

总量研究

广义财政再度发力，四季度基建仍有韧性

——2022年8月24日国常会点评

要点

事件：8月24日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础。会议决定增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好5000多亿元专项债结存限额；核准开工一批基础设施等项目；允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求；即时派出稳住经济大盘督导和服务工作组等。

核心观点：

近期市场对财政增量措施的推出非常关注：一方面，今年以来财政收支呈现了明显的“增支减收”特征，上半年31省份一般公共预算收支差均为负，紧平衡压力加大；另一方面，随着今年新增专项债基本发行使用完毕，市场对下半年财政积极发力有所担忧。本次国常会推出的增量举措，或可弥补1万亿的资金缺口，推动重大项目落地开工。上述增量举措落实下，我们预计广义财政扩张有望持续至四季度，支撑基建增速持续维持高位。

本次国常会释放的增量资金举措，是在财政收支矛盾持续加剧的背景下推出的。

今年以来，财政收支呈现了明显的“增支减收”特征，上半年31省份一般公共预算收支差均为负，紧平衡压力加大。收入端来看，受疫情散发以及地产销售景气大幅回落影响，今年以来财政收入大幅下滑，1-7月，全国一般公共预算收入下滑9.2%，完成年初预算的59%，显著低于过去三年同期66%的均值；政府性基金层面，1-7月累计收入同比下滑28.9%，仅完成年初预算的34%，远低于过去三年同期49%的均值。

支出端来看，稳增长推进下，今年以来财政政策明显积极发力，支出节奏明显前置。1-7月，全国一般公共预算支出同比增长6.4%，已完成年初预算的55%，略低于过去三年同期56%的均值；政府性基金层面，1-7月累计支出同比增长29.8%，已完成年初预算的46%，高于过去三年同期41%的均值。

预计本次国常会推出的增量措施，可弥补1万亿的财政资金缺口。

二季度以来，受国内疫情反复、土地出让超预期回落、减税退税力度加大等因素影响，财政收入远不及年初预算安排，后续发力不足的隐忧持续显现。我们预计全年财政资金缺口近2.5万亿，并且随着土地出让收入的持续疲弱和国内经济的再次探底，7月财政资金缺口较上半年有所走阔。

8月24日，国常会再度提出增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度、依法用好5000多亿元专项债结存限额，据我们测算，这两项增量工具可以填补1万亿的财政资金缺口，叠加前期各类增量工具，预计可填补资金共计2.2万亿，基本补足全年财政资金缺口。

广义财政或再度扩张，有望持续至四季度，支持基建增速维持高位。

6月以来，已有部分“准财政”举措相继推出，包括8000亿元信贷额度和3000亿政策性金融债，叠加专项债的密集发行使用，将对三季度财政支出形成支撑，助力基建项目落地开工；从此次国常会推出的增量举措来看，3000亿政金债以及5000亿专项债发行，将对四季度财政支出形成有力支撑，我们预计2022年广义财政赤字率或达9.4%，相比2021年提升2.5个百分点，将推动基建投资增速持续处于高位。

风险提示：疫情形势变化超预期，政策落地不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930121040088
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

联系人：杨康

021-52523870
yangkang6@ebsecn.com

相关研报

降本减负稳预期，LPR仍有下行空间——2022年8月LPR报价利率下行点评（2022-08-22）

此轮最强区域性高温对经济影响有多大？——光大宏观周报（2022-08-20）

财政收支压力仍大，积极财政如何持续发力？——7月财政数据点评（2022-08-17）

黄油与大炮：美国如何构造军事霸权？——《大国博弈》系列第三十篇（2022-08-16）

7月经济复苏疲弱，仍需政策呵护——2022年7月经济数据点评（2022-08-15）

海外供应链受阻，中国优势再次凸显——2022年7月进出口数据点评（2022-08-07）

统筹防疫与经济，力争最好结果——2022年7月政治局会议精神学习（2022-07-29）

工业企业盈利恢复加快，结构持续改善——2022年6月工业企业盈利数据点评（2022-07-27）

财政收支矛盾仍大，下半年如何持续发力？——6月财政数据点评兼光大宏观周报（2022-07-16）

经济走过低点，V型反弹开启——2022年6月经济数据点评（2022-07-15）

6月出口再超预期，但未来隐忧不减——2022年6月贸易数据点评（2022-07-13）

油价展望：俄乌冲突与美国运动式减碳——《大国博弈》第二十五篇（2022-07-07）

目 录

1、 财政收支矛盾凸显，亟待增量资金弥补.....	3
2、 预计本次增量举措可弥补 1 万亿的资金缺口.....	4
3、 预计广义财政扩张持续至四季度.....	5
4、 风险提示.....	7

图目录

图 1：1-7 月一般公共预算收入进度低于往年同期.....	3
图 2：1-7 月政府性预算收入进度远低于往年同期.....	3
图 3：1-7 月一般公共预算支出进度与往年同期基本持平.....	4
图 4：1-7 月政府性预算支出进度快于往年同期.....	4
图 5：7 月广义财政支出增速加快，步入扩张期.....	6
图 6：1-7 月专项债发行总规模接近 3.5 万亿.....	6
图 7：2022 年新增专项债发行进度节奏明显快于往年.....	6
图 8：预计 2022 年我国广义财政赤字率上行至 9.4%.....	7
图 9：7 月，基建增速再次反弹至 10%左右的高位.....	7

表目录

表 1：2022 年财政缺口测算及填补方式.....	5
----------------------------	---

1、财政收支矛盾凸显，亟待增量资金弥补

本次国常会释放的增量资金举措，是在财政收支矛盾持续加剧的背景下推出的。

今年以来，财政收支矛盾持续加剧。收入端来看，受疫情散发以及地产销售景气大幅回落影响，财政收入大幅下滑。1-7月，全国一般公共预算收入 124981 亿元，按自然口径计算下降 9.2%，扣除留抵退税因素后仅增长 3.2%。按照年初预算，在已经考虑留底退税的基础上，2022 年全国一般公共预算收入 210140 亿元，预算数比 2021 年增长 3.8%，按照现在 1-7 月的收入情况，仅完成年初预算的 59%，显著低于过去三年同期 66% 的均值。

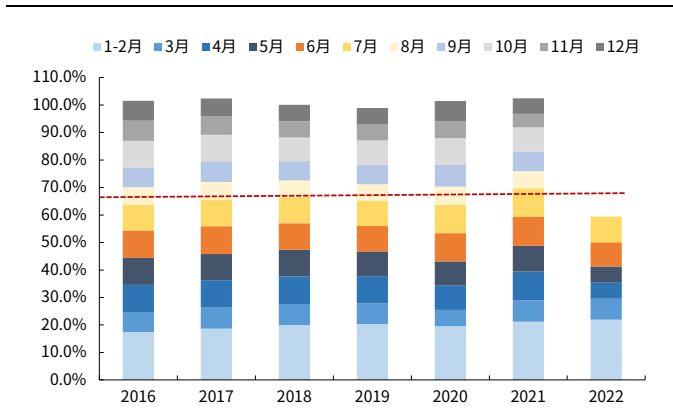
政府性基金层面，地产销售景气持续回落下，收入下滑更为明显，1-7 月累计收入 33384 亿元，比上年同期下降 28.9%。按照年初预算，2022 年全国政府性基金预算收入 98636.67 亿元，比 2021 年执行数增长 0.6%，按照现在 1-7 月的情况，仅完成年初预算的 34%，远低于过去三年同期 49% 的均值。

支出端来看，今年以来，我国经济发展面临“三重压力”，财政政策明显积极发力，支出节奏明显“前置”。1-7 月，全国一般公共预算支出 146751 亿元，比上年同期增长 6.4%。按照年初预算，2022 年一般公共预算支出 267125 亿元，比 2021 年执行数增长 8.4%，按照现在 1-7 月的支出情况，已完成年初预算的 55%，略低于过去三年同期均值 56% 的均值。

政府性基金层面，专项债发行前置下，支出也明显提速，1-7 月累计支出 64062 亿元，比上年同期增长 29.8%。按照年初预算，2022 年全国政府性基金预算支出 138991 亿元，比 2021 年执行数增长 22.3%，按照现在 1-7 月的情况，已完成年初预算的 46%，高于过去三年同期 41% 的均值。

从财政收支差额表现来看，收支矛盾持续加剧，地方财政面临较大的资金缺口，紧平衡压力加大。今年 1-7 月，一般公共预算财政收支差额为 2.2 万亿，政府性基金预算财政收支差额为 3.1 万亿，合计 5.3 万亿的收支缺口。上半年，中国 31 省份一般公共预算收支差均为负，紧平衡压力加大，亟待增量资金的扶持。

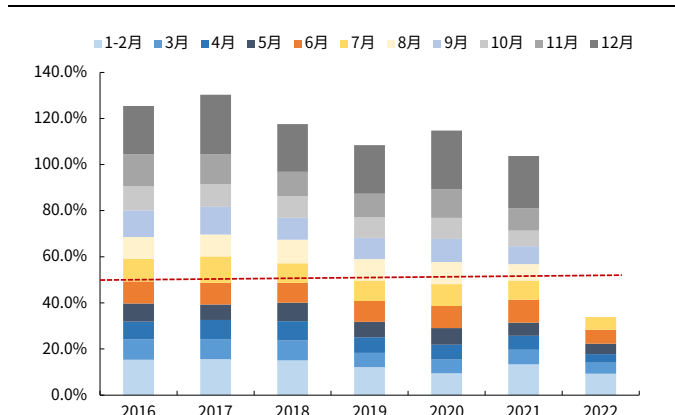
图 1：1-7 月一般公共预算收入进度低于往年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：收入进度为当月实际收入/年初预算收入，图中红线为过去三年均值 66%

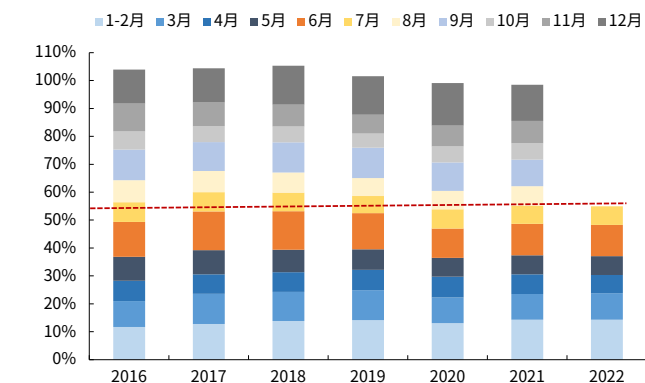
图 2：1-7 月政府性预算收入进度远低于往年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：收入进度为当月实际收入/年初预算收入，图中红线为过去三年均值 49%

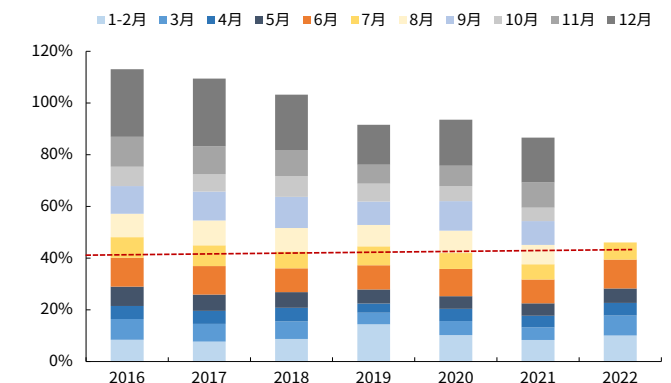
图 3：1-7 月一般公共预算支出进度与往年同期基本持平



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：支出进度为当月实际支出/年初预算支出，图中红线为过去三年均值 56%

图 4：1-7 月政府性预算支出进度快于往年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：支出进度为当月实际支出/年初预算支出，图中红线为过去三年均值 41%

2、预计本次增量举措可弥补 1 万亿的资金缺口

今年二季度以来，受国内疫情反复、土地出让超预期回落、减税退税力度加大等因素影响，财政收入远不及年初预算安排，后续发力不足的隐忧持续显现。据我们测算，因减收效应带来的财政资金缺口近 2.5 万亿，其中一般公共预算收入较年初预算减少近 1.4 万亿，政府性基金预算收入较年初预算减少 1.1 万亿。

一般公共预算收入的减量，一方面来自于退税力度的加大，从实际情况看，1-7 月实际发生的留抵退税较全年预算高出 5000 亿元，这部分资金缺口已经通过提前下达 4000 亿元 2023 年政府性基金预算基本填补。

另一方面，来自于因疫情反复、地产疲弱带来的税收收入减少。年初在考虑 1.5 万亿留抵退税的基础上，设定的全年一般公共预算收入增速为 3.8%，但 1-7 月实际同比却下降 9.2%。我们假定下半年税收收入小幅回暖，非税收入加大征收力度，全年可能形成超过 8000 亿元收入缺口。

对于政府性基金预算收入的减量，主要是受到了土地出让收入的拖累。考虑到征地拆迁等部分土地出让支出属于成本性支出，跟随收入同步削减，属于非刚性支出项目。因此，我们在假定 8-12 月土地出让收入同比下降 25% 的基础上，测算出全年实际收入缺口为 1.1 万亿。

因此，我们预计全年财政资金缺口近 2.5 万亿，并且随着土地出让收入的持续回落和国内经济的再次探底，7 月财政资金缺口较上半年有所走阔。此前，6 月国常会已提出调增 8000 亿元政策性银行贷款以及 3000 亿元金融债补充资本金，部分填补财政资金缺口。

8 月 24 日，国常会再次出台两项增量工具，核心目的正是为了及时填补地方日益扩大的财政资金缺口，稳住下半年基建投资。据我们测算，这两项增量工具可以填补年内 1 万亿左右的财政资金缺口。

表 1: 2022 年财政缺口测算及填补方式

财政减收			补充途径		
测算假设	科目	金额 (亿元)	金额 (亿元)	来源	备注
年初预计全年退税减税约 2.5 万亿元, 其中留抵退税约 1.5 万亿元, 1-7 月实际发生 2 万亿留抵退税。	全国一般公共预算收入 (新增退税)	5000	4000	提前下达 2023 年政府性基金预算支出	2022 年政府性基金预算中, 安排了 4000 亿元资金结转下年使用, 库款于 2022 年先行单独调拨。
年初收入预算增速为 3.8%, 1-7 月实际收入增速为 -9.2%; 考虑到退税工作基本完成, 预计 8-12 月税收收入增速回升至 5.0%, 非税收入增长 35%。	全国一般公共预算收入 (经济增长)	8734	3000	调增政策性银行贷款	6 月初下达 8000 亿政策性银行贷款额度, 考虑三年左右的项目建设周期, 预计在年内落地 3000 亿元。
年初全年土地出让收入预算为 0.4%, 1-7 月同比减少 31.7%, 预计 8-12 月同比减少 25%; 土地出让收入中, 涉及征地拆迁、土地出让支出等成本性项目占比为 55%, 会跟随收入同步减少, 计算时需扣除。	政府性基金预算收入 (土地出让)	11199	10000	下达两批政策性金融工具	6 月 29 日, 国常会提出发行金融债券等筹资 3000 亿元, 用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。 8 月 24 日, 国常会再次提出增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度。 若 6000 亿元金融债均用作资本金, 假设最大可撬动 6 万亿投资, 考虑到项目建设时间约为 3 年, 预计落在今年下半年的投资额为 1 万亿。
			5000	下半年发行新一批专项债	8 月 24 日国常会提出, 依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额, 10 月底前发行完毕。
	财政资金缺口总计	24933	22000	可填补资金总计	--

资料来源: 财政部, 光大证券研究所

3、预计广义财政扩张持续至四季度

今年以来, 财政发力前置, 狭义财政支出 (一般公共预算+政府性基金预算) 成为积极财政发力的重要支撑, 广义财政扩张并不明显。1-7 月, 狭义财政支出总

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_45595

