

19年财政的3个关键点 ——1-2月财政数据点评

基本结论

- **事件：**财政部3月18日公布：2019年1-2月累计，全国一般公共预算收入39,104亿元，同比增长7%；1-2月累计，全国一般公共预算支出33,314亿元，同比增长14.6%。我们对此解读如下：
- **减税叠加经济下行，财政收入弱开局。**开年前两个月，全国一般公共预算收入同比增长7%，与去年年初相比，下降8.81个百分点，而且主要税种收入增速全面回落。
- **逆周期调节显著，年初财政提前发力。**如果考虑到去年同期基数较高，财政收入端压力较大，财政积极发力逆周期调节态势明显。从进度来看，1-2月完成全年预算支出的14.2%，创历史新高。
- **土地市场降温拖累基金收入，超支近5,000亿元。**1-2月政府性基金超支4,924亿元，历史同期创纪录的差额也反映出稳增长背景下，积极财政对于政府性基金的依赖度不断上升。超支部分主要来源于前两个月新增专项债融资3,052亿元，另外2,000亿元缺口可能是上年结转资金。
- **展望2019：3个问题需要关注。**
 - **19年财政主基调是“加力提效”，意味着延续积极财政导向。**目标赤字率上升至2.8%，预算支出目标增速6.5%（创16年以来新高），根据预算草案安排，通过增加调入资金，预计实际赤字率可能上升至4.38%。
 - **全年财政收入增速大概率放缓。**一方面，名义GDP增速回落，意味着财政收入预算完成度存疑；另一方面减税降费力度进一步加大，同时上年部分减税降费政策存在翘尾减收影响，主要税种减收压力较大。
 - **增量资金从哪来？**按照预算草案安排，一是中央适度“加杠杆”加大对地方政府转移支付；二是地方专项债额度增加到2.15万亿元。2015年以来，实际赤字空间主要依靠调入资金和结转结余的使用，但目前地方结转结余存量资金已经大幅降低，新增专项债限额需要对冲土地出让收入下滑。剩下可以考虑的是4.9万亿元存量资金，即“财政性存款”，尽管由于地区分布极度不平衡，统筹统支有一定难度，但仍有一定盘活空间。
- **风险提示：**1) 财政收入增速放缓，财政支出不及预期；2) 土地出让金收入增速大幅下滑。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

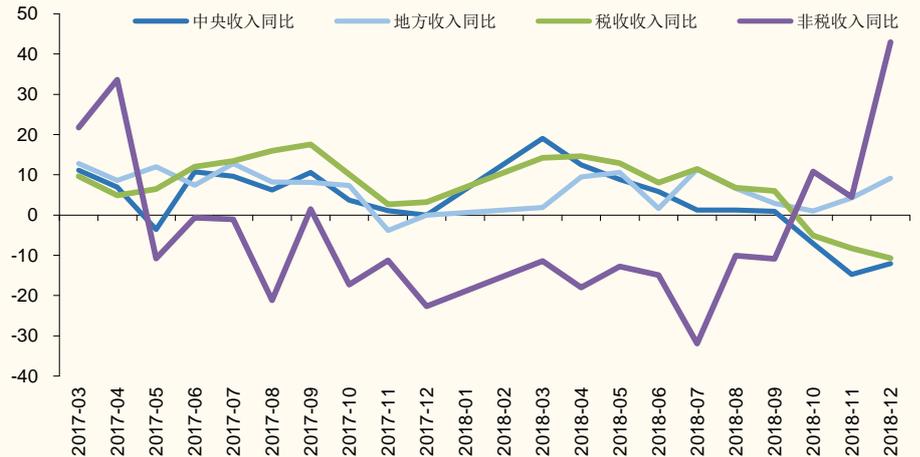
肖雨 联系人
xiaoyu@gjzq.com.cn

董丹丹 联系人
dongdandan@gjzq.com.cn

一、减税叠加经济下行，财政收入弱开局

开年前两个月，全国一般公共预算收入同比增长 7%，尽管较前值（6.2%）小幅回升 0.8 个百分点，但如果与去年年初相比，下降 8.81 个百分点。其中：中央一般公共预算收入同比增长 6.6%，地方本级收入同比增长 7.4%，分别较 18 年全年提高 1.3 和 0.4 个百分点。从收入结构上看，1-2 月税收收入同比增长 6.6%，低于去年全年的 8.3%，而非税收入受益于去年同期低基数效应，大幅增长 10.8%（18 年全年-4.7%）。对比 2017、2018 两年年初情况，今年财政收入弱开局迹象明显，主要是“受经济下行压力加大，以及上年部分减税降费政策翘尾减收等因素影响”。¹

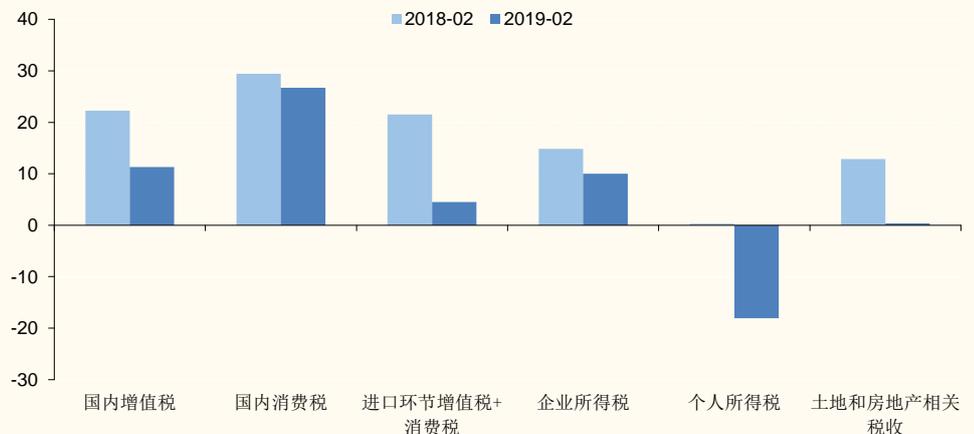
图表 1：非税收入大幅增长带动 12 月预算收入增速反弹



来源：Wind，国金证券研究所

相比 2018 年年初，1-2 月主要税种收入增速全面回落。1) 增值税同比增速 11.3%，意味着去年 5 月份减税政策冲击持续显现，随着下一阶段增值税减税措施落地，未来增长面临更大压力；2) 消费税同比 26.7%，略低于去年同期的 29.47%，意味着目前消费情况仍然较为客观；3) 进口环节增值税和消费税小幅增长 4.5%，这和 1-2 月份进口增速放缓表现一致；4) 企业所得税增长 10%，低于 18 年同期的 14.8%，主要受企业盈利增速放缓影响；5) 个人所得税大幅下滑 18.1%，高基数背景下，个税减税政策影响持续显现；6) 土地和房地产相关税收（包括：土地增值税、契税、房产税、城镇土地使用税、耕地占用税等）小幅增长 0.34%，从结构上看：土地市场大幅降温，商品房销量下滑，房地产颓势显现。

图表 2：主要税种 1-2 月累计同比增速 (%)



¹ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201903/t20190318_3194653.htm

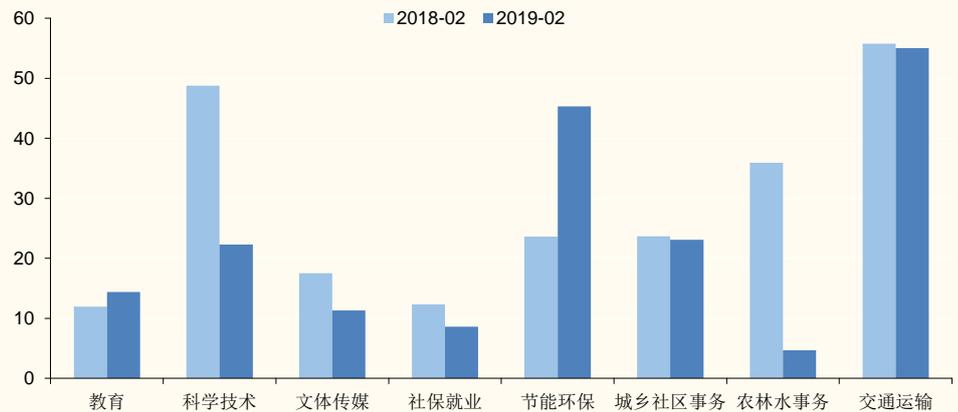
来源：Wind，国金证券研究所

二、逆周期调节显著，年初财政提前发力

1-2 月份，全国一般公共预算支出同比增长 14.6%，超出 18 年全年 5.9 个百分点，如果考虑到去年同期基数较高，财政收入端压力较大，财政积极发力逆周期调节态势明显。从进度来看，1-2 月完成全年预算支出的 14.2%，创历史新高。

基建发力托底经济。基建相关支出分项中，城乡社区事务、交通运输累计同比增速基本与 18 年同期持平，而农林水事务增速明显回落。财政发力带动了基础设施等短板领域投资，1-2 月份，基础设施投资同比增长 4.3%，延续自去年四季度以来企稳回升的运行态势。

图表 3：主要分项支出 1-2 月累计同比增速 (%)



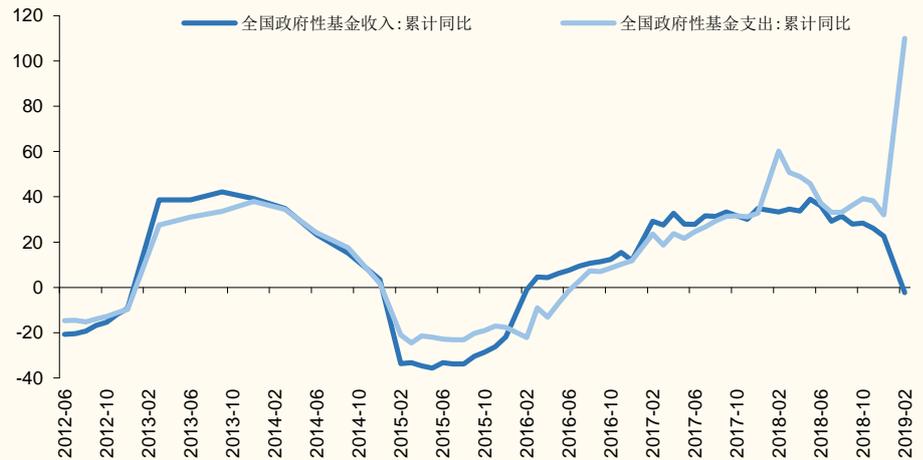
来源：Wind，国金证券研究所

三、土地市场降温拖累基金收入，超支近 5,000 亿元

1-2 月全国政府性基金预算收入同比下降 2.3%，较去年同期增速回落 35.6 个百分点。主要由于地产调控政策持续不放松，土地出让条件愈加严苛，地方政府卖地收入下滑明显，1-2 月国有土地使用权出让收入同比下降 5.3%，较 2018 年 1-2 月份 (38.9%) 下降 44.2 个百分点。

1-2 月全国政府性基金预算支出同比增长 110%，相比收入端，超支 4,924 亿元，历史同期创纪录的差额也反映出稳增长背景下，积极财政对于政府性基金的依赖度不断上升。超支的近 5,000 亿元主要来源于前两个月新增专项债融资 3,052 亿元，剩下 2,000 亿元缺口官方暂未解释，我们推测大概率来自于上年结转资金 (2018 年政府性基金超收了近 9,000 亿元，其中一部分调出补充一般公共预算，另一部分结转至今年使用)。

图表 4：基金收入增速大幅回落，支出增速攀升 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

四、展望 2019：把握 3 个关键点

从 1-2 月财政收支数据，结合日前公布的《2019 年中央和地方预算草案》，我们觉得需要关注 3 个问题：

首先，19 年财政主基调是“加力提效”，意味着延续积极财政导向，应对经济下行压力强化逆周期调节作用。我们注意到目标赤字率上升至 2.8%，预算支出目标增速 6.5%（创 16 年以来新高），根据预算草案安排，通过增加调入资金，预计实际赤字率可能上升至 4.38%（历史高位）。

图表 5：草案安排的实际赤字率高达 4.38% (%)



来源：Wind，国金证券研究所

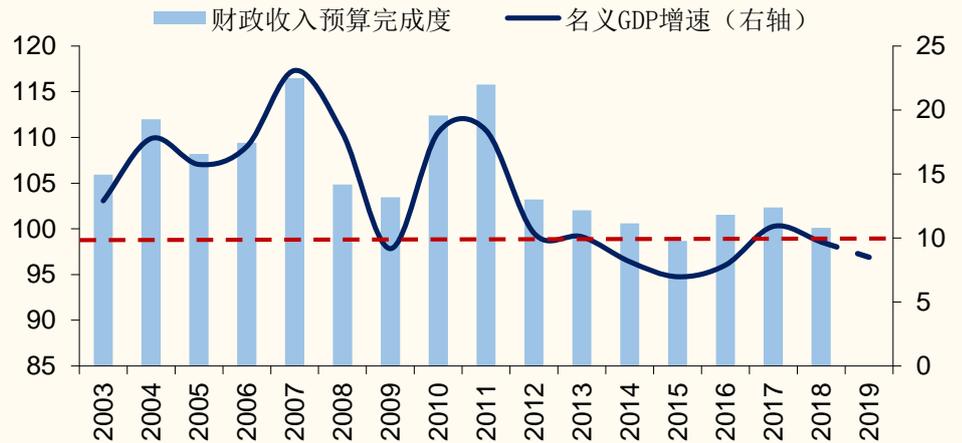
图表 6：预算支出目标增速创新高



来源：Wind，国金证券研究所

其次，全年财政收入增速大概率放缓。一方面，名义 GDP 增速回落，意味着财政收入预算完成度存疑；另一方面减税降费力度进一步加大，同时上年部分减税降费政策存在翘尾减收影响，主要税种减收压力较大。

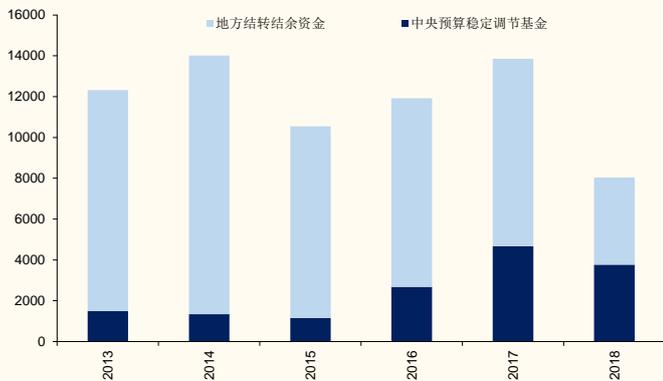
图表 7: 名义 GDP 增速回落, 财政收入预算完成度存疑 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

最后, 增量资金从哪来? 按照预算草案安排, 一是中央适度“加杠杆”(中央财政赤字较去年增加 2,800 亿元, 地方财政赤字增加 1,000 亿元), 加大对地方政府转移支付; 二是地方专项债额度增加到 2.15 万亿元。2015 年以来, 实际赤字空间主要依靠调入资金和结转结余的使用, 但目前地方结转结余存量资金已经大幅降低, 新增专项债限额需要对冲土地出让收入下滑, 来自政府性基金预算的资金调入规模预计有限。剩下可以考虑的是 4.9 万亿元存量资金, 即“财政性存款”, 尽管由于地区分布极度不平衡, 统筹统支有一定难度, 但仍有一定盘活空间。

图表 8: 中央和地方盈余资金规模估算 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 新增专项债额度需要对冲土地出让收入下滑 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

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_13562



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn