



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

- 1.《1.5 万亿留抵退税的五个关键问题——两会观察系列之二》，2022.3.6
- 2.《带着镣铐跳舞，基建增长高度有限》，2022.2.10
- 3.《地方两会剧透了稳增长的哪些发力点》，2022.1.27

减税扩支的财政密码：上缴利润和超收节支 两会观察系列之三

投资要点：

- **核心观点：**尽管今年预算赤字率回收至 2.8%，但预算支出扩张超 2 万亿，对应增速为 8.4%，高于疫情前水平，财政的主基调无疑是积极扩张的。但财政扩张，钱从哪儿来？今年财政收入受限制大，赤字规模下调，专项债无法增加，减税降费又会进一步压降财政收入，如何筹资是今年财政的难题。国资上缴利润和 2021 年超收节支资金成为支撑今年财政扩张的两大资金来源，其中包括央行第一次大规模上缴利润 1 万亿。从“花钱端”来看，财政支出主要用于稳增长、保民生和减税降费。地方预算中基建支出占比并未上升，我们对基建年度增速维持 5% 左右的观点，认为其增长高度有限。
- **2022 财政形势：**财政形势依然严峻，筹资是今年的重难点。收入端，土地出让收入拖累地方财力损失近十分之一，2.5 万亿减税降费也将压降财政收入；支出端，基本民生支出只增不减，稳定经济增长又要求扩大有效投资、保障财政支出强度，从财政支出增量规模来看，今年的扩张力度是历年少见的。
- **财政“缺钱”怎么办：**(1) 2019 和 2020 年财政筹资都以政府债务扩张为主。2019 年，通过增加特定国有金融机构和央企上缴利润、增发专项债、使用调入资金及结转结余、收回长期沉淀资金等四种方法筹集增量资金超 2.5 万亿。2020 年，通过提高赤字率、使用调入资金及结转结余、增发专项债和抗疫特别国债等方式筹集增量资金 5.08 万亿。(2) 2022 年政府债务扩张受限，国资上缴利润和超收节支资金成为财政筹资的主要来源。调入资金及使用结转结余、特定国有金融机构及专营机构上缴利润等两种方式筹集资金 3.07 万亿（扣除 9000 亿重叠）。(3) 财政角度看央行上缴利润。往年是否上缴未披露，但我们推测 2019 年有上缴；央行上缴利润不是财政赤字货币化，其背后有客观收益支撑，并且也不影响央行资产负债表；未来央行上缴利润可能成为弥补财政收入的重要方式。
- **2022 积极财政怎么稳增长：**(1) 今年 8.4% 的财政支出增速将带来基建投资增速回升，但地方预算支出显示基建支出占比并未回升，因此我们维持基建年增速 5% 的观点，认为其回升高度有限。(2) 专项债规模与投向不变，今年更注重提高使用效率。(3) 经济下行年份减税降费能够拉动经济增长，2019 年超 2 万亿减税降费拉动 GDP 增速 0.8 个百分点，今年减税规模更大，其中 1.5 万亿留抵退税将改善小微企业和服务业资金面，促进企业投资。

- **风险提示：** 实际财政收支与预算目标差距较大；减税降费不及预期；地方财政压力大于预期。

内容目录

1. 2022 财政形势：经济下行，减税扩支	5
1.1. 财政形势严峻，地方财政压力加大	5
1.2. 减税降费，政府筹集收入压力加大	7
1.3. 财政支出扩张力度为历年少见	8
2. 财政“缺钱”怎么办？	9
2.1. 2019 和 2020：政府债务扩张	9
2.2. 2022：依靠国资上缴利润和上年超收节支	10
2.3. 财政角度看央行上缴利润 1 万亿	12
3. 2022 积极财政怎么稳增长	13
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 2021 年各省财政自给率	6
图 2: 土地财政依赖度	7
图 3: 土地出让收入同比增速	7
图 4: 我国宏观税负自 2016 年以来显著下降	8
图 5: 主要税种的收入增速在下降	8
图 6: 不同口径的赤字率	9
图 7: 一般公共预算和广义财政支出增速	9
图 8: 2022 年财政四本账之间的调动关系	11
图 9: 历年末中央预算稳定调节基金余额	11
图 10: 每年调入和使用结转结余资金的情况	11
图 11: 中央对地方转移支付的历年规模	12
图 12: 非税收入-国有资本经营收入	13
图 13: 国有资本经营收入的科目	13
图 14: 2020 年各行业固定资产投资中民间资本占比	15
图 15: 基建增速与财政支出增速一致性高	16
图 16: 各月专项债发行情况	16
图 17: 地方财政支出中基建和民生占比	16
图 18: 各省 2022 年支出预算中基建和民生占比	16
 表 1: 2018-2022 预算草案对财政形势的判断	 5
表 2: 2017-2022 年减税降费目标及完成规模	8
表 3: 2018-2022 年主要支出政策	15

赤字率下调并不代表财政收缩，今年财政的主基调无疑是积极扩张的。2021 年预算赤字率 3.2%，但实际支出增速为四十年最低，财政并不积极。2022 年预算赤字率回收至 2.8%，下调 0.4 个百分点，但预算支出扩张超 2 万亿，对应增速为 8.4%，高于疫情前水平。

财政扩张，钱从哪儿来？今年财政收入受限制大，赤字率要下调，政府债务规模不能再增加，减税降费又会进一步压降财政收入，那么 2 万亿支出扩张的钱从哪儿来？如何筹资是今年财政的难题。

我们发现国资上缴利润和 2021 年增收节支资金是支撑今年财政扩张的两大主要来源。甚至今年出现了央行第一次大规模上缴利润，3 月 8 日，财政部和人民银行先后对央行上缴 1 万亿利润做出回应，引起市场广泛讨论。

在上述背景下，今年财政安排是极其特殊的一年，具体如何“筹钱”、“花钱”也值得更多关注。

1. 2022 财政形势：经济下行，减税扩支

1.1. 财政形势严峻，地方财政压力加大

2022 年财政形势依然严峻。收入端受土地出让收入拖累，减税降费也将限制财政收入的增长；支出端，基本民生支出只增不减，稳定经济增长又要求扩大有效投资、保障财政支出强度。

从历年预算报告来看，财政收支矛盾严峻的形势已维持多年，可谓“年年难过年年过”。2018 年以来，预算报告几乎每年都会提到减税降费、经济下行压力这两个因素对财政收入的制约。支出方面，刚性支出越来越突出，补短板、促改革又要求加大相关领域的财政资源投入。因此，2018 年以来预算报告对财政收支形势的判断是“年年困难”，2018 年是相对形势较好的一年，“财政收入继续保持向好态势与财政支出快速增长并存”，仍然是“紧平衡”，2019 年“财政收入形势较为严峻，收支平衡压力较为突出”，2020 年“财政收支矛盾加剧，财政运行压力增加”，2021 年“十分严峻”，2022 年“财政收支形势依然严峻”。

地方财政压力仍大，土地出让收入下降将导致地方财力损失近十分之一。财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）代表地方财政收入能覆盖支出的部分，2021 年底，全国 31 省市中有 21 省财政自给率低于 50%，其中黑龙江、甘肃、青海、西藏等四省低于 30%。土地财政依赖度保持高位（土地出让收入/（地方政府性基金收入+一般公共预算收入）），近几年来在 40% 以上，2021 年为 42.5%。此前 2015 年土地出让收入曾下降 21.4%，如果今年降幅与 2015 年相当，将导致地方财力损失近十分之一。以地方政府性基金收入+一般公共预算收入衡量广义财力，土地出让收入下降 21.4%，对应 2022 年该项收入减少 1.86 万亿，占到广义财力的 9.08%。

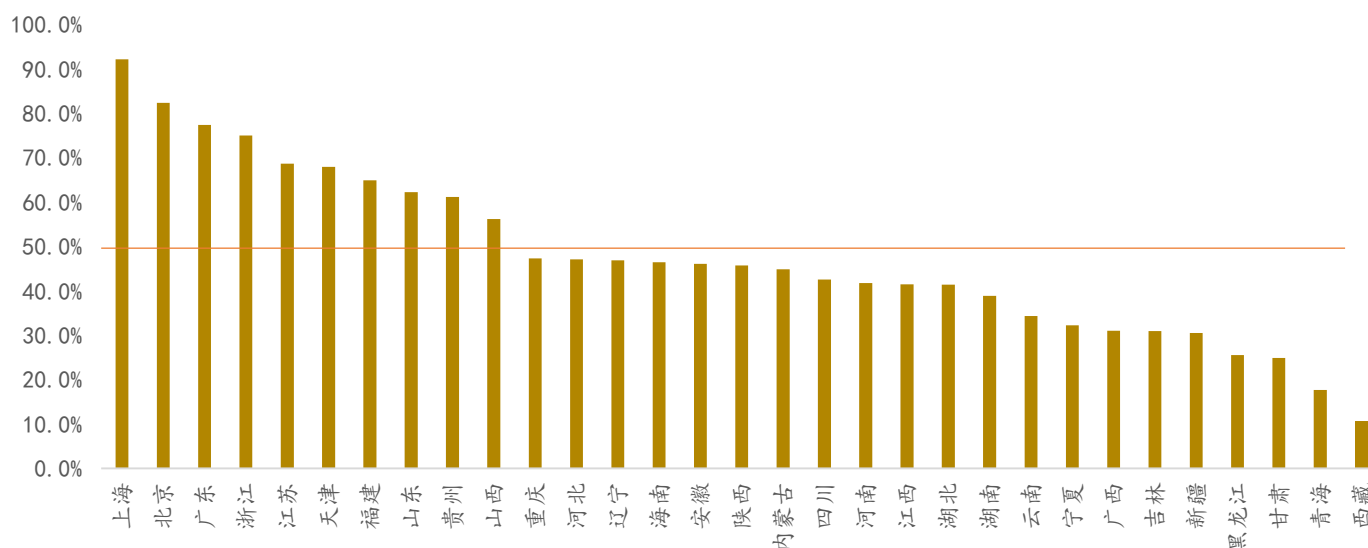
表 1：2018-2022 预算草案对财政形势的判断

年份	收入	支出	形势
2022	从财政收入看，减税降费政策效应持续释放，市场主体的活力和动力有所增强，经济稳定恢复态势不断巩固，为财政收入增长奠定了坚实基础；同时，新的经济下行压力对财政收入增长形成制约，缓解企业生产经营困难需要实施新的减税降费政策，疫情形势变化也会加大财政收入不确定性。	从财政支出看，各领域对财政资金需求较大，基本民生、科技攻关、巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接、生态环保、国防等支出需要加强保障，做好碳达峰碳中和工作以及促进区域协调发展等也需要新增支出	2022 年财政收支形势 依然严峻 ，必须加强财政资源统筹，有保有压、突出重点，尽力而为、量力而行

2021	从财政收入看，2020 年国内生产总值增速和财政收入基数降低，预计 2021 年随着经济逐步恢复常态、价格指数反弹，财政收入将恢复性增长。但由于新增财政赤字、动用历年结转结余资金等一次性措施增加的收入大幅减少，不再发行抗疫特别国债，实际可用的财力总量增幅较低。	从财政支出看，各领域资金需求加大，实施“十四五”规划、构建新发展格局，以及乡村振兴、污染防治、教育科技、应急救援、基层“三保”、国防武警、债务付息等重点和刚性支出都需要加强保障，财政支出增长刚性较强。	2021 年财政收支形势 十分严峻 ，预算平衡难度进一步加大，债务等重点领域风险也不容忽视。必须加强财政资源统筹，大力优化支出结构，完善资金分配和使用机制，切实增强财政可持续性
2020	从财政收入看，受疫情冲击、减税降费等因素影响，今年 1—4 月财政收入下降 14.5%，其中 1 月下降 3.9%，2 月下降 21.4%，3 月下降 26.1%，4 月下降 15%，降幅在一季度逐月扩大后出现缩小态势。预计今年后几个月，随着生产生活秩序恢复，财政收入开始企稳回升，但仍有较大不确定性。一般公共预算收入二季度可能维持负增长，下半年可能出现恢复增长并回补部分上半年减收。	从财政支出看，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，全力保障完成决战决胜脱贫攻坚目标任务、全面建成小康社会，财政支出仍要保持一定强度，特别是各级财政为疫情防控投入大量资金，落实“六保”任务、实施减税降费也需要财力支撑，一些地区因阶段性减免社会保险费需对基金予以必要财政补助。	当前，受全球疫情冲击，世界经济严重衰退，产业链供应链循环受阻，国际贸易投资萎缩，大宗商品市场动荡。国内消费、投资、出口下滑，就业压力显著加大，企业特别是民营企业、中小微企业困难凸显， 财政收支矛盾加剧，财政运行压力增加。
2019	从财政收入形势看，受经济下行压力加大、实施更大规模减税降费，以及上年部分减税降费政策翘尾减收等因素影响，预计 2019 年财政收入增速将有所放缓	从财政支出形势看，各领域对财政资金需求很大，支持深化供给侧结构性改革、打好三大攻坚战、实施乡村振兴战略、加强科技创新和关键技术攻关、建设提升自然灾害防治能力若干工程、加大基本民生领域投入力度、支持外交国防、增强基层财政保障能力等，都需要予以重点保障	2019 年财政收入形势 较为严峻 ，收支平衡压力较为突出
2018	2018 年，全面贯彻落实党的十九大精神将对深化改革、促进发展形成新的强大动力，我国经济持续健康发展具有许多有利条件。同时，国际环境和经济发展的不稳定性不确定性因素增多，财政增收也存在一些压力和挑战，主要是价格因素增收作用可能减弱，新老减税降费措施叠加将产生较大减收	各级财政必保支出较多，新增支出需求很大。打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战，需要优先保障。深化供给侧结构性改革、加快建设创新型国家、实施乡村振兴战略、加强国防和军队现代化建设、推进中国特色大国外交等，都需要重点支持。就业、教育、医疗、居住、养老等民生领域还有不少短板，需要加大投入	2018 年财政收入继续保持向好态势与财政支出快速增长并存，预算收支安排依然是 紧平衡

资料来源：财政部，德邦研究所

图 1：2021 年各省财政自给率



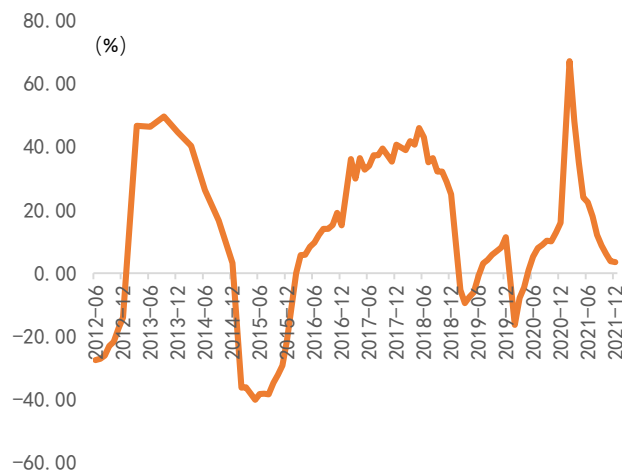
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：土地财政依赖度



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：土地出让收入同比增速



资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 减税降费，政府筹集收入压力加大

根据政府工作报告和预算草案，今年减税降费规模约 2.5 万亿，是近些年来次高水平，仅次于 2020 年。2020 年疫情冲击下，中央提出“六保”，为“保市场主体”，5 月两会时提出“超 2.5 万亿”的减税降费目标，最终实际完成规模超过 2.6 万亿。2021 年两会并未提出减税降费目标，全年实际完成减税降费仍达 1.1 万亿。

2016 年以来，减税降费力度加大，宏观税负不断下降。以税收收入占 GDP 比例衡量的宏观税负来看，2016 年为 17.47%，2021 年为 15.1%，下降了约 2.4 个百分点；以一般公共预算收入占 GDP 比例衡量，2016-2021 年宏观税负下降 3.7 个百分点。

但另一方面，减税降费会导致财政减收。2019 年的《国务院关于减税降费工作情况的报告》就明确指出要“指导地方多渠道筹集资金弥补减收”，主要措施包括中央加大转移支付，调入预算稳定调节基金、提高国有资本经营预算调入一般公共预算比例、盘活存量资金和国有资源资产等方式筹集资金等。今年 3 月 5 日，刘昆部长在“部长通道”上表示，“自‘十三五’以来的 6 年间，累计减税降费规模超 8.6 万亿元”，大约是 2016-2021 年税收收入的 9.4%、一般公共预算收入的 7.9%、广义财政收入（第一二本账加总）的 5.8%，对财政收入的影响不可谓不大。

2019 年以来，主要税种降低税率、增加抵扣等减税措施频出。国内增值税、企业所得税、个人所得税、消费税是我国四大税种，2021 年底合计占税收收入的 77.2%。减税降费主要在国内增值税、企业所得税、个人所得税方面力度较大，2019 年合计减税降费 2.36 万亿。增值税方面，2019 年 4 月 1 日起，将制造业等行业的 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业的 10% 的税率降至 9%。企业所得税方面，2019 年企业研发费用加计扣除比例由 50% 提高到 75% 的税收优惠政策，由科技型中小企业扩大至所有企业，2021 年进一步提高到 100%。个人所得税方面，2018 年 8 月 31 日颁布的《个人所得税法》中，将工资薪金所得、劳务报酬所得、稿酬所得和特许权使用费所得合并为综合所得，将个人所得税起征点由 3500 元提高到 5000 元，并增加了子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或住房租金、赡养老人等支出作为专项附加扣除，大幅降低了个人税负，政策实施首年（2019）个人所得税收入下降 25.1%。

减税降费空间变小，留抵退税成为今年减税降费新武器，将进一步加大财政压力。主要税种税率已处于国际较低水平，短期内难以降低，研发费用加计扣除比例、个税专项附加等抵扣政策也都出尽，减税降费空间变小。留抵退税成为今年减税降费新武器，占到 2022 年减税降费总规模的六成。留抵退税既不是退税也

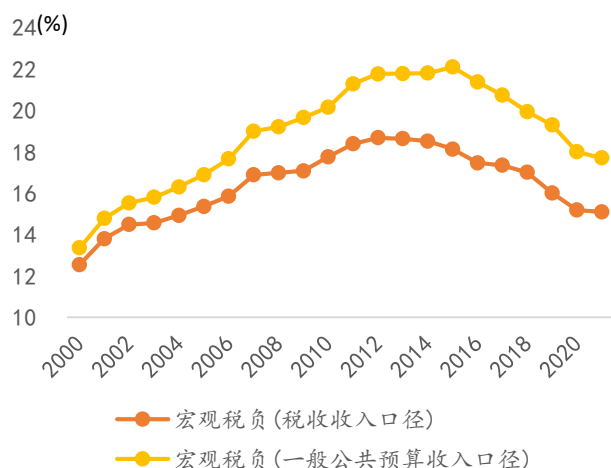
不是免税，其本质是释放税务系统跨期占用的企业资金，不会直接增加企业收入。但从财政端来看，却需要拿出当期的真金白银退给企业，无疑会直接导致财政收入的下降。关于留抵退税的详情可参考我们此前报告《1.5 万亿留抵退税的五个关键问题》。

表 2：2017-2022 年减税降费目标及完成规模

	目标	实际
2022	2.5 万亿（留抵退税 1.5 万亿）	
2021	无	1.1 万亿
2020	超 2.5 万亿	超 2.6 万亿
2019	近 2 万亿	2.36 万亿
2018	减税 8000 多亿，减轻市场主体非税负担 3000 多亿	约 1.3 万亿
2017	减少企业税负 3500 亿、涉企收费 2000 亿	
2016	减轻企业和个人负担 5000 多亿元	降低企业税负 5700 多亿

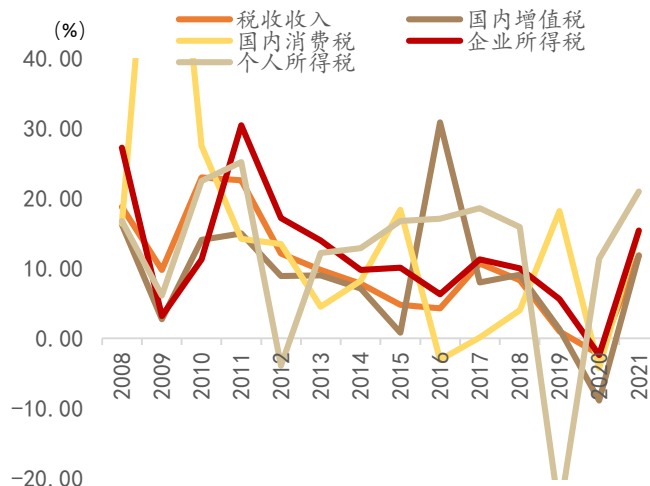
资料来源：历年政府工作报告，德邦研究所

图 4：我国宏观税负自 2016 年以来显著下降



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：主要税种的收入增速在下降



资料来源：Wind，德邦研究所

1.3. 财政支出扩张力度为历年少见

预算赤字率下调并不意味着财政收缩。政府工作报告将预算赤字率下调 0.4 个百分点，至 2.8%。赤字率下调并不意味着财政收缩，一方面我国赤字口径众多，预算赤字率目标调整更多是信号意义，实质影响有限。另一方面，从支出增速来

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_39311

