



2022 年中国财政政策展望： 从蓄力到发力



2021 年全国“两会”确定的财政赤字率和新增地方专项债额度都明显高于市场预期，但实际支出却没有那么积极。一般公共预算+政府性基金两本账延续“超收少支”，2021 年实际广义赤字规模可能比预算赤字规模少 2.8 万亿，差额较 2020 年的 2.5 万亿进一步提高。预算积极但实际支出保守，可能与全年完成增长目标难度不大、缺少合适基建项目拖累公共财政用于相关领域的支出、以及地方政府隐性债务高压治理等有关。

2022 年财政政策在宏观调控中将扮演更重要的角色。支撑疫后中国经济快速恢复的出口和房地产投资这两大增长动能可能步入下行周期，尽管基建、制造业投资和消费均有继续修复的基础，但难以对冲出口和房地产投资回落对中国经济的拖累，因此 2022 年的稳增长压力明显大于 2021 年。2021 年中央经济工作会议重提“以经济建设为中心是党的基本路线的要求”、“着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间”，这需要宏观政策积极应对。财政政策是发力重点，2021 年底召开的中央经济工作会议，指出要“保证财政支出强度，加快支出进度”。

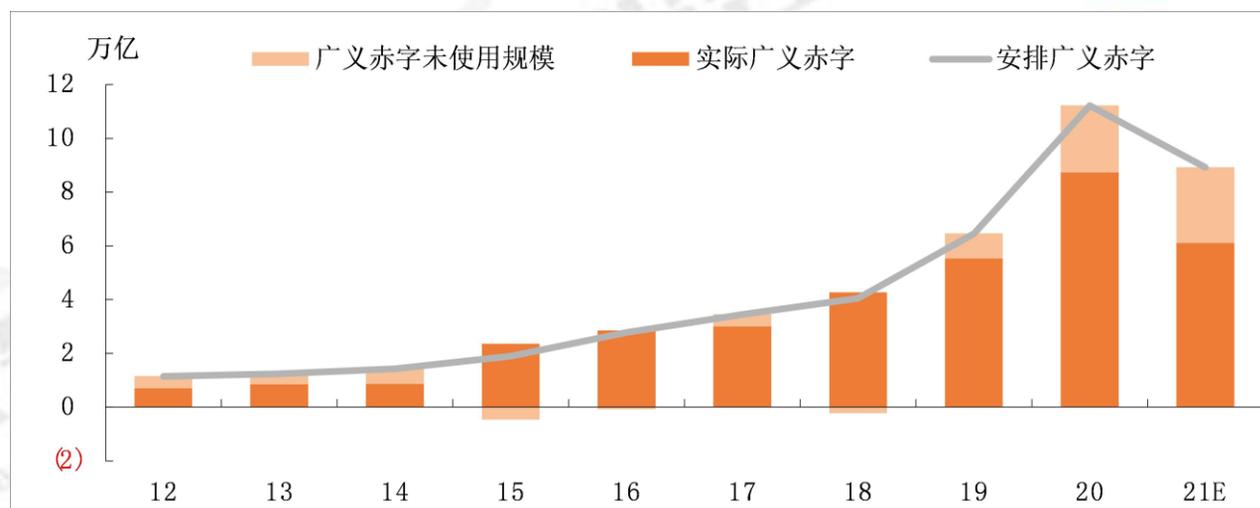
狭义赤字率是一般公共预算账户对应的赤字率。广义赤字率有不同口径，我们取其为一一般公共预算和政府性基金预算这两本账对应的赤字率。2020 年广义赤字率为 8.4%；2021 年安排的赤字为 35700 亿、新增地方专项债额度为 36500 亿，根据 114.37 万亿的名义 GDP，可计算得 2021 年广义赤字率为 6.3%。

预计 2022 年的广义赤字率将下调至 5.8%，广义赤字规模约为 7.13

万亿。5.8%的广义赤字率,介于2019年的5.0%和2021年的6.3%之间,体现了中国经济走过疫后复苏最快的时候、增长面临放缓压力时,财政政策将继续发挥托底经济和保就业保民生保市场主体的积极作用。我们预计2022年名义GDP增长7.5%,估算得当年广义财政赤字为71310亿,较2021年减少约900亿。

2022年财政稳增长诉求上升的同时,广义赤字率可以下调的基础是:2020-2021年财政连续两年“超收少支”,为财政“跨周期调节”提供了资金。2020年全国公共财政预算和政府性基金预算两本账的实际广义赤字为8.7万亿,比预算安排的广义赤字少2.5万亿。这2.5万亿未使用的资金,可通过中央预算稳定调节基金、地方财政调入资金和结转结余资金等账户,预留到以后年份使用。

2021年一般公共预算收入目标设定偏保守,而实际支出节奏较慢,两本账“超收少支”延续。2021年1-11月,一般公共预算+政府性基金的收入同比增长10.6%,而支出同比仅为0.5%。假定2021年1-11月两本账收入和支出的完成进度,和2018-2020年1-11月的实际进度均值89.3%和84.5%相同,据此算得两本账全年实际广义赤字约为6.1万亿,比安排的广义赤字少2.8万亿。

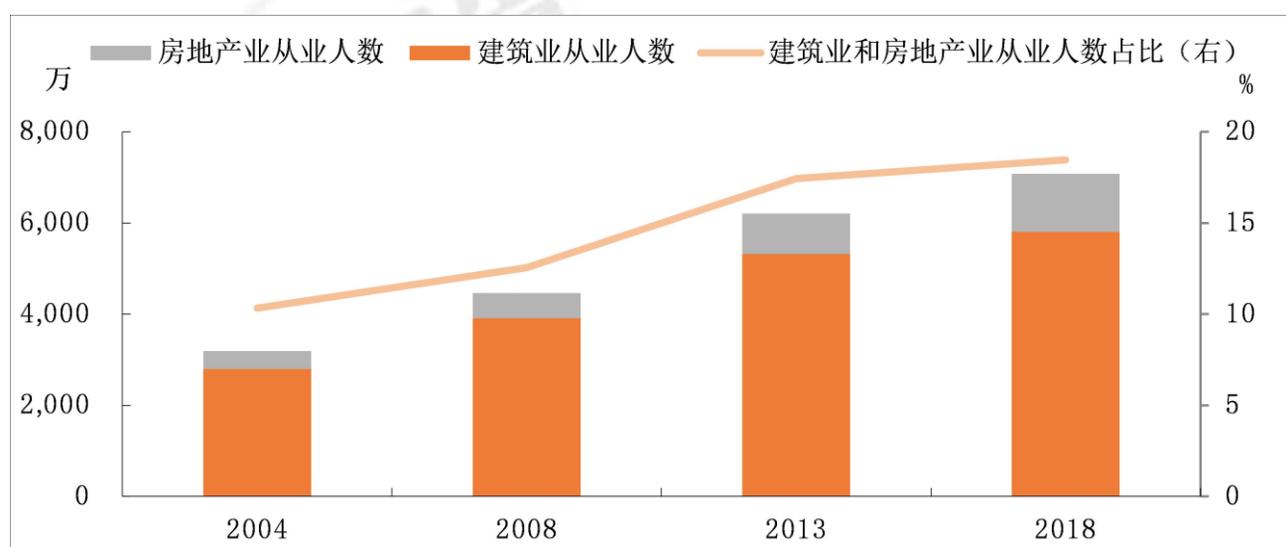


2022年广义财政赤字结构可能调整,适当降低新增地方政府专项债券比例,将额度向新增一般债挪腾。预计2022年狭义财政赤字率可能持平于2021年的3.2%,地方政府新增专项债券额度从2021年的36500亿下降到32000亿,减少4500亿。

虽然狭义财政赤字率持平于3.2%,但2022年狭义赤字安排将比2021年更积极。从绝对规模看,2022年狭义赤字预计在39300亿,较2021年增加3600亿,而2021年比上一年减少了1900亿。从狭义赤字率看,2021年安排狭义赤字35700亿、赤字率3.2%,隐含的2021年名义GDP增速为9.8%。由于2021年中国经济实际表现强于预期,名义GDP增速为12.8%,根据35700亿赤字安排计算的实际赤字率为3.1%左右。因此,2022年的狭义赤字率安排也比2021年实际的更高。

2022年狭义财政赤字将更积极,主要有以下两个原因:一是从总量层面看,2022年稳增长压力更大,需要加大逆周期调节力度,财政政策将是应对的主要抓手,适当提高狭义赤字规模,可扩大财政政策的应对空间;

二是从结构角度看，2022 年对财政资金保就业保民生保市场主体的诉求更高。根据商务部相关领导的介绍，2020 年外贸带动就业人数超过 1.8 亿；房地产业上下游链条长，根据第四次经济普查数据，2018 年仅房地产业和建筑业的从业人员就有 7072 万，占全国二产和三产法人单位从业人员的 18.5%。在出口和房地产投资或将步入下行周期后，两大产业链上的市场主体尤其是中小微企业的生产经营环境可能更难，从业人员的失业风险也在上升。这意味着，需要财政加大在保市场主体、稳定就业和基本民生上的支出。



为防范地方政府专项债用途“万能化”所带来的风险，以及提高财政资金使用效率，2022 年可适当降低新增地方专项债的比例和规模。

地方政府专项债券已成为中国债券市场的第三大品种，近年专项债在规模快速扩张的同时，一些实际中的不规范行为也引起了越来越多的关注。按规定专项债需遵循市场化原则发行和使用，所对接的项目现金流能够自求平衡。2019 年 10 月政策限制专项债用于土储项目后，基建成为专项债

的最主要投向，2020年和2021年占比都接近七成。但实际上收益率符合要求的基建项目并不多，城投平台的投入资本回报率 ROIC 可近似看作是基建项目的回报率，2020年中位数只有1.2%，低于当年新增专项债的平均发行利率3.4%。成本收益倒挂，使得专项债发行时夸大现金流预测并不少见，审计中也发现募集到资金后存在资金趴在账上、挪作它用，甚至用于购买理财产品等问题。地方专项债资金使用效率低，未能充分发挥托底中国经济的作用。

地方政府专项债还面临着债务可持续性的问题。专项债收支列入政府性基金预算，由于所对接项目现金流多数难以覆盖本息，需政府性基金收入或发行再融资债券来偿还。即使不考虑目前地方政府性基金支出中有近八成是刚性的，难以腾挪用于偿还专项债本息，就是专项债余额和政府性基金收入缺口的持续扩大，也会导致专项债还本对再融资券的依赖度越来越高。

地方专项债收支列入政府性基金预算，因此专项债规模扩张不会提高狭义财政赤字率。但专项债还本对再融资券的依赖度越来越高，某种意义上可以认为，专项债现金流自求平衡这一硬约束的实际效力在逐步被削弱，专项债和一般债在趋同。因此，建议调整地方政府新增债券结构，将部分专项债额度向一般债挪腾，或可更好管控地方债务风险和提高资金使用效率。2021年中央经济工作会议强调“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”，我们认为将新增地方债额度从专项债向一般债挪腾，

有助于实现该要求。

从财政部对全国人大代表建议的答复看，我们认为 2022 年就可能适当降低新增专项债的比例和规模。2021 年 8 月财政部在答复十三届全国人大四次会议河北代表团“关于优化政府债务结构健全地方政府债券资金拨付管理机制的建议”时称，将按照党中央、国务院决策部署，认真考虑“进一步提高一般债券额度，适当降低专项债券比例”的建议意见，在分配以后年度新增地方政府债务限额时积极予以考虑。

从支出节奏看，预计 2022 年财政支出将“前置”，与 2021 年的“后置”有机衔接。中央经济工作会议定调要“适度超前开展基础设施投资”；2022 年 1 月 10 日召开的国务院常务会议，要求“尽快将去年四季度发行的 1.2 万亿元新增地方政府专项债券资金落实到具体项目，抓紧发行今年已下达的专项债……力争在一季度形成更多实物工作量”。可见，以基建投资为主要抓手，财政支出将加码以托底经济。

从支出结构看，预计 2022 年中国财政支出将呈现以下特点：

第一，专项债发行节奏前置，以及实施更大力度的减税降费。 八廿四

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_36705

