

政策加码，基建投资回升几何？

基于财政收支状况的分析和预测

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

投资要点：

► 财政资金缺口规模几何

一般公共预算资金缺口约 5000 亿元。从收入端看，退税减税超预期产生约 5000 亿元缺口（中央已使用明年预算资金弥补 4000 亿元）；税收收入增速不及预期产生约 10600 亿缺口；非税收入超预期大幅增加带来约 6600 亿元增量资金。从支出端看，今年实际支出或与预算安排基本一致，不会形成额外收支缺口。综合来看，一般公共预算或存在约 5000 亿元资金缺口有待填补。

政府性基金预算资金缺口约为 7000 亿元。受国有土地使用权出让收入下降等因素影响，政府性基金收入减收约 2.9 万亿元。土地收入下降对应支出也随之减少，造成全年政府性基金支出较预算减少约 2.2 万亿元。综合收支两端来看，政府性基金预算资金缺口约为 7000 亿元。

► 财政的“后手”有哪些

1) 国债和地方一般债券余额或可用于弥补一般公共预算缺口。今年国债存在 7811 亿元的结存发展额度，结合历史来看存在国债超预期发行以补充财政资金的可能。地方一般债券虽有 1.34 万亿元余额，但可用额度或仅为年初预算内剩余的 1052 亿元。

2) 用足用好专项债务限额。截止到 6 月底地方政府专项债余额和限额之间存在 1.55 万亿元额度。8.24 国常会使用其中 5000 亿元的结存额度或是出于四个方面的原因：一、现存 1.55 万亿元专项债额度并不能百分百用于支持新增项目。二、专项债限额分布或与地方项目储备存在错配。三、出于防范地方政府债务风险的考量。四、为未来预留政策空间。

3) 新增政策工具续力。6 月份以来，中央陆续新增 8000 亿元政策性银行信贷额度和“3000 亿+3000 亿以上”政策性、开发性金融工具，有力支撑基建投资。

针对全年广义财政的约 1.2 万亿元缺口，目前已安排填补资金共计 1.9 万亿元以上。总体来看，政策后手储备充足，弥补缺口困难不大。

► 未来基建发力空间还有多大

1) 一般公共预算基建支出显著增加。一般公共预算全年用于基建的资金可达约 1.9 万亿元，年内后续还有约 8800 亿元基建支出空间。

2) 专项债支撑政府性基金基建支出。今年专项债投向基建项目的资金或可达 2.77 万亿元，约占政府性基金预算中基建支出的 48.9%。8-12 月，政府性基金预算中用于基建支出的资金约为 2.6 万亿元。

3) 8.24 国常会新增 3000 亿以上政策性、开发性金融工具。政策性、开发性金融工具作为财政资金的额外补充，若有效运用，可助力扩大基建投资，稳定宏观经济大盘。

今年财政与政策性金融工具中投向基建方面的可达约 8.2 万亿元，较 2021 年增长约 12.6%，年内剩余支出额度约为 3.7 万亿元。随着新增专项债和政策金融工具资金逐步落地，9、10 两月或迎来基建提速，我们预计全年基建增速可达 13%。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 计划外的变化导致财政缺口	4
2. 财政资金缺口规模几何	4
2.1. 一般公共预算资金缺口约 5000 亿元	4
2.2. 政府性基金预算资金缺口约 7000 亿元	8
3. 财政的“后手”有哪些	10
3.1. 国债和地方一般债券余额或可补公共财政缺口	10
3.2. 用足用好专项债务限额可补政府性基金预算缺口	11
3.3. 新增政策工具支持基建投资	13
3.4. 政策后手储备充足，弥补缺口困难不大	13
4. 未来基建发力空间还有多大	14
4.1. 一般公共预算中基建相关支出显著增加	14
4.2. 专项债支撑政府性基金相关基建支出	15
4.3. 政策性、开发性金融工具成为重要补充	18
4.4. 预计全年基建增速可达 13%	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1 广义财政收支差额高于历史同期(万亿元)	4
图 2 预算中广义财政收支差额有所增加(万亿元)	4
图 3 历年减税降费金额(亿元)	5
图 4 东部地区留抵退税总量较大	5
图 5 税收增速不及预期(%)	6
图 6 增值税收入实际增速与预算增速差距较大(%)	6
图 7 非税收入成为保障财政收入的“稳定器”(亿元)	7
图 8 2020 年之后，国有资本利润上缴下降，提前预留政策空间(亿元)	7
图 9 1-7 月公共财政支出各分项累计同比增速(%)	8
图 10 财政支出进度与去年基本持平(%)	8
图 11 政府性基金收支缺口高于历史同期水平(亿元)	8
图 12 专项债发行进度前置(%)	8
图 13 政府性基金收入对土地收入依赖较高(亿元)	9
图 14 土地市场低迷，拖累土地出让收入下降(%)	9
图 15 部分年份国债净融资额超预算(亿元)	11
图 16 地方一般债券余量虽在，但难使用(亿元)	11
图 17 上半年部分省市结存专项债额度被用于置换存量债务(亿元)	12
图 18 土地出让收入相关支出中基建约占 40%	15
图 19 2021 年专项债投向中基建约占 68%	15
图 20 水泥出货率自 6 月起，稳步提升(%)	17
图 21 沥青开工率自 6 月起，明显改善(%)	17
表 1 1-7 月税收收入缺口规模测算(亿元)	6
表 2 1-7 月国内增值税收入缺口规模测算(亿元)	6
表 3 非税收入增收规模测算(亿元)	7
表 4 政府性基金预算收入与预算的差额(亿元)	9
表 5 政府性基金预算支出与预算的差额(亿元)	10
表 6 历年专项债额度提前发放情况	12
表 7 财政资金缺口测算及填补方式	13
表 8 一般公共预算支出中用于基建项目统计(亿元)	14
表 9 2022 年一般公共预算中基建支出规模测算(亿元)	15

表 10 政府性基金预算支出中用于基建项目统计 (亿元)	16
表 11 2022 年政府性基金预算中基建支出规模测算 (亿元)	16
表 12 部分省市专项债资金支出情况	17
表 13 财政视角 8-12 月基建可用资金 (亿元)	18

今年 1-7 月广义财政收支差额（一般公共预算收支差额和政府性基金预算收支差额之和）达到 5.2 万亿元，高于历史同期水平，已接近 2021 年全年规模。疫情冲击下，财政收支差额不断走阔，引发市场的广泛关注。财政资金缺口几何？有哪些弥补手段？未来基建如何演绎？本文对以上问题逐一解答。

1. 计划外的变化导致财政缺口

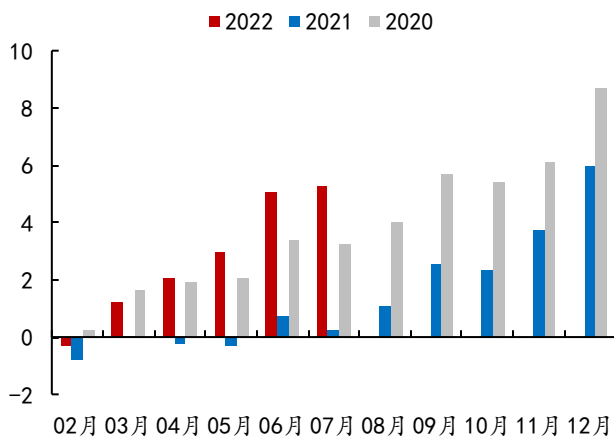
财政收支差额主要可分为两部分：一是年初预算计划内存在的收支所形成的差额；二是预期之外因素的影响产生的增量缺口。

其中，年初计划内的财政收支差额在制定预算时，已经通过调入资金、使用结转结余和发行债券等途径确定了资金弥补方式。因此这部分的收支差额理论上并不会造成政府资金缺口的出现。因预期之外因素产生的收支差额则需要政府腾挪资金，予以填补。

所以，预期之外的财政收支缺口是影响政府后续是否有充足资金支持基建投资的关键。

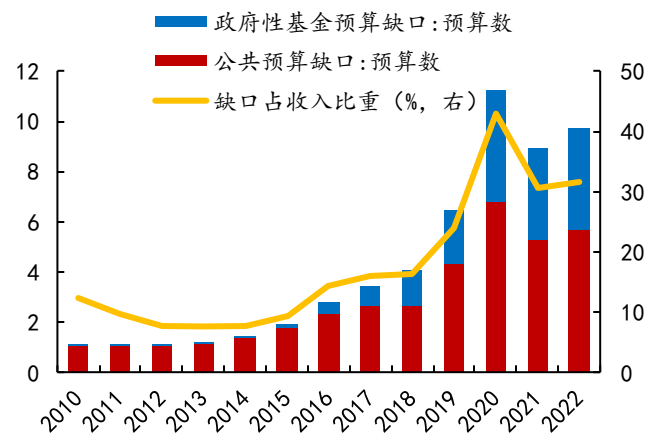
2022 年全国预算中广义财政收支差额达到了 9.7 万亿元，较 2021 年增长 9.1 %。今年财政收支差额的走阔，既涵盖有年初预算内收支差额扩大的因素，也包括了疫情等预期外因素冲击的影响。因此政府资金缺口有多大，关键要看预算计划外的收支变化。

图 1 广义财政收支差额高于历史同期(万亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 预算中广义财政收支差额有所增加(万亿元)



资料来源：财政部，华西证券研究所

2. 财政资金缺口规模几何

2.1. 一般公共预算资金缺口约 5000 亿元

从收入端看，退税减税超预期产生约 5000 亿元缺口（中央已使用明年预算资金弥补 4000 亿元）；税收收入增速不及预期产生约 10600 亿元缺口；非税收入超预期大幅增加带来约 6600 亿元增量资金。从支出端看，今年实际支出或与预算安排基本一

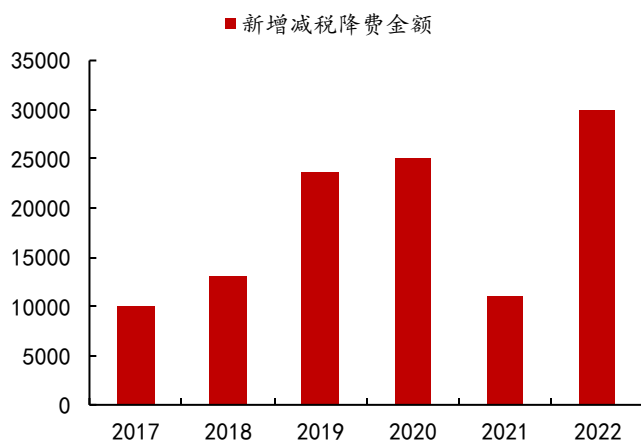
致，不会形成额外收支缺口。综合来看，一般公共预算或存在约 5000 亿元资金缺口有待填补。

具体来看：

退税减税超预期产生约 5000 亿元缺口(中央已使用明年预算资金弥补 4000 亿元)。国内增值税作为主要税种，是一般公共预算收入的重要组成部分，2021 年国内增值税收入在一般公共预算收入中的占比达到了 31.4%。大规模留抵退税和减税政策是今年一般公共预算收入大幅下降的重要原因之一。

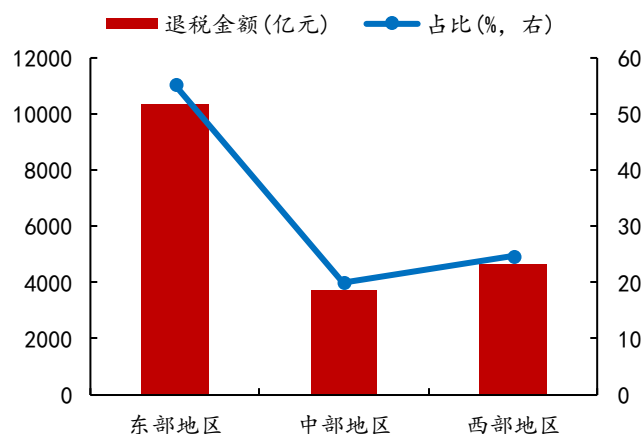
据税务总局数据显示，截止到 7 月下旬，合计新增减税降费及退税缓税超 3 万亿元¹。其中，增值税留抵退税约 2 万亿元，已超过年初预算中约 1.5 万亿元的退税额度²。考虑到中、大型企业退税已由下半年提前至 6 月份完成，我们预计在没有增量政策的情况下，全年退税超预期产生约 5000 亿元资金缺口。为有效弥补退税减税超预期产生政策性减收，中央将列入 2023 年预算的 4000 亿元转移支付专项资金提前至今年下达³。

图 3 历年减税降费金额(亿元)



资料来源：税务总局，WIND，华西证券研究所，2022 年截止到 7 月 20 日

图 4 东部地区留抵退税总量较大



资料来源：税务总局，华西证券研究所

税收增速不及预期产生约 10600 亿元的缺口。今年我国局部地区疫情的反复，严重扰乱了正常的经济生产活动进程，居民收入有所下降。上半年 GDP 同比增长 2.5%，不及 5.5%的预期值。经济不及预期拖累税收收入，1-7 月全国税收收入仅同比增长 42.3%（自然口径下）。

根据 2022 年中央一般公共预算收入预算表⁴，自然口径下中央税收收入预算增速为 4.6%。若以中央税收收入预算增速推算，剔除留抵退税因素后，1-7 月税收减收缺

1 <http://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810219/n810724/c5178361/content.html>

2 2022 年中央和地方预算草案 http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202203/t20220314_3794760.htm。5 月 23 日国常会扩大留抵退税覆盖范围，增加退税 1400 多亿元，但该变动属于年初预算外因素，故仍需要增量资金填补。

3 http://bj.mof.gov.cn/ztdc/czysjg/jyjl/202206/t20220621_3819589.htm

4 http://yss.mof.gov.cn/2022zyczys/202203/t20220324_3797829.htm

口约为 10600 亿元。主要原因在于国内增值税收入不及预期，较预算产生约 5600 亿元的差额。考虑到年内后续月份经济逐步恢复将带动税收回升，我们预计全年缺口规模维持在 1 万亿元左右（剔除留抵退税因素）。

表 1 1-7 月税收收入缺口规模测算（亿元）¹

项目	增速(%) (自然口径)	税收收入 (自然口径)	留抵退税金额	税收收入 (加留抵退税)
预算值	4.6	124591.2	8750	133341.2
实际值	-13.8	102667.0	20005	122672.0
缺口	-	-	-	10669.2

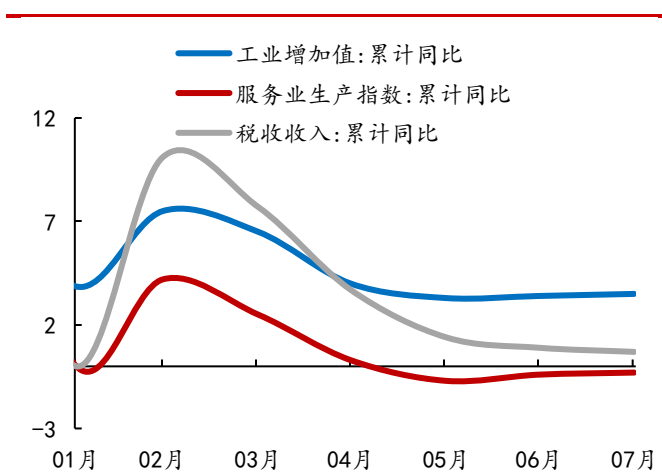
资料来源：WIND，财政部，华西证券研究所

表 2 3-7 月国内增值税收入缺口规模测算（亿元）²

项目	增速(%) (自然口径)	税收收入 (自然口径)	留抵退税金额	税收收入 (加留抵退税)
预算值	-1	40569.2	8750	49319.2
实际值	-42.3	23656.0	20005	43661.0
缺口	-	-	-	5658.2

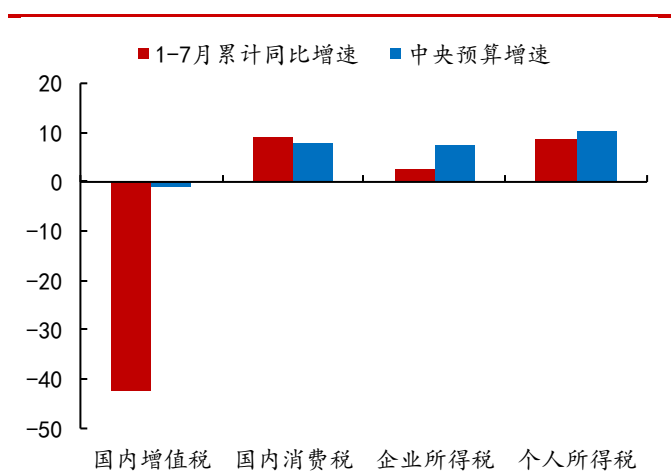
资料来源：WIND，财政部，华西证券研究所

图 5 税收增速不及预期(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6 增值税收入实际增速与预算增速差距较大(%)



资料来源：财政部，华西证券研究所

非税收入带来约 6600 亿元的增量资金。今年 1-7 月非税收入比上年同期增长 19.9%，其中，中央层面，增收受益于石油特别收益金专项收入增加和银行保险业监

1 税收收入预算增速以 2022 年中央一般公共预算收入预算表中税收收入增速近似；1-7 月退税金额预算值 8750 亿元=全年预算退税额 15000 亿元/12*7；1-7 月退税实际值使用 7 月 20 日退税金额近似。

2 国内增值税预算增速以 2022 年中央一般公共预算收入预算表中国内增值税增速近似；1-7 月退税金额预算值 8750 亿元=全年预算退税额 15000 亿元/12*7；1-7 月退税实际值使用 7 月 20 日退税金额近似。

管费收入入库等因素；地方层面，国有资源（资产）有偿使用收入和国有资本经营收入增加是核心增长，主要受益于多渠道盘活闲置资产，以及矿产资源有关的收入增加。

在税收收入缺口较大的情况下，非税收入再次充当了财政收入的稳定器。今年财政部就人民银行上缴近年结存利润时表示，“世纪疫情发生以来，为应付可能出现的风险挑战，在财政政策措施上，我国一直预留政策空间。对特定国有金融机构和专营机构暂停上缴利润，以应不时之需，是预留的政策空间措施之一。”在税收收入下滑的情况下，非税收入增加或与使用往年留存财政空间有关。需要说明的是今年央行和专营机构上缴的 1.65 万亿被纳入在中央政府性基金预算中，并没有归入一般公共预算的非税收入。

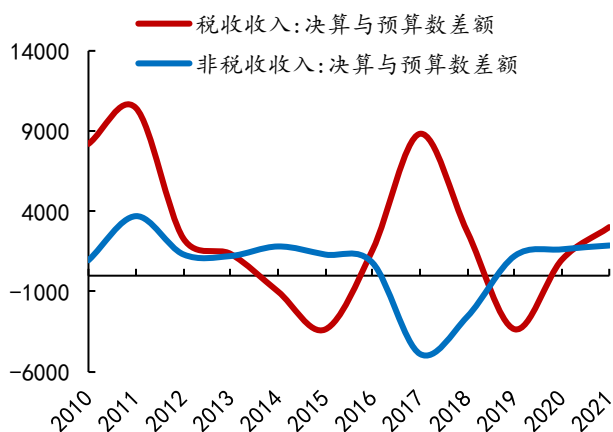
根于中央一般公共预算收入预算表，2022 年中央非税收入预算数为 1810 亿元，地方财政的非税收入预算数并未公布。考虑到过去两年地方非税收入预算数与前一年决算数基本持平，我们假定今年地方非税收入预算与 2021 年决算数相等。如果按 1-7 月 19.9% 的增速推算，全年非税收入实际收入较预算增加约 6600 亿元。

表 4 非税收入增收规模测算（亿元）¹

项目	2021 年决算数	2022 年预算数	2022 年 1-7 月增速	2022 年测算值	与预算差额
中央	2494.6	1810	-	-	-
地方	27324.3	27324.3	-	-	-
全国	29818.9	29134.3	19.9%	35752.9	6618.6

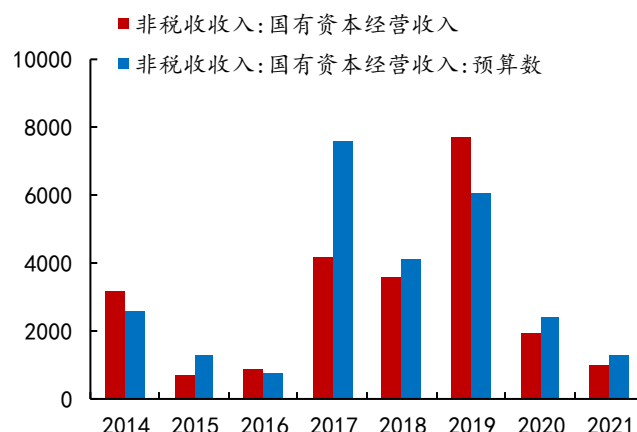
资料来源：WIND，财政部，华西证券研究所

图 7 非税收入成为保障财政收入的“稳定器”（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 8 2020 年之后，国有资本利润上缴下降，提前预留政策空间（亿元）



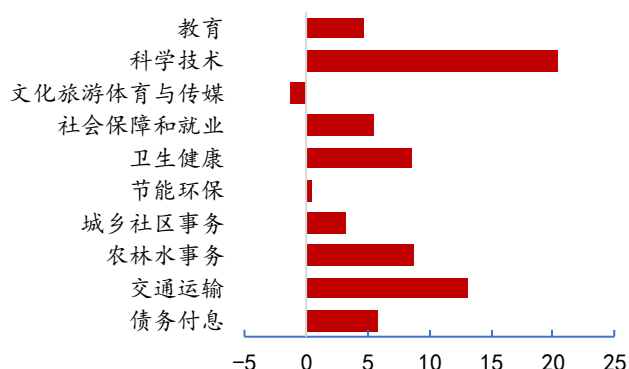
资料来源：WIND，华西证券研究所

实际支出或与预算安排基本一致，不会形成额外收支缺口。支出预算完成进度显示，1-7 月一般公共预算支出完成全年预算的 54.9%，与 2020 年和 2021 年进度基本持平，并没有出现明显的进度提升。部分项目增支或已通过财政支出内部结构调整予以填补。结合 2020 年和 2021 年一般公共预算支出分别完成了预算数的 99.1% 和

1 中央非税收入预算数来自 2022 年中央一般公共预算收入预算表；地方非税收入预算数使用 2021 年决算数近似；全国非税收入测算值采用 1-7 月非税收入实际增速外推得到。

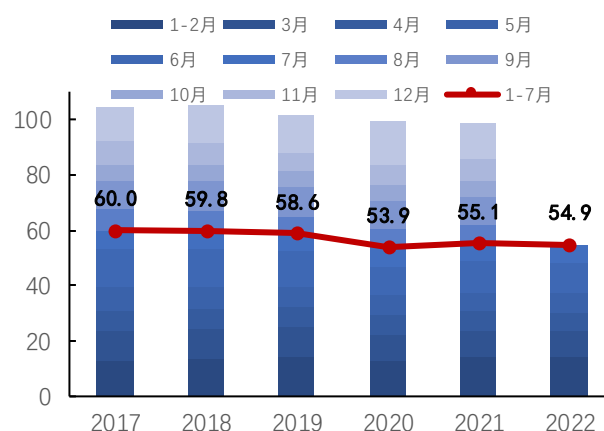
98.2%，我们推断今年一般公共预算支出或与预算安排基本一致，不会产生额外增量缺口。

图 9 1-7 月公共财政支出各分项累计同比增速(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 10 财政支出进度与去年基本持平(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.2. 政府性基金预算资金缺口约 7000 亿元

政府性基金预算全年资金缺口约为 7000 亿元。受国有土地使用权出让收入下降等因素影响，政府性基金收入减收约 2.9 万亿元。土地收入下降对应支出也随之减少，造成全年政府性基金支出较预算减少约 2.2 万亿元。综合收支两端来看，全年政府性基金资金缺口约为 7000 亿元。

具体来看：

1-7 月份年政府性基金预算收支差额达到 3 万亿元，高于历史同期水平。究其原因主要在于两个方面：一是土地市场低迷，拖累土地出让金收入显著下降；二是专项债发行提前带来的支出前置。其中仅土地收入显著下降是预算计划外因素。

图 11 政府性基金收支缺口高于历史同期水平(亿元)



图 12 专项债发行进度前置(%)



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_45787

