

宏观研究/动态点评

2020年12月15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：11月增速再上台阶，4Q GDP 增长或超预期》2020.12
- 2《宏观：FOMC 前瞻：货币政策保持现有宽松基调》2020.12
- 3《宏观：外汇占款增加+流动性投放加大推升基础货币》2020.12

年底前财政扩张加速落地

11月财政数据点评

11月单月财政赤字同比上升，财政扩张加速落地。虽然财政收入随经济景气回升继续加速，但财政支出的强劲增长拉动财政扩张力度加大。11月单月广义财政赤字为7358亿元，其中一般公共预算赤字7451亿元，政府性基金盈余93亿元。广义财政赤字较去年11月增加3290亿元，显示财政扩张力度加大。1-11月累计，广义财政赤字达到6.1万亿元，年内剩余可用赤字额度仍相当充裕（图表1）。此外，11月末财政存款较上月减少1857亿元，但同比增速从上月的3.9%进一步上升至5.2%，显示盘活存量资金速度仍相对缓慢（图表2）。

11月广义财政收入同比增速随经济复苏加快至9.6%，主要是税收收入和土地出让增速加快。一般公共预算收入同比下降2.7%（图表3），主要是非税收入增速继续大幅负增长（同比-42.4%），而税收收入增速维持高位，同比增长12.2%。此外，政府性基金收入同比增速从上月的5.6%大幅加速至27.3%，主要是土地出让收入增加。

1) **11月增值税增速同比增长8.2%**（图表4），消费税明显回升。另一方面，企业所得税、关税及出口退税增速有所下降。

2) **个人所得税同比增长26.7%**。在累进税法下，年底个人所得税可能会逐渐增加。

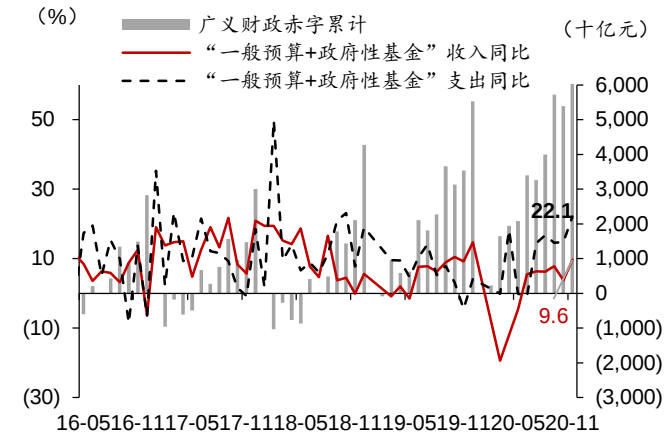
3) **土地出让收入回升，房地产市场降温可控。**11月土地出让收入大幅增长，同比增速从上月的9.2%加快至33%（图表5）。结合今天上午统计局发布的房地产行业数据，11月土地成交面积大幅下降，但土地收入仍保持稳健，显示在近期房地产市场降温的大环境下，一二线城市土地成交可能相对平稳。

财政支出加速。11月广义财政支出同比增速继续上升至22.1%，一般公共预算和政府性基金支出双双维持较快同比增长。分类来看，社保、文化和卫生等民生类支出有较快增长，基建类财政支出亦继续加速，交运和城乡社区事务两项财政支出同比增速分别在16.7%和29.5%。

年底前财政扩张加速落地、12月仍有余力；叠加外需强劲，有望支撑4季度GDP增速超预期。值得重申的是，我们预计明年财政主动刺激的规模可能相比今年有所上升。从最广义的财政扩张力度（包括政府与“准政府机构”债券融资），即一般公共预算赤字（国债+普通地方债）、政府性基金赤字（地方专项债）、政策性银行债，及城投债加总，2020年1-11月，广义政府净融资达12.4万亿元，约占GDP的11.8%左右。根据我们此前对全年广义财政扩张规模的预测，12月财政仍有余力继续扩张（图表6）。短期内，外需强劲、内需复苏，叠加财政支持，4季度GDP增长有望超出我们在2020年11月16日发布的《2021宏观展望：经济再通胀：政策温和退出》中5.5%的预期。不过值得重申的是，今年财政扩张赤字以“纾困”为主，主动财政刺激规模相对有限、且多集中在保民生领域。往前看，我们预计2021年财政收入将随经济复苏而大幅回升，带动政府现金流好转，因此主动财政扩张的空间将明显上升。

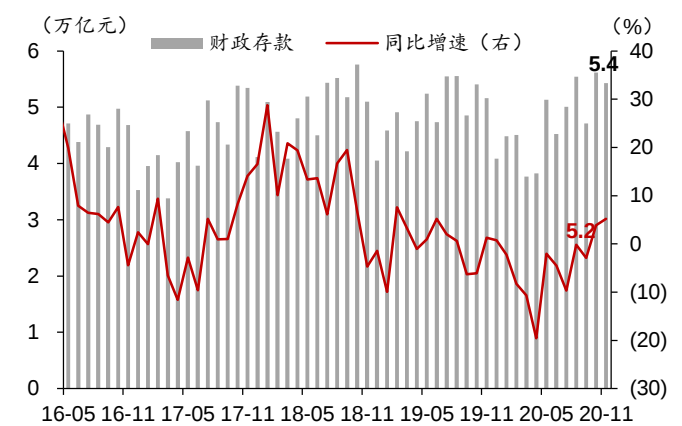
风险提示：地方政府融资成本上升带来现金流压力；土地出让收入超预期放缓。

图表1：一般预算+政府性基金累计赤字额达 6.1 万亿元



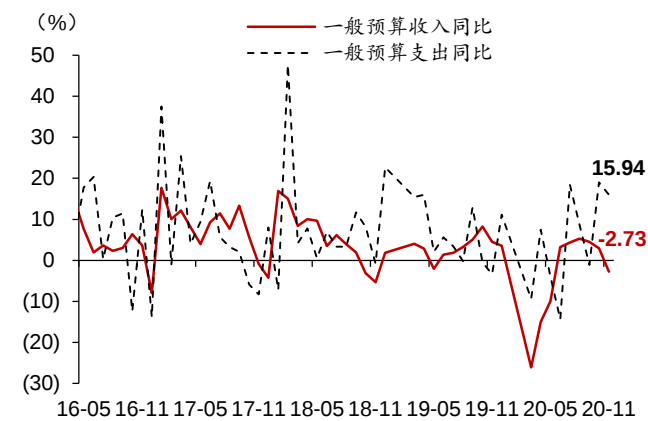
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表2：存量财政资金盘活速度缓慢



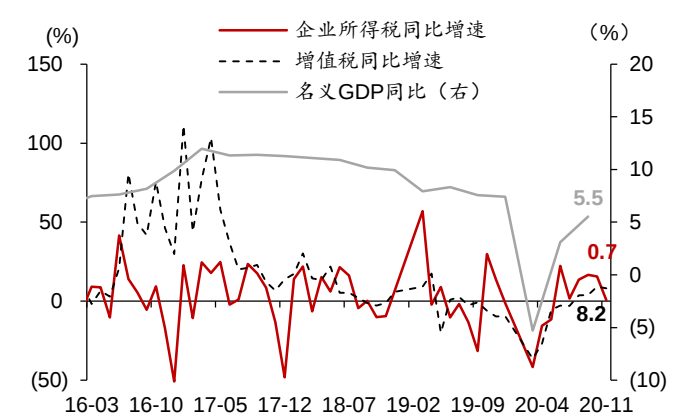
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表3：一般公共预算支出维持较快增长



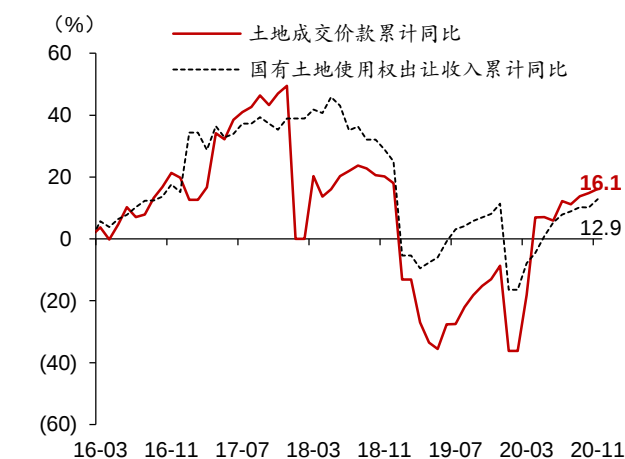
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表4：增值税收入保持较快增长



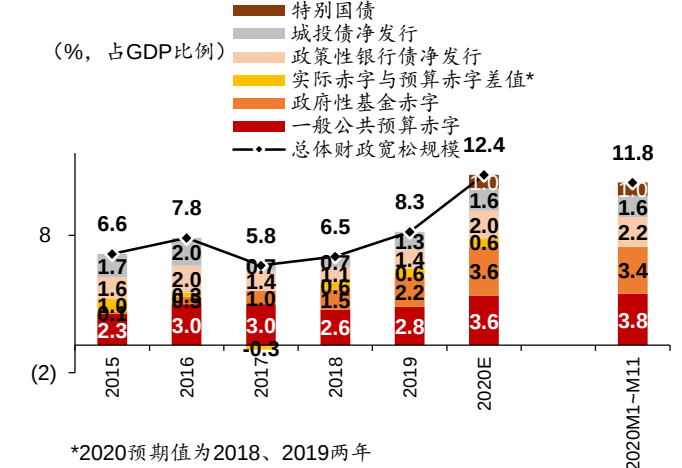
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表5：土地出让收入回升



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表6：广义财政进度



*2020预期值为2018、2019两年

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_816

