

相关研究

《人口流动“正常”，需要多长时间？》
2022.11.20

《财政“四本账”：核算与联系——财政
分析框架之一》2022.11.17

《人民币汇率如何走？——汇率研究框
架一》2022.11.16

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:侯欢

Tel:(021)23154658

Email:hh13288@haitong.com

证书: S0850522080004

财政如何“加力提效”？

——海通宏观 2023 年年度展望（财政篇）

投资要点:

- 2022 年中央经济工作会议提出，明年“要着力扩大国内需求”，积极的财政政策要“加力提效”。我们认为，宏观政策或更加积极稳增长，明年财政支持经济的力度可能会适度增加，不过整体不是强刺激的思路，而更多是打组合拳。
- 当前经济恢复的基础尚不牢固，明年保持必要的财政支出强度，我们认为需要政府加杠杆，并且更多由中央层面承担，预计赤字率目标或从今年的 2.8% 增加至 3% 以上。为了缓解地方收支矛盾，转移支付力度有望进一步提升。考虑到“债务风险可控”，地方专项债额度或在 3.65 至 3.75 万亿元区间，但是提前批额度或有所增加，延续快发快用的节奏。对于专项债投向，在兼顾传统基建的基础上，面向新基建、新能源的力度有望进一步提升。此外，专项债作项目资本金的范围或将延伸，通过吸引更多民间资本进而撬动有效投资。
- 在政策工具上，中央贴息或将扮演重要角色。这一做法通过和货币政策更好地配合，增强政策的时效性和精准性，形成共促高质量发展合力。同时，也有利于财政支出“提效”。考虑到明年“注重围绕市场主体需求施策”，叠加“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持”，我们预计财政贴息的范围和力度或进一步提升。

目 录

1. 明年财政：加力提效，风险可控	4
2. 积极财政：哪些地方面临挑战？	5
3. 加力提效：明年财政如何运行？	9
4. 财政可持续：长期方向在哪儿？	11

图目录

图 1	一般公共预算：收支增速 (%)	5
图 2	政府性基金预算：收支增速 (%)	5
图 3	2021 年一般公共预算收支平衡：地方层面 (万亿元)	6
图 4	从 2021 年财政“四本账”：看地方政府财力 (万亿元)	6
图 5	2022 前 10 个月各税种收入：累计同比 (%)	6
图 6	一般公共预算收支累计同比：地方层面 (%)	7
图 7	2022 前 10 个月一般公共预算收入累计同比：省级地区 (%)	7
图 8	政府性基金收支累计同比：地方层面 (%)	8
图 9	2022 前 10 个月政府性基金收入累计同比：省级地区 (%)	8
图 10	近年前 11 个月：广义财政收入进度 (%)	8
图 11	广义财政收支缺口 (亿元)	8
图 12	专项债限额空间 (万亿元)	9
图 13	专项债额度提前下达情况	9
图 14	转移支付规模 (亿元)	10
图 15	政府发行债务结构 (亿元)	10
图 16	宏观杠杆率：政府部门 (%)	10
图 17	政府部门杠杆率：中央和地方 (%)	10
图 18	2022 年设备更新改造再贷款：财政贴息支持领域	11
图 19	2021 年国有资产：资产总额 (万亿元)	11
图 20	行政事业单位国有资产：盘活方式	11
图 21	“十四五”期间：完善现代税收制度	12

表目录

表 1	中央经济工作会议：关于财政政策的表述	4
-----	--------------------	---

2022年中央经济工作会议提出，明年“要着力扩大国内需求”，积极的财政政策要“加力提效”。我们认为，接下来宏观政策或更加积极稳增长，财政力度会有所提升。然而今年以来，疫情多地频发对经济增长形成扰动，叠加房地产供需两端承压，部分地方政府财力受损。为了稳增长，当前财政面临哪些挑战？为了支持高质量发展，未来财政发力的空间在哪儿？本篇报告将对明年财政形势进行展望。

1. 明年财政：加力提效，风险可控

宏观积极稳增长。2022年中央经济工作会议提出，明年要突出做好“稳增长、稳就业、稳物价”工作，着力“扩大国内需求”，推动经济运行整体好转。我们认为，接下来宏观政策或更加积极稳增长。在全球经济增速放缓，外需逐步降温的背景下，扩内需成为稳经济的重要抓手，要充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。我们预计，明年基建投资延续较高增速，而财政需要保持必要的支持力度。

财政“积极”基调，“加力提效”。从今年的会议表述看，财政延续了“积极”基调，强调要“加力提效”，“保持必要的财政支出强度”，对比去年的表述“提升效能，更加注重精准、可持续”，我们认为明年财政力度相比今年可能会适度增加，不过整体不是要强刺激的思路，更多是打组合拳。

高质量发展要求下，财政要“风险可控”。在内、外局势发生变化的情况下，二十大报告多处强调“高质量发展”。本次中央经济工作会议指出，明年要实现“质的有效提升”和“量的合理增长”，“坚持以质取胜，以量变的积累实现质变”。我们认为，新时代的外部环境日趋复杂，面对百年未有之变局，不会为了纯粹的短期经济数字，再去通过地产和基建强刺激去拉动经济。这也对宏观政策提出了更高要求：摆脱大规模强刺激政策，更加注重改革、提振信心、激发活力。因此，财政在必要的支持强度下要“优化组合赤字、专项债、贴息等工具”，“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。

表 1 中央经济工作会议：关于财政政策的表述

时间	财政政策要点
2022年	积极的财政政策要 加力提效 。保持必要的财政支出强度， 优化组合赤字、专项债、贴息等工具 ，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。 要加大中央对地方的转移支付力度 ，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。要防范化解地方政府债务风险， 坚决遏制增量、化解存量 。
2021年	积极的财政政策要 提升效能 ，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策。坚决遏制新增地方政府隐性债务。
2020年	积极的财政政策要 提质增效、更可持续 ，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
2019年	积极的财政政策要 大力提质增效 ，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。
2018年	积极的财政政策要 加力提效 ，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。
2017年	积极的财政政策 取向不变 ，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。
2016年	财政政策要 更加积极有效 ，预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。
2015年	积极的财政政策要 加大力度 ，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收，保障政府应该承担的支出责任。
2014年	积极的财政政策要 有力度 。
2013年	要 进一步调整财政支出结构 ，厉行节约，提高资金使用效率，完善结构性减税政策，扩大营改增试点行业。
2012年	实施积极的财政政策，要 结合税制改革完善结构性减税政策 。各级政府要厉行节约，严格控制一般性支出，把钱用在刀刃上。

资料来源：共产党员网，海通证券研究所整理

今年以来，面对“三重压力”，财政运行的特征较以往有所不同。在研判明年财政形势之前，有必要对今年的情况进行回顾。

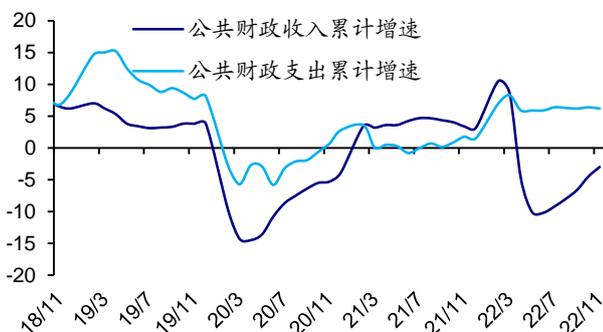
首先，在第一本账“一般公共预算”，通过大规模减税降费、退税缓税缓费等帮扶市场主体，预计全年规模超过4万亿元。截至11月10日，全国新增减税降费及退税缓税缓费超3.7万亿元。其中，增值税留抵退税23097亿元，超过去年全年退税规模的3.5倍；新增减税降费7896亿元；缓税缓费6797亿元。前10个月，一般公共预算收入同比下降4.5%，其中税收收入下降8.9%。为了弥补收支缺口，非税收入高位运行，同比增长23.2%，主要与盘活国有资产紧密相关。

其次，在第二本账“政府性基金预算”，收支分化较为明显。今年前10个月，政府性基金预算收入同比大幅下降22.7%。主因在于房地产供需两端承压，企业拿地积极性减弱，土地出让收入的拖累较为明显。同时，政府性基金预算支出同比增长9.8%，保持了必要的力度。

再者，专项债的发行节奏前移，规模创新高。2022年专项债额度3.65万亿元，上半年的发行就已经完成93.3%，进度远超近年同期水平。下半年依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，并在10月底前发行完毕。全年专项债发行超过4万亿元，规模创下历史新高。

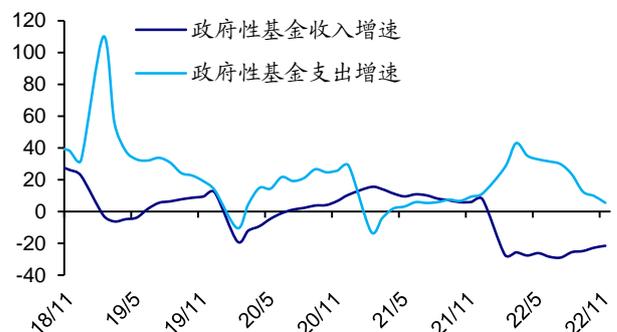
最后，狭义财政兜牢民生底线，广义财政发力基建。今年前10个月，卫生健康、社保就业、教育支出分别同比增长12.6%、7.4%、6%，在各项支出中增速靠前。由于预算收入低位运行，稳增长更多依靠广义财政。前期专项债为基建提供了有力资金支持，后期调增的8000亿元政策性银行信贷额度、7400亿元的政策性开发性金融工具接续发力，发挥了“类财政”的功能。

图1 一般公共预算：收支增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，21年数据为两年平均增速

图2 政府性基金预算：收支增速（%）



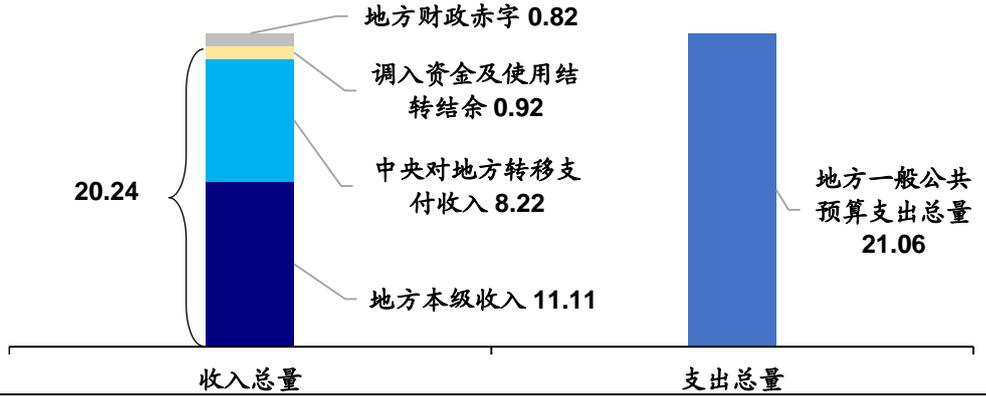
资料来源：Wind，海通证券研究所，21年数据为两年平均增速

2. 积极财政：哪些地方面临挑战？

尽管今年财政收入增长乏力，但是稳增长的诉求仍需要支出端持续发力。这使得收支矛盾较为突出，而更多的压力体现于地方层面。

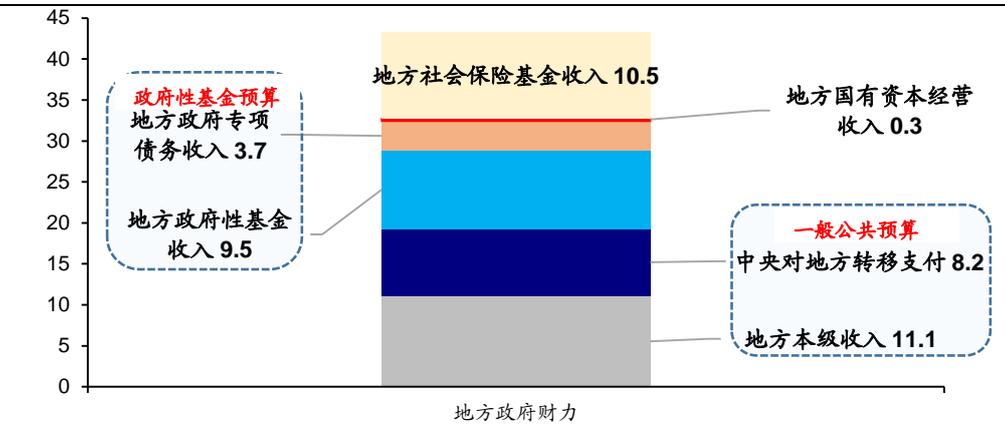
回看地方财力的构成，对于“第一本账”，2021年地方一般公共预算收入19.3万亿元，其中地方本级收入和中央对地方转移支付占比分别为57.5%、42.5%。对于“第二本账”，2021年地方政府性基金收入9.47万亿元，其中除了少量的转移支付，地方本级收入达到9.39万亿元。同时，地方专项债收入3.65万亿元，是地方财力的重要补充。最后，国有资本经营预算收入较少，社保基金预算收入专款专用，对于地方政府宏观调控影响较小。总结来看，地方财政更多依靠“前两本账”发挥职能。

图3 2021年一般公共预算收支平衡：地方层面（万亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 从2021年财政“四本账”：看地方政府财力（万亿元）

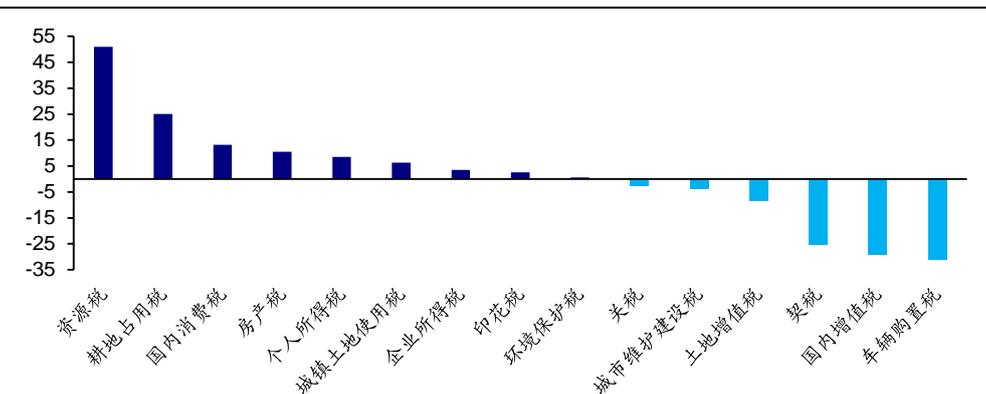


资料来源：Wind，海通证券研究所，注：地方政府性基金收入、国有资本经营收入包含少量转移支付

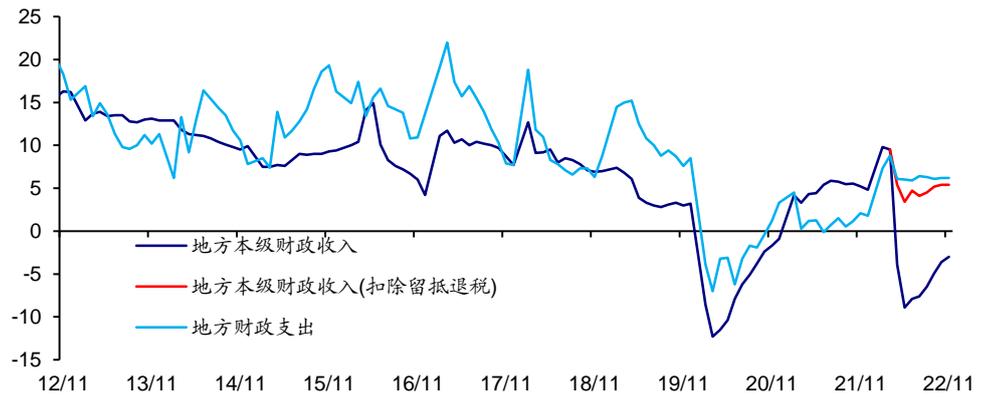
但是短期的疫情扰动、中期的地产疲弱、阶段性的减税退税使得今年地方财力吃紧。一方面，在大额共享税中，地方政府的分成因“蛋糕”缩小而减少。4月以来，随着大规模留抵退税的推进，增值税明显回落。前10个月，国内增值税收入同比下降29.1%。另一方面，主要的地方税种收入下滑。前10个月，受房地产市场疲弱的影响，契税、土地增值税收入同比回落25.4%、8.3%。

今年4月以来，地方收入增速开始转负。前10个月，地方一般公共预算本级收入同比下降3.6%，扣除留抵退税因素后，增速达到5.4%，而2016-2018年这一增速在7%以上。与此同时，地方财政支出自年初以来大幅回升，回到了2016-2018年的中枢水平。这也意味着地方收支缺口在扩大。

图5 2022前10个月各税种收入：累计同比（%）

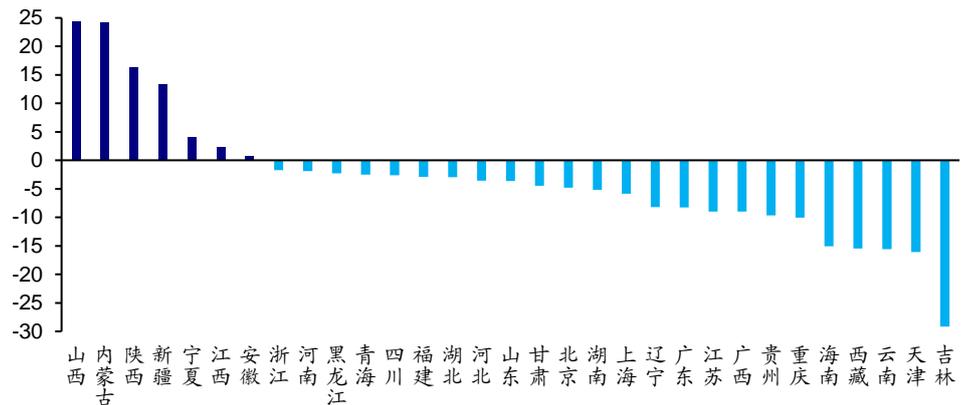


资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 一般公共预算收支累计同比：地方层面 (%)


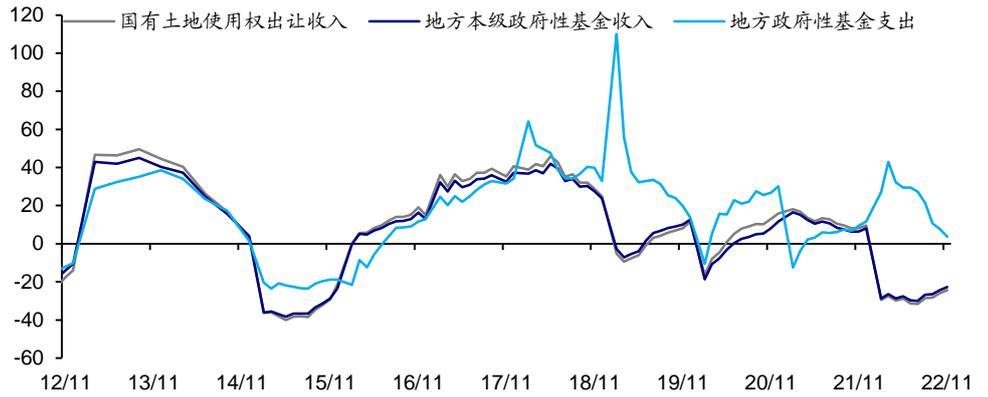
资料来源：Wind，海通证券研究所，21年数据为两年平均增速

2022年前10个月，全国仅7个省级地区预算收入实现正增长，其中山西、内蒙古、陕西增速靠前，或与资源价格的上涨有关。而其他地区的预算收入普遍回落，其中吉林、天津、上海因前期疫情困扰，前10个月累计增速分别低至-29.1%、-16%、-5.9%。值得关注的是，往常广东、江苏、浙江、山东、河南、四川等6个经济大省经济总量占全国的45%，其中4个沿海省在地方对中央财政净上缴中贡献超过6成。但是前10个月，这些省份的预算收入均有所下滑，其中江苏、广东、山东的降幅分别达到9%、8.3%、3.6%。

图7 2022前10个月一般公共预算收入累计同比：省级地区 (%)


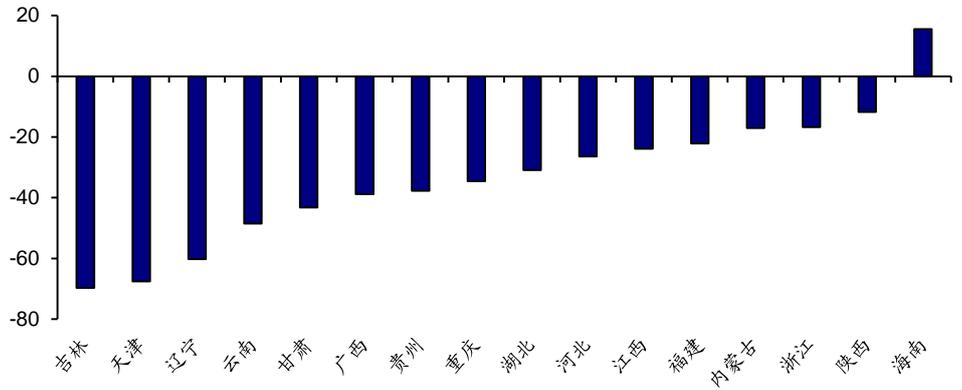
资料来源：Wind，海通证券研究所

对于政府性基金预算，收入端因房地产市场偏弱受到更多拖累。2022年以来，房地产销售面积增速转负，前10个月累计同比增速为-22.3%。房地产需求不振，使得土地市场遇冷，前10个月土地成交价款累计下降46.9%，国有土地使用权出让收入同比下降25.9%。考虑到土地出让收入占政府性基金收入接近九成，地方财政压力势必增加。今年前10个月，政府性基金预算收入同比下降22.7%，其中中央增长7.3%，地方下降24.3%。

图8 政府性基金收支累计同比：地方层面（%）


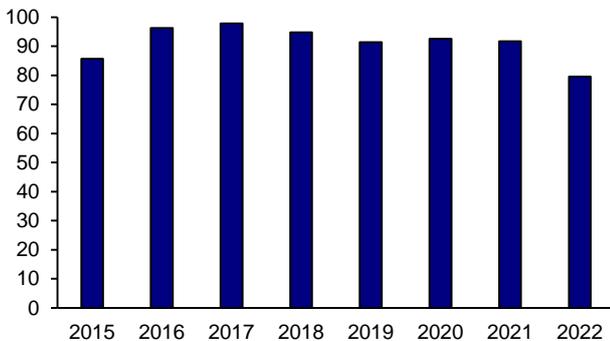
资料来源：Wind，海通证券研究所，21年数据为两年平均增速

分地区看，2022年前10个月，多数省级地区的政府性基金收入回落，其中吉林、天津、辽宁累计增速分别降至-69.7%、-67.5%、-60.2%。云南、甘肃、广西、贵州、重庆、湖北等地区的降幅均在30%以上。

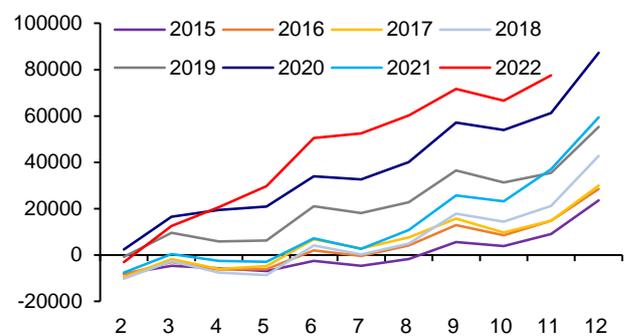
图9 2022前10个月政府性基金收入累计同比：省级地区（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

广义财政收入进度偏慢，收支缺口扩大。今年前11个月，广义财政收入进度约为79.6%，与近几年同期水平差距较大。其中，一般公共预算、政府性基金预算的收入进度分别为88.3%、61%，而过去5年同期的进度分别为94.8%、91.8%。此外，收入端不及预期，使得收支缺口也明显高于近年同期。

图10 近年前11个月：广义财政收入进度（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 广义财政收支缺口（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 加力提效：明年财政如何运行？

地方收支矛盾增加后，今年多措并举保障财政运行，但是明年能否可持续因各自的资金来源而有所不同。

首先，**新增专项债保持较高规模**。今年新增专项债额度 3.65 万亿元，叠加盘活 5000 多亿地方结存限额，全年规模创新高。展望 2023 年，我们认为新增专项债额度或在 3.65 至 3.75 万亿元区间，与今年差距不会太大。究其原因，第一，考虑到“债务风险可控”，额度难以较大提升。第二，用好专项债限额空间。今年地方政府专项债券余额距离限额约 1.55 万亿元，为了财政可持续性，下半年仅用去三分之一，明年仍有盘活空间，且有利于根据项目资金需求合理把握发行节奏。第三，要提高专项债券项目储备质量，减少资金闲置浪费，更好发挥专项债券资金的撬动作用。

图12 专项债限额空间（万亿元）

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
新增专项债券发行额	0.10	0.40	0.79	1.35	2.15	3.60	3.58	4.03
新增专项债务限额	0.10	0.40	0.80	1.35	2.15	3.75	3.65	3.65
专项债务限额	6.08	6.47	7.27	8.62	10.77	14.52	18.17	21.82
专项债务余额	5.49	5.52	6.15	7.41	9.44	12.92	16.70	20.66
限额-余额	0.59	0.95	1.12	1.21	1.33	1.60	1.47	1.16

资料来源：Wind，海通证券研究所测算

但是今年“提前批”额度或有所增加。2022 年新增专项债部分额度在前一年 12 月提前下达，规模约 1.46 万亿元，占全年额度的比重约 40%。我们认为今年专项债“提前批”额度或增加至 1.8 万亿元，占比也将有所提升。专项债的投向领域也将进一步优化，在兼顾传统基建的基础上，面向新基建、新能源的力度有望进一步提升。此外，专项债作项目资本金的范围或将延伸，通过吸引更多民间资本进而撬动有效投资。

图13 专项债额度提前下达情况

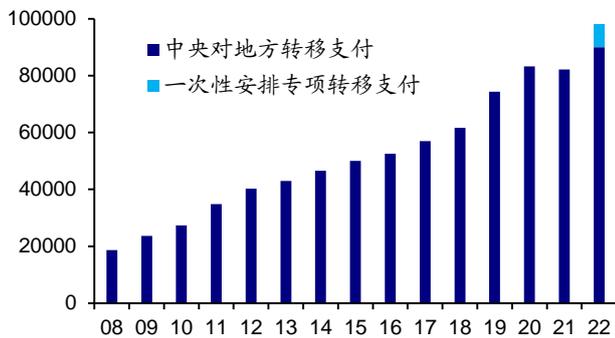
年度	提前下达 时间	提前下达 规模(万亿元)	年度额度 (万亿元)	提前下达 占比(%)
2019	2018.12	0.81	2.15	37.7
	2019.11	1		26.7
2020	2020.1	0.29	3.75	7.7
	2020.4	1		26.7
2021	2021.3	1.77	3.65	48.5
2022	2021.12	1.46	3.65	40.0

资料来源：Wind，海通证券研究所

其次，中央“加杠杆”，增加转移支付。今年中央对地方转移支付 8.99 万亿元，增长 8.4%。其中一般性转移支付、专项转移支付（包含中央预算内投资）分别为 8.21 万亿元、0.78 万亿元。值得一提的是，加上通过特定国有金融机构和专营机构上缴利润一次性安排的支持基层落实减税降费和重点民生等专项转移支付 0.8 万亿元，转移支付总

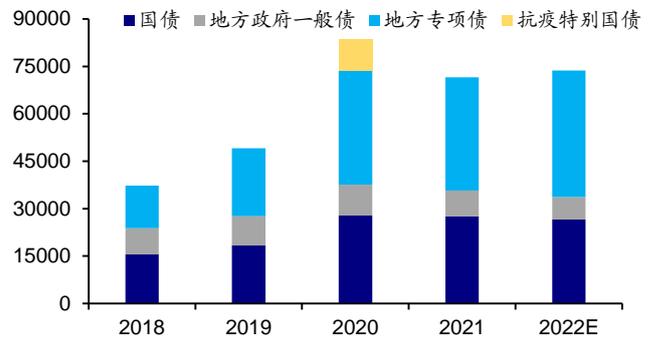
规模为 9.79 万亿元，较去年增长 18%。考虑到央企利润上缴是“一次性安排”难以持续，而中央经济工作会议明确转移支付力度要增加，我们认为明年或主要通过“加杠杆”的方式完成，且更多落在中央层面。

图14 转移支付规模（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 政府发行债务结构（亿元）



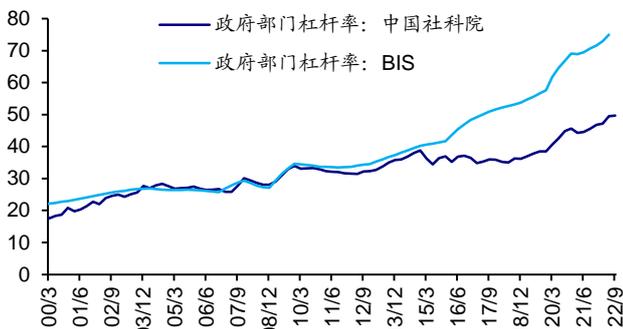
资料来源：Wind，海通证券研究所测算

为了保障积极财政运行，2020 年我国发行了 1 万亿元抗疫特别国债，2022 年通过 1.65 万亿元央行和央企利润上缴补充财力，但是这些措施是一次性安排，难以持续。2022 年 9 月，中央、地方杠杆率分别由 2019 年 12 月的 16.9%、21.6% 升至 20.6%、29.1%，地方政府杠杆率相比中央抬升较为明显。为了保证明年地方政府债务风险可控，我们认为财政“加力”可以通过“加杠杆”的方式完成，且更多落在中央层面。预计赤字率目标由今年的 2.8% 升至 3% 以上。

对于第一本账，考虑到疫情防控逐步优化，如果人口流动逐步恢复“正常”，经济将慢慢修复，我们预计明年一般公共预算收入或将实现约 22 万亿元，在今年因退税导致低基数的情况下增速或达到 10%-12%。

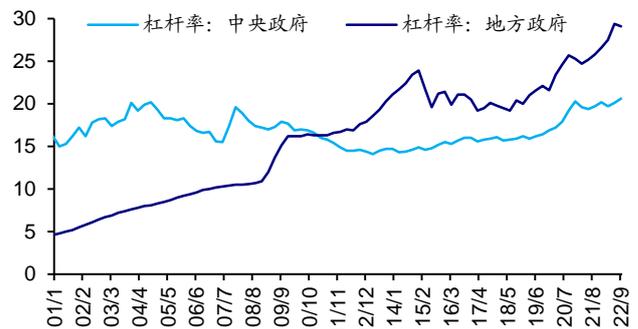
对于第二本账，考虑到房地产市场或边际修复，明年政府性基金收入有望改善。从当前政策看，需求端“支持刚性和改善性住房需求”，通过调整之前限制的政策释放有效需求，而非强刺激。在供给端，“推动行业重组并购，有效防范化解劣质头部房企风险”。所以关键是保障优质供给，但其它供给还是要面临部分出清风险。我们认为，对于房地产的修复不能过于乐观，要持有谨慎态度。因此预计明年政府性基金收入 8.5 万亿元左右，在今年低基数的情况下增速或达到 8.4%。

图16 宏观杠杆率：政府部门（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 政府部门杠杆率：中央和地方（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

最后，在政策工具上，中央贴息值得关注。“十三五”以来，我国持续实施大规模减税降费。今年减税退税规模创下新高，但是这也一定程度上限制了支出端的发力空间。考虑到财政可持续性，贴息或在明年扮演重要角色。今年四季度，为了支持部分领域设备更新改造，人民银行提供专项再贷款额度 2000 亿元以上，中央财政为贷款主体贴息 2.5%，使得贷款主体实际贷款成本不高于 0.7%。这一做法通过和货币政策更好地配合，增强政策的时效性和精准性，形成共促高质量发展合力。同时，也有利于财政支出“提

效”。考虑到明年“注重围绕市场主体需求施策”，叠加“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持”，我们预计财政贴息的范围和力度或进一步提升。

图18 2022年设备更新改造再贷款：财政贴息支持领域

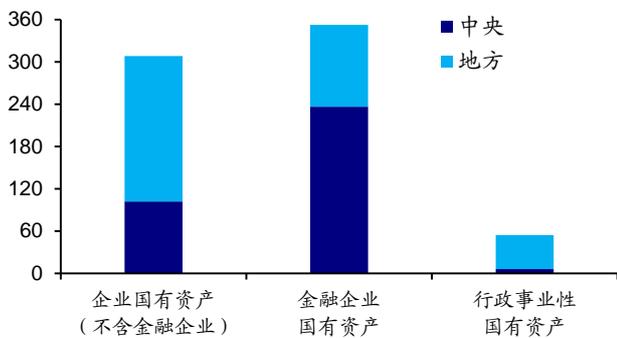


资料来源：中国人民银行，海通证券研究所

4. 财政可持续：长期方向在哪儿？

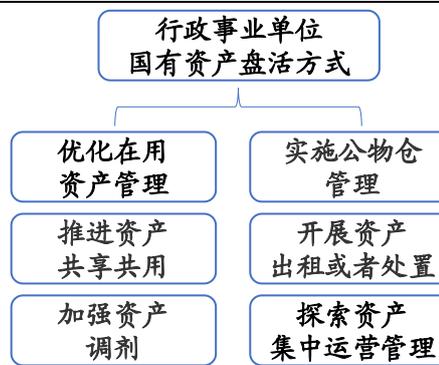
为了保持必要的支出强度，我们认为中央加杠杆是短期的有效手段。但是为了财政可持续性，中长期的改革仍需提速。首先，盘活国有资产。目前我国形成了企业（不含金融）、金融企业、行政事业性、自然资源等四大类别国有资产的分类分级管理格局。2017—2021年，行政事业性国有净资产从20.5万亿元增长到42.9万亿元，年均增长20.3%。未来将闲置的房屋、土地、车辆等资产盘活，用好回收资金不仅可以补充地方财力，也可以增加有效投资。

图19 2021年国有资产：资产总额（万亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 行政事业单位国有资产：盘活方式



资料来源：2022年《关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见》，财政部，海通证券研究所

其次，税制改革或进一步提速。结合“十四五”规划，税收改革主要从5个方向展开。对于个人所得税，扩大综合征收范围，优化税率结构。对于增值税，聚焦支持稳定制造业、巩固产业链供应链。对于消费税，调整优化征收范围和税率，推进征收环节后移并稳步下划地方。对于房地产税，推进立法，健全地方税体系，逐步扩大地方财政管理权。此外，建设智慧税务，推动税收征管现代化。

我们认为，消费税改革对于地方财政的可持续性意义较大。2021年我国国内消费税实现收入1.39万亿元，占税收收入的比重约8%，但是它属于中央税种，地方政府难以从中直接分成。未来有望将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税目逐步后移至批发或零售环节征收。改革调整的存量部分核定基数，由地方上解中央，增量部分原则上将归属地方。这不仅可以为地方拓展稳定的收入来源，还可以改善消费环境，调节收入。

最后，进一步理顺央地财政关系。建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地

方财政关系，适当加强中央在知识产权保护、养老保险、跨区域生态环境保护等方面事权，减少并规范中央和地方共同事权。

图21 “十四五”期间：完善现代税收制度



资料来源：《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，中国政府网，新华社，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
侯欢 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。