

宏观研究/即时点评

2019年04月16日

李超 执业证书编号: S0570516060002
 研究员 010-56793933
 lichao@htsc.com

程强 010-56793961
 联系人 chengqiang@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 通胀如期平稳上行, PPI 环比如期转正》2019.04
- 2 《宏观: 从春节效应看工业与建筑业分化》2019.03
- 3 《宏观: 利润超预期下行, 二季度央行或有降息操作》2019.03

财政发力提效, 需关注“卖地收入”

——点评 2019 年 3 月财政数据

支出增速较高, 显示财政政策在年初较为积极

2019 年一季度一般公共预算支出同比增长 15%, 相比 2018 年一季度同比增长为 10.9%, 提高了 4.1 个百分点。与历年一季度增速平均水平相比, 处于中等水平。2016 年一季度增速为 15.4%、2017 年为 21%。考虑到 2018 年基数较低, 15% 的增速处于中等水平, 但仍显示出财政政策在年初较为积极的态势。今年《政府工作报告》提出: 积极的财政政策要加力提效。我们认为从财政政策在年初的落实情况看, 有效地落实了政府工作报告部署, 对稳定经济预期起到了较为明显的作用。

收入增速平稳, 但已经开始显现出减税影响

一季度, 全国一般公共预算收入同比增长 6.2%, 保持在合理区间。其中, 国内增值税、国内消费税、企业所得税 3 个主要税种合计增长 14.7%, 支撑全国财政收入增幅 8.8 个百分点。从税收增速角度看, 减税效应已经开始显现, 一季度, 全国税收收入同比增长 5.4%, 增幅同比回落 11.9 个百分点 (去年同期为 17.3%)。

一般公共预算收入未来有下行压力

在主要税种的收入中, 国内增值税同比增长 10.7%, 增幅同比回落 9.4 个百分点; 个人所得税同比下降 29.7%, 增幅同比回落 50.4 个百分点。一季度个税增速同比降幅较大。4 月 1 日起, 增值税减税政策开始实施, 我们预计, 二季度开始增值税同比也将呈现较大幅度的下降, 从而拉低一般公共预算收入。

政府性基金收入增速明显回落

1-3 月累计, 全国政府性基金预算收入 14300 亿元, 同比下降 6.2%, 分别比去年同期 (34.6%) 和去年全年 (22.6%) 下降了 40.8 和 28.8 个百分点。其中国有土地使用权出让收入下降 9.5%, 分别比去年同期 (41.8%) 和去年全年 (25%) 下降了 51.3 和 34.5 个百分点。国有土地出让收入下滑幅度较大, 制约政府性基金收入增长的持续性。相对来说, 1-3 月累计, 全国政府性基金预算支出同比增长 55.9%, 仍维持高位, 显示地方政府的支出责任和支出意愿并没有减轻。

需关注“卖地收入”的持续性

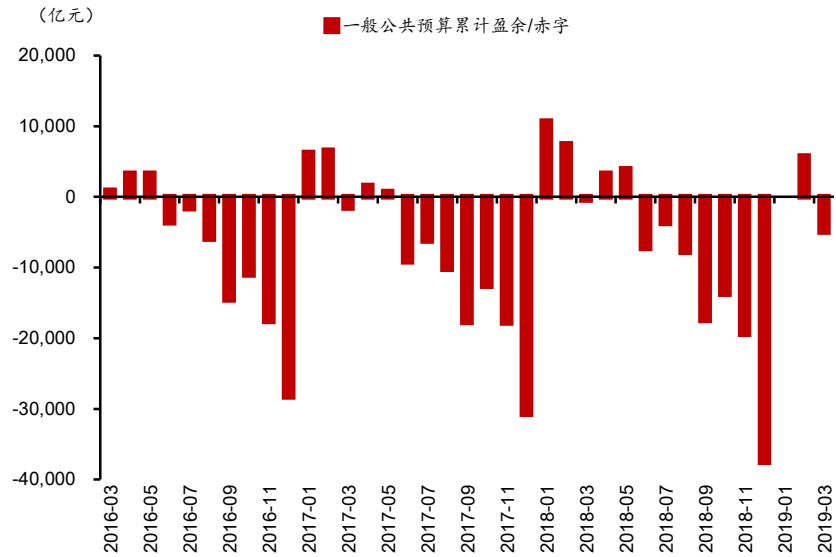
我们认为, 财政政策主要的着力点包括减税、增加专项债额度、提高赤字规模、加快资金拨付等在上半年已经逐渐被市场充分预期, 如果财政政策进一步发力, 我们认为可能要等待下半年, 并根据二季度经济走势相机决策。需要特别关注的是, 地方政府“卖地收入”的持续性问题。我们认为, 土地出让收入一方面前瞻性反映地产投资中的土地购置费用, 另一方面反映地方政府稳增长潜力。在未来风险方面, 既需要关注地产投资增速的下行风险, 也需要关注地方政府稳定经济增长的持续性。

地方政府债发行提前, 重点用于在建项目建设和补短板

截至一季度, 新增地方政府债券累计发行 1.18 万亿, 占提前下达部分 (1.39 万亿) 的 85.2%。目前 2019 年全年新增地方政府债务限额 3.08 万亿已全部下达, 财政部已经要求各地加快发行和使用。我们认为, 今年地方债发行进度大幅提前, 比往年提前了 4-5 个月时间; 融资成本显著下降, 一季度新增债券平均利率 3.34%, 较 2018 年平均发行利率 3.89% 下降 55BP; 债券平均期限更长, 达到 7.37 年, 较 2018 年平均期限增加约 1.27 年; 资金使用重点用于在建项目建设和补短板, 据财政部数据, 新增债券资金超过 6 成用于在建项目, 对当前稳投资、促消费发挥了积极作用。

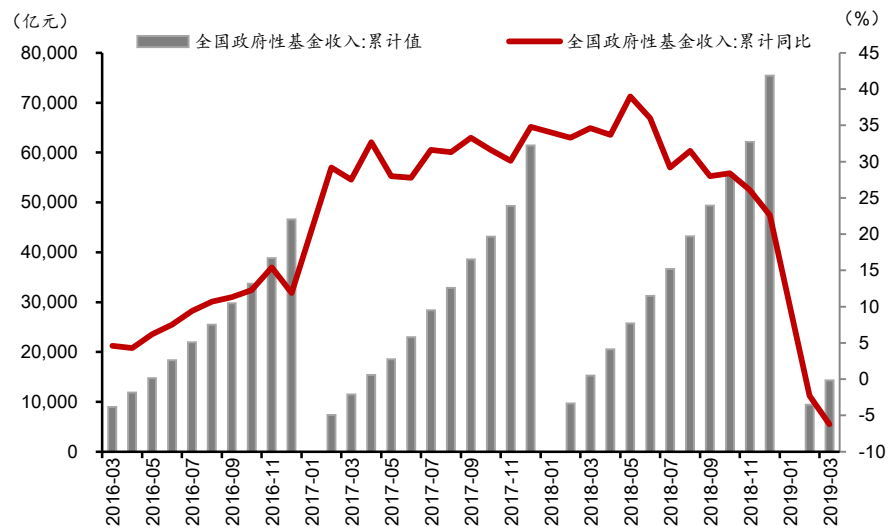
风险提示: 全球经济走弱超预期, 国内稳增长政策不及预期。

图表1： 累计赤字在3月已经出现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 政府性基金收入增速回落明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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。

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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

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力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com