

2022 财政政策展望 从蓄力到发力

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



- 2021 年两会确定的财政赤字率和新增专项债额度，都明显高于市场预期，但截至目前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”，实际赤字规模可能比预算赤字规模少 4.3 万亿，差额较 2020 年的 2.5 万亿大幅提高。2022 年中国经济“类滞胀”风险犹存，货币政策宽松空间受限，财政政策在宏观调控中将扮演更重要的角色，从“超收少支”到“用足力道”，从节奏“后置”到“前置”，均是财政政策跨周期调节的重点所在。
- 预计 2022 年广义赤字率 5.5%，低于 2021 年的 6.3%。在对财政稳增长诉求上升的 2022 年，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。2021 年全国一般公共预算+政府性基金的实际广义赤字 8.7 万亿，比安排的广义赤字少 2.5 万亿。使用今年前三季度数据和季节性均值，可估算得今年全年两本账的实际广义赤字可能比安排的广义赤字少 4.3 万亿。这些已安排但实际未使用的赤字，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。
- 2022 年财政赤字结构调整，降低新增专项债额度。预计 2022 年狭义财政赤字率可能持平于今年的 3.2%、赤字规模为 39700 亿；地方政府新增专项债券额度从 2021 年的 36500 亿下降到 28500 亿，减少 8000 亿。尽管安排的狭义赤字率相同，但 2022 年狭义赤字将比今年更积极：从绝对规模看，较今年提高了 4000 亿，而今年环比减少了 1900 亿；从狭义赤字率看，今年实际的预计只有 3.1%左右，2022 年是有所提高的。为防范专项债用途“万能化”带来风险，以及提高资金使用效率，2022 年可能适当降低新增专项债的比例和规模。今年 8 月财政部在回复全国人大的建议时，指出会认真考虑“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。我们认为 2022 年就可能实施。
- 2022 年财政支出节奏“前置”，公共财政投向基建规模难明显提升。从支出节奏看，预计 2022 年财政支出将“前置”，和今年的“后置”有机衔接。从支出结构看，预计 2022 年可能调整的方向：一是由于项目配套融资难，公共财政资金投向基建的规模难以明显提升；二是公共消费率适当提高，发挥对私人消费的“挤入”效应；三是继续加大对经济薄弱环节的定向支持，保就业保民生保市场主体；四是专项债可能与十四五时期的重大项目更好结合，推动基建投资尽快形成实物工作量。

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，但截至目前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 年实际赤字规模可能比预算赤字规模少 4.3 万亿，差额较 2020 年的 2.5 万亿大幅提高。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，特别是近期针对地产调控的政策纠偏只会延缓地产投资放缓的节奏而难改下行趋势。而基建、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 年的稳增长压力可能明显大于今年。这需要宏观政策积极应对，但货币政策受限于国内通胀（PPI 同比持续高位，CPI 同比见底回升），以及海外主要央行开启货币政策正常化，“内外交困”下货币宽松的空间不大。预计 2022 年财政政策和产业政策将是应对“类滞胀”的主角，货币政策作为配合，保持流动性平稳的同时，继续加大对经济薄弱环节的定向支持。

我们对 2022 年财政政策展望如下：由于 2020-2021 年连续两年“超收少支”，为财政跨周期调节提供了资金，我们预计 2022 年广义财政赤字率可能从今年的 6.3%下调至 5.5%。为防范地方政府专项债券用途“万能化”带来风险，以及提高财政资金使用效率，2022 年广义财政赤字结构也有望调整，或适当降低新增地方政府专项债券比例和规模，将额度向新增地方一般债挪腾。预计 2022 年狭义财政赤字率 3.2%、赤字规模 39700 亿，新增专项债额度从今年的 36500 亿下调到 28500 亿。2022 年财政支出节奏也将从今年的“后置”变为“前置”；公共财政投向基建的规模难以明显提升，但适当提高公共消费率、继续加大对经济薄弱环节的定向支持，以及将地方专项债与十四五时期的重大项目更好结合，以推动基建投资尽快形成实物工作量，都是可以考虑调整的方向。

一、 预计广义赤字率低于 2021 年

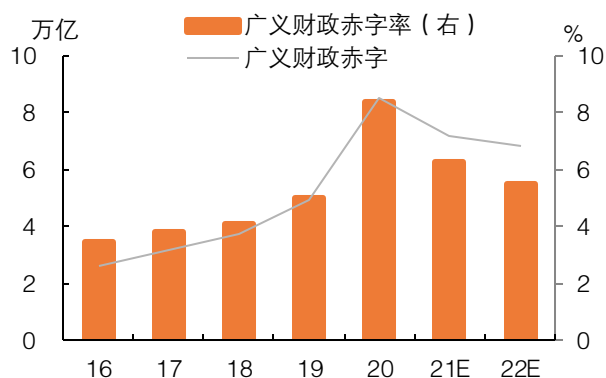
狭义赤字率是一般公共预算账户对应的赤字率。广义赤字率有不同的口径，我们取其为一一般公共预算和政府性基金预算这两本账对应的赤字率。2020 年广义赤字率为 8.4%；2021 年安排的赤字为 35700 亿、新增地方专项债额度为 36500 亿，预计全年名义 GDP 增长 13%左右（实际 GDP 同比增长 8%左右、GDP 平均指数为 5%左右），可估算得 2021 年广义赤字率为 6.3%。

预计 2022 年的广义赤字率将下调至 5.5%，广义赤字规模约为 68200 亿。5.5%的广义赤字率，介于 2019 年的 5.0%和 2021 年的 6.3%之间，体现了在中国经济从疫后复苏向常态回归的过程中，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 8%，估算得当年广义财政赤字为 68200 亿，较 2021 年减少 4000 亿（图表 1）。

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收入和支出的实际完成率分别为 101.5%、99.1%，政府性基金预算收入和支出的实际完成率分别为 114.8%、93.6%，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。2020 年新发行的国债+特别国债+地方债为 8.6 万亿，略高于财政赤字+特别国债额度+新增地方专项债额度的总和 8.5 万亿（图表 2）。可以理解为，2020 年政府为扩大财政支出，计划新增的负债资金都到位了，但实际收支缺口比原计划少了 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。

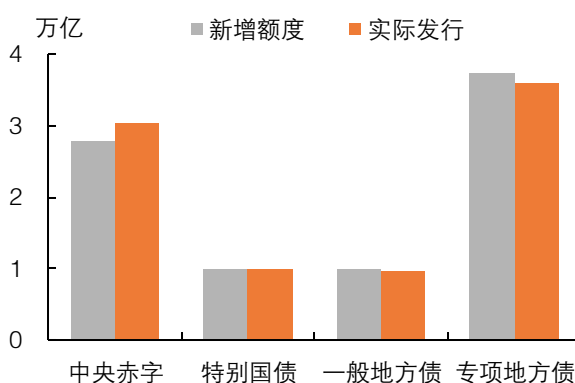
2021 年一般公共预算收入目标设定偏保守，而实际支出节奏较慢，两本账“超收少支”延续。今年前三季度，一般公共预算+政府性基金的收入同比增长 14.7%，而支出同比下降 1.1%。假定今年前三季度两本账收入和支出的完成进度，和 2018-2020 年前三季度的实际进度均值 73.5%和 71.0%相同，据此算得两本账全年实际广义赤字约为 4.7 万亿，比安排的广义赤字少 4.3 万亿（图表 3）。

图表1 预计 2022 年继续下调广义财政赤字率



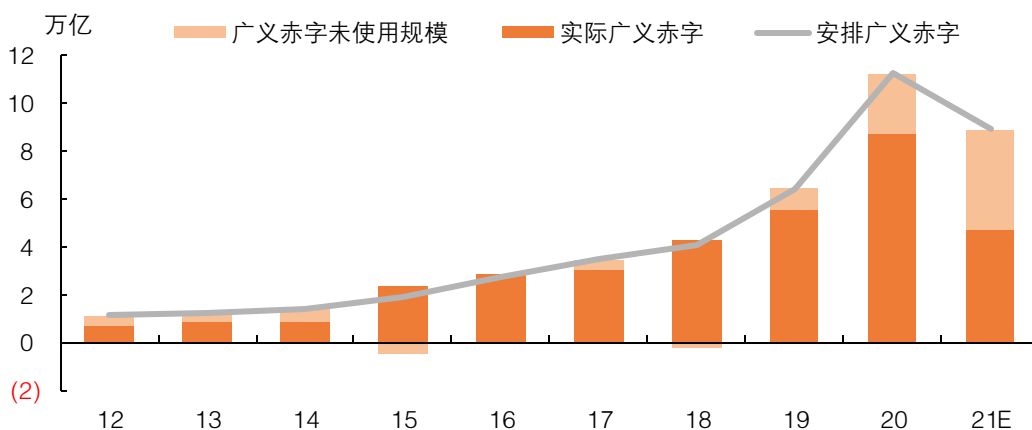
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表2 2020 年的广义赤字融资安排实际已完成



资料来源:Wind, 平安证券研究所 (注中央赤字实际发行指国债发行)

图表3 2020 年和 2021 年安排的广义财政赤字中，合计可能有 6.8 万亿实际未使用



资料来源: Wind,平安证券研究所

二、 财政赤字结构调整，新增地方专项债额度减少

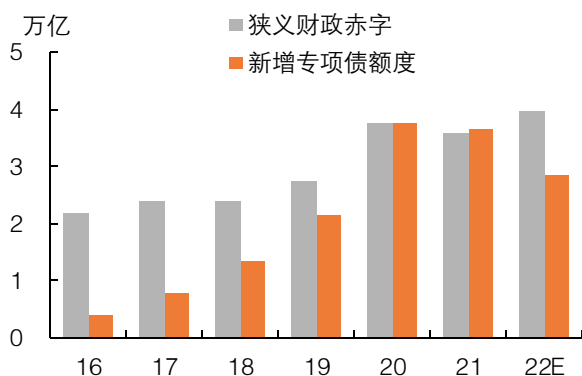
2022 年广义财政赤字结构可能调整，适当降低新增地方政府专项债券比例，将额度向新增一般债挪腾。预计 2022 年狭义财政赤字率可能持平于今年的 3.2%，地方政府新增专项债券额度从 2021 年的 36500 亿下降到 28500 亿，减少 8000 亿(图 4)。

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 39700 亿，较 2021 年增加 4000 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 增速预计在 13% 左右，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

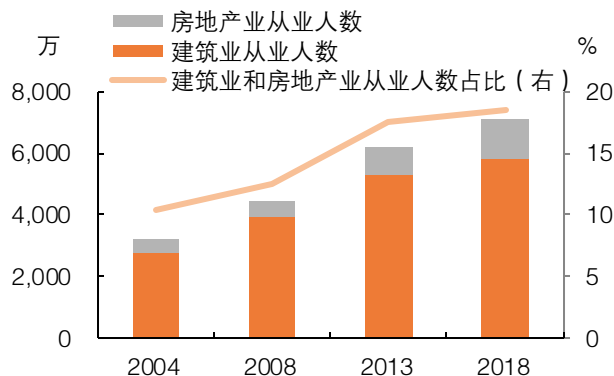
地产业上下游链条长,根据第四次经济普查数据,2018年仅房地产业和建筑业的从业人员就有7072万,占全国二产和三产法人单位从业人员的18.5%(图表5)。在出口和房地产投资或将步入下行周期后,两大产业链上的市场主体尤其是中小微企业的生产经营环境可能更难,从业人员的失业风险也在上升。这意味着,需要财政加大对保市场主体、稳定就业和基本民生上的支出。2021年政府工作报告中明确提到,财政支出“重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度”,2022年需要更积极的公共财政支出来加大对上述经济薄弱环节的支持。

图表4 预计2022年狭义财政赤字提高而新增专项债额度下降



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表5 我国房地产和建筑业吸纳的就业比例持续上升



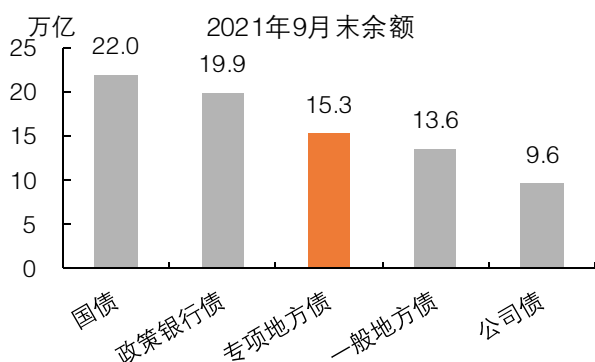
资料来源:《全国经济普查主要数据公报》, 平安证券研究所

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。

近年来地方政府专项债券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。根据财政部统计,2021年9月末地方政府专项债券余额15.3万亿,仅低于国债和政策银行债同期的余额,专项债已成为中国债券市场的第三大品种(图表6)。但规模快速扩张的同时,各方对专项债风险的担忧也在上升。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年之前70%的新增专项债用于土储和棚改项目,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年占比都超过七成。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。

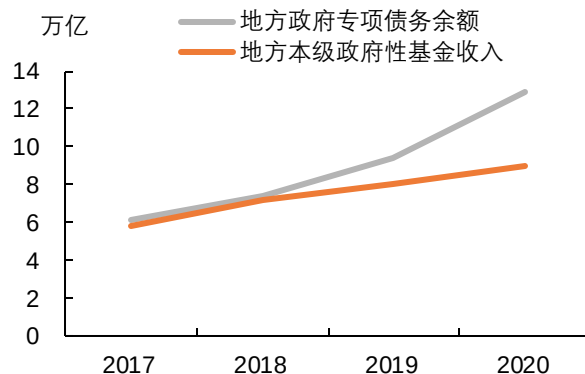
地方政府专项债还面临着债务可持续性的问题。专项债收支列入政府性基金预算,由于所对接项目现金流多数难以覆盖本息,需政府性基金收入或发行再融资债券来偿还。即使不考虑目前地方政府性基金支出中有近八成是刚性的,难以腾挪用于偿还专项债本息,就是专项债余额和政府性基金收入缺口的持续扩大,也会导致专项债还本对再融资券的依赖度越来越高(图表7)。

图表6 地方政府专项债券已成为中国第三大债券品种



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表7 地方专项债余额和地方本级政府性基金收入的缺口持续扩大



资料来源:Wind, 平安证券研究所

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。

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。今年 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。

三、 财政支出节奏“前置”,投向基建规模难以明显提升

2021 年我国财政支出节奏明显“后置”,这集中体现在两点上:一是,前文提及,今年前三季度一般公共预算+政府性基金的收入同比增长 14.7%,而支出同比下降 1.1%;二是,今年前三季度一般公共预算使用赤字 1.5 万亿,赤字使用率 29.1%,比 2018 年-2020 年同期的均值低 31.3%。今年三季度经济下行压力显现后,政府性基金支出已提速,预计四季度一般公共预算支出也将加快。

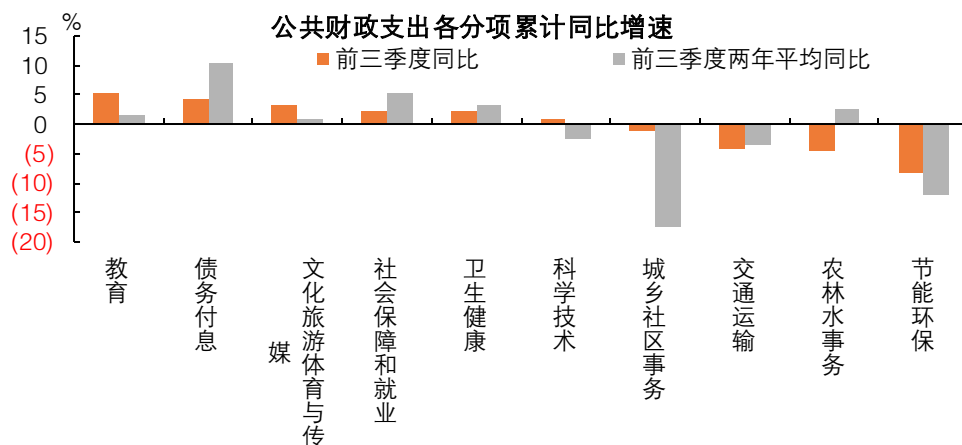
从支出节奏看,预计 2022 年财政支出将“前置”,与今年的“后置”有机衔接。2022 年中国经济下行压力或将明显大于今年,而货币政策受制于国内通胀高企和海外主要央行开始正常化,宽松空间有限,需要财政政策尽早发力来对冲。今年市场一度认为新增地方专项债额度可能不会在今年用完,但三季度专项债发行开始提速,财政部相关领导称争取在 11 月底前发完。地方专项债发行提速,可能是在为明年尽早形成实物工作量做准备。

从支出结构看,预计 2022 年我国财政支出将呈现以下特点:

第一,缺项目和缺配套资金,公共财政资金投入基建规模难以明显提升。基建投资虽是政府主导,但直接来源于国有预算资金(包括专项债投向基建的部分)不到两成,主要还是依靠城投平台的债务融资。2018 年后基建投资持续低迷,就在于地方债务监管趋严。因此,城投平台的融资意愿和融资能力是影响基建投资的最核心因素。融资意愿方面,2020 年我国城投有息负债增长 13.0%,考虑到化解隐性债务风险是近年财政领域的重点工作之一,在缺少合适项目的情况下,地方政府为基建融资的动力不足;融资能力方面,全国一盘棋“稳地价”、多城集中供地时出现土地流拍,城投平台融资时所依赖的土地抵押品功能弱化,将会限制城投平台的举债能力。

基建项目配套融资难，势必拖累公共财政支出投向基建的规模。2021 年前三季度，公共财政支出投向与基建相关的节能环保、农林水事务、交通运输和城乡社区事务的累计增速分别为-8.3%、-4.5%、-4.3%和-1.2%，是公布支出增速的主要分项中仅有的四个负增长的领域（图表 8）。诚然，当前对基建稳增长有较大诉求，但掣肘基建投资明显反弹的缺项目和配套融资难这两个约束，短期很难出现大的改观，预计 2022 年还会继续制约公共财政对基建领域的支持。

图表8 2021 年前三季度公共财政支出投向中，与基建相关的四个分项支出增速靠后，且都负增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

第二，适当提高公共消费率，发挥对私人消费的挤入效应。与扩大公共投资可能挤出私人投资不同，增加公共消费会“挤入”居民消费。有学术研究定量分析发现，中国公共消费每增加 1%，居民消费在长期内最高会增加 0.39%。国际对比看，除个别年份外，以支出法核算 GDP 时政府最终消费支出占比衡量的公共消费率，中国长期低于全球平均水平。2019 年中国为 16.7%，比全球公共消费率低 0.2 个百分点（图表 9），比发达国家平均低 4 个百分点。其主要原因在于，中国公共支出中用于投资的比例过高。有研究发现，中国政府和城投主导的投资贡献了 15% 的 GDP，而日本和韩国历史上最高也不到 10%。

图表9 除个别年份外，中国的公共消费率长期低于全球平均水平



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_29541

