

宏观研究/动态点评

2021年01月28日

刘雯琪 SAC No. S0570520100003
研究员 SFC No. BIU684
liuwenqi@htsc.com

易恒 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：FOMC：鲍威尔坦言“谈退出量宽可能为时尚早”》2021.01
- 2《宏观：4季度工业企业盈利增长再加速》2021.01
- 3《宏观：海外各国疫苗接种推进如何？》2021.01

2021 实际财政扩张空间不减

2020 年 12 月财政扩张再加速，全年一般公共预算和政府性基金共实现 8.7 万亿元赤字。2020 年 12 月单月广义财政赤字（一般公共预算及政府性基金加总）达 2.6 万亿元，较 11 月的 7,358 亿元和 2019 年 12 月的 2 万亿元均显著增长，表明财政扩张继续加速（图表 1）。另一方面，2020 年全年实现的广义财政赤字为 8.7 万亿元，合计占 GDP 比例为 8.6%。

2020 年财政赤字扩张有相当一部分来自于财政收入的下降——我们测算，由于全年税收收入大幅下降，**2020 年周期性财政赤字率被动扩张 2.3 个百分点的 GDP**（包括一般公共预算及政府性基金，不含减税和增加支出等主动财政扩张带来的赤字上升，图表 2）。另一方面，2020 年 12 月财政存款为 4.5 万亿元，同比增速继续走高至 9.6%，较 2019 年底的 4.1 万亿元有较大上升（图表 3）。

2020 年一般公共预算收入同比下降 3.9%，但政府性基金收入同比增长 10.6%。其中，税收收入同比下降 2.3%，非税收入同比下降 11.7%。政府性基金收入同比正增长主要得益于土地出让增速加快。此外，12 月单月财政收入与支出双双加速。

1) 受疫情影响，2020 年企业缴税减少，增值税同比下降 8.9%。企业所得税、国内消费税亦分别同比下降 2.4%和 4.3%。从单月数据来看，伴随经济复苏，12 月增值税同比增速已回升至 7.8%，但税收优惠政策下企业所得税同比下降 17.7%（图表 4）。

2) 2020 年全年个人所得税同比增长 11.4%。2019 年个税改革带来低基数，推动 2020 年个人所得税同比增速加快。12 月单月个人所得税同比增长 24.5%。

3) 2020 年土地出让市场热度较高——全年国有土地使用权出让收入同比增长 15.9%，土地成交价款同比增长 17.4%，较 2019 年的 11.5%和-8.7%显著加速（图表 5）。

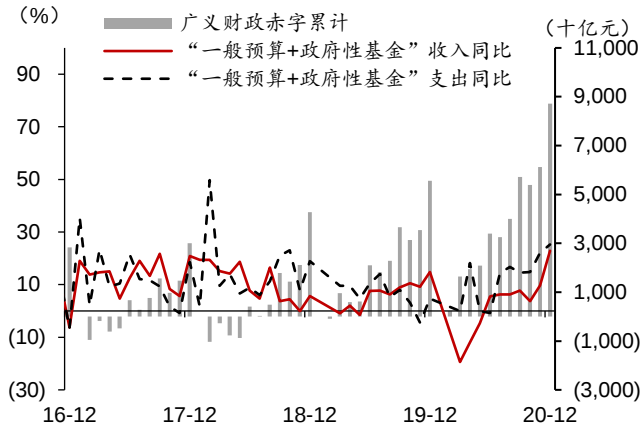
4) 进口环节税收和出口退税均有所回落。全年进口产品消费税、增值税同比下降 8.1%，关税同比下降 11.2%，出口退税同比下降 11.8%。

2020 年一般公共预算支出同比增长 2.8%，政府性基金支出同比增长 28.8%。12 月单月财政支出保持快速增长，同比增长 16.4%。从支出结构上看，2020 年全年财政支出力度最大的领域包括卫生健康（同比增长 15.2%），社会保障与就业（同比增长 10.9%），以及债务付息（同比增长 16.4%）。此外，交通运输、农林水事务等与基建相关领域的财政支出全年也是同比正增长。

2021 年财政主动扩张空间可能不减。为应对新冠疫情带来的冲击，2020 年全年财政扩张力度已经明显加大——2020 年一般公共预算和政府性基金赤字，加上特别国债、政策性银行债及城投债等“准政府”融资，全年财政扩张力度超过 GDP 的 12%，较 2019 年的 8.3%明显上升（图表 6）。我们预计，伴随 2021 年名义 GDP 增速的显著回升，被动的财政赤字扩张可能转为收缩，这意味着 2021 年财政主动扩张的空间较 2020 年不减。此外，当前国内局部疫情反复，消费数据或“二次下探”，可能会促使政府预留更大的政策空间，为低收入家庭和中小企业提供支持。

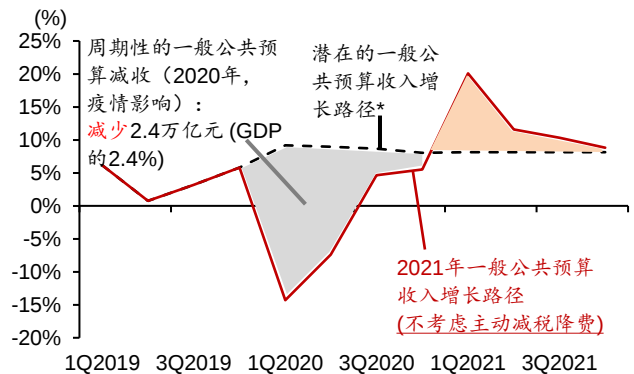
风险提示：地方政府债务压力加大、疫情超预期恶化。

图1：2020 年全年一般公共预算+政府性基金赤字为 8.7 万亿元



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

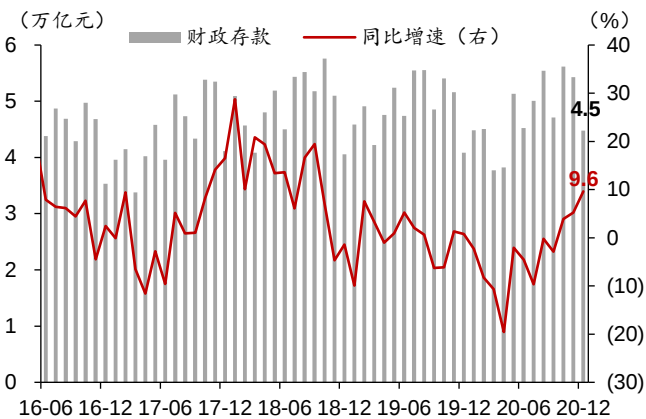
图2：2020 年财政扩张里很大一部分是“被动扩张”



*我们采用疫情发生之前对中国名义GDP增长的预测、以及公共预算收入与名义增长的历史弹性估算无疫情状况下的一般公共预算收入增速。

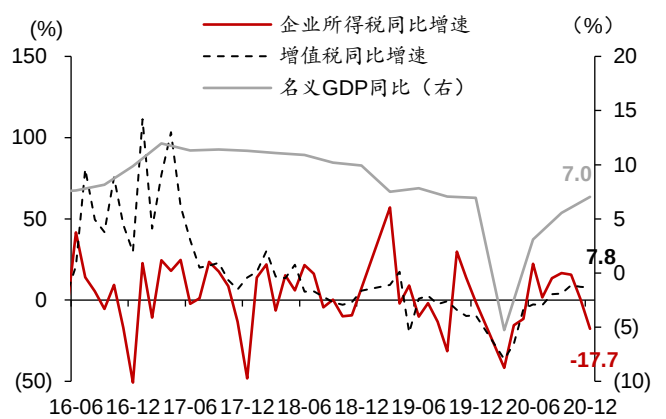
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图3：财政存款同比增速上升



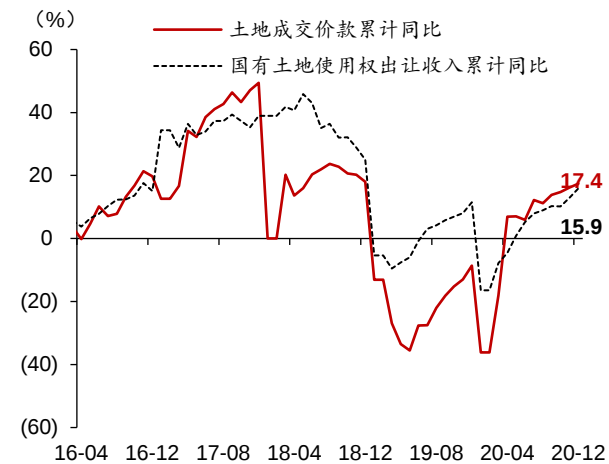
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图4：2020 年增值税和企业所得税同比均下降



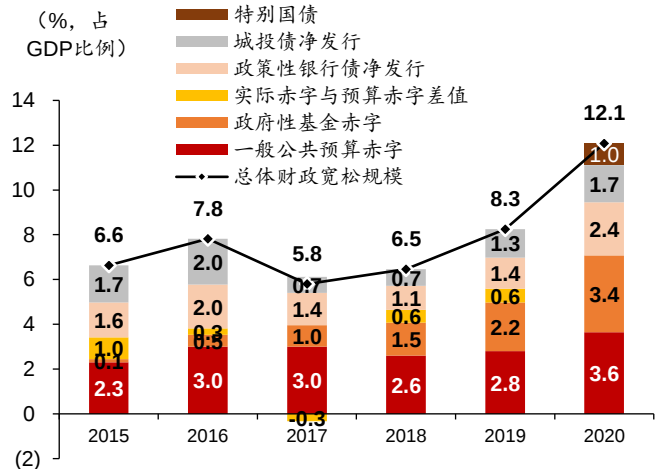
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图5：土地出让收入保持强势



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图6：广义财政进度



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，刘雯琪、易恒，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘雯琪、易恒本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_18397

