

2020年10月12日

4季度的财政空间

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）

zhangrongrong@kysec.cn

证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号：S0790120070013

● **经济延续修复、政府债融资扩张背景下，4季度广义财政支出或保持较高增速** 7月以来，受一般财政提振，广义财政支出大幅抬升；经济延续修复背景下，4季度税收或对一般财政继续形成支撑。7-8月，广义财政支出明显加快、增速跳升至15%以上（上半年增速0.6%），主要受一般财政的提振。2季度以来，税收快速修复，8月增速较3月提高39.2个百分点，增值税、所得税等主体税种均改善明显。在经济持续修复的背景下，4季度相关税收或对一般财政继续形成支撑。广义财政方面，大规模政府债融资、疫情带来的支出后移，对4季度广义支出增速也形成支持。2020年全年政府债融资规模8.51万亿元，较2019年增加3.6万亿元。4季度，尚余1.7万亿额度未发行，是往年同期的2倍多。前期政府债融资的“沉淀”，以及剩余额度的新发行，将对4季度财政支出形成支持。此外，2019年“前高后低”的支出节奏，在基数上也有利于4季度支出增速的提振。

考虑地产政策调整、资金盘活、政府债支出进度等扰动，中性情境下，9-12月广义支出增速中枢或在15%左右。7月以来，伴随房企融资等政策边际收紧，土地成交面积下行，土地出让收入也有所回落。8月土地出让收入增速14.9%，较5-7月增速中枢下滑超过5个百分点。此外，沉淀资金盘活、政府债使用进度等，也可能对支出形成扰动。中性情境下，9-12月广义财政支出或保持较高增速。

投向来看，一般财政在社保就业等领域发力，政府债以基建投资为主、兼顾棚改等非基建项目；年内基建持续性或受支持，弹性有待观察。一般财政重点发力“六保”，比如社保就业支出增速从上半年的1.7%，提高到7-8月的60.7%，增幅达59个百分点。单是社保就业项下的社保补贴支出，全年预计新增5000亿元左右，呈现支出“刚性”。专项债等资金主要投向基建，但棚改、民生等非基建占比超过40%、比重不低。总体来看，4季度广义财政对基建持续性仍有一定支持。

● **高频数据：蔬菜价格持平、猪肉价格回落，人民币对美元升值，商品普遍上涨**

【通胀观察】蔬菜价格环比持平，猪肉价格降幅扩大。28种蔬菜平均批发价持平于4.91元/公斤；猪肉平均批发价下跌3.2%、至43.96元/公斤，降幅扩大。

【汇率表现】美元指数下跌，人民币对美元升值。上周美元指数下跌0.85%，周五收于93.01；美元兑人民币汇率收于6.71，人民币对美元周环比升值1.45%。

【大宗商品】商品价格上涨，农产品指数领涨。南华商品综指上涨3.0%；细分品种中豆粕涨幅较大，周环比涨幅为5.7%；黄金小幅下跌，周环比跌幅0.2%。

● **风险提示：**海内外宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-邮寄投票，美国大选的风险点》-2020.10.11

《宏观经济专题-3分钟看清国庆全球要闻》-2020.10.7

《宏观经济专题-超大城市落户松动，背后的宏观逻辑》-2020.9.27

目 录

1、 4 季度的财政空间	4
2、 高频数据跟踪	9
2.1、 通胀观察：蔬菜价格持平，猪肉批发价格下跌.....	9
2.2、 汇率表现：美元指数下跌，人民币对美元升值.....	10
2.3、 大宗商品：商品期货均上涨，农产品指数领涨.....	10
3、 中观行业跟踪	11
3.1、 下游：商品房成交面积减少，土地市场量跌价涨.....	11
3.2、 中游：钢铁、有色价格多数上行，水泥玻璃上涨.....	13
3.3、 上游：原油结算价上涨，有色金属价格普遍上行.....	15
4、 风险提示	16

图表目录

图 1： 1-8 月支出增速低于预算.....	4
图 2： 7-8 月广义财政支出增速抬升明显	4
图 3： 7 月以来一般财政支出加快，对广义财政形成提振.....	4
图 4： 2020 年，“支出后移”特征凸显.....	4
图 5： 伴随经济修复，税收收入也相应回升	5
图 6： 增值税增速持续抬升	5
图 7： 企业和个人所得税收入持续改善	5
图 8： 4 季度增值税收入基数较低，也有利于增速改善.....	5
图 9： 2020 年 4 季度未发行的债券额度 1.7 万亿元	6
图 10： 2019 年支出“前高后低”，形成基数支持.....	6
图 11： 土地出让收入增速放缓	6
图 12： 7 月以来，土地成交面积下降明显	6
图 13： 社保就业、卫生健康等支出同比增长较大	7
图 14： 7-8 月的增速改善以社保就业最为显著	7
图 15： 财政部对 2020 年下半年财政政策展望	8
图 16： 非基建类的财政支出弹性较小、呈现一定“刚性”.....	8
图 17： 一般财政对社保的补贴规模持续上升	8
图 18： 2020 年全年社保降费或增加 1.5 万亿元收入缺口.....	8
图 19： 1-9 月，专项债主要投向交通物流、社会民生等	9
图 20： 1-9 月，基建占专项债投资规模的 56%左右	9
图 21： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格持平	9
图 22： 农业部猪肉平均批发价下跌	9
图 23： 人民币对美元升值，美元指数下降	10
图 24： 人民币对欧元升值、对日元升值	10
图 25： 美元兑人民币即期-中间日均价差为-112 基点.....	10
图 26： 离岸、在岸人民币日均价差为-85 基点	10
图 27： 30 大中城商品房成交面积环比减少	11
图 28： 30 大中城商品房一线城市成交面积减少	11
图 29： 30 大中城商品房二线城市成交面积减少	12

图 30: 30 大中城商品房三线城市成交面积减少	12
图 31: 100 城供应土地占地面积减少	12
图 32: 100 城供应土地挂牌均价上涨	12
图 33: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降	13
图 34: 100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降	13
图 35: 钢价、线材、长材价格指数上涨	13
图 36: 前周全国高炉开工率上涨	13
图 37: 水泥价格指数上涨	14
图 38: 玻璃价格指数上涨	14
图 39: 长江有色市场铜、铝平均价格上涨	14
图 40: 长江有色市场铅平均价格下跌、锌平均价格上升	14
图 41: 上期所铜、铝库存均增加	15
图 42: 上期所铅、锌库存均增加	15
图 43: 焦煤价格持平前周、动力煤价格上涨	15
图 44: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升	15
图 45: 国际原油期货结算价格上涨	16
图 46: LME3 个月铜、铝价格均上涨	16
表 1: 年内广义财政支出中枢或维持在较高增速区间	7
表 2: CPI 分项同比	9
表 3: 食品分项周度环比 (%)	10
表 4: 商品期货市场核心品种总体上涨	11
表 5: 商品期货市场细分品种表现分化	11

1、4季度的财政空间

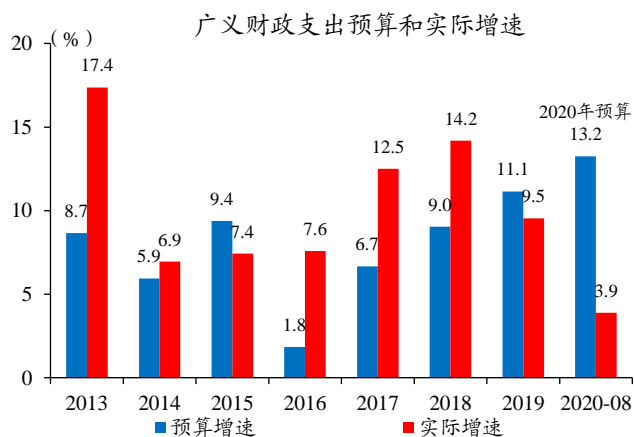
事件:

8月, 广义财政支出同比增长16.8%, 其中一般财政支出增长8.7%、政府性基金支出增长31.4%。(数据来源: Wind)

点评:

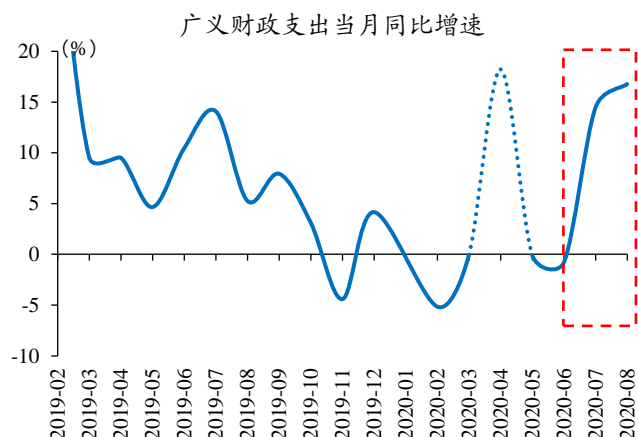
7月以来, 受一般财政提振, 广义财政支出大幅抬升, 7-8月增速跳升到15%以上, “支出后移”特征凸显。2020年上半年, 广义财政支出总体偏慢, 累计支出同比仅为0.6%。7月以来, 支出明显加快, 7-8月广义支出增速跳升至15%以上, 8月单月同比增速达到16.8%, 全年“支出后移”特征凸显(详细分析请参考我们的报告《被低估的财政空间》、《“大国财政”系列(一): 财政分析新框架》)。其中, 政府性基金支出稳定在20%左右, 主要是一般财政支出修复、带动广义财政上行。

图1: 1-8月支出增速低于预算



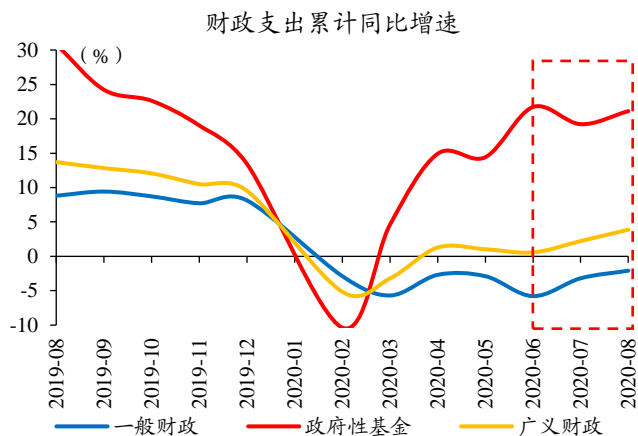
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 7-8月广义财政支出增速抬升明显



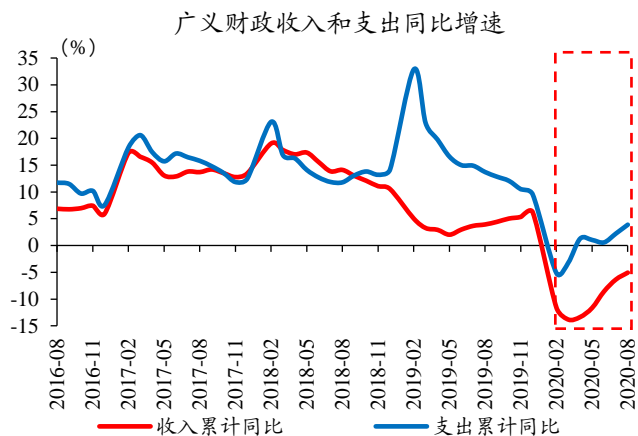
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 7月以来一般财政支出加快, 对广义财政形成提振



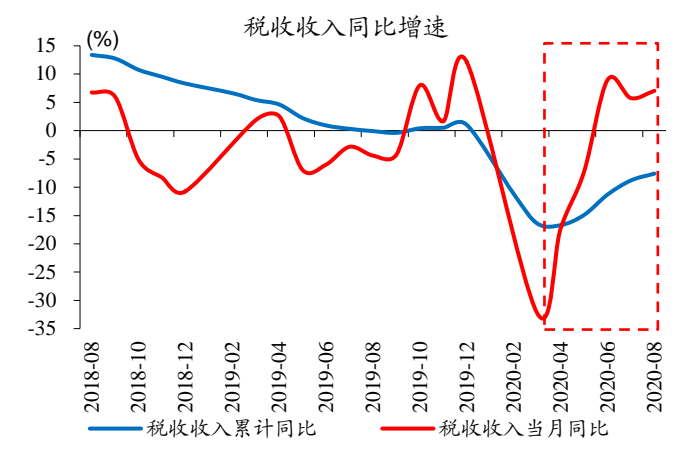
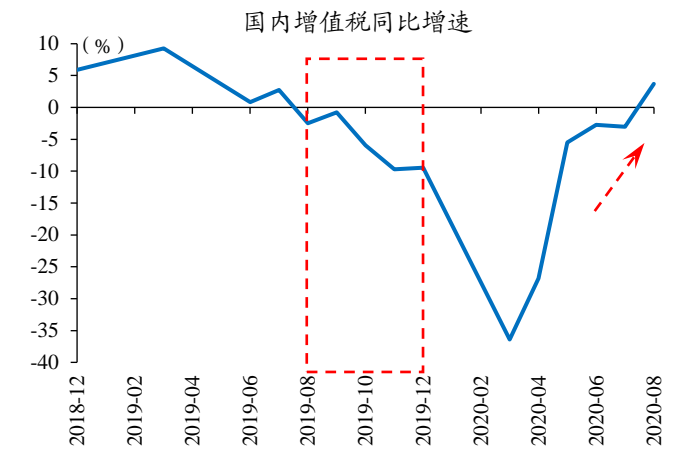
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2020年, “支出后移”特征凸显

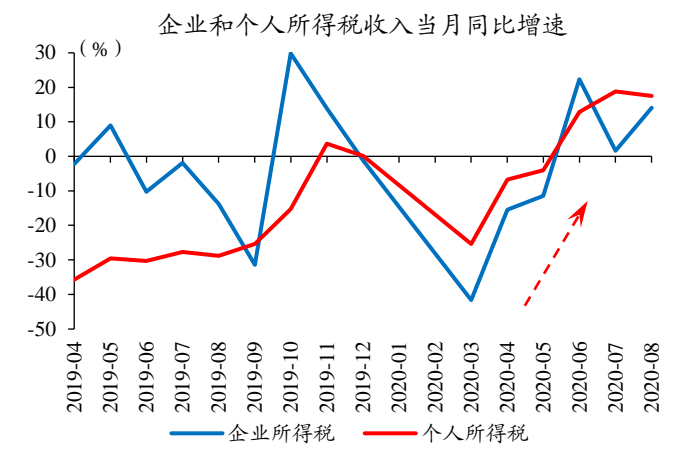


数据来源: Wind、开源证券研究所

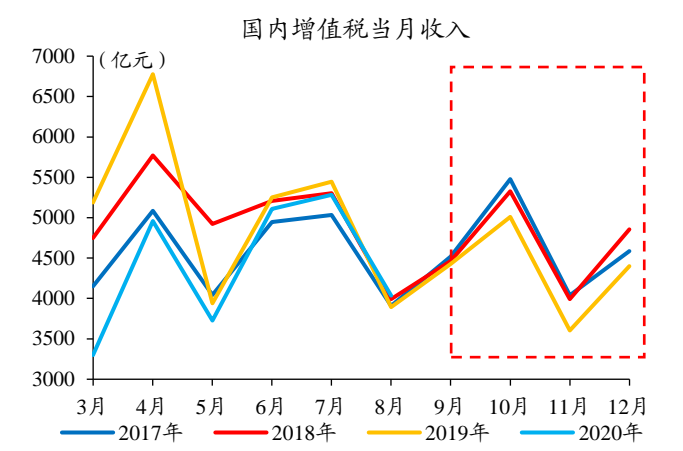
在经济修复、税基改善背景下，4季度税收或将对一般财政收入形成支撑。2季度以来，税收收入快速修复，单月增速从3月的-32.2%提高到8月的7%，增幅达39.2个百分点，增值税、所得税等主体税种均改善明显。在经济持续修复的背景下，4季度相关税收或对一般财政仍有提振。例如和经济活动密切相关的增值税，增速持续上行，4季度还会受到基数支撑，单季收入增速或可进一步抬升至10%以上。

图5：伴随经济修复，税收收入也相应回升

图6：增值税增速持续抬升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：企业和个人所得税收入持续改善


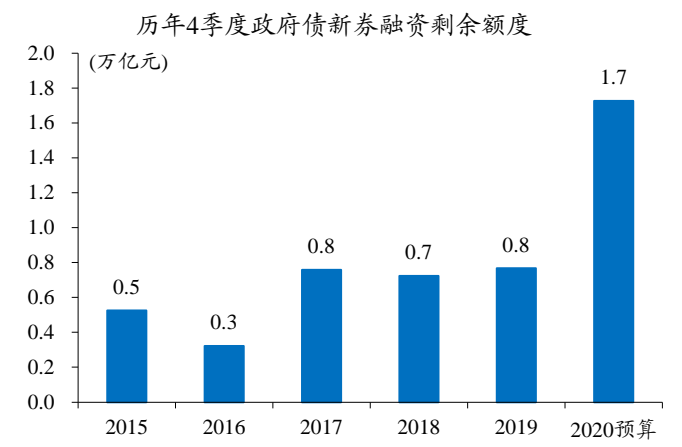
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：4季度增值税收入基数较低，也有利于增速改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

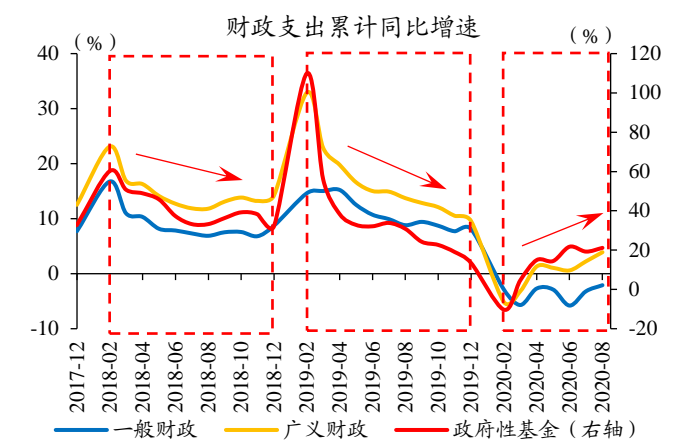
广义财政方面，大规模政府债融资、疫情带来的支出后移，对4季度广义支出增速也形成支持。2020年全年政府债融资规模8.51万亿元，较2019年增加3.6万亿元。4季度，尚余1.7万亿额度未发行，是往年同期的2倍多。前期政府债融资的“沉淀”，以及剩余额度的新发行，将对4季度财政支出形成支持。此外，2019年“前高后低”的支出节奏，在基数上也有利于4季度支出增速的提振。

图9: 2020年4季度未发行的政府债额度1.7万亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

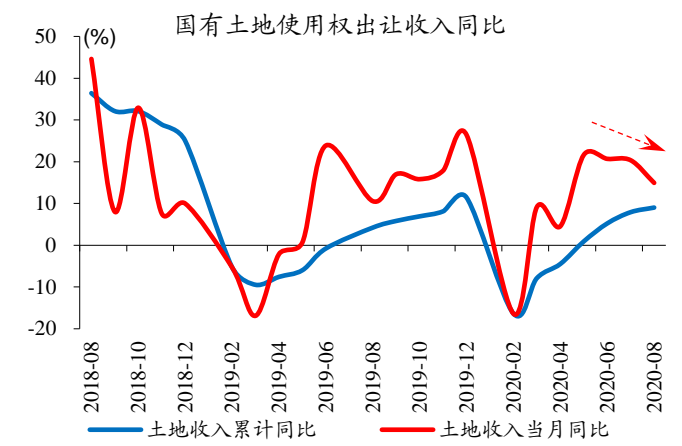
图10: 2019年支出“前高后低”, 形成基数支持



数据来源: Wind、开源证券研究所

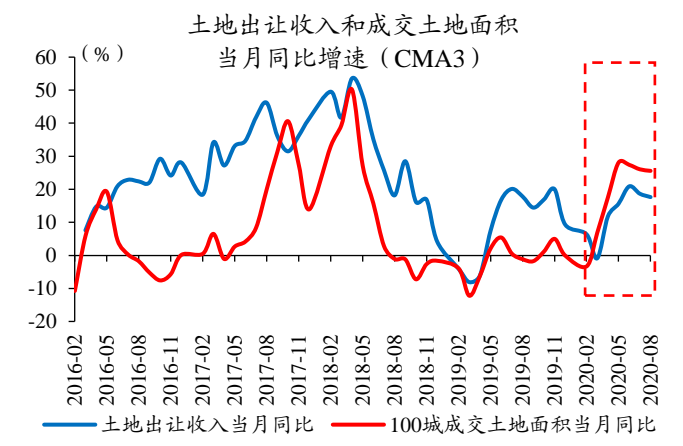
地产政策调整、资金盘活、政府债支出进度等因素, 或对4季度广义财政空间形成扰动。7月以来, 伴随房企融资等政策边际收紧, 土地成交面积下行, 土地出让收入也有所回落。8月当月土地出让收入增速14.9%, 相较于5-7月20%以上的增速中枢, 下滑超过5个百分点。年初以来, 政策始终坚持“房住不炒”, 8月进一步提出了房企“三条红线”的监管指标, 对土地出让收入的影响可能延续。此外, 沉淀资金盘活、政府债使用进度等, 也可能对广义支出形成扰动。

图11: 土地出让收入增速放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 7月以来, 土地成交面积下降明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

中性情境下, 9-12月广义财政支出或保持在较高增速区间, 中枢在15%左右。综合考虑经济修复、政府债融资对广义财政支出的支持, 以及土地市场、资金盘活、政府债使用进度等可能的扰动因素, 中性情境下, 9-12月广义财政支出增速或在15%左右, 保持在较高增速区间。4季度财政盘活力度、以及政府债融资的实际支出进度, 仍需保持关注。

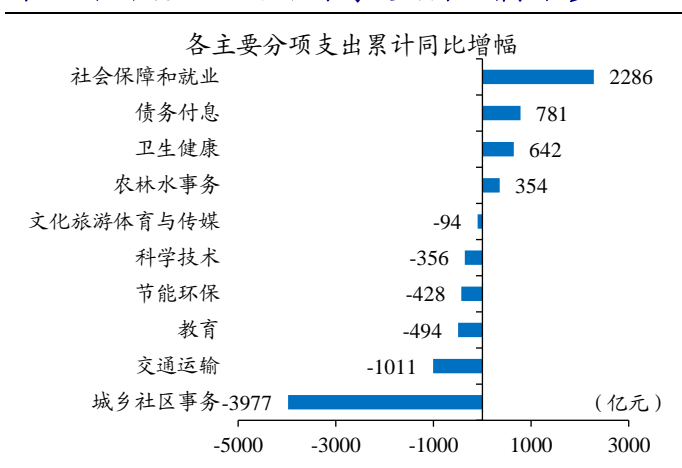
表1: 年内广义财政支出中枢或维持在较高增速区间

9-12月广义支出增速		地方财政实际盘活资金占比				
		0%	10%	20%	30%	40%
专项债+特别国债 支出进度	70%	9.8	11.4	13.1	14.7	16.3
	80%	13.6	15.2	16.9	18.5	20.1
	90%	17.4	19.1	20.7	22.3	24.0
	100%	21.3	22.9	24.5	26.1	27.8

数据来源: 财政部、开源证券研究所

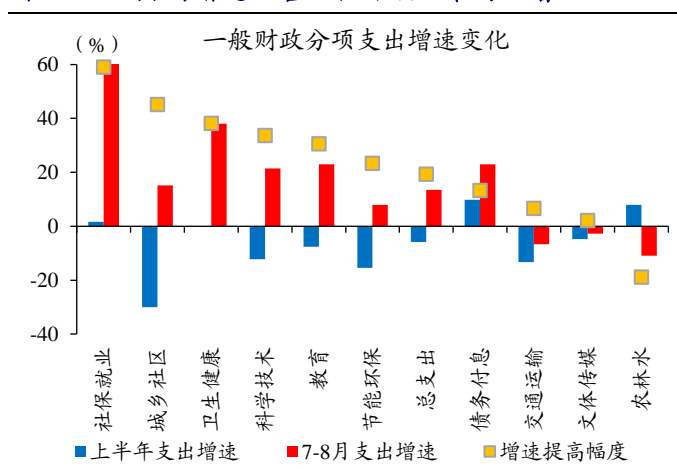
投向来看, 一般财政的支出扩张, 重点在社保就业、卫生健康等民生相关支出发力。7月以来, 广义财政扩张的边际拉动项来自于一般财政; 支出方向主要指向民生领域, 其中社保就业支出增速从上半年的1.7%, 提高到7-8月的60.7%, 增幅达59个百分点; 防疫建设相关的卫生健康支出, 增速提高38.2个百分点。在包含基建投资的支出项中, 城乡社区事务增速改善幅度较大, 达到45.2个百分点。

图13: 社保就业、卫生健康等支出同比增长较多



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 7-8月的增速改善以社保就业最为显著



数据来源: Wind、开源证券研究所

社保就业等方向的财政支出具有一定“刚性”, 后续或将保持较高增速。年初以来, 一般财政的发力重心便在“六保”; 8月, 财政部《中国财政政策执行情况报告》对财政政策展望, 也和“六保”一一对应。此类支出弹性较小, 呈现一定“刚性”。以社保就业支出为例, 2019年一般财政补贴社保1.94万亿元, 而2020年社保降费又新增了大约1.5万亿元社保收入缺口。按过去几年的比例估算, 单“社会保障和就业”项下的社保补贴支出, 便额外增加5000亿元左右¹, 可拉动9-12月社会保障和就业支出增速大约30个百分点。

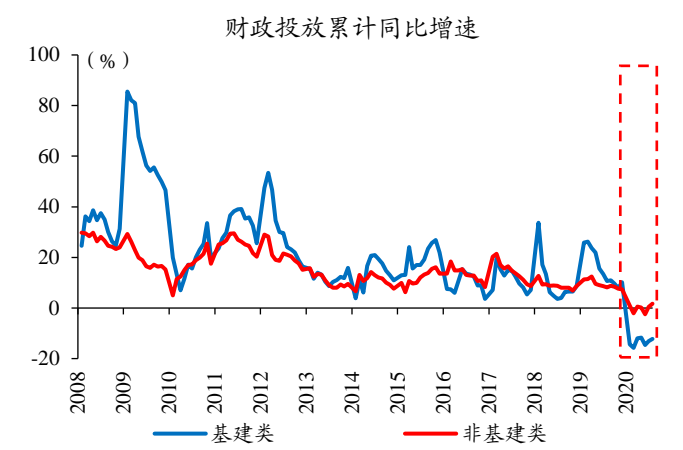
¹ 2019年社保降费4252亿元, 财政补贴支出相应增加2616亿元, 补贴比例约为60%左右。在一般财政的补贴中, 2013-2017年, 通过“社会保障和就业”项目支出的资金, 占比在60%以上; 2018年该比例较低, 但也在50%左右。

图15: 财政部对2020年下半年财政政策展望

保居民就业	• 千方百计稳定和扩大就业。
保基本民生	• 聚焦打赢脱贫攻坚战, 持续改善民生。
保市场主体	• 落实落细减税降费政策, 支持市场主体纾困发展。
保粮食能源安全	• 多措并举保粮食能源安全。
保产业链供应链稳定	• 以创新发展和产业升级保产业链供应链稳定。
保基层运转	• 兜牢“三保”底线, 保基层正常运转。

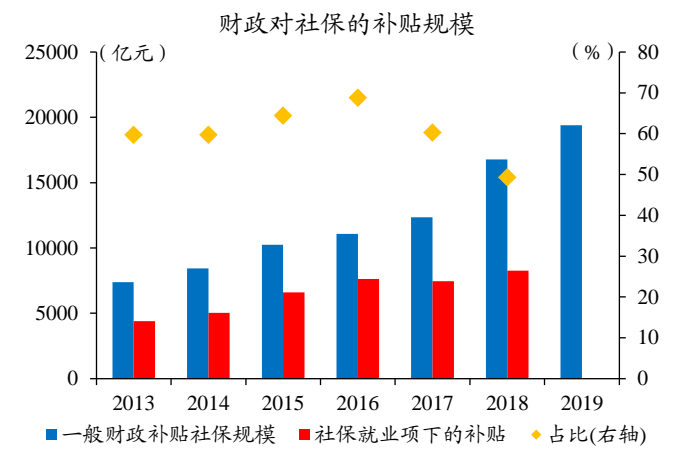
数据来源: 财政部、开源证券研究所

图16: 非基建类的财政支出弹性较小、呈现一定“刚性”



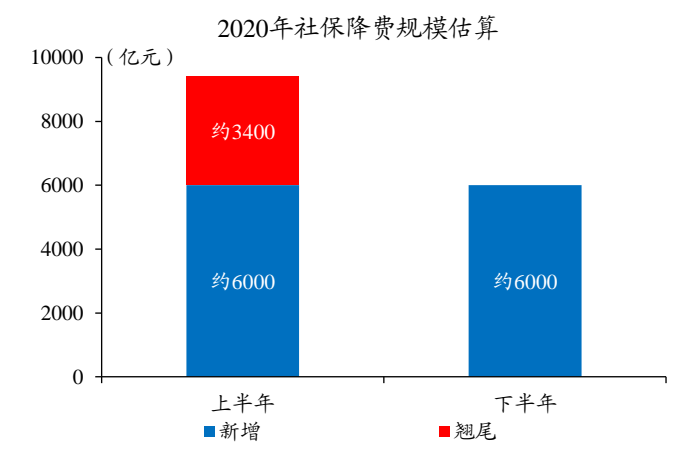
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 一般财政对社保的补贴规模持续上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2020年全年社保降费或增加1.5万亿元收入缺口



数据来源: 税务总局、Wind、开源证券研究所

从专项债投向来看, 政府投资以交通、产业园等基建为主, 兼顾棚改、民生等非基建领域; 年内基建投资持续性或受支持, 弹性有待观察。1-9月, 专项债新券发行约33500亿元, 超过一半的资金投向基建领域, 交通、市政、产业园等规模较大。

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_2170



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn