

分析师：周岳

执业证书编号：S0740520100003

Email: zhouyue@r.qizq.com.cn

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@r.qizq.com.cn

投资要点

- 12月6日中央政治局会议提出积极财政要“加力提效”，考虑到明年外需大概率放缓，疫情长尾效应影响下地产和消费复苏存在不确定性，稳增长仍面临一定压力，积极财政在力度上预计不会出现明显“退坡”。那么，积极财政空间从哪来？如何理解“加力提效”？
- 随着财政减收增支压力逐年上升，近年来财政运行持续处于紧平衡状态。从形成原因看，“紧平衡”一方面因为收入增长承压，另一方面由于支出不断扩张，从影响结果看，“紧平衡”导致地方债务风险上升，财政腾挪空间不断下降。
- **多重冲击导致财政收入承压。**首先是经济减速换挡拖累税收增长，名义GDP增速每下降1个百分点，财政收入预计下降1.57个百分点；其次是房地产降温，土地财政支撑弱化，2022年广义土地财政依赖度预计降至34.1%，进一步加剧了地方层面财政困难；最后是减税降费政策加码，收入端主动“做减法”，我国宏观税负从2012年的18.7%降至2021年的15.1%，2022年预计仅13.4%。
- **财政支出逆周期扩张。**财政支出通常表现为经济繁荣期的顺周期和经济衰退中的逆周期并存，一方面，一般公共预算中刚性支出压力逐年上升，2014年以来，社保卫生支出占比持续上升；另一方面，经济下行时基建发力稳增长的必要性提高，在隐债监管未明显放松的情况下，今年基础设施基金和专项债的放量实际上透支了未来的财力空间。
- **地方债务风险逐渐累积。**2021年末地方政府总体债务率已经突破100%达到105.8%，今年预计继续上升，部分省市已经远超国际通行的120%警戒线。2018年隐性债务严监管以来，以城投平台有息负债指标衡量的隐债规模增速明显回落，但相比于持续下滑的平台资本回报率，增速仍然较高，地区债务风险的分化进一步加剧。
- **腾挪空间捉襟见肘。**今年为了对冲减税退税和疫情冲击造成的收支缺口，主要采取两种方式：中央层面一次性上缴历年结存利润，地方层面使用结转结余等存量资金。由于金融央企和非金融央企结存利润在今年一次性大量释放，“其他负债”体现的央行待上缴利润规模不足5000亿元，明年能够继续提供的增量资金可能有限。2021年财政“休养生息”后，地方结余资金规模一度回升至1.1万亿元，但在今年大量消耗后，预计降至2000亿元左右。
- 长期来看，为了打破财政“紧平衡”，可以从多个方面逐步完善财税体系建设。但由于制度改革难以一蹴而就，展望2023年，“紧平衡”约束下，我们提出“加力提效”的四个猜想。
- **赤字率可能上调至3.0%。**按照“加力”的提法，有必要在今年2.8%的基础上进一步上调赤字率，但突破3%的可能性不大。今年一般公共预算收入预计下降1.1%，支出预计增长7.1%。假设2023年宏观税负回升至21年和22年平均水平（14.3%），由此计算明年税收同比增长14.1%，一般公共预算收入同比增长12.4%，再考虑到2万亿调入资金的使用，预计明年一般公共预算支出增速小幅上升至7.7%。
- **新增专项债预计3.8万亿。**虽然存量项目需要持续的资金支持，但考虑到债务可持续性和地方政府偿债压力，新增专项债限额大幅增加的可能性不大。相比于今年预算草案中确定的3.65万亿新增额度，预计明年小幅增加至3.8万亿元左右。此外，今年使用5000多亿元专项债结存限额后，专项债限额可动用的存量空间仍有约1万亿元，未来根据需要可以适时动用。
- **政府性基金预算缩表。**明年特别是上半年土地市场仍面临较大压力，低基数下预计政府性基金收入同比下降5%。由于一般公共预算收支缺口弥补的需要，假设全年卖地收入的净收益几乎全部调入一般公共预算，即上文提及的1.2万亿左右。轧差计算得出的政府性基金支出为10.3万亿元，同比下降9.9%。
- **“稳投资”依赖政策性金融工具。**相比专项债，基础设施基金杠杆作用更大，一定程度上绕开了地方隐债监管的约束，理论上不存在规模限制。考虑到基建发力稳增长的需要，政策性金融工具存在加码的必要性，预计明年基础设施基金可能按不同批次累计新增1万亿-2万亿元，并撬动银行贷款等配套融资，支撑2023年基建投资增速维持在7%左右（2022年预计10%）。
- **风险提示：**模型假设条件与实际不符，预测结果和实际可能存在较大偏差；政策力度和实际执行效果低于预期等。

相关报告

内容目录

一、理解“紧平衡”的四个维度	- 4 -
1.多重冲击导致财政收入承压	- 5 -
2.财政支出逆周期扩张	- 7 -
3.地方债务风险逐渐累积	- 10 -
4.腾挪空间捉襟见肘	- 11 -
二、2023年展望：财政如何“加力提效”？	- 15 -
1.赤字率可能上调至3.0%	- 16 -
2.新增专项债预计3.8万亿	- 18 -
3.后地产时代，政府性基金预算缩表	- 19 -
4.政策性金融工具将是“稳投资”关键	- 21 -
三、总结	- 22 -

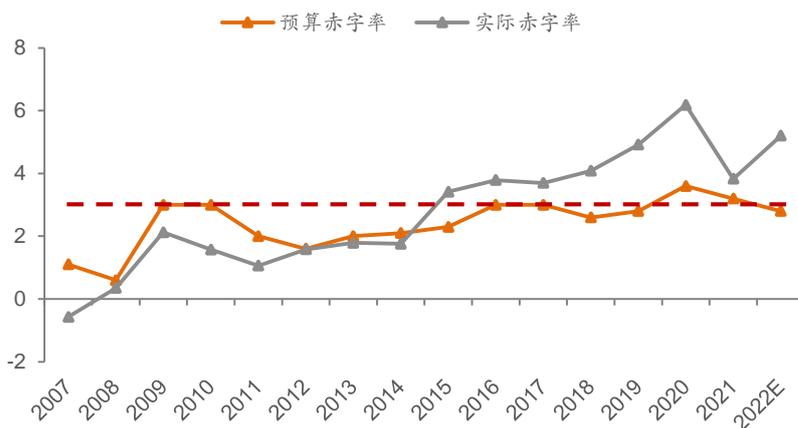
图表目录

图表 1: 一般公共预算赤字率和实际赤字率对比 (%)	- 4 -
图表 2: “财政紧平衡”的四个维度	- 4 -
图表 3: 一般公共预算收入和经济增速变化同步 (%)	- 5 -
图表 4: 历年 1-10 月非税收入占比和增速对比 (%)	- 5 -
图表 5: 土地成交和商品房销售额增速变化 (%)	- 6 -
图表 6: 土地财政依赖度变化 (亿元、%)	- 6 -
图表 7: 2012 年以来宏观税负不断下降 (%, 亿元)	- 7 -
图表 8: 主要行业新增留抵税额占比 (亿元、%)	- 7 -
图表 9: 财政支出兼具顺周期和逆周期特点 (%)	- 7 -
图表 10: 一般公共预算支出中主要分类占比变化 (%)	- 8 -
图表 11: 1-10 月一般公共预算支出主要分项和年初预算目标对比 (%)	- 8 -
图表 12: 基建投资资金来源主要分项增速变化 (%)	- 9 -
图表 13: 2022 年基建投资主要资金分项估算 (亿元)	- 10 -
图表 14: 31 省市 2021 年末债务率对比 (%)	- 10 -
图表 15: 城投平台有息负债和 ROIC 变化 (%)	- 11 -
图表 16: 31 省市 2021 年末广义债务率对比 (%)	- 11 -
图表 17: 历年“实际赤字-预算赤字”资金缺口来源对比 (亿元)	- 12 -
图表 18: 历年预算执行报告中关于“特定国有金融机构和央企上缴利润”的表述	- 12 -
图表 19: 特定国有金融机构和央企利润上缴情况	- 12 -
图表 20: 历年金融央企和央行上缴利润情况 (亿元)	- 13 -
图表 21: “其他负债”科目反映的央行结存利润变化 (亿元)	- 13 -
图表 22: 非金融央企历年净利润上缴情况 (亿元、%)	- 14 -
图表 23: 2014 年-2022 年结余资金规模估算 (亿元)	- 14 -

图表 24: 财政部对于示范地区财税制度改革的具体要求	- 15 -
图表 25: 历年财政政策基调变化.....	- 16 -
图表 26: 一般公共预算收入和支出增速变动 (%)	- 17 -
图表 27: 一般公共预算收支指标预测.....	- 18 -
图表 28: 历年提前批专项债额度下达情况.....	- 18 -
图表 29: 专项债投向基建领域占比情况 (亿元、%)	- 19 -
图表 30: 用作资本金的专项债占比变化 (亿元、%)	- 19 -
图表 31: 政府性基金预算收入和支出增速变动 (%)	- 20 -
图表 32: 近年来预算和决算指标对比 (亿元)	- 20 -
图表 33: 样本统计中基金投向分布 (亿元、%)	- 21 -
图表 34: 基金投向不同行业的平均投资额对比 (亿元)	- 21 -
图表 35: 今年 9 月以来 PSL 余额再度开始增长 (亿元)	- 22 -
图表 36: 历年广义预算收入和支出增速对比 (%)	- 22 -

日前财政部部长刘昆在《党的二十大报告辅导读本》中发表《健全现代预算制度》一文，再次强调“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”。实际上，2015年以来财政收支矛盾不断加剧，一般公共预算实际赤字率持续高于预算赤字率，“紧平衡”的状态已持续多年。那么，如何理解财政“紧平衡”状态？展望明年，稳增长压力下，积极的财政政策如何加力提效？

图表 1：一般公共预算赤字率和实际赤字率对比 (%)

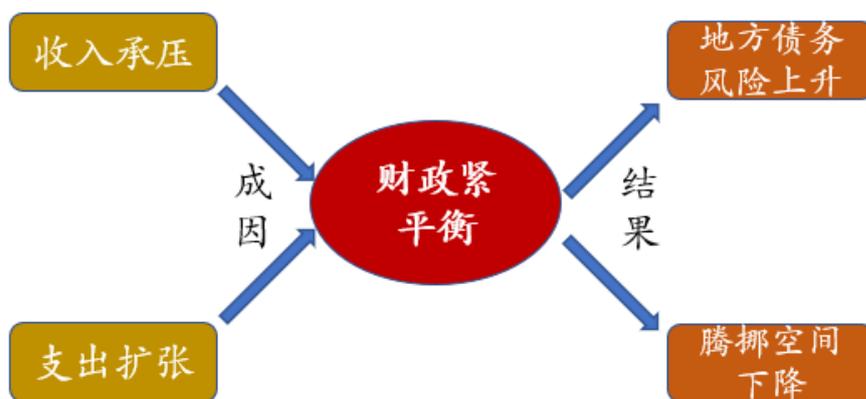


来源：WIND，中泰证券研究所

一、理解“紧平衡”的四个维度

从理论上讲，财政平衡是一个相对和动态的概念。“相对”意味着一定规模的财政盈余或赤字都是合理的，“动态”指的是由于经济周期变化，只需要维持一段时期而非所有预算年度的平衡。但是，近年来随着财政减收增支压力逐年上升，财政运行持续处于紧平衡状态。下面我们从不同维度具体分析：从形成原因看，“紧平衡”一方面因为收入增长承压，另一方面由于支出不断扩张，从影响结果看，“紧平衡”导致地方债务风险上升，财政腾挪空间不断下降。

图表 2：“财政紧平衡”的四个维度



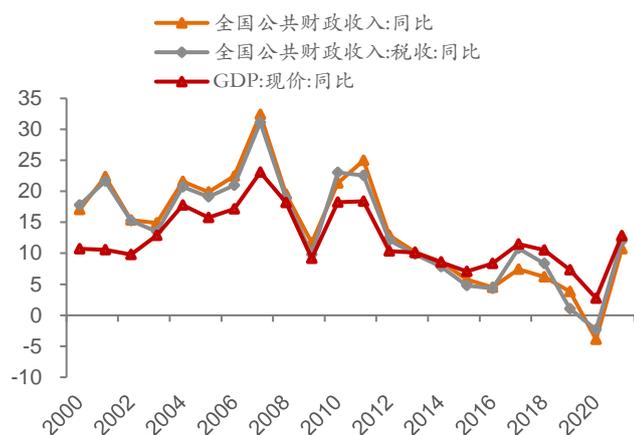
来源：财政部，中泰证券研究所整理

1. 多重冲击导致财政收入承压

■ 经济减速换挡拖累税收增长

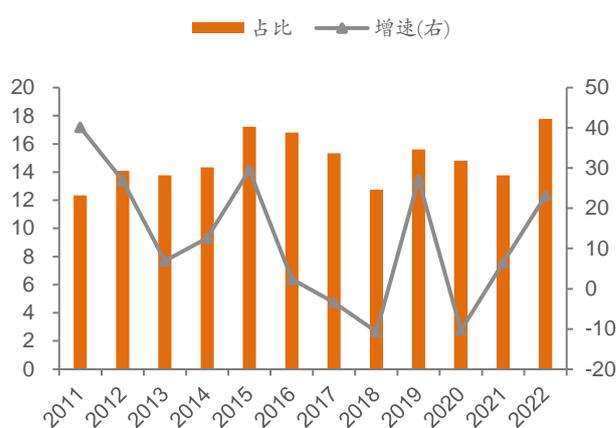
一般公共预算收入，特别是税收收入，和 GDP 名义增速有较高的相关性，2012 年经济“新常态”以来，随着名义 GDP 增速中枢降至个位数，财政收入增长出现同步走弱。根据 2000-2021 年数据拟合得到的经验规律，名义 GDP 增速每下降 1 个百分点，财政收入预计下降 1.57 个百分点。今年 1-10 月，扣除留抵退税因素后税收收入同比仅增长 2.4%，作为地方政府“开源”的优先选项，非税收入增速和占比显著上升。

图表 3：一般公共预算收入和经济增速变化同步 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 4：历年 1-10 月非税收入占比和增速对比 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

注：占比指非税收入占一般公共预算收入比重。

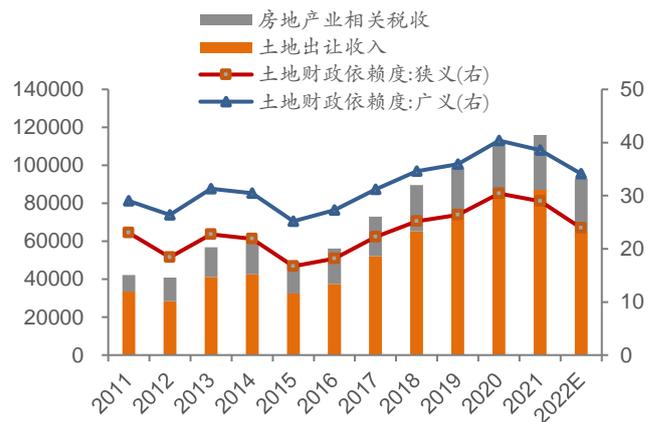
■ 房地产降温，土地财政支撑弱化

地方财政对土地收入有较高的依赖度。通过计算土地相关收入占财政收入的比重，可以得到土地财政依赖度指标，分母通常采用一般公共预算和政府性基金预算收入之和，分子有两个口径，狭义上是土地出让收入，广义上则要加上房地产业相关税收收入¹。以 2019 年为例，全国财政收入共计 27.49 万亿元，其中土地出让收入 7.26 万亿元，房地产业相关税收为 2.62 万亿元，由此计算出狭义土地财政依赖度为 26.4%，广义则为 35.9%，2020 年狭义和广义依赖度创历史新高，分别突破 30% 和 40%。不过，随着“房住不炒”背景下对房地产市场和企业的监管加强，房地产市场景气度下行，最近两年政府土地出让大幅下滑，进一步加剧了地方层面财政困难。

¹ 这里测算的土地依赖度可能低估，一是未考虑房地产对其他行业拉动产生的间接税收贡献，二是未考虑土地抵押融资获得的收入。

图表 5: 土地成交和商品房销售额增速变化 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 土地财政依赖度变化 (亿元, %)


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 由于数据公布延迟, 2020-2022 年房地产业相关税收为估算值。

■ 减税降费政策加码, 收入端主动“做减法”

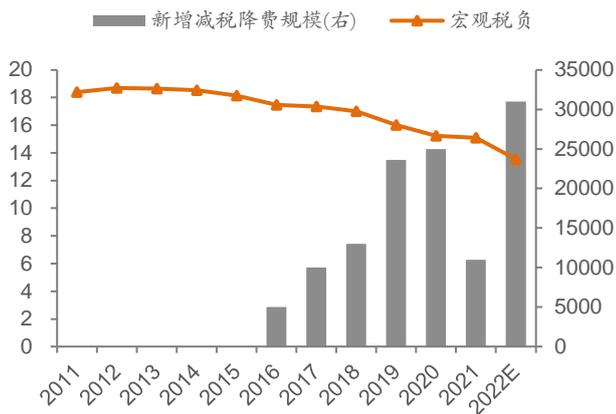
2015 年供给侧改革以来, 减税降费成为“降成本”环节的关键举措, 也是积极财政逆周期调节的重要手段。2016 年中央政治局会议首次确认“降低宏观税负”的部署, 2013 年-2021 年, 税务部门累计办理新增减税降费达 8.8 万亿元², 按照狭义口径计算, 我国宏观税负从 2012 年的 18.7% 降至 2021 年的 15.1%。2022 年留抵退税成为政策重点, 退税的“多予”取代了以往减税的“少取”。截至 11 月 10 日, 全国办理新增减税降费及退税约 3.1 万亿元, 其中 2.31 万亿元来自增值税留抵退税。

留抵退税有助于助企纾困、稳岗稳就业, 但也导致财政平衡压力上升。根据 2018 年重点税源企业样本数据统计, 预计每年全行业净新增留底税额占当年已缴税额比例为 6.8%, 按照 2021 年 6.35 万亿增值税基数计算, 当年新增留底税额约为 4000 亿元。近期税务部门表示“研究优化明年增值税留抵退税政策”³, 我们认为明年减税降费的力度可能有所下降, 有助于缓解财政收入下滑压力。

² 资料来源: http://www.gov.cn/xinwen/2022-08/20/content_5706195.htm

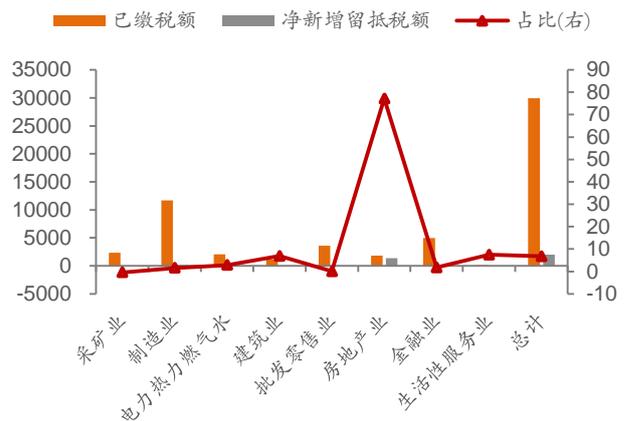
³ 资料来源: <http://www.gov.cn/xinwen/2022zccfh/28/index.htm>

图表 7: 2012 年以来宏观税负不断下降(%, 亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 主要行业新增留抵税额占比(亿元, %)



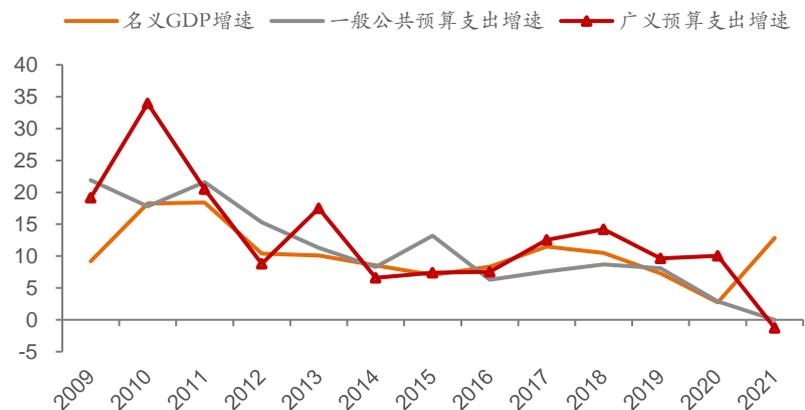
来源: 《中国税务年鉴》, 中泰证券研究所

注: 数据统计为 2018 年重点税源企业样本情况。

2. 财政支出逆周期扩张

不同于财政收入典型的顺周期性, 财政支出通常表现为经济繁荣期的顺周期和经济衰退中的逆周期并存, 如果观察广义预算支出指标则更加明显。一方面, 一般公共预算中刚性支出压力逐年上升, 另一方面, 经济下行时基建发力稳增长的重要性提高。

图表 9: 财政支出兼具顺周期和逆周期特点 (%)

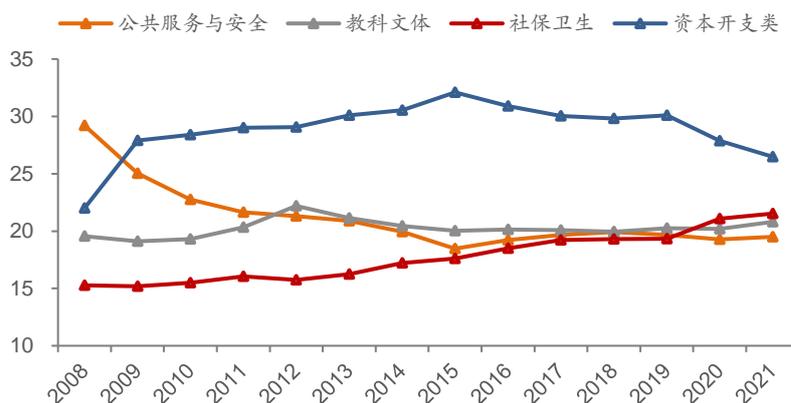


来源: WIND, 中泰证券研究所

■ 刚性支出负担加大

尽管近年来自上而下强调财政支出“有保有压”, 优化支出结构, 但由于部分领域支出增长刚性较强, 总体开支规模易增难减。从一般公共预算支出结构上看, 2014 年以来, 公共服务与安全、教科文体等领域支出占比相对稳定, 随着养老和医疗保障体系的不断完善, 叠加近年来疫情冲击影响, 保民生压力增大, 社保卫生支出占比持续上升至 21.5%。相比之下, 公共服务与安全、教科文体类支出占比较稳定, 基建等资本开支类支出占比持续下降。

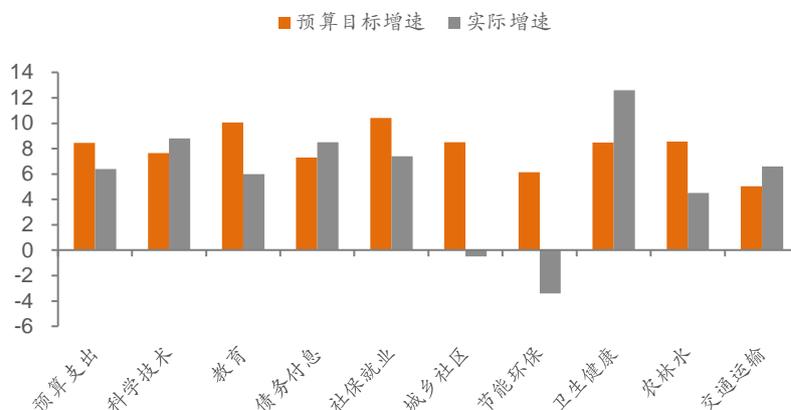
图表 10: 一般公共预算支出中主要分类占比变化 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

从今年以来一般公共预算支出情况看,截至10月底,累计增速为6.4%,低于年初设定目标(8.4%)。其中:卫生健康支出同比增长12.6%,较年初预算目标提高4.1个百分点,反映疫情防控支出成本的大幅上升;此外,除科学技术、债务付息、交通运输等分项外,其他主要分项均显著低于预算目标增速。

图表 11: 1-10 月一般公共预算支出主要分项和年初预算目标对比 (%)



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_50099



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn