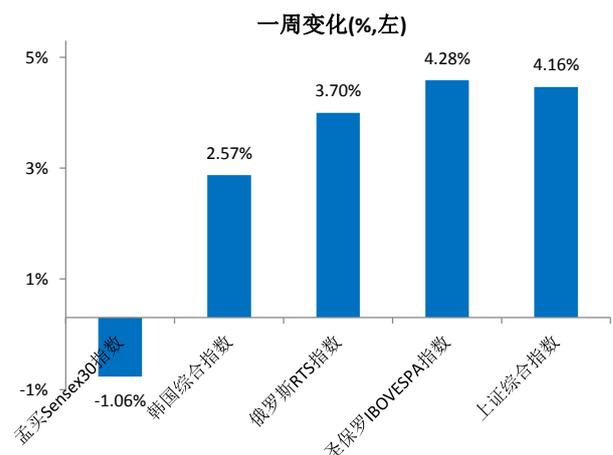
欧洲方面，三大股指集体大幅上行。随着欧洲央行行长德拉吉表示，如果经济继续下滑，通胀面临无法持续保持在欧央行目标水平，将需要额外的刺激措施。欧洲三大股指先涨后跌，德国 DAX 指数周涨 2.01%，报 12339.92 点；法国 CAC40 指数周涨 2.99%，报 5528.33 点；英国富时 100 指数周涨 0.84%，报 7407.50 点。**亚太方面**，日经 225 指数周涨 0.67%，报 21258.64 点；随着海外市场上行和中美贸易摩擦缓和预期，上证综指重回 3000 点，周涨 4.16%，收于 3001.98 点。

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

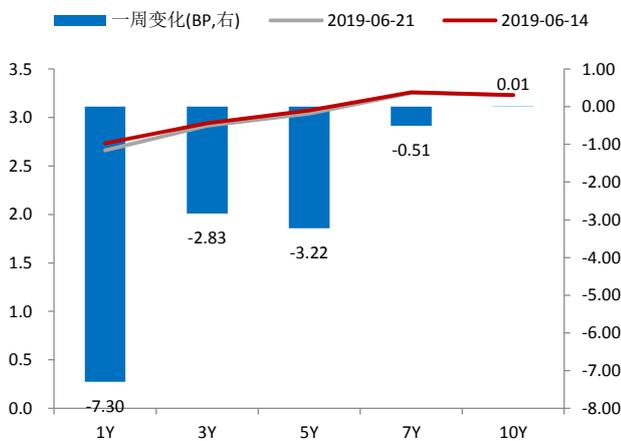
4.2、债券市场

美债收益率再次跌破 2%。上周美国制造业 PMI 在创出 2009 年 9 月以来新低之后，叠加美联储宽松预期，美债 10 年收益率一度跌破 2%。短端收益率下行幅度大于长端，10 年期美债收益率与 3 个月美债收益率倒挂幅度进一步缩窄。其中 3

年期美债收益率跌幅最大，下行 5BP 至 1.74%；短端 1 年期美债收益率下行 5BP 至 1.95%；5 年期收益率下行 5BP 至 1.80%，7 年期美债收益率下行 3BP 至 1.93%，10 年期美债收益率下行 2BP 至 2.07%。

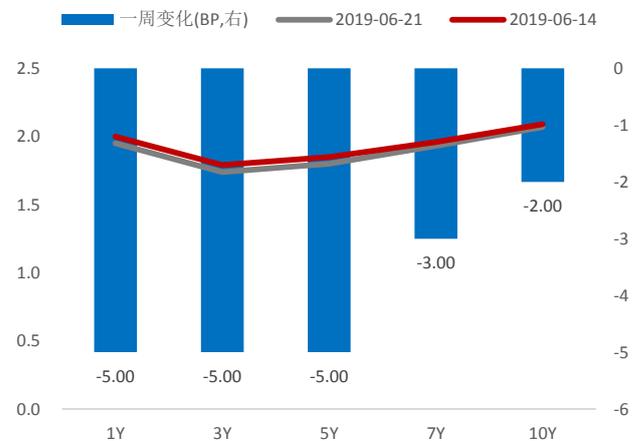
国内债券市场：国债不同期限收益率多数下跌，期限利差走阔。上周，为维持同业市场对流动性冲击，央行加大交易对手方，上周共进行 3400 亿元逆回购和 2400 亿元 MLF 操作，当周净投放 3250 亿元。随着美联储进入降息周期和国内经济下行压力增加，为央行下半年政策放松带来更多空间。国债期货 10 年期主力合约先涨后跌，全周累计跌幅 0.09%；5 年期主力合约全周累计涨幅 0.03%。国债收益率出现多数下行，1 年期国债收益率下行幅度最大，下行 7.30BP 至 2.6608%。其中 3 年期国债收益率下行 2.83BP 至 2.9132%；5 年期、7 年期国债收益率分别下行 3.22BP、0.51BP，10 年期国债收益率上行 0.01BP。10Y-1Y 期限利差走阔 7.31BP 至 56.95BP。

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

美元指数创 2018 年 2 月以来最大单周跌幅。上周，美国指数在美联储 7 月降息预期下出现较大幅度下滑，周跌幅 1.39%，最终跌破 97 关口报 96.2020。美元兑人民币汇率中间价整周累计上涨 465 个基点，周上涨 0.67%；在岸人民币兑美元汇率累计上涨 561 个基点，周上涨 0.81%，收于 6.8675；离岸人民币兑美元汇率累计上涨 659 个基点，周上涨 0.95%，收于 6.8641。上周，美元兑主要货币维持弱势，其中欧元兑美元升值 0.69% 至 1.1369，英镑兑美元升值 0.33% 至 1.2746，美元兑日

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_11802

