



Research and  
Development Center

# 稳经济靠财政

## ——2022 年中期财政政策展望

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理  
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 稳经济靠财政——2022 年中期财政政策展望

2022 年 5 月 26 日

**摘要:** 上半年减税降费、新增专项债等存量政策加快落地, 增量政策蓄势待发。我们依然认为超万亿的建设国债将是主要的增量工具, 施行后或可有力拉动下半年 GDP 增长至 6%, 届时全年增速可达 4.3%。

- **以留抵退税为主的减税降费的执行进度已超 60%，其他减负举措覆盖面广。** 5 月 23 日国常会决定扩大预算草案安排的 2.5 万亿元减税降费至 2.64 万亿元, 上半年留抵退税进度自二季度起明显加快。其他减税措施覆盖消费、出口、就业等各大基本面, 后续还将灵活出台更多减负措施。
- **疫情冲击下财政收支依然保持平稳, 虽然地方土地收入大幅下滑, 但相关调节项可保障支出强度不受影响。** 公共财政方面, 税收收入虽然回落, 但非税收入具备相当韧性。政府性基金预算收入进度受土地收入下降的影响明显放缓, 但专项债作为资金补充依然保障支出进度保持平稳。后续随着专项债加快落地和增量政策的施行, 支出端的强度依然有保障。
- **专项债发行节奏“史无前例”, 投向基建比例远高于去年。** 今年专项债发行显著前置, 继一季度发行 1.3 万亿元及 4 月份蓄力后, 5 月发行量已创下今年单月的新高, 但距离 6 月底还有约 1.5 万亿的额度未发完。由于政策要求 6 月底前基本发行完, 8 月底前使用到位, 所以 6 月的发债压力空前巨大。截至 5 月 25 日, 投向基建比例达到 66.24%, 显著高于去年, 用做项目资本金的 1612 亿元主要投向了铁路公路。
- **下半年稳住经济, 需要推出重磅增量政策: 增发超万亿国债。** 结合 4 月份的消费、出口、就业和金融数据, 二季度的经济可能为零增长。届时, 上半年只能实现 2.3%, 即使三季度和四季度能分别实现 5% 和 5.5%, 全年增速也不及 4%。这样巨大的压力下, 超万亿的建设国债可能是最直接、最有效的增量工具, 预计或可推动下半年经济实现约 6% 的增长, 进而全年增速可达 4.3%。
- **风险因素:** 疫情反复持续, 增量政策尚不明朗

## 目录

一、财政政策执行情况回顾.....	3
1.1 减税降费落地较快.....	3
1.2 增支重在基建.....	4
1.3 1-4 月财政收支进度总体平稳.....	5
二、专项债发行回顾与展望.....	8
2.1 发行节奏史无前例.....	8
2.2 投向基建比例升高.....	10
2.3 专项债资本金主要投向交通基础设施.....	11
三、下半年财政展望：超万亿建设国债.....	13
3.1 推出重磅增量政策的必要性.....	13
3.2 2022 年和 1998 年的相似性.....	15
3.3 重磅增量政策展望——超万亿建设国债.....	17
四、投资建议.....	19
风险因素.....	22

## 图目录

图 1：2022 年四大预算账本安排的收支规模.....	5
图 2：今年广义财政支出比去年扩大 4 万亿以上.....	6
图 3：1-4 月公共财政收入进度较去年略有放慢.....	6
图 4：1-4 月公共财政支出进度几乎与去年持平.....	7
图 5：1-4 月政府性基金收入进度大幅放缓.....	7
图 6：1-4 月政府性基金支出进度保持平稳.....	8
图 7：去年至今的每月新增专项债发行情况.....	8
图 8：今年新增专项债发行进度“史无前例”.....	9
图 9：新增专项债从发行到投资落地约 1 个月.....	10
图 10：截至 5 月 25 日新增专项债投向结构.....	10
图 11：去年至今的单月新增专项债投向基建比例.....	11
图 12：5 月前 25 天新增专项债投向结构.....	11
图 13：截至 5 月 25 日专项债资本金投向结构.....	12
图 14：5 月前 25 天专项债资本金投向结构.....	12
图 15：2022 年每月专项债用作项目资本金比例.....	13
图 16：无重磅增量政策的全年经济增速推演.....	13
图 17：有重磅增量政策的全年经济增速推演.....	14
图 18：完全实现 5.5% 的全年经济增速推演.....	14
图 19：1998 年上半年经济增速远不如 8% 的预定目标.....	15
图 20：1998 年上半年出口和消费出现大幅回落.....	16
图 21：2022 年上半年出口和消费出现大幅回落.....	16
图 22：老基建指数走势.....	19
图 23：水利水电建设指数走势.....	20
图 24：铁路运输指数走势.....	20
图 25：新基建指数走势.....	21
图 26：数字经济指数走势.....	21

## 表目录

表 1：留抵退税政策梳理.....	3
表 2：其他减税降费政策梳理.....	4
表 3：增支政策梳理.....	5
表 4：截至 5 月 25 日新增专项债作为项目资本金的使用情况.....	12
表 5：2022 年和 1998 年上半年的货币政策对照.....	17
表 6：1998 年增发 1000 亿建设国债的程序.....	18
表 7：建设国债和特别国债的发行年份.....	18

## 一、财政政策执行情况回顾

### 1.1 减税降费落地较快

**留抵退税进度超过 60%，重点支持小微企业和制造业。**留抵退税作为年初预算草案减税降费的重要措施，本质上是减轻企业的增值税负担，同时也是长期财政“减收”的重要内容，今年安排规模 1.64 万亿元（预算草案安排 1.5 万亿元，5 月 23 日国常会决定增加 1400 多亿元）。截至 5 月 16 号，已经有 11029 亿元的退税款退到了纳税人账户，退税进度达到了 67.25%，其中 1-3 月、4 月和 5 月前 16 天分别退税 1233 亿元、8015 亿元和 1781 亿元。一季度政府部门主要是规划、部署留抵退税，进入二季度才开始加快落地。今年总体的特点被概括为“两聚焦、三加力”，即聚焦小微企业和制造业等重点行业；在扩大范围上加力、在提高比例上加力及在加快频次上加力。截至 5 月上旬，央行上缴的结转利润已达 8000 亿元，全年将超 1.1 万亿元，可为退税提供有力的资金支持。国新办举行的 4 月份新闻发布会指出获得增量和存量留抵税额的企业八九成都认为改善了现金流，且对政策表示满意。

表 1：留抵退税政策梳理

时间	场合	相关内容
2022年3月14日	国务院常务会议	尽快落实政策工作报告里 <b>减税降费</b> 的举措，该退的税款能快退的 <b>快退</b> ；推动金融机构上缴利润。
2022年3月21日	国务院常务会议	<b>1.5万亿元增值税留抵退税</b> 的政策安排：重点支持 <b>小微企业和制造业</b> ， <b>增量留抵税额4月1日起按月全额退还</b> ， <b>存量留抵税额</b> 方面，对 <b>小微企业</b> ， <b>6月底前一次性予以全额退还</b> ，7月1日开始对 <b>六大行业的企业</b> 办理全额退还， <b>在年底前完成</b> ；中央财政在现行负担50%退税资金的基础上，安排支持基层落实减税降费和重点民生的 <b>1.2万亿转移支付</b> ，平均补助地方负担部分 <b>(50%)的82%</b>
2022年3月23日	国务院政策例行吹风会	留抵退税政策特点，一是在 <b>时间上提前退税</b> ，二是 <b>不仅退增量也退存量留抵税额</b> ，三是扩大退税覆盖范围到全部小微企业和六大行业，且 <b>提高小微企业退税比例</b> ，四是中央提供财力保障，财政部于3月21日下达了 <b>首批支持小微企业留抵退税专项转移支付4000亿元</b> 。
2022年4月20日	财政部税务总局	积极落实微型企业、小型企业 <b>存量留抵税额</b> 分别于2022年4月30日前、6月30日前集中退还的退税政策；2022年6月30日前，在自愿申请的基础上，集中退还中型企业存量留抵税额。
2022年5月5日	国务院常务会议	加大对中小微企业和个体工商户的帮扶力度，将已确定的退税减税降费政策落实好，截至4月28日 <b>已办理留抵退税6256亿元</b> 。
2022年5月10日	财政部、税务总局与人民银行三部门留抵退税新闻发布会	2022年新增的1.5万亿留抵退税中，1-4月共已退还9248亿元，小微企业是受益主体； <b>央行已累计上缴结转利润8000亿元（相当于降准0.4个百分点），全年上缴利润将超1.1万亿元，为增值税留抵退税提供资金保障</b> ；退税特点为“两聚焦、三加力”。
2022年5月19日	财政部、税务总局公告	符合条件的大型企业可 <b>提前（6月可开始申请，原定10月）</b> 申请退还存量留抵税额，2022年6月30日前，落实集中退还大型企业存量留抵税额。
2022年5月23日	国务院常务会议	在更多行业实施存量和增量全额留抵退税， <b>增加退税1400多亿元</b> ，全年退减税总量2.64万亿元。

资料来源：国务院、财政部官网，信达证券研发中心

**其他减税降费措施形式多样。**在 2.64 万亿的减税降费中，除 1.64 万亿留抵退税外，还有 1 万亿其他减税降费举措。结合政府部门各类会议的内容，其他举措包含缓缴保险费、租金、住房公积金，增加出口退税，减收企业所得税，减征车辆购置税等。覆盖的范围包括贸易、生产、就业、消费等。其中保险费的缓缴可以和今年预算草案中“2022 年起，实施企业职工基本养老保险全国统筹制度，通过建立养老保险基本要素中央统一管理机制、地方财政补充养老保险基金投入长效机制、工作考核机制等，实施全国统筹调剂，增强基本养老保险制度的可持续性”的内容匹配上，而其他举措和今年出口增速下滑、就业形势严峻及疫情冲击实体经济有关。预计后续减税降费的举措会更加灵活，并覆盖更多受疫情影响严重的行业领域。

**表 2：其他减税降费政策梳理**

时间	场合	相关内容
2022年4月6日	国务院常务会议	对受疫情冲击的特困行业，二季度暂缓缴纳养老保险费，扩大暂缓缴纳失业和工商保险费的适用行业范围；向失业人员和受影响的中小微企业发放补助。
2022年4月13日	国务院常务会议	发挥出口退税政策效用，加快退税，将正常退税办理时间由平均7个工作日压缩至6个工作日内
2022年4月27日	国务院常务会议	加大稳就业力度，允许所有受疫情影响的中小微企业缓缴养老、失业、工伤保险费，电价优惠降低企业成本；强化物流保障，5月1日至年底，对符合条件的快递服务收入免征增值税。
2022年4月28日	国务院政策例行吹风会	加大出口退税支持力度，截至2021年底，已经为9.4万户企业增加出口退税377亿元；提高出口退税便利程度，2022年全国办理正常退税的平均时间压缩至6个工作日内，降低企业成本，2016年至2021年，税务部门累计办理出口退（免）税年均增长7.32%。
2022年4月29日	财政部	2022年5月1日至2022年12月31日，为居民提供必需生活物资快递收派服务免征增值税。
2022年5月9日	国务院促进中小企业发展工作领导小组办公室	中小微企业宽带和专线平均资费再降10%，加强制造业中小微企业数字化转型培训。
2022年5月10日	国家发改委	提供组合式税费支持，对小规模纳税人阶段性免征增值税，对小微企业年应纳税所得额100万元至300万元部分，再减半征收企业所得税；将科技型中小企业研发费用加计扣除比例从75%提高到100%；缓解企业成本上升压力，阶段性降低失业保险、工伤保险费率，疫情中高风险地区内的服务业小微企业和个体工商户承租国有房屋，2022年减免6个月租金，其他地区减免3个月租金。
2022年5月11日	国务院常务会议	财政货币政策以就业优先为导向；今年年底前企业申请即可缓缴住房公积金，预计减缓企业负担900多亿元；免除今年应偿还的国家助学贷款利息并允许延期1年还本，预计免息20多亿元、延期还本50多亿元，惠及400多万毕业生。
2022年5月12日	国务院政策例行吹风会	直接向符合条件的企业精准发放失业保险稳岗返还资金，将中小微企业返还的比例由60%最高提到90%大力推广“免申即享”经办新模式；延续实施阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策1年，执行期限至2023年4月30日，预计将减轻企业社保缴费负担约1600亿元；缓缴养老保险、失业保险和工伤保险的单位应缴部分，增加800多亿元的现金流。
2022年5月18日	稳增长稳市场主体保就业座谈会	着力通过稳市场主体来稳增长保就业保基本民生，落实落细留抵退税减税等组合式纾困政策，让政策速享尽享。着力支持市场主体稳岗，失业保险稳岗返还、留工补助、留工培训等政策要加大力度。
2022年5月23日	国务院常务会议	将中小微企业、个体工商户和5个特困行业缓缴3项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿元；放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。

资料来源：国务院、财政部、国家发改委官网，信达证券研发中心

## 1.2 增支重在基建

基建作为今年财政支出和经济稳增长的主要抓手，发力点在水利、交通、能源、冷链物流和新基建。年初预算草案有三处提到加强基础设施建设，这就注定今年财政支出将以基建为重点投向领域。结合近期政府部门会议内容，在谈到财政支出、政府补贴、扩大投资内容时，基本都和基建有关。经梳理，投资领域以水利、交通、能源、冷链物流和新基建为重点。其中中央特别强调了水利对经济增长的拉动作用。上月初水利部在谈到水利拉动经济增长时指出“重大水利工程每投资 1000 亿元，可以带动 GDP 增长 0.15 个百分点，新增就业岗位 49 万”。今年计划投资水利 8000 亿元，可以带动 GDP 增长 1.2 个百分点。

具体项目的财政资金是有支撑的，首先今年专项债包含了来自去年四季度结转的 1.2 万亿，加上新增限额 3.65 万亿，乘以投向基建的约 65%，可为基建提供 3.15 万亿的专项债资金。再加上一般公共预算支出有 20% 左右投向基建，在全年 26.7125 亿元的支出安排下，也可为基建提供超过 5.3 万亿元的公共财政资金。但二者资金使用存在不同，前者需要投向有投资收益的项目，后者则无此要求。除上述来源，还有其他财政债券，如近日国常会决定支持发行 3000 亿元铁路建设债券。水利工程的资金也有保障，主要来源于一般公共预算的水利发展资金 606 亿元；政府性基金安排 572 亿元和专项债支出，重点建设南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程。今年截至 5 月 25 日，新增专项债投向农林水利的数额已达 1612 亿元，其中包含水利项目资本金 178.13 亿元，可以“发挥政府债券‘四两拨千斤’的撬动作用”。



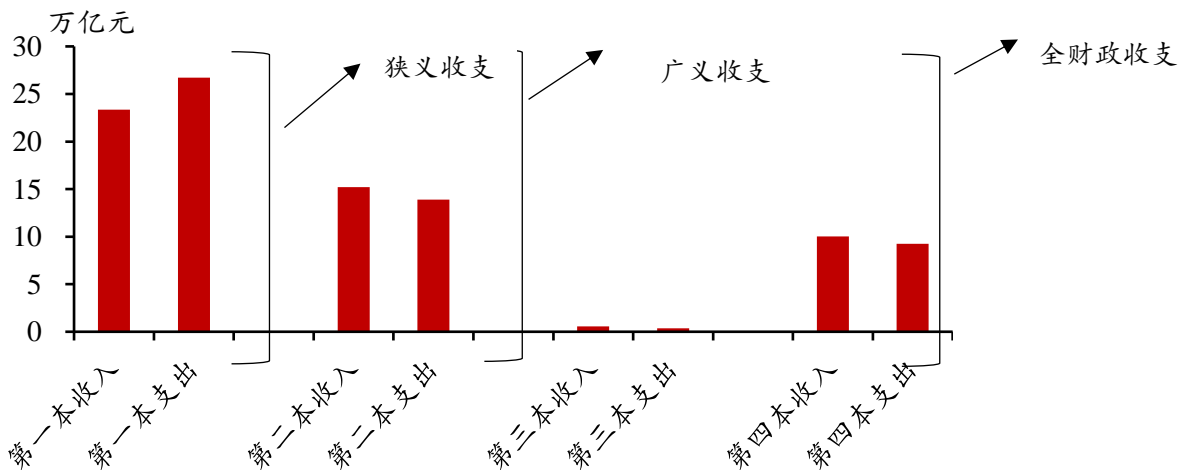
**表 3：增支政策梳理**

时间	场合	相关内容
2022年3月29日	国务院常务会议	全年可完成水利项目投资8000亿元。
2022年4月8日	国务院政策例行吹风会	今年可完成水利工程投资约8000亿元，政府投资优先选择水利工程；财政水利投资提高，2022年一般公共预算中水利发展资金达606亿元，政府性基金达572亿元
2022年4月18日	财政部	积极推进政府购买城乡社区公共服务、公共卫生服务、基本养老服务、教育就业公共服务；积极应对人口老龄化，通过政府购买提供的养老服务，政府不再直接举办养老机构
2022年4月20日	国务院办公厅	加大政府绿色低碳采购力度；加快发展冷链物流，完善国家骨干冷链物流基地设施条件。
2022年4月20日	国务院常务会议	加大农资补贴，做好托底收购工作；今年新增煤炭产能3亿吨，加强储备能源的基础设施建设。
2022年4月26日	中央财经委员会第十一次会议	加大财政投入基础设施建设力度，提高基础设施生命周期综合效益；加强国家安全基础设施建设；加快新型基础设施建设，适度超前开展；会议强调了交通、能源、水利、信息、科技、物流等领域基础设施建设；加强城市智慧基础设施建设；以基础设施现代化促进农业农村现代化。
2022年4月27日	发改委投资司	积极扩大有效投资，一季度全国投资增长9.3%，其中基础设施投资增长8.5%，呈现逐月增长态势；一季度新开工项目个数较去年同期增加1.2万个，有望加快形成实物工作量，高质量项目储备；精准投资导向，适度超前开展基础设施建设，提高制造业核心竞争力；着力推进“十四五”规划102项重大工程建设
2022年4月29日	中共中央政治局会议	发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。
2022年5月11日	国务院常务会议	财政政策以就业优先为导向；确保能源正常供应，向煤电企业再拨付500亿元补贴资金、注资100亿元，不允许拉闸限电；盘活基础设施等存量资产，发行不动产投资信托基金，扩大有效投资。
2022年5月12日	国务院政策例行吹风会	发放一次性留工培训补助，使用1000亿元失业保险基金，支持稳岗和培训。
2022年5月23日	国务院常务会议	将失业保险留工培训补助扩大至所有困难参保企业；支持发行3000亿元铁路建设债券。

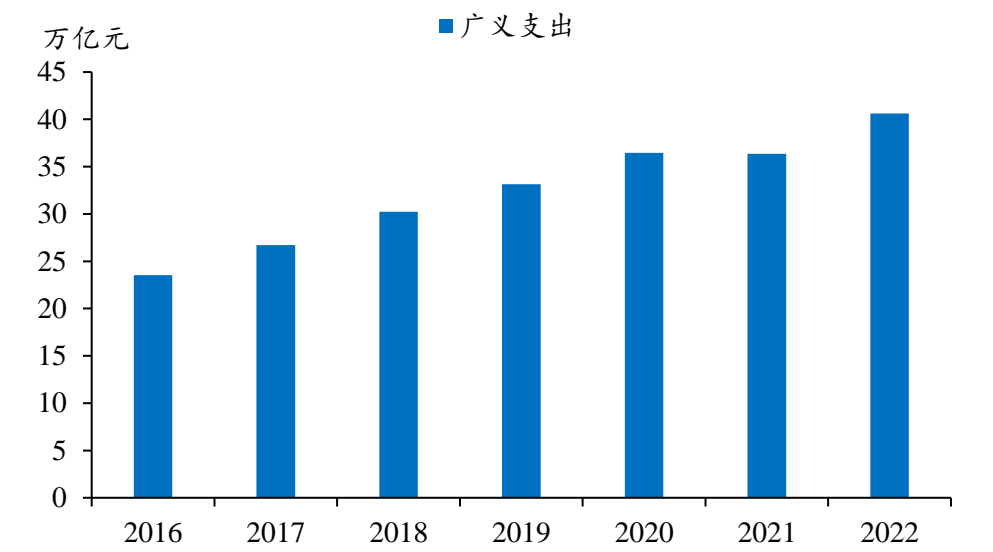
资料来源：国务院、财政部、国家发改委官网，信达证券研发中心

### 1.3 1-4 月财政收支进度总体平稳

年初广义支出安排较去年扩大 4 万亿以上，全年财政支出力度显著增强。我国财政分为四本预算，即一般公共预算（也称公共财政预算）、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算，其中第一本预算也称狭义预算，和第二本预算一起构成广义预算。衡量每年财政支出力度时，通常选择前两本预算支出之和，也称广义财政支出。年初预算草案对今年第一本和第二本的预算支出安排都较去年扩大了 2 万亿以上，故广义支出规模比去年扩大了 4 万亿以上。与广义支出对应的是广义收入，第一本预算和第二本预算的收入分别以税收和国有土地使用权出让收入（以下简称土地收入）为主体，再分别加之非税收入和专项债收入等构成收入总量来对支出端提供财政的资金支持。此外，今年央行等特定国有金融机构和专营机构上缴的 1.65 万亿元利润也是广义收入的来源，并入中央政府性基金预算收入中。

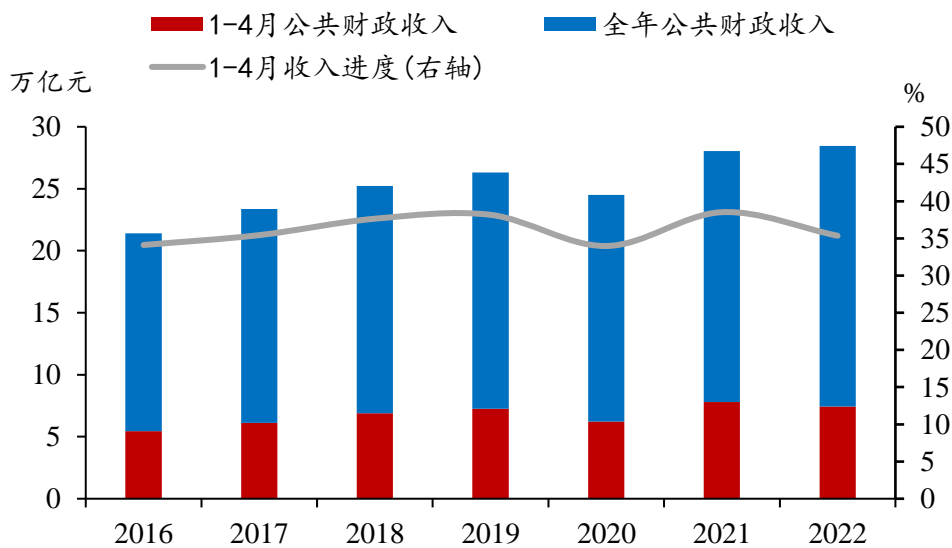
**图 1：2022 年四大预算账本安排的收支规模**


资料来源：2022 年预算草案，信达证券研发中心

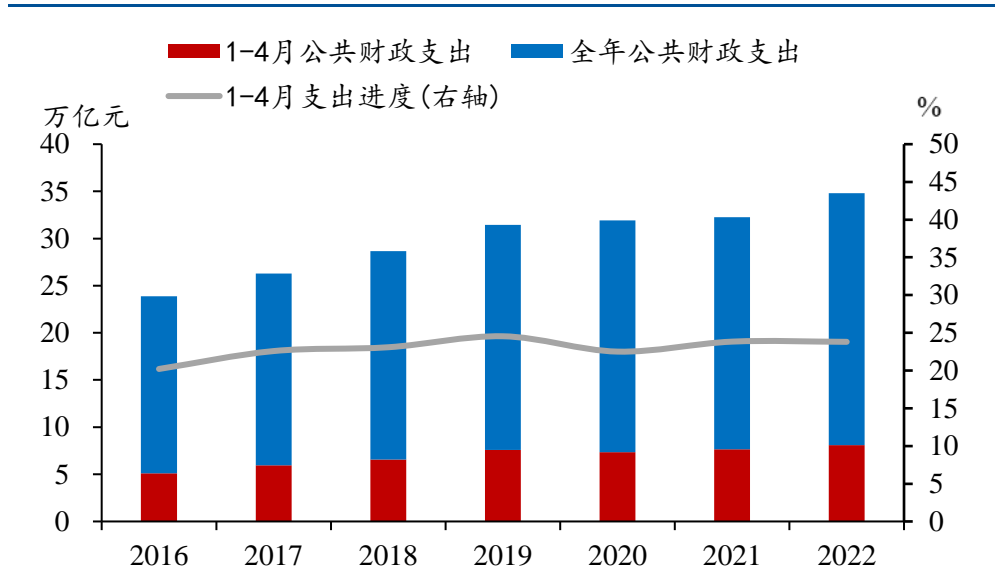
**图 2：今年广义财政支出比去年扩大 4 万亿以上**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年广义财政支出为安排值

公共财政收支进度与往年相比变化不大，总体平稳。虽然 4 月份公共财政收入即一般公共预算收入同比下降 41.34%，但单月边际的显著下滑并未对 1-4 月的总体收入进度产生明显拖累，1-4 月累计同比下降 4.8%，收入进度达到预算草案安排规模的 35.35%，和过去 6 年相比这一进度并不算慢，虽不及去年的 38.52%，但快于 2016、2017 和 2020 年。1-4 月支出进度达到 23.80%，仅慢于去年约 0.03 个百分点，两年几乎持平，略快于过去六年除 2021 年和 2019 年外的其他四年。在 1-4 月留抵退税款退还 9248 亿元叠加疫情冲击下，前 4 月税收收入虽同比下滑 7.6%，但非税收入同比增加 13.4%。因此看，公共财政能保持收支进度总体平稳还要得益于我国的非税收入具备相当韧性。

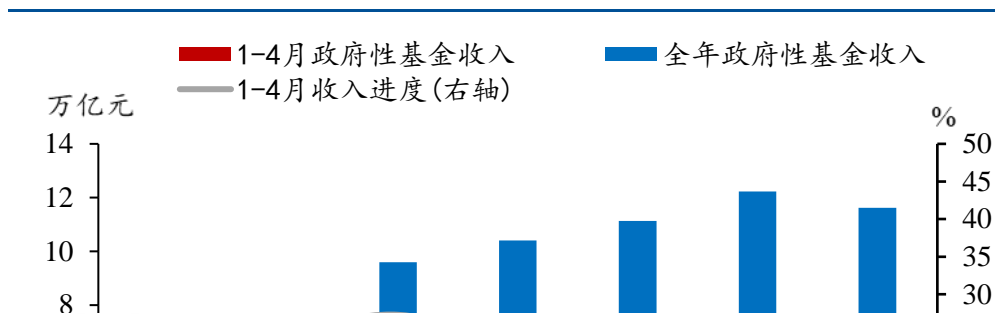
**图 3：1-4 月公共财政收入进度较去年略有放慢**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年全年公共财政收入为安排值

**图 4：1-4 月公共财政支出进度几乎与去年持平**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年全年公共财政支出为安排值

**政府性基金收入进度大幅放缓，支出进度快于去年。**前文提到第二本预算以土地收入为主要收入来源。受今年地产形势的影响，1-4 月土地收入同比下降 29.8%，进而全国政府性基金收入同比下降 27.6%，收入进度不到 18%，而去年同期接近 25%，第二本预算收入压力较大。在收入下降的同时，和土地收入相关的支出也出现了下滑，但仅下滑 5.6%。整体支出由于专项债可以有力地为第二本预算支出提供资金支持（1-4 月新增专项债共发行 14018.91 亿元），所以进度依然保持平稳，达到 22.65%。鉴于去年专项债发行后置（去年 1-4 月新增专项债仅发行 2056.08 亿元），所以去年的支出进度还不及今年，为 20.49%。但可以预见的是，今年进入下半年，随着大部分专项债已于上半年发行完毕，若土地收入依然处于低位且无增量工具，那么广义财政收入可能会面临比较大的压力。

**图 5：1-4 月政府性基金收入进度大幅放缓**


**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\\_42373](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42373)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>