

# 明年财政逆周期调节的“底气”从何而来？

报告发布日期

2022年11月28日

## 研究结论

- 2023年，除了基数的优势外，增长动力还有哪些？近期稳投资、稳消费、稳地产文件频出，逆周期调节的资金从何而来？政府的角度，哪些细分领域有可能成为明年的投资重点？作为2023年年度展望的补充，本文主要就这些问题进行探讨。
- 对明年逆周期调节的资金来说，有望起到支撑作用的包括以下几个来源：（1）短期内可适度提升政府杠杆率。2022年Q3政府部门杠杆率为49.7%（前值49.5%），距离国际警戒线60%仍有一定距离。其中，中央债务扩张空间较大，由于政策性金融工具等准财政手段分担稳增长压力，**今年截至11月18日国债净融资额仅7794亿元，而中央财政预算赤字规模为26500亿元，为明年保留了大量结存限额。地方层面重点或仍在东部经济大省，参考《关于支持深圳探索创新财政政策体系与管理体制的实施意见》等文件，在不新增隐性债务的情况下，政策上依然允许地方根据自身条件，中短期内加杠杆稳投资、补短板；**（2）**考虑到土地财政走弱对狭义和广义财政的压力，中央对财力薄弱地区转移支付依然是重点，**尽管可能伴随着一定使用约束。转移支付模式的优势一是在于落地迅速，二是有利于足额保障“三保”支出，但劣势在于，转移资金使用的灵活性要远远低于过去的土地财政资金；（3）盘活存量资产的潜力值得期待。今年以来央地均出台了不同文件支持盘活国有资产，其中《关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见》指出，要推动解决资产重复配置、闲置浪费等问题，而根据10月28日发布的《国务院关于2021年度国有资产管理情况的综合报告》，地方行政事业性国有资产总额48.5万亿元（其中负债总额9.9万亿元、净资产38.6万亿元；2021年地方一般公共预算收入约为11万亿），因此在未来的数年内，**通过REITs等工具盘活资产的潜力相当大，地方财政的发展方式也可能从“债务-投资-增长”的传统债务驱动模式转变为“债务+挖掘存量-投资-增长”的新模式；**（4）长期来看，健全所得税和财产税为主体的直接税体系正在路上。
- 财政资金的方向上有什么亮点？与上半年相比，今年四季度专项债投向基建的比例有明显回升，其中投向物流相关的比例也有上升。2022年Q1、Q2、Q4分别为28.4%、23%、33%（Q3规模较小）；基建中投向物流相关（公路、铁路等）的比例分别约为22%、23.9%、42.3%，明显向财政部透露的交通基础设施、城乡冷链物流等领域倾斜，这一特点明年有望延续。具体来看：（1）**稳物流和供应链作为财政稳增长中的一环，并不局限于“交通运输”这一支出分项，留抵退税，税费减免，特定领域贷款贴息，信贷以及支持开发、研制、使用先进物流基数和设备的高新技术产业化资金，等等也都是有效的政策工具；**（2）**财政资金已经在更加精准地流向市场机制无法调节的领域。**近年来冷链物流设施建设热情高涨，《“十四五”冷链物流发展规划》提出布局建设100个左右国家骨干冷链物流基地，根据今年10月新公布的国家骨干冷链物流基地建设名单公布来看，项目数量在2020年的基础上又增加了24个（2020年仅17个项目，目前合计41个）、覆盖范围从17个省（区、市）扩大到27个。通过对这41个项目分析，我们发现，财政资源正在向欠发达地区倾斜，发达地区或将更注重充分利用社会资本；（3）**除了交运、物流之外，产业园区投资有助于加快构建新发展格局，实现高质量发展，**今年全年专项债投向产业园区比例有明显提升，明年有望继续成为专项债的重点投资领域。

## 风险提示

- 疫情对财政收支的影响具有不确定性。今年受多重因素叠加影响，财政运行已经处于紧平衡状态，未来疫情演变对生产、消费等经济活动的影响仍有变数，对财政收支两端的冲击也具有不确定性。
- 统计样本与实际情况或存在误差。主要体现在两点，其一是专项债具体行业分布是根据样本推算的估计值；其二是各地区骨干冷链物流基地数据统计口径存在偏差。

## 证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003

## 联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

## 相关报告

迎战未知：宏观2023年度策略报告	2022-11-25
货币政策有何边际变化？——央行三季度	2022-11-21
货币政策执行报告点评	
疫情反弹，增长承压——10月经济数据点评	2022-11-16

## 目录

<b>跨周期、逆周期调节仍是明年财政工作重点</b> .....	4
收入压力延续，紧平衡已成常态.....	4
一般公共预算所需逆周期调节资金从何而来？ .....	5
产业园区和传统基建可能仍是专项债的重点.....	7
<b>稳物流和供应链是财政稳增长中的一环</b> .....	7
主动减收呵护相关市场主体.....	8
物流运输基建补短板有望成为抓手 .....	9
<b>风险提示</b> .....	10

## 图表目录

图 1: 历年减税降费规模对比 (亿元) .....	5
图 2: 土地相关收入累计同比增速 (%) .....	5
图 3: 中央国债结存限额 (亿元) .....	6
图 4: 地方债务偿还规模 (亿元) .....	6
图 5: 2022、2023 年地方政府一般债偿还规模对比 (亿元) .....	6
图 6: 5 月以来物流相关指标 .....	8
图 7: 一般公共预算支出累计同比增速 (%) .....	8
图 8: 一般公共预算收入累计同比增速 (%) .....	9
图 9: 今年留抵退税各行业占比 (%) .....	9
图 10: 专项债投向情况 (%) .....	10
图 11: 前 10 大专项债发行省份份额 (%) .....	10

2023年，除了基数的优势外，增长动力还有哪些？疫情反弹、地产低迷的症结短期难解，我们是否还有对冲的手段？近期稳投资、稳消费、稳地产文件频出，逆周期调节的资金从何而来？政府的角度，哪些细分领域有可能成为明年的投资重点？作为2023年年度展望的补充，本文主要就这些问题进行探讨。

## 跨周期、逆周期调节仍是明年财政工作重点

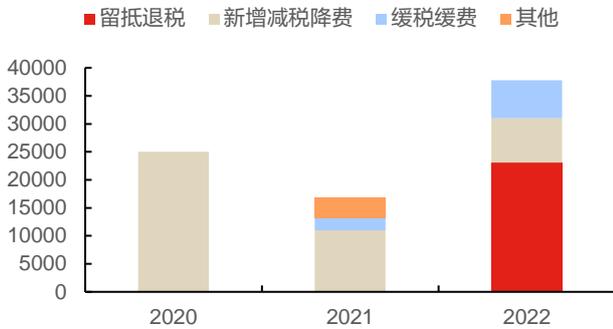
### 收入压力延续，紧平衡已成常态

**收支紧平衡将会是未来财政的常态。** 财政部长刘昆近期在《党的二十大报告辅导读本》中撰文“健全现代预算制度”，提到当前和今后一个时期，要保持宏观税负基本稳定，财政相应处于紧平衡状态，必须加强资源统筹，集中财力办大事；全面落实取消一般公共预算中以收定支的规定，应当由政府统筹使用的政府性基金项目转列一般公共预算；加强跨年度预算平衡；对中长期支出事项、跨年度项目等纳入中期财政规划管理，与年度预算加强衔接。

**资金面上，2023年狭义财政面临较大收入压力。** 2020、2021年新增减税降费分别约2.5、1.1万亿元，而2022年新增减税降费加上留抵退税（截至11月10日）约为3.1万亿元（同时还累计办理缓税缓费约6797亿元），力度空前，与此同时非税和土地相关税收（契税、土地增值税、城镇土地使用、耕地占用）后续也面临压力。这些因素可能会延续到2023年，具体来看：

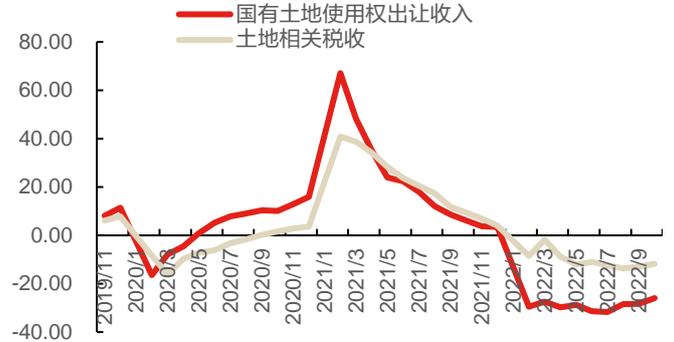
- **2023年非税收入很难再有增长。** 今年非税收入增速已远超预期，截至10月非税收入为30818亿元（分别高出2020、2021年同期7329、5800亿元），累计同比为23.2%，一方面是央行等特定国有金融机构和专营机构大规模上缴利润，而这点在2023年很难复制，因为今年这部分资金源于2020年以来部分暂停上缴的利润，另一方面，2022年石油特别收益金专项收入、矿产资源有关收入、盘活国有资产等因素超预期，2023年前两项所能提供的增量资金存在较强的不确定性。
- **2023年土地相关税收仍有可能较为低迷。** 今年截至10月，土地相关税收为13338亿元（约占总税收9.4%），累计同比增速为-11.9%；虽然当下稳地产政策频出，但以防风险、保交楼为主，未来土地相关税收仍可能承压。
- **2022年提前下达2023年转移支付资金规模较大。** 虽然今年的缓税缓费有望在明年收回（如今年9月国常会上加码的缓税缓费4400亿元），但2022年已有两批提前下达资金列入2023年预算，一批是5月用于支持基层落实减税降费和重点民生的4000亿元，另一批是11月用于确保国家粮食安全和重要农产品稳产保供的农业相关转移支付6032.5亿元。资金的提前下达，意味着明年会相应减少。

图 1：历年减税降费规模对比（亿元）



数据来源：财政部，东方证券研究所 备注：各年份数据公布细项口径略有不同；2022 年数据截至 11 月 10 日；2020 年缓税缓费主要包含中小微企业；2021 年其他包含研发费用提前扣除、煤电和供热企业办理‘减、退、缓’等等；2020、2021 年新增减税降费分别约为 25000、11000 亿元

图 2：土地相关收入累计同比增速（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：土地相关税收包含契税、土地增值税、城镇土地使用、耕地占用四项

## 一般公共预算所需逆周期调节资金从何而来？

今年以来，多项文件涉及财政资源统筹机制，除了继续通过呵护市场主体，夯实税基以外，结合“健全现代预算制度”等文章以及近期各项政策文件，我们认为 2023 年一般公共预算至少还可能从以下几个方面来确保财力：

**第一，适度提升政府杠杆率。**考虑到财政稳增长的压力，“健全现代预算制度”中提到的“加强跨年度预算平衡”在 2023 年或将有所体现，2022 年 Q3 政府部门杠杆率为 49.7%（前值 49.5%），距离国际警戒线 60%仍有一定距离，其中中央政府和地方政府杠杆率分别为 20.6%（前值 20.1%）和 29.1%（前值 29.4%）。

**中央财政发力空间较为充足。**由于政策性开发性金融工具（截至 10 月末，两批合计投放 7400 亿元）等准财政手段分担支出压力，截至 11 月 18 日国债净融资额仅 7794 亿元，而今年中央财政预算赤字规模为 26500 亿元，为明年保留了大量结存限额。

**地方层面，重点或仍在东部经济大省。**虽然明年偿债规模已不容小觑，但我们认为东部经济大省，特别是其中隐性债务压力小的省份将继续承担起扩大地方政府债务融资的重任。10 月底发布的《关于支持深圳探索创新财政政策体系与管理体制的实施意见》（后称《实施意见》）中提及，在充分考虑举债空间、偿债能力等因素的情况下，对深圳新增地方政府债务限额给予积极支持，或说明政策上依然允许、鼓励地方根据自身条件，中短期内加杠杆稳投资、补短板，这点也与“健全现代预算制度”中提到的“跨年度预算平衡”相符。不过需要注意的是，隐性债务依然是财政监管红线，《实施意见》中有两处明确提到“在不增加地方政府隐性债务的前提下”，深圳（广东）是目前全国隐性债务化解率最高、经济发展水平最高的地区之一，因此有条件短期内通过加杠杆增强逆周期调节力度。

**第二，中央对财力薄弱地区转移支付依然是看点。**今年转移支付规模已经空前（仅上半年多增就达到约 1.5 万亿元），但考虑到土地财政走弱对狭义和广义财政构成的压力，中央转

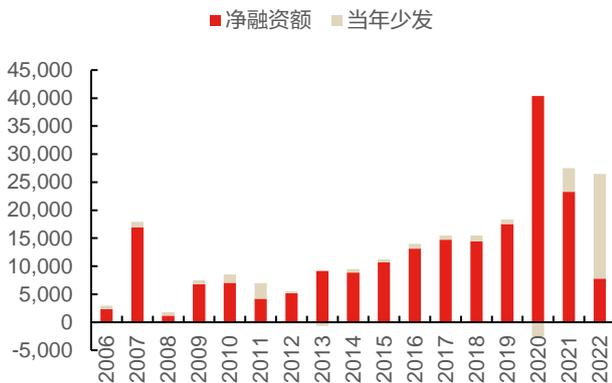
移支付仍需要结合财政状况适当向中西部财力薄弱地区倾斜（但伴随着一定的使用约束，一般需用于实现中央重大决策部署，如今年的留抵退税）。

中央转移支付替代土地财政，一方面有利于资金迅速落地，如今年3月21日就已经下达首批支持小微企业留抵退税的专项转移支付4000亿元（正式大规模留抵退税4月1日才开始），另一方面有利于足额保障“三保”支出；劣势在于，对于地方财政来说，转移资金流向的灵活性要远远低于过去的土地财政收入。

**第三，盘活存量资产的潜力值得期待。**今年以来央地均出台了文件支持盘活国有资产，其中《关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见》指出，要推动解决资产重复配置、闲置浪费等问题，而根据10月28日发布的《国务院关于2021年度国有资产管理情况的综合报告》，地方行政事业性国有资产总额48.5万亿元（其中负债总额9.9万亿元、净资产38.6万亿元；2021年地方一般公共预算收入约为11万亿），因此在未来的数年内，通过REITs等工具盘活资产的潜力相当大，地方财政的发展方式也可能从“债务-投资-增长”的传统债务驱动模式（不论是之前的隐性债务还是专项债务），转变为“债务+挖掘存量-投资-增长”的新模式。

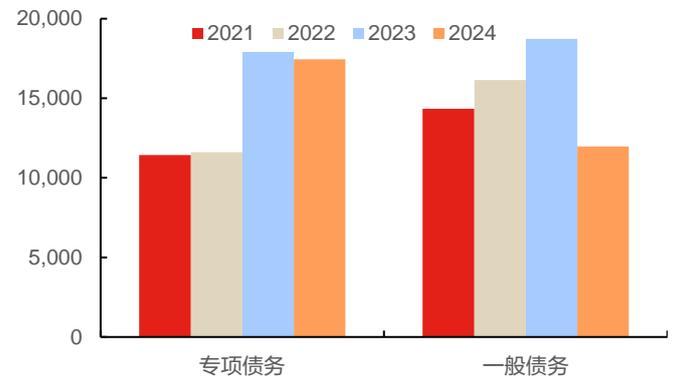
**第四，从更长远来说，健全以所得税和财产税为主体的直接税体系也有望为缓解土地收入回落的压力。**

图3：中央国债结存限额（亿元）



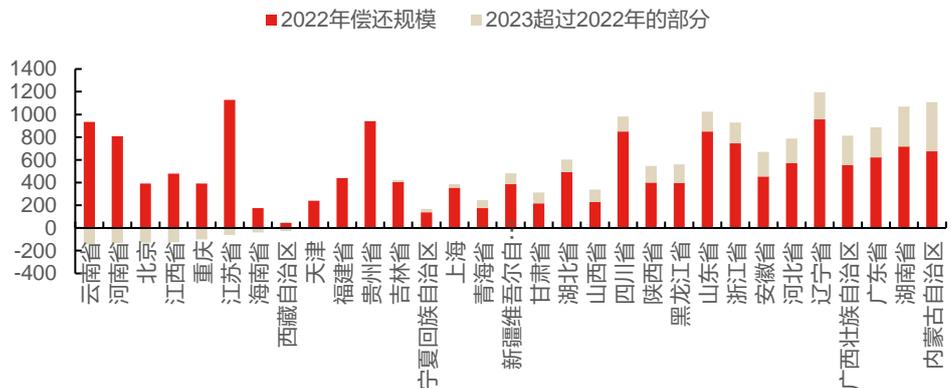
数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：数据统计截至11月18日

图4：地方债务偿还规模（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：数据统计截至11月18日

图5：2022、2023年地方政府一般债偿还规模对比（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：数据统计截至11月18日；超过部分为负值，说明明年偿债规模小于今年

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 产业园区和传统基建可能仍是专项债的重点

考虑到地产政策传导到土地出让收入的时滞，即便明年房地产相关数据在同比读数上具有低基数的优势，也无法改变地方政府性基金缺钱，特别是缺“项目资本金”的事实。2022 年截至 10 月地方国有土地使用权出让收入为 44027 亿元（分别较 2020、2021 年同期低 11938、15344 亿元），累计同比为-25.9%。需要注意的是，财政纪律并未因为财政压力而松懈，如 9 月《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》中明确要求不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入。

我们预测全年专项债发行规模约为 4.15 万亿（单个省份专项债作资本金的比例上限为 25%，但实践中由于领域限制难以达到），同时接续推出各类政策性金融工具补充项目资本金，共同承担财政稳投资的任务。“健全现代预算制度”中的“集中财力办大事”，以及今年“专项债优先支持在建项目”等要求有望在明年继续得到体现，专项债投向产业园区、城乡建设发展、传统基建的比例或维持在较高水平：

- **长期来看，产业园区投资有助于加快构建新发展格局，实现高质量发展，今年全年专项债投向产业园区比例有明显提升，明年有望继续成为专项债的重点投资领域。**产业园区作为产业集聚平台，能够在有限的土地上高效集聚生产要素，促进科技创新活动，是产业升级与创新的重要载体。同时，产业园区项目更容易产生持续、稳定的现金流，从而满足专项债投资项目收支自平衡的要求。
- **传统基建依然是重要投向，尤其是交运项目，明年相关领域占比有望延续今年 Q4。**货运是一切要素流通的根本支撑，在生产、分配、消费等各个环节上具有重要作用。近期疫情在国内部分地区散发，对国家经济运行，尤其是对货运物流带来较大压力，也一定程度上暴露出当前物流运输设施仍有补短板的需求。此外，值得注意的是，城乡建设发展相关专项债今年的规模占比也有明显提升，其中包含冷链物流设施建设、医疗卫生设施建设、垃圾和污水处理设施建设、市政交通设施建设、市区棚户改造建设等等。

## 稳物流和供应链是财政稳增长中的一环

除了延续现有特点之外，我们认为 2023 年财政资金中，稳物流、打造供应链安全的重要性可能有所提升。受疫情影响，四季度以来国内产业链供应链出现堵点卡点，各省份保供措施都集中在物

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\\_49505](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49505)

