



宏观研究

【粤开宏观】财政发力与基建的反弹力度—2022 年财政政策和基建投资展望

2021 年 11 月 28 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨

研究助理：牛琴

近期报告

《【粤开宏观】中美关系释放缓和信号：双方诉求及影响展望》2021-11-16

《【粤开宏观】2022 年中美通胀与大类资产展望：亢龙有悔，盈不可久》2021-11-19

《【粤开宏观】中国财力分配关系：“六省一市养全国”的表象与真相》2021-11-19

《【粤开宏观】“跌跌不休”何时了：猪周期拐点判断及对 CPI 的影响》2021-11-22

《【粤开宏观】繁荣顶点之后是再平衡：2022 年美国经济发展展望》2021-11-24

导读：

对财政形势的判断与预测要结合国内外经济形势、财政空间、财税体制以及结构变化。财政之难，难在收入增长的同时刚性支出不减，支出总量以更快速度扩张，难在平衡。今年财政形势如何？基建投资为何迟迟未能发力？明年将采取何种基调的财政政策，基建能否托底并发挥对冲经济下行压力的作用？本文主要回答以上问题。

摘要

一、2021 年财政形势及基建投资简要回顾

1、财政收支进度及效果：2021 年财政收入恢复性增长，支出进度偏慢，前 10 个月财政存款余额较往年明显偏高 1.3 万亿元左右。财政政策总体坚持“提质增效，更可持续”，有力地支持了经济固本培元、促进科技创新和稳定就业。1-10 月一般公共预算收入两年平均增速 4%，高于疫情前的水平，主要源于经济持续恢复及大宗商品价格大涨。1-10 月财政支出节奏偏慢，源于前期经济总体恢复、稳增长压力相对较小、防风险和调结构成为阶段性任务以及为跨周期调节留足财政空间。

2、财政总体形势：数字好看、日子难过。经济恢复不牢固、不均衡导致一般公共预算收入增速前高后低；房地产市场遇冷，三季度土拍量价齐跌，叠加今年债务退潮（赤字下调，未发行特别国债），导致地方实际可支配财力增速下降，部分地市“三保”压力加大；统筹发展与安全、稳定经济增长、兜底民生，导致刚性支出不减。

3、基建低增之谜：财政紧平衡背景下，资金端、项目端呈现“三紧一缺”局面。一是财政支出偏慢且向民生领域倾斜。二是新增专项债发行进度偏慢。三是隐性债务监管趋严，城投平台融资收紧。项目端，传统基建逐渐饱和，收益与融资成本相匹配的优质项目缺乏，甚至出现部分专项债资金违规购买理财等现象。同时，穿透式监管导致项目申报、审批更为严格，局部出现“资金等项目”现象。

二、2022 年财政形势展望：基准情形赤字率 3.3%-3.5%，提高国债比重来降低地方压力，提高地方一般债并降低专项债，实事求是反映风险

外部环境：各国的较量是综合国力的较量，也是改革力度和政策空间的较量。与海外主要经济体相比，当前我国政府部门杠杆率仍处于全球中等偏低水平、政府债务付息压力仍相对可控，财政政策尚有发力空间。

中国形势：总体上，2022 年财政政策既要对冲经济下行压力，更要确保自身风险可控。既要发挥财政逆周期调节的总量调节功能，更要发挥结构性改革的作用，在推动共同富裕、科技创新和稳定经济等多重目标下行走。



第一，预计 2022 年一般公共预算收入增速 6%左右，政府性基金预算收入受房地产市场降温影响将大幅下行，同比增速或在-5%左右。

第二，经济下行压力加大，微观主体活力下降，仍需保持适度的支出力度稳增长，预计一般公共预算支出增速在 8%左右。

第三，若宏观税负水平保持相对稳定，基准情形下预计 2022 年财政赤字率将提高至 3.3%-3.5%左右，专项债额度将提前下达，但总规模降至 3.2 万亿元。

一方面，即使明年新增专项债额度低于今年，考虑到今年四季度预计发行的 1.4 万亿新增专项债，尚未全部用于年末形成实物工作量，将在明年初形成支出，明年实际可用的专项债资金并未减少。

另一方面，优化债务结构，调整国债、地方一般债和地方专项债的比例关系非常有必要。处理好国债和地方债、一般债和专项债两对关系：适度增加国债减轻地方政府压力，提高一般债的规模、降低专项债的额度，有助于实事求是反映债务风险。截至 2021 年 10 月地方政府专项债余额已达 15.9 万亿，超过一般债余额的 13.8 万亿，且因为专项债的项目收益持续下降，最终仍需靠财政资金偿还，成为事实上的一般债，有必要实事求是地通过一般债让风险显性化，将专项债部分额度转化为一般债额度纳入赤字。

三、2022 年基建展望：从“资金等项目”到“项目等资金”，基建增速高于今年但幅度有限，托而不举

总体来看，明年稳增长压力较大，且明年是地方政府换届后的第一年，政府扩基建、稳投资的意愿提升，缺项目的状况有望缓解。但是受制于城投债紧缩、土地财政负增长和一般公共预算投向基建比例有限的影响，专项债独木难支，资金端缺乏明显的发力点，可能出现“项目等资金”的情况。预计明年基建投资将有所反弹但幅度有限，全年增速在 4%左右，整体走势前高后低。

项目端受政策影响较大，当前经济下行压力上升、地方换届基本结束，投资项目申报、审批、开工全链条已呈现加速态势。

四、政策建议

面临经济下行压力加大、滞胀风险上升的局面，财政必须服从和服务于国家重大战略，稳定宏观经济运行，支持新发展格局构建，提高发展的安全性，防范化解风险。

第一，积极的财政政策要从大规模的收入端减税降费转移到支出端发力，要从数量规模型减税降费转到效率效果型减税降费。

第二，财政支出从基建到民生的转变是未来方向，但是短期内仍要稳增长。建议支出端保持对经济必要的支持力度，保障重大项目落地，并推动新型基础设施建设投资。

第三，未雨绸缪防范出口下行带来的中小企业破产和从业人员失业，适当提高对中低收入人群补贴，避免物价上涨带来的冲击。

第四，加强财政资源统筹，防范化解地方政府隐性债务，避免出现系统性风险，落实“地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”。

第五，继续过紧日子，提升政策效能。全面实施财政绩效管理，选择部分省

份试点全过程预算管理，并纳入到硬性考核约束指标。

风险提示：疫情反复；预测与实际情况偏差较大



目 录

一、2021 年财政形势及基建投资回顾.....	1
(一) 财政形势数字好看、日子难过，财政支出节奏偏慢	1
(二) “三紧一缺”导致基建投资持续低迷	1
二、2022 年财政形势展望	1
(一) 2022 年财政政策展望：三大判断	1
(二) 与国际相比，当前我国财政尚有发力空间	1
三、2022 年财政形势展望：从“资金等项目”转向“项目等资金”	1
(一) 政府发力基建的意愿上行，推动“缺项目”缓解	1
(二) 资金端缺乏明显的发力点，专项债独木难支	1
1、一般公共预算	1
2、新增专项债	1
3、政府性基金（以土地出让收入为主）	1
四、政策建议	2

图表目录

图表 1：1-10 月一般公共预算收入与支出增速	1
图表 2：历年 1-10 月财政支出进度	1
图表 3：2021 年财政收支进度差显著高于往年同期	1
图表 4：1-10 月财政收支差占预算赤字比重低于往年	1
图表 5：今年以来财政存款余额显著高于往年平均水平	1
图表 6：三季度以来土地市场降温带动政府性基金收入单月同比由正转负	1
图表 7：1-10 月基建投资增速两年平均下行	1
图表 8：与基建相关支出同比持续负增长	1
图表 9：历年 1-10 月基建相关财政支出占比	1
图表 10：今年新增专项债发行进度偏慢	1
图表 11：地方债务严监管下，城投债净融资回落	1
图表 12：2021 年一季度末主要经济体政府部门杠杆率	1
图表 13：2021 年一季度末主要经济体政府部门杠杆率较疫情前上升幅度	1
图表 14：2021 年一季度末主要经济体政府部门杠杆率较疫情前上升幅度	1
图表 15：经济下行时，基建投资增速往往趋于上升	1
图表 16：下半年，发改委审批核准固定资产投资加快	1
图表 17：各地投资项目申报情况	1
图表 18：2020 年各基建资金来源占比	1
图表 19：历年财政赤字率	1
图表 20：今年以来，房地产销售情况持续恶化	1
图表 21：土地出让收入增速持续下行	2
图表 22：近年来，专项债快速扩容	2



图表 23：今年发行新增专项债的投向..... 2



一、2021 年财政形势及基建投资回顾

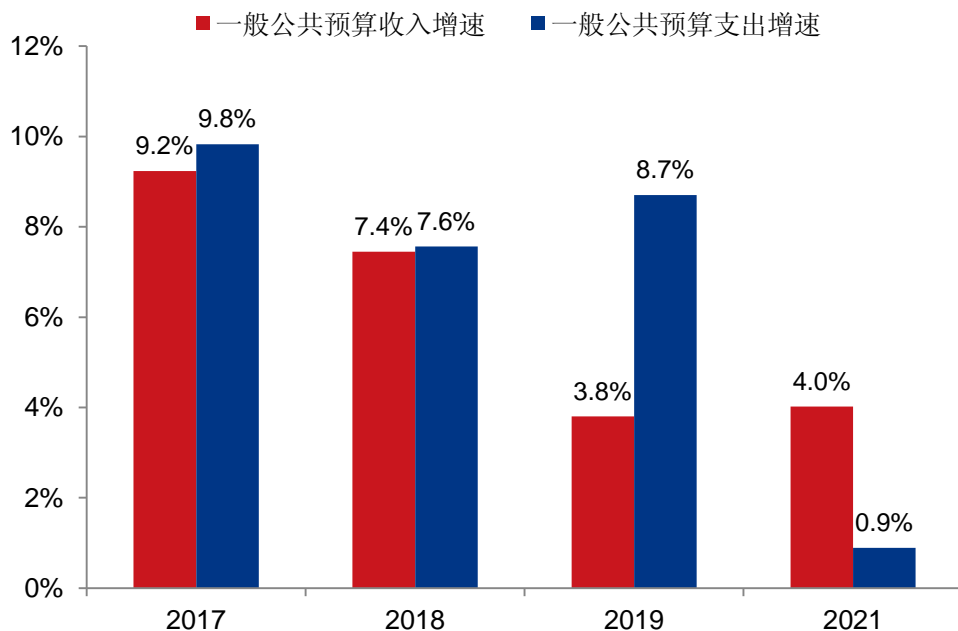
(一) 财政形势数字好看、日子难过，财政支出节奏偏慢

2021 年财政收入恢复性增长，财政政策总体坚持“提质增效，更可持续”，有力地支持了经济固本培元、促进科技创新和稳定就业，但财政形势数字好看，日子难过。经济恢复不牢固以及不均衡导致一般公共预算收入增速前高后低；房地产市场遇冷，三季度土拍量价齐跌，今年债务退潮（赤字下调，未发行特别国债），导致地方实际可支配财力增速下降，部分地市“三保”压力加大；统筹发展与安全、稳定经济增长、兜底民生，导致刚性支出不减。

第一，1-10 月全国财政收入恢复性增长，累计增速 14.5%，两年平均增速 4%，高于疫情前的水平，主要源于经济持续恢复及大宗商品价格大涨。1-10 月税收收入占一般公共预算收入的比重为 86.2%，高于去年同期 1 个百分点，财政收入质量改善。1-10 月财政收入已达到全年预算进度的 91.8%，高于序时进度的 83.3%。但当前经济恢复不牢固以及不均衡导致一般公共预算收入增速前高后低，10 月一般公共预算收入同比增速为 -0.14%（9 月为 -2.1%），已连续两个月负增长。

第二，10 月财政支出提速，但 1-10 月财政支出节奏仍然偏慢，财政收入进度与支出进度差显著高于往年同期。财政支出节奏偏慢源于前期经济总体恢复、稳增长压力相对较小、防风险和调结构成为阶段性任务以及为跨周期调节留足财政空间。1-10 月财政支出仅完成年初预算的 77.5%，略高于去年同期 77.1%，但仍远低于 2019 年（79.8%）、2018 年（79.4%）和 2017 年（80.3%）。尽管 10 月单月一般公共预算支出两年平均增速为 10.7%，较 9 月大幅提高 13.9 个百分点，但 1-10 月财政收支进度差仍达到 14.3 个百分点，显著高于 2017-2020 年同期均值。

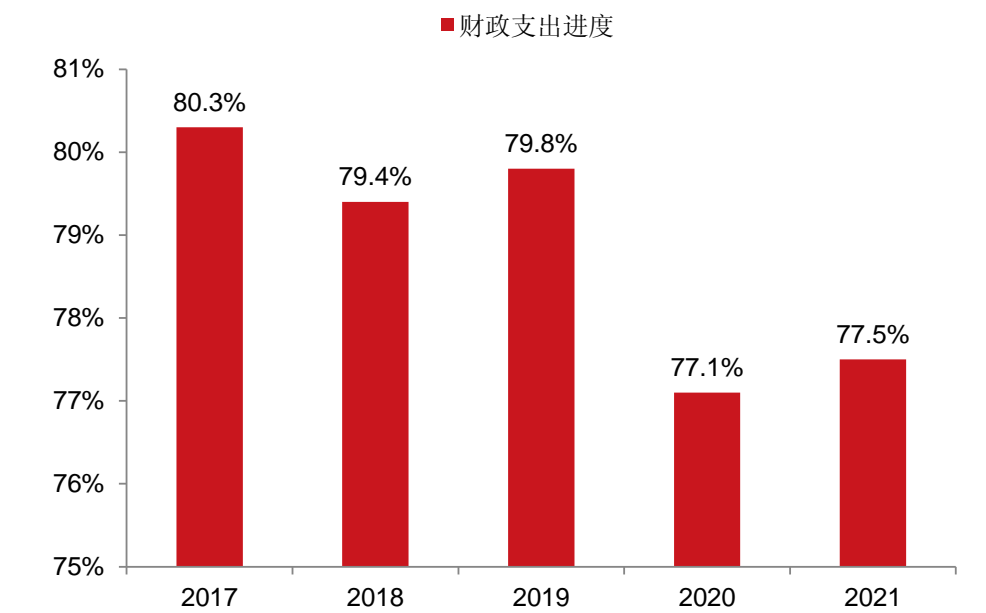
图表 1：1-10 月一般公共预算收入与支出增速



资料来源：wind、粤开证券研究院，注：2021 年为两年平均增速



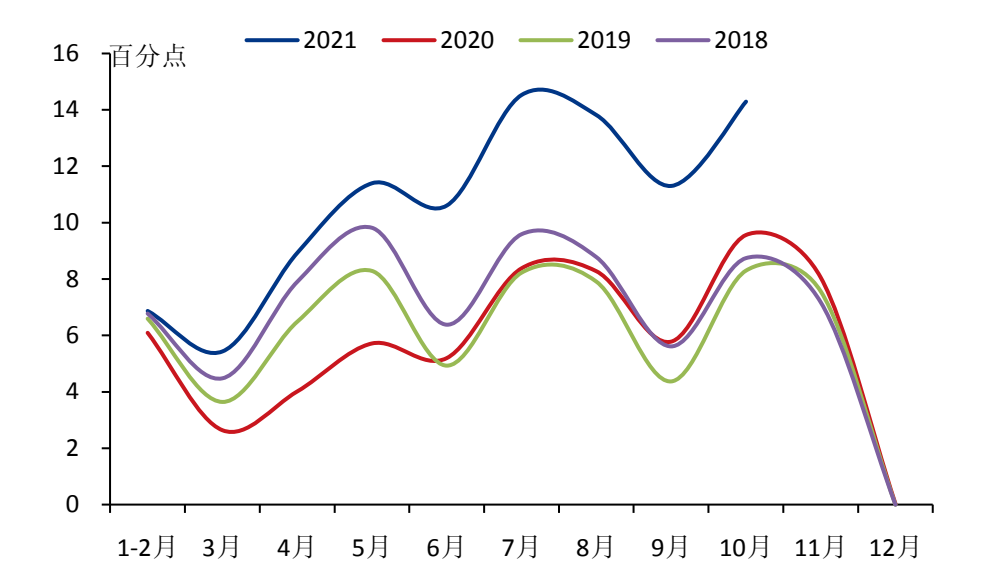
图表2：历年 1-10 月财政支出进度



资料来源：wind、财政部、粤开证券研究院

注：2021 年支出用预算数，其他年度用决算数

图表3：2021 年财政收支进度差显著高于往年同期

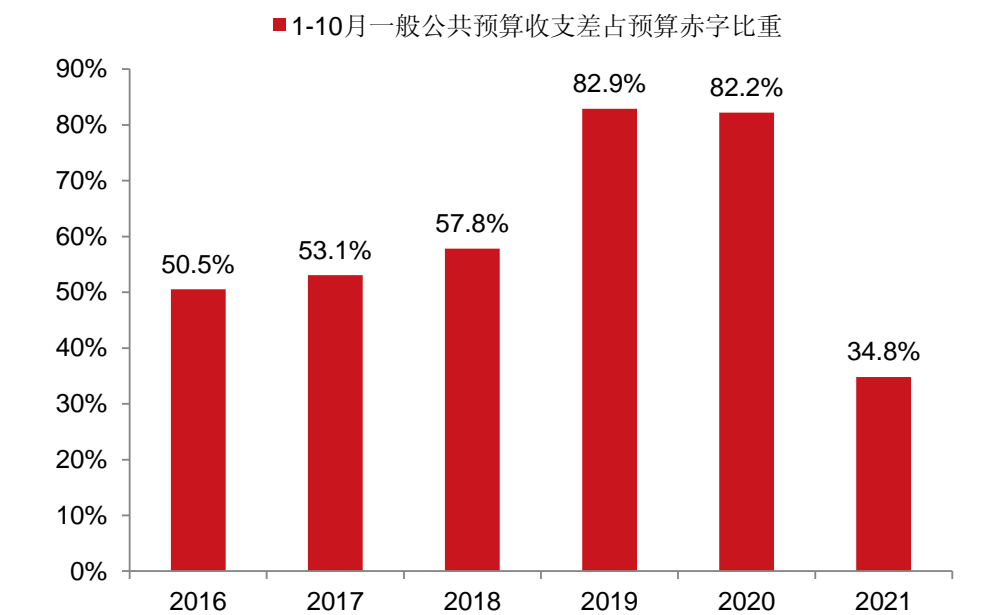


资料来源：wind、粤开证券研究院，注：2021 年收支进度分母用预算数，其他年度用决算数

第三，在收入端恢复性增长、支出端进度缓慢的背景下，财政存款余额较往年明显偏高 1.3 万亿。1-10 月一般公共预算收支差额为-12435 亿元，占预算赤字比重为 34.8%，为 2017 年以来的新低；财政存款余额达到 6.8 万亿元，明显高于 2017-2020 年同期均值的 5.5 万亿元。

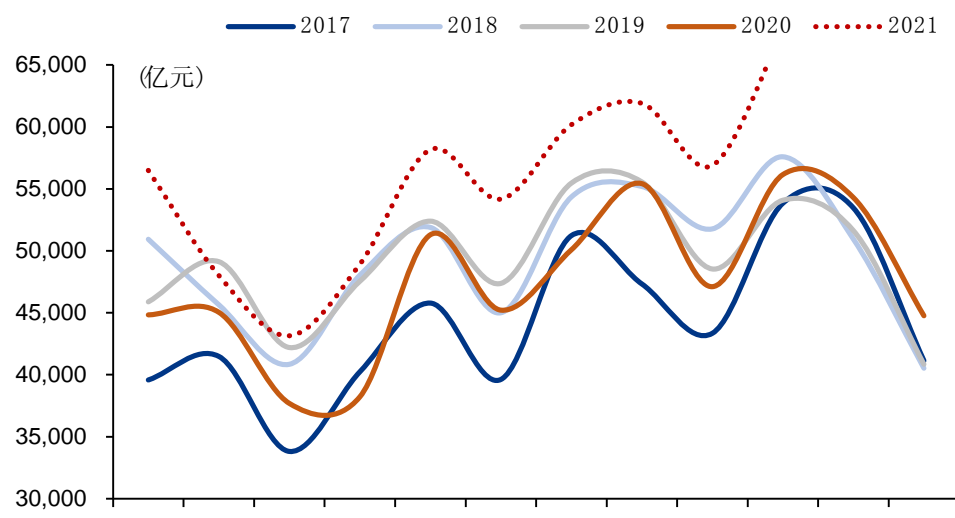


图表4：1-10月财政收支差占预算赤字比重低于往年



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表5：今年以来财政存款余额显著高于往年平均水平



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_30148



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>