

2023 年财政基建展望：中央加杠杆，地方缓投资

2022 年 12 月 04 日

2022 年财政和基建扩张力度历史罕见，这里有一个深刻的背景在于 2022 年国内奥密克戎疫情反复，恰逢地产链面临历史罕见增速下滑。展望 2023 年，财政运行和基建投资依然深受疫情和地产影响，毕竟前者关系财政收支强度，后者关系稳增长诉求强弱。

我们对 2023 年宏观的基准假设是疫情对经济压制有所减轻，地产企稳修复。这一情境下 2023 年财政运行有三点特征：第一，财政依然扩张，只不过扩张力度较 2022 年减轻。第二，地方政府主导的传统基建有所收敛。第三，不论是预算内政府债券扩容，还是预算外准财政工具加码，都需要中央政府肩负起更多加杠杆责任。

► 先来回顾 2022 年财政和基建运行逻辑：财政扩张，基建高增。

截至 11 月中旬，2022 年税收减免缓规模达到 3.7 万亿。下半年还动用政策性银行信贷工具等增量政策工具。疫情虽然对狭义财政收入端冲击明显，但财政扩支的定力贯穿全年。2022 年财政扩张的另一面，是基建高增。基建投资原本在 2018 年完成了下台阶，但今年为对冲地产下行压力，“适度超前”基建投资，全年基建投资迎来两位数增长。

► 展望 2023 年，预计财政或依然维持高举债融资，然而财政支出或一般。

赤字率往往代表当前财政取向。为积极提振增长，我们认为 2023 年财政采用偏积极的态度，赤字率或定在 3%，对应赤字规模 3.8 万亿。我们还预计专项债新增规模落在 4.7-5.2 万亿区间。综合判断，2023 年全年利率债供给或创历史新高。

受制于财政收入收缩（主要是土地出让金下台阶），我们预计 2023 年广义支出增速或较 2022 年小幅下行，全年增速 4.4%（2022E，4.6%）。

简言之，2023 年财政运行极有可能呈现如下特征——政府新增债务高，然而支出未必等量扩张，即债务规模“雷声大”，支出力度“雨点小”，这是一种典型的紧平衡财政。

► 展望 2023 年，财政还将朝两个方向倾斜：杠杆向中央倾斜，资金向准财政倾斜。

2022 年财政扩张，中央政府已经承担起更多的杠杆扩张压力。今年政府继续严控隐债，同时也对新增专项债限额保持克制，对地方政府预算外肆意杠杆扩张已经显现出足够的警惕。2022 年中央创新使用两项金融工具助力全国财政扩张，这些杠杆属于中央杠杆。

我们认为，2023 年财政投资支出责任仍更多落在中央肩上，因为地方资金收入紧缺，且投资项目储备相对不足。

我们认为 2023 年中央或再使用政策性金融工具完成财政扩张。相较增扩赤字，增发地方专项债，政策性金融工具将有以下几点优势。一是发行使用较为机动灵活；二是投资撬动效应更大，可能达到 10 倍杠杆；三是资金使用效率更高。

► 财政大框架下展望 2023 年基建：地产弱企稳后基建投资下台阶。

我们预计 2023 年地产投资有所企稳，基建投资增速因此较 2022 年回落。

中国经济短周期被地产左右，作为逆周期对冲项，基建与地产必然呈现出此强彼弱的周期关系。我们预计 2023 年地产投资增速或在 -3.6%-5.1% 区间，中性假设下地产投资增速在 1.5%。与之匹配，2023 年基建投资增速或落在 [3.3%，8.9%] 区间，中性假设下 2023 年基建投资增速或达 5.7%。

根据测算，单纯依靠预算内资金，2023 年基建增速将落入负值区间（-10%）。若将基建增速稳定在 5% 以上，例如 5.7%，则增量工具规模或需 0.7 万亿，与今年额度持平。

财政预算内收支紧平衡状态下，2023 年或将迎来利率债与类财政工具共同放量，央地间关系也将在这一轮财政扩张中再度重塑。

► 风险提示：疫情发展超预期，海外地缘政治风险超预期，国内政策调控超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

1. 全球大类资产跟踪周报：人民币汇率强势反弹-2022/12/04

2. 2023 年宏观经济及资产展望（二）：2023 年海外：大转折前的流动性风暴-2022/12/02

3. 宏观事件点评：地产、超额流动性和债市走向-2022/11/30

4. 2022 年 11 月降准点评：“半次”降准利好谁？-2022/11/27

5. 全球大类资产跟踪周报：地产牵引市场走向-2022/11/27

目录

1 2022 年财政基建表现回顾	3
1.1 2022 年财政：宽财政主线贯穿全年	3
1.2 2022 年基建：被地产牵引的增速高企	4
2 2023 年财政债务扩张然而投资增速一般	5
2.1 预计 2023 年公共财政收入增长乏力	5
2.2 2023 年土地出让金同比或仍为负值	6
2.3 总结：2023 年预算内财政扩张力度有限	8
3 2023 年财政将朝中央和准财政倾斜	9
3.1 2022 年，中央成为财政扩张主体	9
3.2 2023 年，中央将延续财政扩张主导权	12
3.3 预计 2023 仍将有一轮政策性金融工具发行	14
4 地产投资弱企稳，基建投资下台阶	15
4.1 2023 年基建投资增速或达 5.7%	15
4.2 预测新增政策性金融工具规模达 0.7 万亿	16
5 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

1 2022 年财政基建表现回顾

1.1 2022 年财政：宽财政主线贯穿全年

2022 年地产投资走弱、疫情影响反复，财政为提振内需明显减收扩支，具体来看，2022 年财政扩张贯穿全年，可划分为三个阶段。

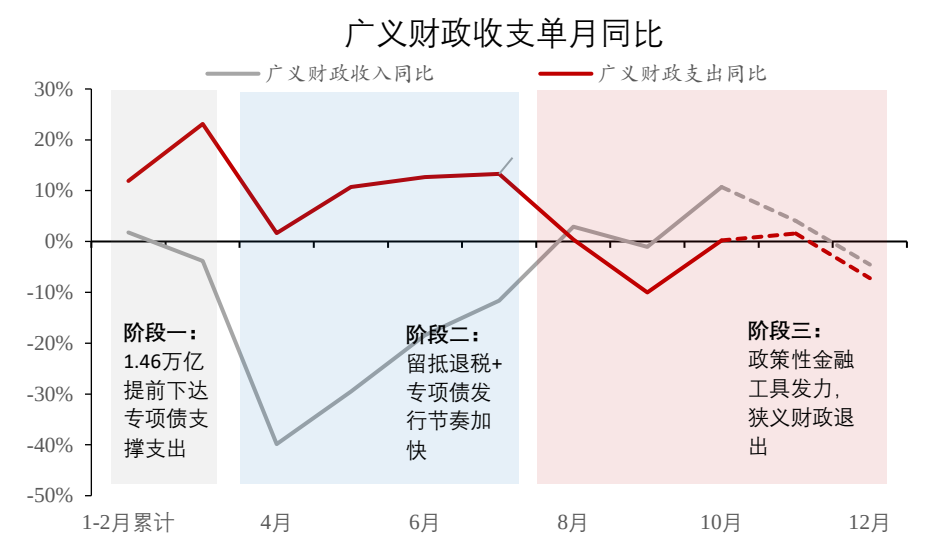
阶段一：专项债放量发行，年初财政支出高企。为应对地产投资年初下行压力，财政加快发行使用提前下达 1.46 万亿专项债额度，叠加 1.2 万亿结转专项债资金投放，一季度广义财政支出增速高企。

阶段二：二季度财政减收扩支节奏同步加快。3 月中旬华东疫情暴发，经济下行压力加大，财政明确 6 月前要基本完成留抵退税与全年专项债的发行，4 月-6 月合计完成留抵退税 1.7 万亿元（年初目标 1.5 万亿），1-6 月专项债合计发行 3.4 万亿元（预算新增限额 3.65 万亿）。

阶段三：三四季度，“准财政”政策性金融工具放量发行使用。随专项债发行用尽，政策性金融工具紧随其后发行使用，7-11 月政策性金融工具合计投放 7399 亿元，支撑“准财政”扩张。与之相对，狭义财政在该阶段则逐步退出，公共财政支出、政府性基金支出增速纷纷放缓。

可以看到，疫情虽然对狭义财政收入端冲击明显，但财政扩支定力从年初延续到了年末。

图1：2022 年财政扩张可以划分为三个阶段



资料来源：wind，民生证券研究院测算

1.2 2022 年基建：被地产牵引的增速高企

基建投资原本在 2018 年完成“下台阶”，但今年为应对地产下行压力，开启了一轮“适度超前”的基建投资进程。

与宽财政的三个阶段对应，今年基建投资表现也可分为三个阶段观察。

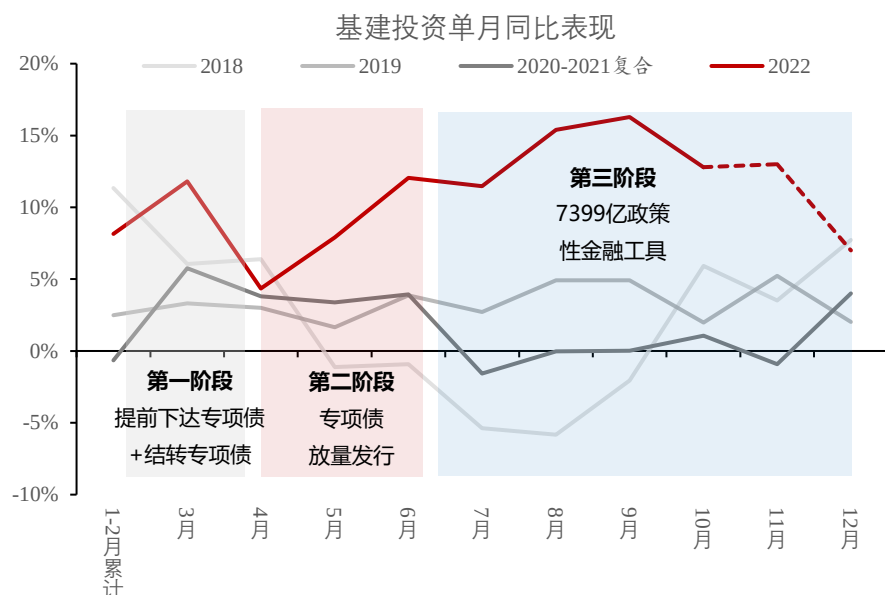
阶段一：一季度基建投资增速达到 10.5%，主要依赖 1.46 万亿提前下达专项债以及 1.2 万亿专项债结转资金支撑。

阶段二：二季度基建投资边际下行至 8.6%。这一阶段基建投资主要依靠专项债的快节奏发行支撑。这一时期由于华东疫情影响，多地项目开工受到扰动，但得益于专项债的快节奏发行，该季度基建投资维持在高个位数水平。

阶段三：三季度基建投资再度高企，增速达 14.6%。这一时期基建投资主要依靠 0.7 万亿政策行开发性金融工具，开发性金融工具杠杆撬动力度大，且投放节奏较快，投资增速显著高企。

基建投资在今年再次成为宽财政抓手，在多项资金支撑带动下，全年基建投资增速或达 11% 水平，积极对冲今年较弱的地产增速。

图2：基建投资同样经历三个阶段，对应不同的财政资金支撑



资料来源：wind，民生证券研究院测算

2 2023 年财政债务扩张然而投资增速一般

2.1 预计 2023 年公共财政收入增长乏力

2023 年公共财政收入端增长乏力，支出扩张空间有限。

2022 年施行大规模退税，2023 年财政收入增速在低基数背景下应该有明显跳升，但我们预计 2023 年财政收入回升幅度有限，主要有以下两方面原因：

其一，财政收入往往与名义 GDP 增速密切相关，我们预计 2023 年经济增速在出口下行、地产弱企稳背景下修复程度有限（名义 GDP 增速 2023E 6.0%；2022E 5.4%），而与之相关的财政收入增速也难以大幅跳增，特别是土地相关税收对财政收入的拖累可能仍然存在。

其二，2023 年减税降费规模仍存。2016 年减税降费开始后，每年保持万亿规模的新增减税，且每一年的减税降费基本都在下一年延续或加码，这也使得 2016 年以后每一年公共财政收入增速低于名义 GDP 增速。

当前中国宏观税负（税收/GDP）仍然与发达国家有一定距离，叠加当前企业生产活动尚在修复中，2022 年及过往出台的减税降费政策大概率将在 2023 年延续，且仍有加码空间，我们预计 2023 年新增减税规模可能仍然达到万亿级别，对应财政收入增速或仍低于 GDP 增速 2.1 个百分点，与 2021 年类似（财政收入修复年份）。

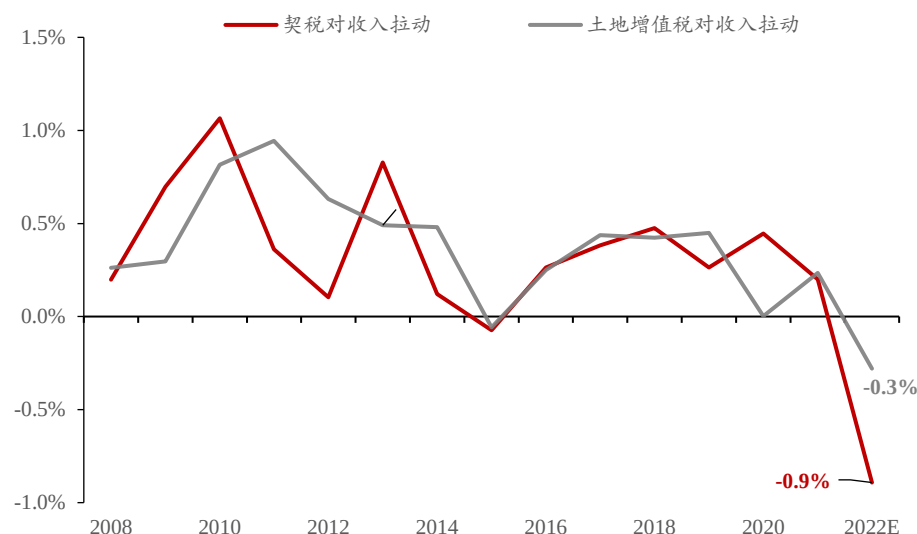
我们认为，2023 年经济修复幅度有限、减税降费力度仍在，对应财政收入增速或达 3.9%（2022E，-1.6%）¹。

正因财政收入增速乏力，即便赤字规模达到 3.8 万亿（对应赤字率达到 3%）、财政另外调用 2 万亿结余资金，对应的财政支出力度仍然较弱，增速或仅达 3.8%（2022E，4.2%）。

如果对比历史上财政收支增速与 GDP 的关系，会发现 2023 年公共财政收支处于与 2016-2018 年类似的紧平衡状态。

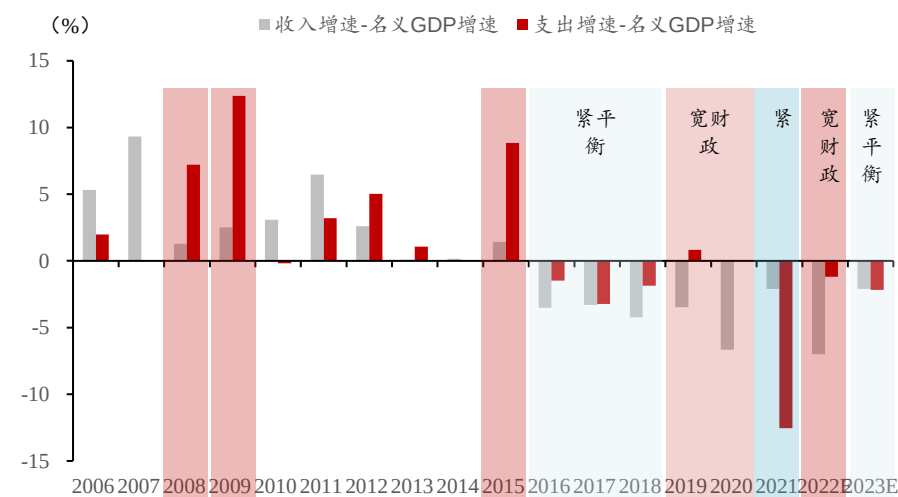
¹ 实际 GDP4%+CPI 一致预期 2%=名义 GDP6%，财政收入增速=6%-2.1%=3.9%

图3：2023 年土地相关税收对财政收入拖累仍可能存在



资料来源：wind，民生证券研究院。注：2022E 为 2022 年 1-10 月契税、土地增值税对公共财政收入的拖累。

图4：2023 年公共财政仍然将呈现紧平衡状态



资料来源：wind，民生证券研究院测算

2.2 2023 年土地出让金同比或仍为负值

城投托底行为受压制，2023 年土地出让收入进一步下行，或达 6 万亿，较 2022 年少增 0.5 万亿。

土地出让收入往往与当年商品房销售额密切相关，如果房企销售表现好，企业资金充裕，拿地积极性将同步提高且更有拿地开发的动力。

我们首先预测 2023 年商品房销售表现，便可获得明年土地出让收入。我们预测在当前房地产保交楼政策、融资政策支持下，居民信心回升，销售额将在 2023 年下半年转正，全年增速达 3% (2022E, -24%)。

按照近两年土地出让金与销售金额的规模测算（土地出让金为商品房销售额的 47%），2023 年土地出让收入将达到 6.6 万亿 (2022E, 6.4 万亿, -26%)。

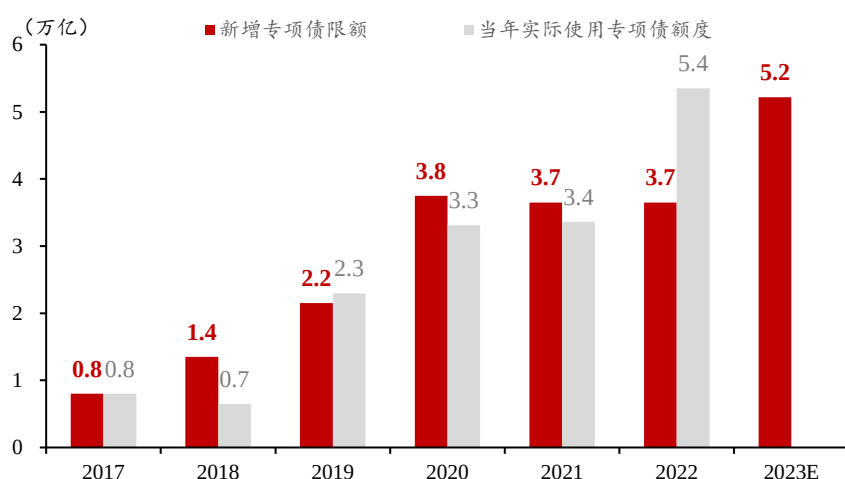
考虑 2022 年有部分非房地产业务城投拿地（预计占拿地规模的 8%²），在 126 号文规范下，这部分城投明年或不再为土地托底，剔除城投拿地影响后（土地出让金为商品房销售额的 44%），2023 年土地出让收入可能下行至 6.2 万亿，较 2022 年少增 0.2 万亿（同比-3.5%）。

专项债规模或达 5.2 万亿，达到历史新高。

目前财政已提前下达部分专项债额度，福建省披露 2023 年提前下达额度达到 933³亿元，而 2022 年提前下达额度为 693 亿元⁴。历年福建省分配提前下达额度占全国额度比重为 4.7%-4.9%，按此推算，专项债提前下达规模达 1.9-2 万亿左右。而头年提前下达额度一般占下一年额度的 38%-40%，则可以推算 2023 年专项债额度或达 4.7-5.2 万亿。

预计 2023 年土地出让收入较 2022 减少，同时缺少 2022 年央行上缴利润，即便专项债规模发行放量达 5.2 万亿，政府性基金支出端增扩空间仍然有限，根据测算增速或仅达 5.5% (2022E, 5.6%)。

图5：2023 年专项债规模最高或达到 5.2 万亿



资料来源：wind，民生证券研究院测算

² 根据测算，地产业务收入低于 50%城投拿地占前三批集中供地规模的 8%。

³ 财政部提前下达我省 2023 年新增政府债务限额 1034 亿元_财政新闻_政务资讯_福建省财政厅 (fujian.gov.cn)

⁴ 福建省 2021 年预算执行情况及 2022 年预算草案的报告 (mof.gov.cn)

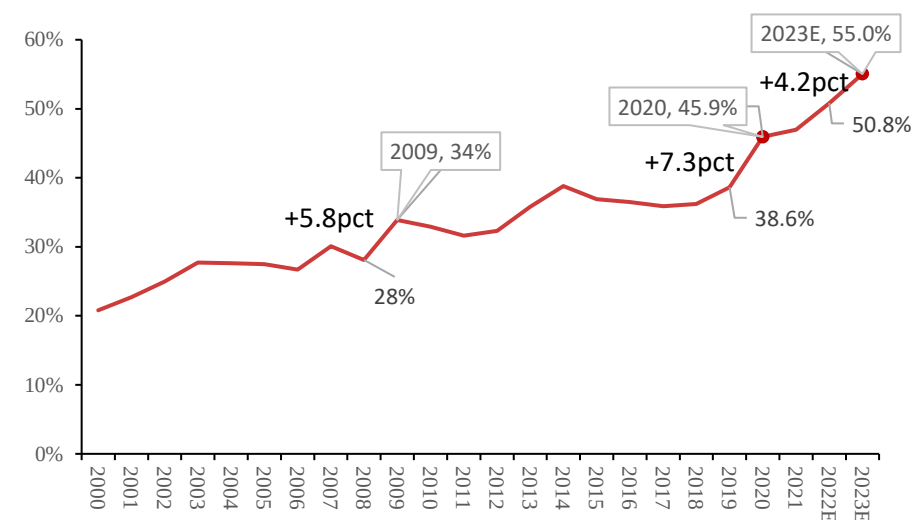
2.3 总结：2023 年预算内财政扩张力度有限

根据测算，2023 年专项债发行规模（4.7-5.2 万亿）、赤字规模（3.8 万亿），政府杠杆率（55.0%）均创历史新高，但由于财政收入收缩，广义支出增速⁵将较 2022 年小幅下行，仅达 4.4%（2022E，4.6%）。

如果看债务规模和支出强度的关系，2023 年较高的政府新增债务并未对应高强度的支出，可以形容 2023 年财政运行特征是**债务规模“雷声大”，支出力度“雨点小”**。

2023 年并不是传统意义上的财政大年，而是处于紧平衡状态。**这意味着，如果 2023 年预算内财政扩张力度有限，若想发挥财政逆周期调节职能，需要依赖其他增量工具。**

图6：2023 年政府杠杆率或上升 4.2 个百分点



资料来源：wind，民生证券研究院测算

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_49673

