

# 2022年财政怎么干？稳增长防风险两手抓

## ——2021年财政数据的背后

### 核心观点

**预期差：**稳增长带来信用扩张有助于改善信用环境，财政政策积极通过改革方式推进风险化解，二十大维稳背景下地方政府也会更重视防范风险和应对风险，信用市场有望积极修复，我们建议，关注信用改善带来的潜在投资机会，可适当信用下沉。

**核心观点：**稳增长宽信用，权益市场建议关注金融、地产、建筑、建材、地产后周期如家具家电等相关受益领域。宽信用+宽货币组合下，长端利率未来更多关注宽信用，预计10年期国债收益率一季度末二季度初或上行至高点3.2%附近，但宽货币及降息对1年期国债收益率有向下指引作用，推动国债收益率曲线陡峭化。

### □ 2021年财政超收节支超过2万亿，储备政策子弹重点支持2022

2021年财政延续2020年基调，继续超收节支，规模超过2万亿。一般公共预算方面，2021年财政收入与财政支出实际值分别达到了20.25和24.63万亿元，超收和节支规模分别达到了4850和3798亿元，共计8648亿。政府性基金方面，2021年政府性基金收入与支出实际值分别达到了9.80和11.36万亿元，超收和节支规模分别达到了3497和17604亿元，共计21102亿元。

超收节支体现财政储备政策子弹思路，将对2022年形成积极资金支持。一般公共预算超收节支资金可以用于补充预算稳定调节基金，并结转结余至2022年度使用；政府性基金的超收节支资金，一方面可以结转结余至2022年使用，另一方面可调入2022年一般公共预算补充财政收入。我们预计，除去补充预算稳定调节基金的资金，可以结转结余至2022年的资金有望达到2万亿，将对2022年形成积极支持。

### □ 财政聚焦稳增长，支出进度将提速，提振投资有线索

在稳增长要求下，财政政策显著发力，预计2022年财政支出进度将显著提速，强于2019年，实际支出进度将显著高于序时进度，带动投资增长。结合中观及微观数据来看，财政发力在项目、开工、资金等已有诸多迹象验证：1) 财政资金供给充裕，2021年Q4发行的1.2万亿专项债及2022年提前下达的1.46万亿专项债将提供充裕资金，重点在九大方面发力促进狭义基建、新基建、电力基建和保障房投资发力。2) 2022年储备项目加速落地，102项重大工程项目和专项规划加速推进和实施，同时各地重大项目集中开工较往年有显著加速，截至1月17日，河南、四川、安徽、江苏、浙江、湖北、上海等省市地区已经举办一季度重大项目开工仪式。3) 信贷充裕积极配合，1月为传统信贷大月，特别是在今年央行着力稳增长、宽信用基调下，预计1月信贷、社融大幅多增，信贷新增量4.3万亿，社融新增量5.73万亿。4) 商品高频量价已有反映。2022年起，铁矿石、螺纹钢、玻璃等商品价格稳步上涨。

在财政前置促投资+央行“四箭齐发”宽信用的背景下，我们建议权益市场关注宽信用受益领域，如金融地产、建筑建材、地产后周期如家具家电等领域的投资机会。

### □ 维稳大年，既要稳增长，也要防风险

统筹发展与安全，协调跨周期与逆周期调节，稳增长也需要在防风险的基础上推进，2022年财政重点关注三大领域风险：1) 严控新增隐性债务，并对高风险地区的新增地方政府债予以关注。2) 通过改革方式积极推进隐性债务化解，一方面推进全域无隐性债务试点，有助于未来实现全国范围内隐性债务清零；另一方面积极发挥特殊再融资债券作用，推动隐性债务显性化、缓解阶段性还债压力等等。3) 财政要求“密切关注事关全局的其他重大风险，及时提出意见和建议，防止向财政转移集聚，防止发生处置风险的风险”，我们认为，地方政府也要压实主体责任，建立有效应对方式应对风险事件。

我们认为，稳增长带来信用扩张有助于改善信用环境，财政政策积极通过改革方式推进风险化解，二十大维稳背景下地方政府也会更重视防范风险和应对风险，信用市场有望逐步积极修复，我们建议，关注信用下沉带来的潜在机会。

**风险提示：**政策落地不及预期，经济超预期下行，全球经济、金融危机爆发

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

## 正文目录

|  |          |
|--|----------|
| <b>1. 财政数据跟踪</b> .....                     | <b>3</b> |
| <b>2. 2021 年财政圆满收官，超收节支预留政策空间</b> .....    | <b>3</b> |
| 2.1. 企业盈利高增、税收征管强化，带动 2021 年财政收入实现目标 ..... | 3        |
| 2.2. 2021 年财政支出未达目标，提质增效、保障民生 .....        | 4        |
| 2.3. 2021 年财政超收节支超过万亿，腾挪政策空间、补充政策子弹 .....  | 5        |
| <b>3. 2022 年财政政策怎么干？稳增长和防风险两手抓</b> .....   | <b>6</b> |
| 3.1. 聚焦稳增长，财政谋发力 .....                     | 6        |
| 3.1.1. 财政政策前置，支出速率提升 .....                 | 6        |
| 3.1.2. 财政聚焦稳增长，Q1 发力促投资 .....              | 7        |
| 3.1.3. 提质增效更可持续，聚焦减税降费、直达机制 .....          | 9        |
| 3.2. 维稳大年，既要稳增长，也要防风险 .....                | 10       |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：财政数据热力图 .....                          | 3  |
| 图 2：财政收入积极增长，实现超收 .....                    | 3  |
| 图 3：企业盈利积极增长，居民收入修复 .....                  | 3  |
| 图 4：2021 年全国财政收入支出同比及实际赤字 .....            | 4  |
| 图 5：2021 年财政支出结构显示教育、社保就业支出较多 .....        | 4  |
| 图 6：2021 年一般公共预算超收节支规模超过 8000 亿 .....      | 5  |
| 图 7：2021 年政府性基金超收节支规模超过 2 万 .....          | 5  |
| 图 8：预计 2022 年一般公共预算的支出进度也将显著提升 .....       | 6  |
| 图 9：预计 2022 年政府性基金预算的支出进度也将显著提升 .....      | 7  |
| 图 10：2022 年地方政府债发行情况，新增专项债已发近 5000 亿 ..... | 8  |
| 图 11：各省一季度新增专项债发行计划 .....                  | 8  |
| 图 12：广东、上海先后实施全域无隐性债务 .....                | 11 |
| 图 13：10 年 AAA、AAA-企业债与 10 年国债的信用利差 .....   | 11 |
| 图 14：10 年 AA+企业债与 10 年国债的信用利差 .....        | 11 |
| 图 15：10 年 AA 企业债与 10 年国债的信用利差 .....        | 12 |
| 图 16：10 年 AA-企业债与 10 年国债的信用利差 .....        | 12 |

## 1. 财政数据跟踪

图 1：财政数据热力图

| 类别(亿元)           | 名称   | 2021-12 | 2021-11 | 2021-10 | 2021-09 | 2021-08 | 2021-07 | 2021-06 | 2021-05 | 2021-04 | 2021-03 |
|------------------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>一般公共预算收入</b>  | 当月同比 | -15.81% | -11.23% | -0.14%  | -2.12%  | 2.73%   | 11.06%  | 11.66%  | 18.71%  | 29.38%  | 42.39%  |
| 国内增值税            | 当月同比 | -4.73%  | -8.34%  | -2.49%  | 3.13%   | 8.48%   | 8.65%   | 15.70%  | 19.86%  | 27.10%  | 38.36%  |
| 国内消费税            | 当月同比 | 128.48% | 60.36%  | -7.02%  | 19.07%  | 22.27%  | -6.84%  | -9.82%  | 29.84%  | -4.25%  | 46.71%  |
| 企业所得税            | 当月同比 | 84.96%  | 3.69%   | -5.82%  | 22.15%  | -6.50%  | 26.68%  | 2.94%   | 12.40%  | 51.78%  | 8.49%   |
| 个人所得税            | 当月同比 | 26.84%  | 12.17%  | 16.89%  | 10.20%  | 15.08%  | 18.98%  | 19.96%  | 41.69%  | 42.22%  | 81.35%  |
| <b>一般公共预算支出</b>  | 当月同比 | -14.16% | 8.45%   | 2.90%   | -5.30%  | 6.19%   | -4.89%  | 7.63%   | 2.83%   | -3.38%  | 0.16%   |
| 教育               | 当月同比 | -4.89%  | 8.24%   | -0.77%  | -8.83%  | -1.20%  | 1.04%   | 3.55%   | 10.70%  | 8.14%   | 9.85%   |
| 科学技术             | 当月同比 | 12.78%  | 17.03%  | 43.75%  | 9.34%   | 15.57%  | -12.96% | -0.58%  | -15.84% | -19.69% | 6.62%   |
| 文化旅游体育与传媒        | 当月同比 | -26.60% | -1.61%  | -17.15% | -11.32% | -1.66%  | -7.61%  | 11.90%  | 10.96%  | 0.37%   | 4.30%   |
| 社会保障与就业          | 当月同比 | -9.21%  | 30.18%  | 20.51%  | 7.82%   | -2.73%  | -31.43% | 15.69%  | 9.13%   | 7.57%   | -0.83%  |
| 卫生健康             | 当月同比 | -13.47% | 1.34%   | 2.40%   | -8.65%  | 11.71%  | -2.43%  | 0.79%   | -0.58%  | -2.63%  | 2.35%   |
| 节能环保             | 当月同比 | -29.24% | -7.51%  | 9.27%   | -10.28% | 3.07%   | -14.91% | -15.99% | -32.02% | -17.12% | 20.14%  |
| 城乡社区事务           | 当月同比 | -15.10% | 5.81%   | 2.88%   | -9.14%  | 13.30%  | 11.81%  | 0.58%   | 5.08%   | -8.52%  | -23.07% |
| 农林水事务            | 当月同比 | -17.51% | 5.83%   | -20.91% | -12.08% | 21.44%  | 4.43%   | 7.54%   | -14.63% | -34.42% | -15.70% |
| 交通运输             | 当月同比 | -15.71% | -3.15%  | -5.54%  | -1.51%  | 4.28%   | -28.09% | 25.62%  | -2.37%  | -20.94% | -8.68%  |
| <b>政府性基金预算收入</b> | 当月同比 | 2.85%   | -8.70%  | -13.40% | -10.42% | -14.39% | 2.53%   | 19.60%  | -7.56%  | 9.22%   | 23.13%  |
| 土地出让收入           | 当月同比 | 2.16%   | -9.90%  | -13.14% | -11.15% | -17.54% | -0.01%  | 18.12%  | -9.75%  | 4.11%   | 19.10%  |
| <b>政府性基金预算支出</b> | 当月同比 | 0.97%   | 29.28%  | -8.36%  | -15.14% | -9.69%  | -1.36%  | -9.52%  | 3.86%   | -0.98%  | -7.51%  |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏红色，数值越小则颜色越偏白色。

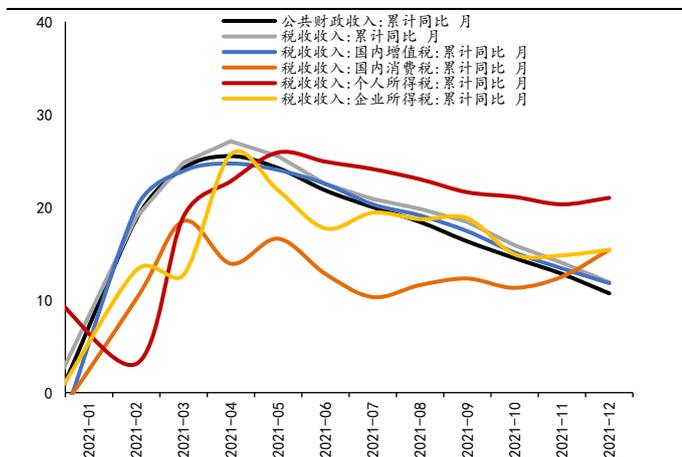
## 2. 2021 年财政圆满收官，超收节支预留政策空间

### 2.1. 企业盈利高增、税收征管强化，带动 2021 年财政收入实现目标

2021 年财政顺利实现“超收”，大宗商品涨价、税收征管强化与企业盈利高增是主因。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%，与 2019 年相比增长 6.4%，顺利完成收入预算目标。12 月财政收入增速延续 Q4 低迷特征，主因是为进一步降低企业经营压力，财政积极推进 3000 亿缓税措施。总体来看 2021 年财政收入表现出现积极增长特征，主因在于三个方面：

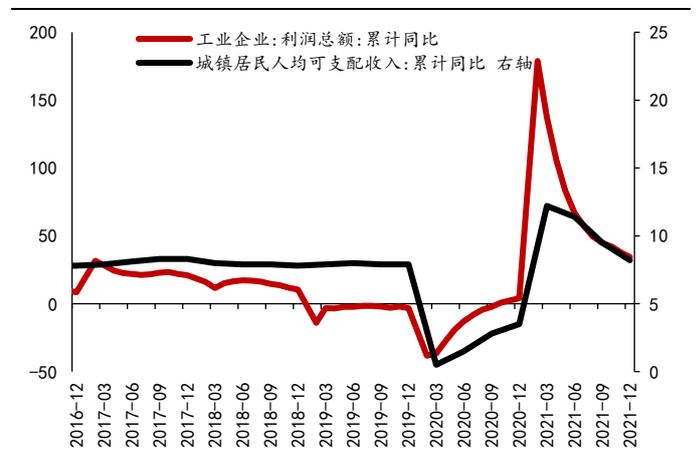
其一，2021 年作为后疫情时期的第一个完整年份，我国经济基本面的强大韧性得以显现，叠加大宗商品涨价带来的 PPI 高增影响，名义财政收入增速较快。

图 2：财政收入积极增长，实现超收



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：企业盈利积极增长，居民收入修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

其二，税收征管加强增加税收收入，金税工程是经国务院批准的国家级电子政务工程之一，目的是构建覆盖全国的、统一的税收管理信息系统，至今已有四期。金税四期全面推进有助于通过更高水平的技术手段来提升税收征管、稽查效率，进而减少不合理的“合理避税”。因而，在居民收入增速相对平稳的情况下，税收收入增长较为积极，两者的背离也得以理解。

其三，企业盈利高增带动税收回升，保市场主体政策有利于呵护税基。一方面 2021 年 1-11 月，规模以上工业企业利润总额同比增长 38%，其中采矿业，石油、煤炭以及其他燃料加工，黑色金属冶炼和压延加工业，化学原料和化学制品制造业等，利润增长都在 1 倍以上，企业盈利超预期带动了税收积极增长。另一方面持续推进的保市场主体政策，有效呵护了税基，也为财政收入增长贡献力量。

## 2.2. 2021 年财政支出未达目标，提质增效、保障民生

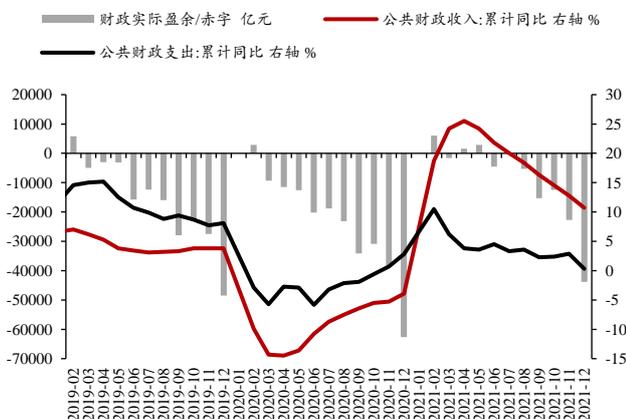
**2021 年财政支出未达目标，体现跨周期调节特征。**2021 年，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%，低于 2021 年 25 万亿的预算支出目标，其中，中央一般公共预算本级支出 3.5 万亿元，比上年下降 0.1%；地方一般公共预算支出 21.13 万亿元，比上年增长 0.3%。我国财政遵循以收定支的财政纪律，在收入积极增长的情况下，财政支出增速略低于预期，我们认为主因是财政支出更加强调提质增效、保障民生。

**其一，财政直达机制提升政策效能，惠企利民精准有效。**财政部门实施常态化财政资金直达机制并扩大范围，全年中央财政共下达直达资金预算指标 2.8 万亿元，各地累计实现实际支出 2.67 万亿元，占中央财政已下达的 95%，为地方落实惠企利民政策和做好“六稳”、“六保”工作提供更好财力保障。

**其二，保障民生是财政支出重点。**从 2021 年全国财政支出结构来看，重点领域支出得到有力保障，特别是民生领域，教育、科学技术、社会保障和就业分别增长 3.5%、7.2%、3.4%，均高于总体支出增幅。

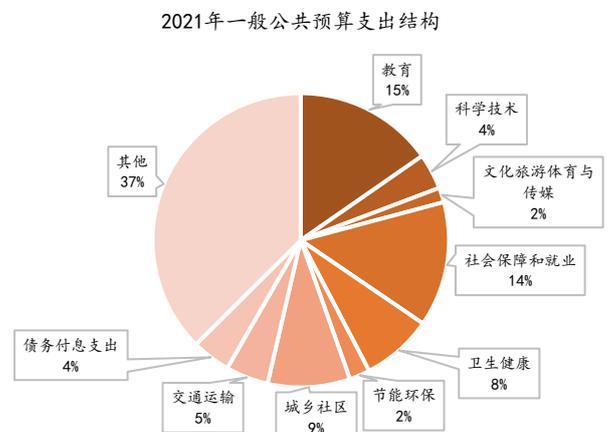
其中，为落实兜牢基层“三保”底线，财政政策多措并举加以支持，2021 年均衡性转移支付增长 10.1%，县级基本财力保障机制奖补资金增长 13.2%。同时，2.8 万亿财政直达机制资金中，用于养老、义务教育、基本医疗等基本民生支出超 1.92 万亿元，约占总支出的 72%，支持保居民就业超过 510 亿元。

图 4：2021 年全国财政收入支出同比及实际赤字



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2021 年财政支出结构显示教育、社保就业支出较多



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.3. 2021 年财政超收节支超过万亿，腾挪政策空间、补充政策子弹

我们在 2021 年 Q4 提出，2021 年财政超收节支规模将超过 2 万亿，有效填补财政政策空间，可以结转结余至 2022 年使用，目前来看前期观点已经兑现。

2021 财政超收节支资金规模超过 2 万亿元，符合预判。首先，从一般公共预算角度来看，2021 年财政收入与财政支出实际值分别达到了 20.25 和 24.63 万亿元，预算目标分别为 19.77 和 25.01 万亿元，超收和节支规模分别达到了 4850 和 3798 亿元，超收节支规模达到了 8648 亿元。1 月 25 日财政部新闻发布会中许宏才表示“去年（2020 年）的超收，我们按照预算法规定全部用于补充预算稳定调节基金，没有安排去年的支出。这会给今年（2021 年）的预算安排提供更多的资源和空间，也为保持今年的支出强度、推动财力下沉提供资金支持”。

我们认为，从规模上看，2021 年延续了 2020 年的超收节支基调，本质上是跨周期调节背景下，后疫情时代财政政策正常化过程中，腾挪政策空间、补充政策子弹思路的延续；另外，从用途上看，一般公共预算超收节支资金可以用于补充预算稳定调节基金，并结转结余至 2022 年度使用，提供更多资金支持。

图 6：2021 年一般公共预算超收节支规模超过 8000 亿

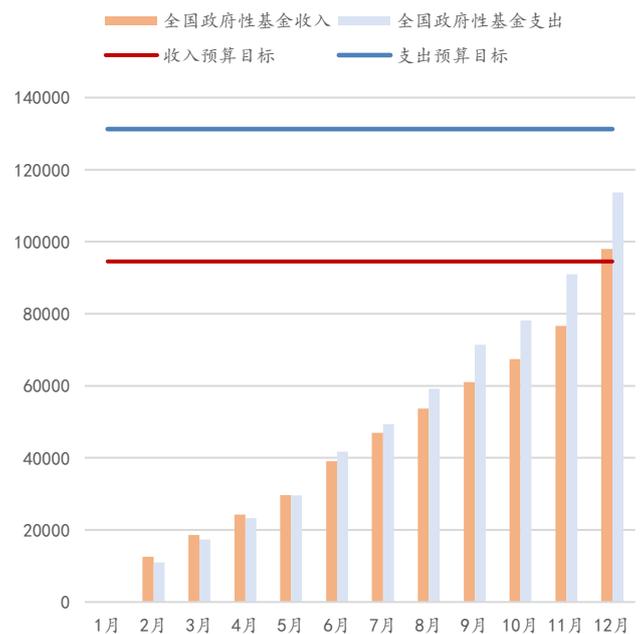
| 财政收入  | 2021    | 2020    | 2019    | 2018    | 2017    | 2016    |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 决算-预算 | 4,850   | 2,644   | -2,110  | 175     | 3,937   | 2,358   |
| 预算目标  | 197,650 | 180,270 | 192,500 | 183,177 | 168,630 | 157,194 |
| 决算    | 202,500 | 182,914 | 190,390 | 183,352 | 172,567 | 159,552 |
| 一月    |         | 24,721  |         | 23,621  | 20,208  | 17,166  |
| 二月    | 41,805  | 10,530  | 39,104  | 12,932  | 11,245  | 10,219  |
| 三月    | 15,310  | 10,752  | 14,552  | 13,993  | 12,912  | 11,511  |
| 四月    | 20,893  | 16,149  | 18,995  | 18,473  | 16,784  | 15,523  |
| 五月    | 18,446  | 15,539  | 17,268  | 17,631  | 16,073  | 15,461  |
| 六月    | 20,662  | 18,504  | 17,927  | 17,680  | 17,082  | 15,634  |
| 七月    | 20,600  | 18,549  | 17,777  | 17,461  | 16,457  | 14,770  |
| 八月    | 12,372  | 12,043  | 11,438  | 11,077  | 10,652  | 9,894   |
| 九月    | 13,932  | 14,234  | 13,617  | 12,963  | 12,714  | 11,222  |
| 十月    | 17,506  | 17,531  | 17,026  | 15,727  | 16,234  | 15,359  |
| 十一月   | 9,726   | 10,956  | 11,263  | 10,775  | 11,385  | 11,491  |
| 十二月   | 11,248  | 13,406  | 11,415  | 11,019  | 10,819  | 11,302  |

| 财政支出  | 2021   | 2020   | 2019      | 2018   | 2017   | 2016   |
|-------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|
| 决算-预算 | -3,798 | -2,262 | 3,630     | 11,076 | 8,467  | 7,126  |
| 预算目标  | 250120 | 247850 | 235244    | 209830 | 194863 | 180715 |
| 决算    | 246322 | 245588 | 238874.02 | 220906 | 203330 | 187841 |
| 一月    |        |        |           | 12,928 | 13,935 | 10,134 |
| 二月    | 35,733 | 32,350 | 33,314    | 16,134 | 10,924 | 11,036 |
| 三月    | 22,970 | 22,934 | 25,315    | 21,935 | 21,057 | 16,788 |
| 四月    | 17,693 | 18,312 | 17,038    | 14,696 | 13,636 | 13,109 |
| 五月    | 17,157 | 16,685 | 17,356    | 17,003 | 16,915 | 15,461 |
| 六月    | 28,123 | 26,130 | 30,515    | 28,897 | 27,016 | 22,637 |
| 七月    | 16,252 | 17,088 | 14,425    | 13,944 | 13,496 | 12,768 |
| 八月    | 17,443 | 16,426 | 15,106    | 15,137 | 14,647 | 14,187 |
| 九月    | 23,922 | 25,260 | 25,543    | 22,616 | 20,246 | 19,836 |
| 十月    | 14,668 | 14,254 | 11,975    | 12,031 | 11,122 | 11,819 |
| 十一月   | 19,963 | 18,407 | 15,876    | 16,431 | 16,566 | 18,064 |
| 十二月   | 32,398 | 37,742 | 32,411    | 29,155 | 23,770 | 22,002 |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：2021 年政府性基金超收节支规模超过 2 万



资料来源：Wind，浙商证券研究所

其次，2021 年政府性基金收入与支出实际值分别达到了 9.80 和 11.36 万亿元，预算目标分别为 9.45 和 13.13 万亿元，超收和节支规模分别达到了 3497 和 17604 亿元，共计 21102 亿元。

收入方面，虽然 2021 年 Q3 起房地产链条上的工建、销售、资金、融资等数据出现显著下滑，土地市场也进入了显著的低迷期，但受益于土地购置费分期缴纳带来的平滑效果，2021 年土地出让收入仍表现出一定积极韧性，维持了积极增长。2021 年 12 月中央经济工作会以来，不论是中央还是地方因城施策地进行调控，一系列边际宽松时的发言和呵护型政策带动房地产市场正在稳步修复，土拍市场表现也成为重要的参考标准，

预计随着一系列政策逐步落地并产生效果，土地市场热度也将逐步回升，2022年土地财政仍将对政府性基金收入产生积极影响。

支出方面，2021年政府性基金支出增速较慢，政府性基金支出的主要方向是与国有土地使用权出让收入相关的支出，占比在70%以上，主要支出领域是土地开发支出和与完善国有土地使用功能配套的设施建设，其中基础设施是重要构成。因此，2021年政府性基金支出低迷与基建投资的低迷相互印证，主因是大宗商品涨价扰动施工强度、地方政府终生追责影响投资意愿、监管层基于防风险思路提高了项目要求。

政府性基金的超收节支资金主要用于两个方面，一方面可以结转结余至2022年使用，另一方面可调入2022年一般公共预算补充财政收入。

综合上述，不考虑国有资本经营预算，仅考虑一般公共预算和政府性基金预算，便可以为2022年带来超过2万亿调入及结转结余资金，符合我们在2021年Q4的预判。

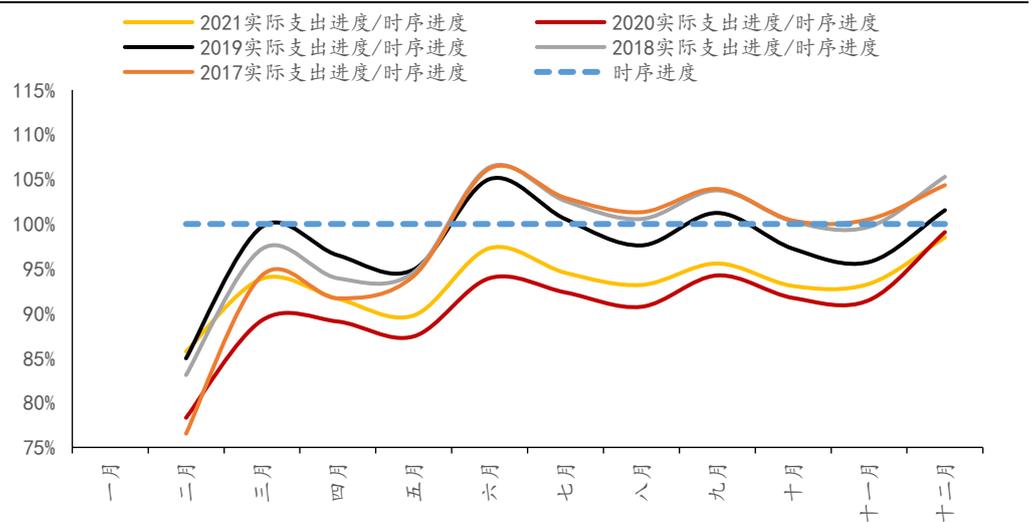
### 3. 2022年财政政策怎么干？稳增长和防风险两手抓

#### 3.1. 聚焦稳增长，财政谋发力

##### 3.1.1. 财政政策前置，支出速率提升

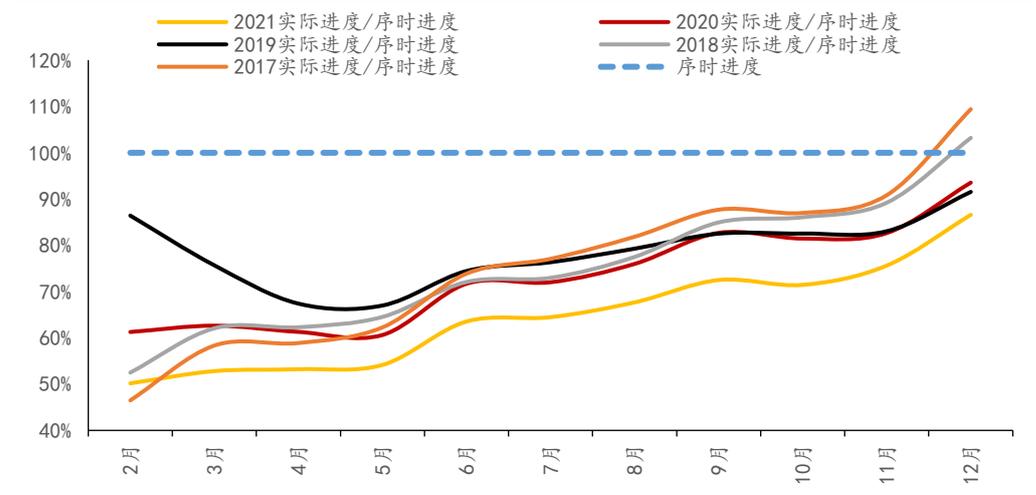
预计2022年财政支出前置，支出速率显著提升。财政实际支出进度和序时进度（全年财政支出平均至每个月均匀支出）是反映财政支出速率的一个较好的指标，回顾过去五年数据走势，可以看到2017至2019年这些财政支出前置的年份，支出速率相对较快，其中2019年最为突出，2020及2021年则表现为支出进度较慢，且并未完成支出目标。我们认为，2021年财政“超收节支”体现出一定的政策留力特征，超收节支超过2万亿的将资金腾挪至2022年使用，再配合2021年底中央经济工作会确立的稳增长政策基调，为积极配合确保经济开门红的目标，我们预计2022年财政政策将显著前置，支出进度将显著提升，支出节奏可能较2019年进度更快，财政支出提速将带动M2、社融、投资等经济数据向好。

图 8：预计 2022 年一般公共预算的支出进度也将显著提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：预计 2022 年政府性基金预算的支出进度也将显著提升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

### 3.1.2. 财政聚焦稳增长，Q1 发力促投资

**2022 年专项债发行前置，配合稳增长、实现开门红。**2021 年底中央经济工作会定调稳增长后，要求各部门各地方协同发力促进经济稳定，协调逆周期与跨周期调节，专项债发力促进实物工作量的形成成为财政逆周期发力的重要工具，目前来看，2022 年专项债资金充裕，节奏前置，为投资发力奠定基础，具体表现在：

1) 资金充裕，一方面是 2021 年 Q4 发行的专项债规模超过 1.2 万亿，逐步落实到项目上形成实物工作量，1 月 18 日发改委开年新闻发布会也明确表示，“尽快将去年四季度发行的地方政府专项债券落实到具体项目，抓紧发行已下达额度，力争在一季度形成更多实物工作量”；另一方面，2021 年底财政部提前下达 1.46 万亿，截至 1 月 28 日新增专项债已经发行接近 5000 亿。作为保障重大项目及重点项目的资金来源，专项债资金充裕，将形成有效资金保障。同时结合各省已经披露的一季度发行计划来看，提前下达的专项债主要集中在 1、2 月发行。

2) 专项债使用聚焦三个方面。根据财政部预算司 1 月 25 日表示，2022 年专项债支持方向体现三个聚焦——聚焦短板领域、聚焦重点方向、聚焦重点项目，投向主要包括九大方面——交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程。我们认为，专项债将对狭义基建、新基建、电力基建等方面产生积极影响，也会通过支持保障性安居工程的方式带动地产投资回升。

