

宏观观点评

2022年财政主要看点—兼评国新办吹风会和11月财政

事件：12月17日，11月财政数据发布；12月16日，国务院新闻办公室（国新办）召开例行吹风会，介绍加强和完善地方政府债务管理有关情况，专项债和债务化解是重点。

核心结论：财政前置的实际效果，是2022年1季度经济走势的关键。

一、11月财政收入再度下行，财政支出连续提速，具体有3大特征：

1) 财政收入增速在上月小幅反弹后再度下行，其中，税收收入和非税收入增速均大降，除了减税降费的边际拖累外，主因还是经济压力大、企业经营恶化。

>总体看，11月一般财政收入两年复合增速为-7.1%，较上月大幅回落8.5个百分点。其中，税收收入两年复合增速-1.25%、较上月大幅回落5个百分点，也是年内首次落入负增长区间；非税收入两年复合增速-24.7%，降幅连续五个月扩大。

>结构看，三大税种收入增速均回落，增值税是最大拖累。11月国内增值税两年复合增速由3.1%降至-0.4%，连续三个月回落，是拖累税收收入的主要分项；企业所得税两年复合增速2.2%，较上月回落2.2个百分点。增值税和企业所得税均回落，除了减税降费的边际拖累外，更多还是经济压力大、企业经营恶化。个人所得税两年复合增速19.2%，较上月小幅下行1个百分点，与同期就业市场表现一致（11月失业率环比提高0.1个百分点）。此外，与地产、土地相关的税收收入两年复合增速再度转负至-3.9%，指向10月以来房地产调控虽已逐步放松（10月、11月居民按揭贷款连续同比大增），但效果并未全面显现。

2) 财政支出连续2个月提速，支出加快的领域包括卫生健康、教育等民生类，以及交通、城乡社区等基建类。11月，一般财政支出同比增速8.5%（9月-5.3%、10月2.9%），连续两月显著抬升。从具体投向上看：民生方面，卫生健康、教育支出两年复合增速分别为30.8%和14.8%，分别较上月抬升1.6个和2.1个百分点；基建方面，交通运输和农林水两年复合增速均由负转正，城乡社区事务支出增速也有所抬升；社会保障支出增速为24.1%，较上月回落1.3个百分点，但仍处于较高水平。

3) 政府性基金收入两年复合增速转正，可能与集中供地导致的土地出让收入大幅改善有关；支出端增速同样明显加快，应与专项债发行加快有关。收入端，11月政府性基金收入9155亿，同比增速-8.7%，降幅较上月有所收窄，两年复合增速也由负转正至7.8%。其中，土地出让收入两年复合增速9.5%，较上月大升12.1个百分点，可能与当期集中供地有关（11月百城土地成交规模环比增加9.3%，而近三年环比均值为-11.8%）。支出端，11月政府性基金支出规模达1.28万亿，创年内新高，两年复合增速32.4%，也较上月大幅抬升，可能与专项债发行加快等因素有关（财政部要求尽量11月底之前发完专项债）。

二、12.16国新办吹风会重点介绍了专项债和债务化解的情况，两大信号如下：

1) 专项债方面：已提前下达1.46万亿额度，明年发行要早、准、快，投向上有三大聚焦。吹风会指出：考虑到明年一季度稳增长的压力较大，近期财政部已经提前下达了部分新增专项债券额度1.46万亿，各地明年一季度要早发行、早使用，要把握好三个字“早、准、快”；投向上，聚焦短板领域、聚焦重点方向、聚焦重点项目，其中，重点方向有9个：一是交通基础设施，二是能源，三是农林水利，四是生态环保，五是社会事业，六是城乡冷链等物流基础设施，七是市政和产业园区基础设施，八是国家重大战略项目，九是保障性安居工程；重点项目方面，主要包括优先支持纳入国家“十四五”规划《纲要》的项目（如交通强国建设工程、新型城镇化建设工程等），以及水利、城市管网建设等重大项目。

2) 债务方面：明年仍要化解地方隐性债务，既要求“谁家的孩子谁抱”，又要求防范“处置风险的风险”，总体看“有压有保”。吹风会指出：要稳妥化解隐性债务存量（中央经济工作会议指出“坚决遏制新增地方政府隐性债务”）；坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁抱”；建立市场化、法治化的债务违约处置机制，防范“处置风险的风险”；推动平台公司市场化转型，妥善处理融资平台公司债务和资产。

三、总体看，展望2022年财政政策：定调积极、节奏前置，支出进度加快，聚焦新老基建、民生、重大项目，紧盯专项债发力情况和债务化解进展。具体看，提示3大看点：

看点1：2022年赤字率目标和专项债规模。维持年度观点，明年赤字总规模可能和今年大体相当，赤字率目标应仍在3%以上（20/21为3.6%、3.2%），新增专项债规模可能略降。此外，从提前下达的1.46万亿专项债额度来看，高于2018年底8100亿和2019年底1万亿，仅低于2021年3月1.77万亿（但时间提前了2个月）。

看点2：2022年专项债的项目审批优化情况。受制于项目审批严、有收益率要求、终身追责等因素，近年来专项债实际效果较为有限。从吹风会来看，明年专项债审批有两大变化：一方面，指导地方政府建立跨部门协调机制，推动加快办理项目用地、规划许可、环评、施工许可等审批手续，加快推进征地拆迁、市政配套等开工前准备；另一方面是强化负面清单管理，禁止用于各类楼堂馆所，形象工程、政绩工程等。

看点3：2022年城投打破刚兑的可能性。由于2022年是二十大召开之年，必须稳字当头，城投打破刚兑的可能性应并不高，城投应仍有“信仰”。不过，考虑到地产难以全面松动、拖累土地财政，叠加经济下行拖累税收收入，高债务区域的弱资质城投仍建议规避。

风险提示：疫情演化超预期，政策力度大超预期

作者

分析师 熊园

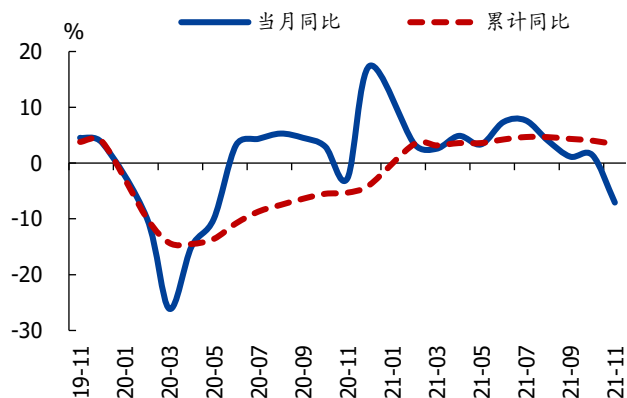
执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

相关研究

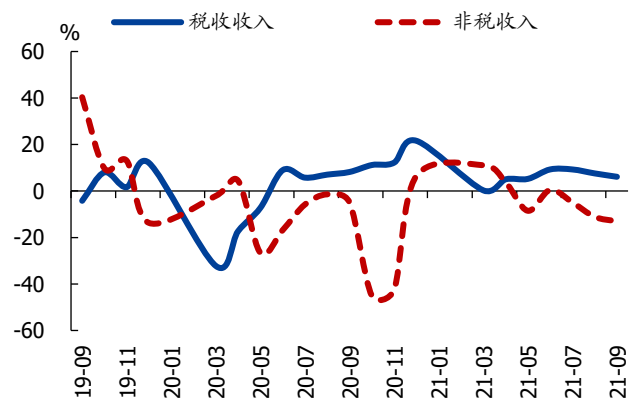
- 1、《结构有亮点，“三重压力”仍大一全面解读11月经济》2021-12-15
- 2、《不寻常的纠偏—逐句解读中央经济工作会议》2021-12-11
- 3、《没等来的宽信用，在路上的降息》2021-12-09
- 4、《转向的确认—逐句解读12.6政治局会议》2021-12-07
- 5、《变局与破局—2022年宏观经济与资产配置展望》2021-11-29

图表1: 11月一般公共预算收入增速大降



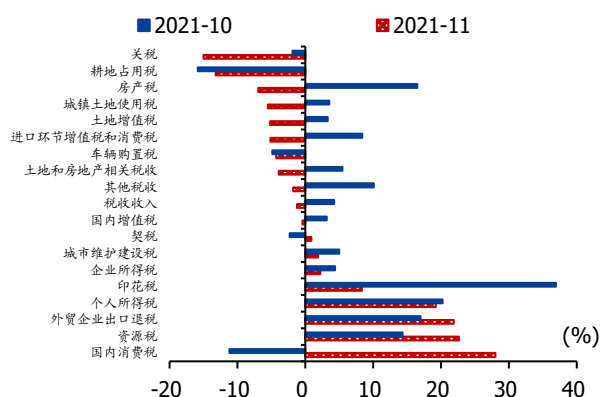
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 11月税收收入和非税收入均回落



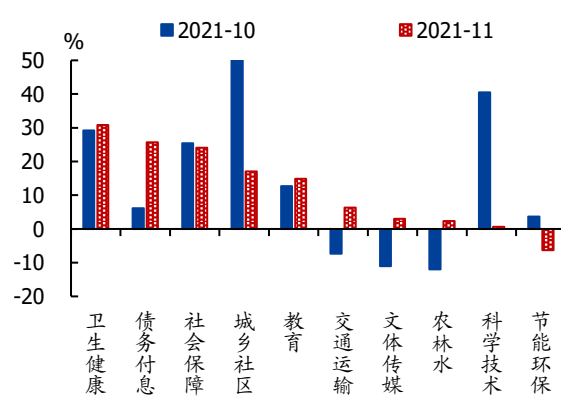
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 增值税、企业所得税、个税等三大税种收入增速均回落



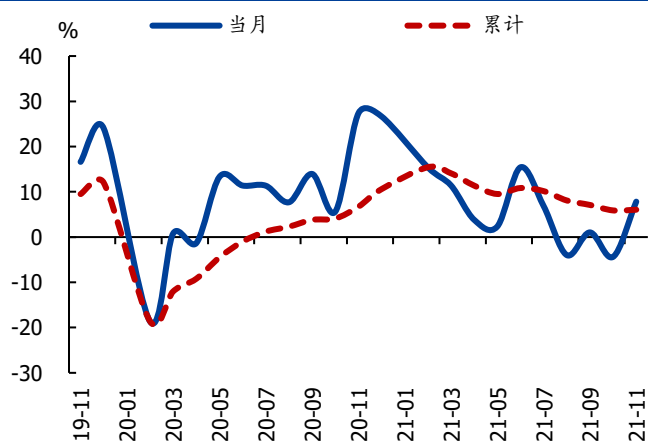
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 11月民生类和基建类的支出增速均有所加快



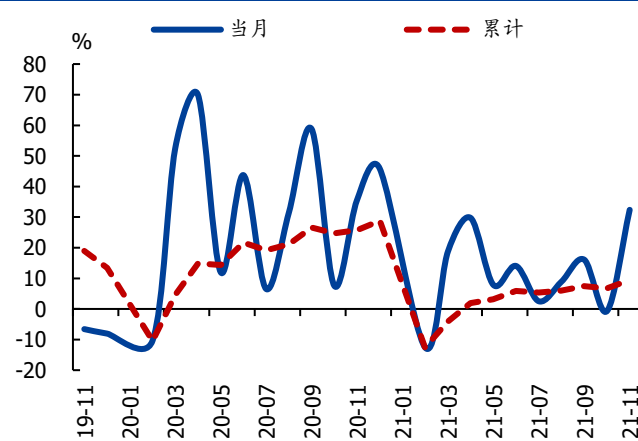
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 11月政府性基金收入增速由负转正



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 11月政府性基金支出增速明显加快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

上海

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_31505

