

## 稳增长压力倍增，积极财政持续发力

——前三季度财政数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

郑嘉伟（分析师）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号 S0280519040001

**基建支出继续发力，财政支出增速由负转正。**前三季度财政支出同比增长9.4%，增幅比2018年同期提高1.9个百分点，比预算增幅（6.5%）高2.9个百分点；支出进度为75.93%，比序时进度（75%）快0.93个百分点；基建支出出现了快速回升，推动财政支出增速由负转正。随着新增地方政府债券基本发行完毕和央地收入划分改革推进，地方基建资金配套将会逐步到位。2019年四季度为了做好保工资、保运转、保基本民生等“三保”工作底线，教育和社保支出依然是财政支出主力，环保类支出成为最大亮点，基建支出回升有望进一步拉动财政支出力度。可见四季度我国财政支出将会加大逆周期调节力度，基建支出将继续发力。

● **非税收入推动财政收入连续四个月回升。**非税收入维持高增长，成为财政收入连续四个月回升的主要贡献。9月非税收入当月同比增长40.35%，增速比2018年同期高51.24个百分点，连续5个月维持高速增长。具体来看，前三季度一般公共预算收入中的税收收入规模达到12.7万亿元，对财政贡献率达到84.26%，环比下降1.14个百分点，增速比前8个月回落0.3个百分点；非税收入23708亿元，同比增速29.2%，环比提高了1.9个百分点。非税收入高增长，主要是一些特定机构和国企上缴利润及盘活国有资源资产收入增加。根据财政部三季度财政收支情况新闻发布会，前三季度国有资本经营收入4792亿元，同比增加3812亿元，增长3.9倍，拉高全国非税收入增幅21个百分点；国有资源（资产）有偿使用收入6132亿元，同比增加1005亿元，增长19.6%，拉高全国非税收入增幅5个百分点。为应对财政预算平衡压力，保持四季度财政支出力度，财政收入依然要依赖非税收入弥补资金缺口，而加大特定金融机构央企利润上缴力度和盘活国有资源资产使用成为关键。

● **稳增长压力倍增，积极财政仍需持续发力。**受经济下行压力加大、减税降费政策效果显现等影响，今年地方财政收入增速放缓，收支平衡压力较大，为此：一是中央加大了转移支付力度和进度。为支持地方财政平稳运行，2019年中央财政安排对地方转移支付7.54万亿元，比2018年同比增长9%，力度是近些最大的；在此基础上，中央不断加快预算下达进度，除据实结算和应急救灾支出外，其他转移支付已基本下达完毕；二是推动央地收入划分改革，加大向基层财政困难地区和受减税降费影响较大的地区倾斜；三是督促地方政府压减一般性支出。2019年财政部要求各地牢固树立政府过紧日子思想，在严格落实压减一般性支出5%的基础上，力争达到10%以上；四是加大国企利润上缴力度和盘活国有资源资产使用等非税收入。2019年以来我国实施了有史以来最大规模的减税降费，前8个月全国减税降费1.5万多亿元，四季度还有5000亿的减税降费任务，这样将会进一步加大地方财政尤其是在减税降费幅度较大地区的财政压力，因此，四季度专项债提前发行的必要性更加紧迫，在经济下行压力背景下，需要加大对旧改和新基建等政策的支持力度，托底经济的积极财政可期。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

### 相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

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——宏观观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

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

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、 基建支出继续发力，财政支出增速由负转正 .....	3
2、 非税收入推动财政收入连续四个月回升 .....	4
3、 稳增长压力倍增，积极财政仍需持续发力 .....	6
4、 大类资产观察（2019.10.14-2019.10.20） .....	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 .....	8
4.5、 大宗商品市场 .....	9

## 图表目录

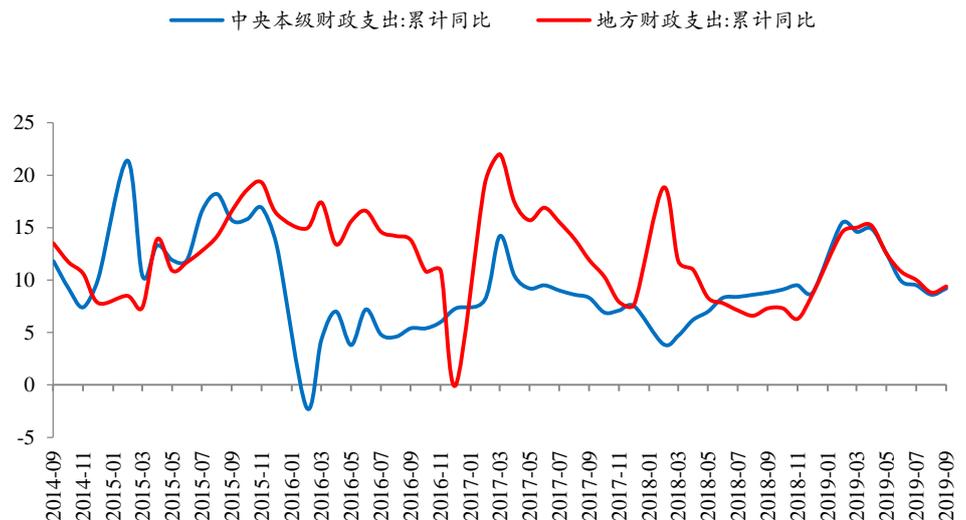
图 1: 中央和地方财政支出情况（%） .....	3
图 2: 财政支出结构（%） .....	4
图 3: 财政收入与支出进一步分化（%） .....	5
图 4: 主要税收收入情况（%） .....	5
图 5: 个人所得税和增值税出现较大幅度下行（%） .....	5
图 6: 发达经济体主要资本市场表现 .....	7
图 7: 新兴经济体主要资本市场表现 .....	7
图 8: 中债国债到期收益率曲线 .....	8
图 9: 美国国债到期收益率曲线 .....	8
图 10: 美元指数与人民币汇率 .....	8
图 11: 日元、欧元、英镑兑美元汇率 .....	8
图 12: 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 .....	9
图 15: 黄金价格指数 .....	9
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10月17日，财政部国库司公布了前三季度财政收支情况，数据显示，1-9月全国一般公共预算收入同比增长3.3%，比前值回升0.1个百分点，规模达到15万亿元；其中，税收收入同比下降0.4%，环比下滑了0.3个百分点，下滑速度加快；非税收收入同比增长29.2%，增速继续回升，环比提高了1.9个百分点。全国一般公共预算支出前三季度累计同比增长9.4%，增速回升0.6个百分点，支出规模为17.86万亿元。

## 1、基建支出继续发力，财政支出增速由负转正

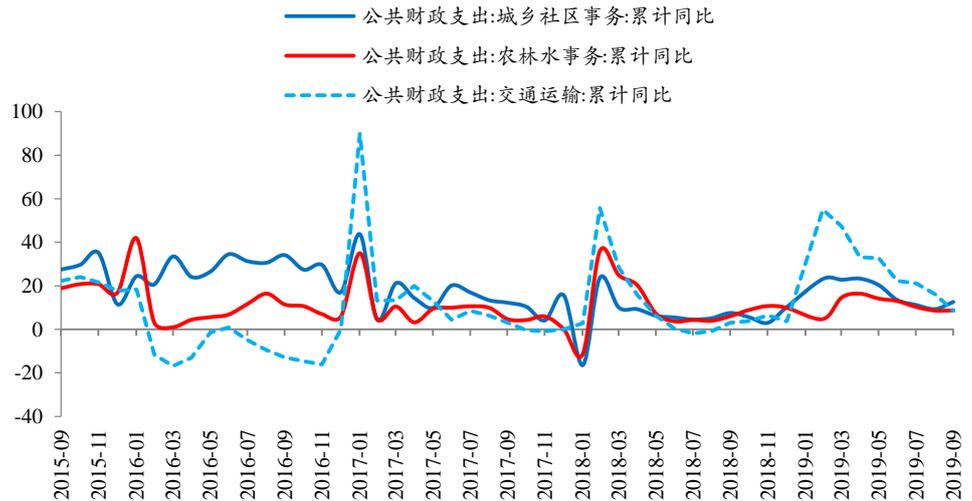
**财政支出增速由负转正。**根据财政部数据显示，前三季度我国一般公共预算支出17.86万亿元，同比增长9.4%，增幅比2018年同期提高1.9个百分点，比预算增幅（6.5%）高2.9个百分点；支出进度为75.93%，比序时进度（75%）快0.93个百分点；9月当月一般公共预算支出增速为12.9%，由8月的-0.2%出现大幅回升，较上月大幅回升13.1个百分点，创5月份以来增速新高。其中，中央一般公共预算本级支出25079亿元，同比增长9.2%，增速较前8个月回升0.6个百分点；地方一般公共预算支出153533亿元，同比增长9.4%，增速也较前8个月回升0.6个百分点。可见四季度我国财政支出将会加大逆周期调节力度，基建支出将继续发力。

**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

**基建支出增速出现显著回升，教育科技环保成为财政支出主力。**从财政支出结构上来看，前三季度环保支出增速较快，同比增长14.5%，是财政支出领域中最快板块；教育、科技与社保支出占财政支出比重最大，前三季度教育、科技和社保支出占整个财政支出三分之一，可见稳增长的关键是稳就业，四季度这一支出将会保持稳定；同时基建支出出现了快速回升，其中，9月城乡社区支出、农林水支出增速当月同比分别回升至24.4%（前值-7.6%）、9.8%（前值-1.4%），交通运输支出成为基建支出的重要拖累项。随着新增地方政府债券基本发行完毕和央地收入划分改革推进，地方基建资金配套将会逐步到位，专项债提前两个月发行完毕成为四季度稳基建的关键。2019年四季度为了做好保工资、保运转、保基本民生等“三保”工作底线，教育和社保支出依然是财政支出主力，环保类支出成为最大亮点，基建支出回升有望进一步拉动财政支出力度。

**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，上半年地方政府政府性基金支出发行进度较快，9月政府性基金支出由正转负，同比增长-4.1%，低于前值21个百分点。其中前三季度政府性基金支出累计61768亿元，同比增长24.2%，增速较前8个月回落6.6个百分点，主要原因在于，2018年新增专项债发行高峰集中于9月，发行规模远远高于今年同期，由于专项债发行扰动，政府性基金出现较大幅度回落。随着稳增长逻辑改变，土地收入下滑，四季度政府基金性支出增速将会进一步下行。

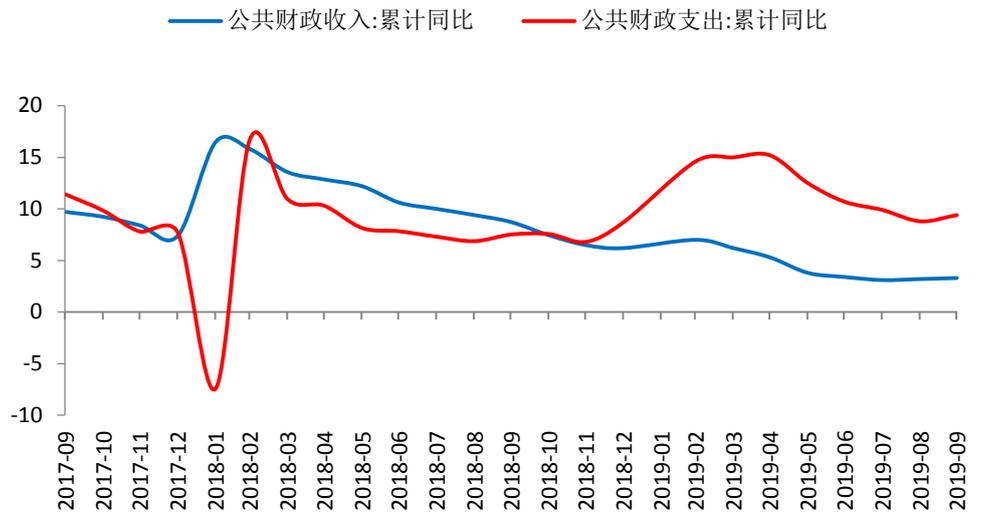
## 2、 非税收入推动财政收入连续四个月回升

**财政收入增速连续四个月回升。**前三季度财政收入增速3.3%，高于前值0.1个百分点。其中，非税收入持续高增长推动9月单月财政收入同比增长5.04%，增速较8月回升1.78个百分点，但是在减税降费力度加大背景下，税收收入自5月份以来连续下降，对整个财政收入拖累显著。财政部数据显示，前8个月我国减税降费1.5万多亿元，税收收入自5月份以来连续下降，5-9月份全国税收收入分别同比下降7%、6%、2.8%、4.4%和4.2%，这样前三季度全国税收收入累计下降0.4%，导致财政收入增速处于2015年以来低位徘徊。其中，前三季度个人所得税同比下降29.7%，降幅扩大0.4个百分点；国内增值税同比增长4.2%，比2018年同期增幅回落7.82个百分点；企业所得税同比增长2.7%，比2018年同期增幅回落9.81个百分点；进口货物增值税、消费税同比下降8.1%，降幅进一步扩大；受中美贸易摩擦影响，关税收入同比下降3%，降幅有所收窄。

**非税收入维持高增长，成为财政收入连续四个月回升的主要贡献。**9月非税收入当月同比增长40.35%，增速比2018年同期高51.24个百分点，连续5个月维持高速增长。具体来看，前三季度一般公共预算收入中的税收收入规模达到12.7万亿元，对财政贡献率达到84.26%，环比下降1.14个百分点，**增速比前8个月回落0.3个百分点**；非税收入23708亿元，同比增速29.2%，**环比提高了1.9个百分点**。非税收入高增长，主要是一些特定机构和国企上缴利润及盘活国有资源资产收入增加。根据财政部三季度财政收支情况新闻发布会，前三季度国有资本经营收入4792亿元，同比增加3812亿元，增长3.9倍，拉高全国非税收入增幅21个百分点；国有资源（资产）有偿使用收入6132亿元，同比增加1005亿元，增长19.6%，拉高全国非税收入增幅5个百分点。为应对财政预算平衡压力，保持四季度财政支出力度，财政收入依然要依赖非税收入弥补资金缺口，而加大中央特定金融机构和央企

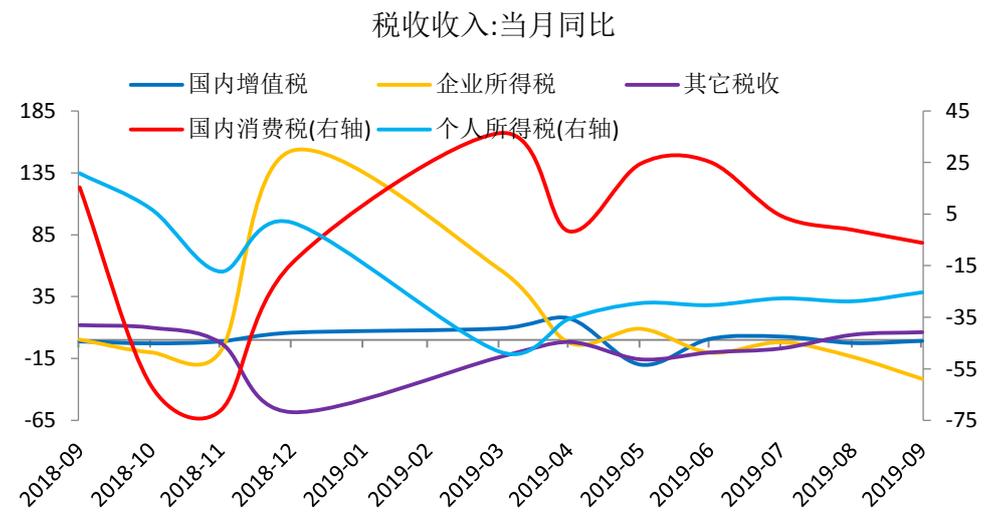
利润上缴力度和盘活国有资源资产使用收入成为关键。

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

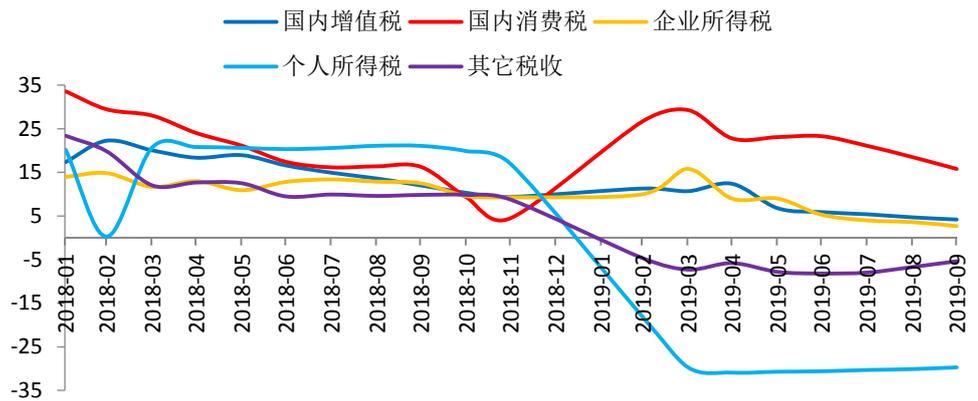
图4： 主要税收收入情况 (%)



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 (%)

税收收入:累计同比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**土地出让收入增速连续四个月回升, 推动政府性基金收入增速继续回升。**前三季度全国政府性基金收入累计 53163 亿元, 同比增长 7.7%, 增速较前 8 个月回升 1.3 个百分点。其中, 土地出让收入同比增长 5.8%, 增速环比回升 1.6 个百分点, 成为政府性基金收入回升的主要贡献者。分中央和地方看, 中央政府性基金预算收入 3086 亿元, 同比下降 0.5%; 地方政府性基金预算本级收入 50077 亿元, 同比增长 8.3%。可见, 地方政府在面对财政支出困境面前, 具有加快土地出让获取土地出让金收入的积极性, 未来在财政收入增速下滑影响下, 地方政府对土地财政依赖程度还会提升。

### 3、稳增长压力倍增, 积极财政仍需持续发力

受经济下行压力加大、减税降费政策效果显现等影响, 今年地方财政收入增速放缓, 收支平衡压力较大, 为此: 一是中央加大了转移支付力度和进度。为支持地方财政平稳运行, 2019 年中央财政安排对地方转移支付 7.54 万亿元, 比 2018 年同比增长 9%, 力度是近些最大的; 在此基础上, 中央不断加快预算下达进度, 截至 2019 年 9 月末, 除据实结算和应急救灾支出外, 其他转移支付已基本下达完毕; 二是推动央地收入划分改革。支持地方政府落实减税降费政策, 缓解地方政府财政运行困难, 加大向基层财政困难地区和受减税降费影响较大的地区倾斜, 增强这些地区的财政保障能力; 三是督促地方政府压减一般性支出。2019 年财政部要求各地牢固树立政府过紧日子思想, 在严格落实《政府工作报告》明确压减一般性支出 5% 的基础上, 进一步加大压减力度, 力争达到 10% 以上, 节省下来的资金优先用于财政方面的“三保”支出; 四是加大国企利润上缴力度和盘活国有资源资产使用等非税收入。财政部鼓励地方政府, 结合本地实际, 统筹采取调入预算稳定调节基金、提高国有资本经营预算调入一般公共预算比例、盘活存量资金和国有资源资产等方式筹集资金, 努力实现预算收支平衡, 缓解财政减收影响。

2019 年以来我国实施了有史以来最大规模的减税降费, 前 8 个月全国减税降费 1.5 万多亿元, 四季度还有 5000 亿的减税降费任务, 这样将会进一步加大地方财政尤其是在减税降费幅度较大地区的财政压力, 因此, 四季度专项债提前发行的必要性更加紧迫, 一方面可以充分发挥专项债作为项目资本金的杠杆效应, 加大专项债的配套融资, 有助于缓解地方财政困境; 另一方面经济下行压力增加, 需要加大对旧改和新基建等政策的支持力度, 托底经济的积极财政可期。

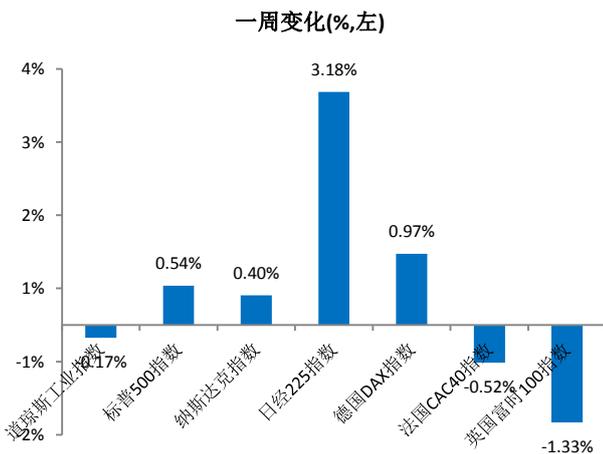
## 4、大类资产观察 (2019.10.14-2019.10.20)

### 4.1、股票市场

**欧美贸易紧张情绪重燃，美三大股指涨跌互现。**上周，国贸易代表办公室在发出的通知中称，对欧盟商品计划加征的 10% 及 25% 关税于 10 月 18 日生效。法国财长勒梅尔表示，如果美国继续推进关税行动，欧盟做好了反击准备。同时，美国经济数据令人担忧，全球增长进一步放缓，投资者将重点关注美企第三季度财报与英国脱欧进程，美国三大股指涨跌互现。其中，道指周跌 0.17%，收于 26770.20 点；标普 500 指数周涨 0.54%，收于 2986.20 点；纳指周涨 0.40%，收于 8089.54 点。

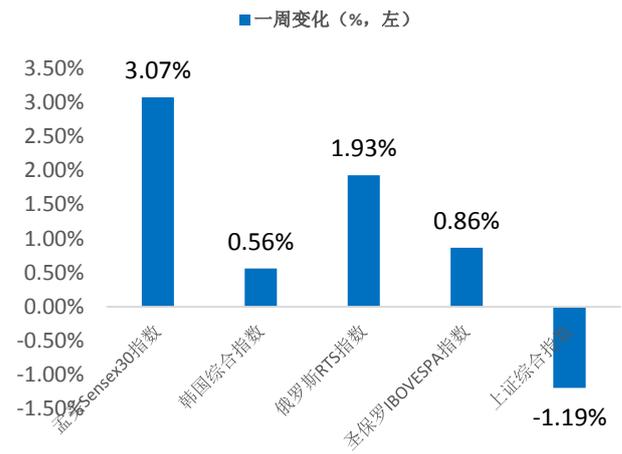
**欧洲三大股指集体收跌，亚太方面日经指数走强。**上周，多数行业板块和欧洲主要国家的股市均收盘走低，其中德国 DAX 指数周涨 0.97%，收于 12633.60 点，法国 CAC40 指数周跌 0.52%，收于 5636.25 点；英国富时 100 指数周跌 1.33%，收于 7150.57 点。**亚太方面日经指数走强。**韩国综指周涨 0.56%，收于 2060.69 点；日经 225 指数周涨 3.18%，收于 22492.68 点；上证指数周跌 1.19%，收于 2938.14 点。

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

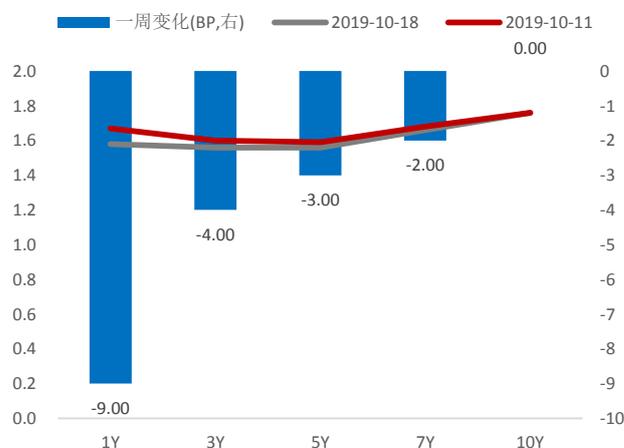
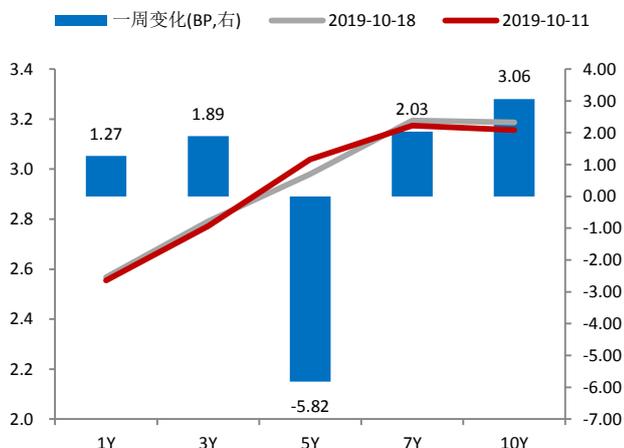
**美债收益率涨跌不一，短端下行幅度较大。**上周，美联储副主席克拉里达为 2019 年连续第三次，即美联储四季度降息的可能性留下了空间，称美国经济增长前景良好，但在经济面临风险情况下，美联储将采取适当行动支撑经济增长，美债收益率涨跌不一。其中，1 年期短端美债收益下行 9BP 至 1.58%；3 年期、5 年期、7 年期美债收益率分别下行 4BP、3BP、2BP，分别报 1.56%、1.57%、1.66%；10 年期美债收益率涨 0.1BP，报 1.759%；30 年期美国国债收益率上行 5.3BP，收至 2.251%。

**国内债券市场：经济数据不及预期，国债收益率小幅上行。**上周，央行公开市场开展了 2000 亿元 MLF 和 300 亿元逆回购操作，无到期资金，因此全口径净投放 2300 亿元。资金面方面，银行间资金面相对偏紧，货币市场利率多数上涨，其中，银行间隔夜质押式回购利率上行 75BP，至 2.6668%；经济数据方面，三季度 GDP 增速不及预期，但规模以上工业增加值、社会消费品零售、房地产开发投资等数据尚可。整体来看，缴税来临之际，市场流动性需求渐增，国债收益率纷纷上行，其

中1年期国债收益率上行1.27BP至2.5678%，3年期、7年期国债收益率分别上行1.89BP，2.03BP，5年期国债收益率下行5.82BP至2.9803%，10年期国债收益率上行3.06BP，至3.1870%。10Y-1Y期限利差走阔1.79BP至61.92BP。

图8：中债国债到期收益率曲线

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

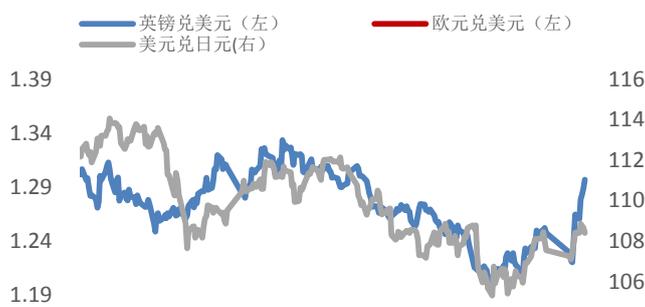
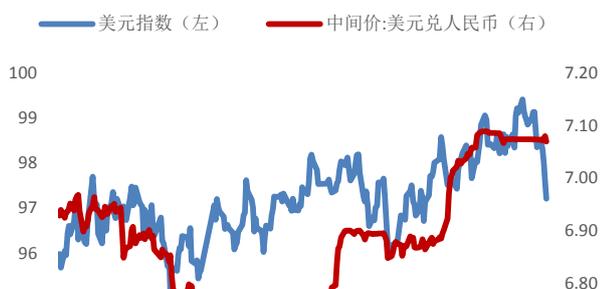
资料来源：wind，新时代证券研究所

### 4.3、外汇市场

美元指数连跌三周，非美货币上行。上周，美国多项数据不佳令美元承压，英国脱欧进展有限，美元指数连跌三周，周跌1.14%，收于97.2032，非美货币多数上行，其中，英镑兑美元周涨2.55%，报1.2971；欧元兑美元创两个月新高，周涨1.21%，报1.1170；美元兑日元周跌0.0092%，报108.41。离岸人民币兑美元涨88BP至7.0725，美元兑人民币汇率中间价升值3.7BP，收于7.069。

图10：美元指数与人民币汇率

图11：日元、欧元、英镑兑美元汇率



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\\_9484](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9484)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn