

2023 年 03 月 08 日

财政正常化大幕如何开启？

——2022 年财政政策回顾及 2023 年预算解读

相关研究

《财政身份转变，聚焦内生需求——
2023 年〈政府工作报告〉解读》
2023.03.05

主要内容：

- 3 月 6 日，财政部发布《预算草案》，今年财政定位是什么？政策重点有何变化？对经济影响有多少？本报告通过梳理 2022 年财政政策，及今年预算情况，试图回答上述问题。
- **风险缓和、经济逐步复苏后，财政正常化如何开启？** 1) 2023 年财政政策如何定调？今年政府工作报告可以抽离出三个核心关键词：风险缓和、政策聚焦、目标合理，在风险压力缓和、政策更针对性扩内需背景下，政策以超出去年稳增长力度的必要性也相应降低。而《预算报告》立足的国内经济背景也是“2023 年国内经济有望总体回升”。财政对于可持续的要求更为突出，新增“加强财政承受能力评估，保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。财政政策或将从 2022 年应急模式中走出，如经济运行节奏逐渐回到疫情前般，财政也将同样回到 2018-2019 年的模式当中。2) 财政正常化可能聚焦的领域？《预算报告》对投资的表述尤为谨慎，新增“注重政府投资绩效，防止盲目扩大投资”，**基建投资或在年内成为财政调整的重点**。3) 财政正常化过程中会不会“急转弯”？在上半年仍采取对需求的呵护，前期部署政策工具和专项债提前批仍将在上半年形成实物工作量，但下半年对隐性债务的重视或再度回归。财政对于消费需求不足的激发可能是贯穿全年的。4) 财政是否有足够的资金，或者说冗余度来保证今年预算的执行？财政两大缓冲垫足以对冲可能的资金缺口，如土地出让金低于预期的风险。**财政政策的表述变化或在提示我们，对于经济增长最艰难的时刻过去的同时，财政稳增长的方式以及力度也同样发生变化。如何更深入理解 2023 年的财政预算，或需要结合 2022 年财政政策的实施情况。**
- **2022 年：从侧重供给到外生性刺激需求的急速转向。** 1) 22Q1：对地产的担忧，以专项债提前下达对冲。2) 22Q2：两会定调稳供给，上海疫情加速政策落地。上海疫情的突然爆发，财政选择加速推进退还留抵退税，基本实现三个季度工作量压缩至 22Q2。3) **需求不足矛盾“浮出水面”，财政转向短期刺激需求。** 首先，新增专项债快速发行，动用往年结存限额，政策性银行信贷配合，22Q3 广义基建投资同比上行至 13.2%。其次再是政府消费配合性扩张。4) 22Q4：**财政收支缺口急速收敛，或为跨年度平衡考虑。** 四季度一般公共预算收入快速冲高，但支出力度反而下降，相对反常的表现可能在为 2023 年积蓄力量。
- **2023 年预算：为内生需求恢复“保驾护航”。** 财政对消费的呵护或贯穿全年，但对基建的支持或逐步退出。具体表现为三个方面：1) 政府消费保持必要强度，通过保民生稳收入给消费助力。2023 年一般公共预算收入目标 6.7%，回暖 6.1 个百分点，但考虑到留抵退税扰动消退的影响，该收入预测实为保守，或因担心经济恢复的不确定性。支出目标 5.6% 较 2022 年小幅下行 0.5 个百分点，强调“持续优化财政支出结构”，一般公共预算中民生保障成为重中之重，**其中之一的政府消费占比或再度提升**。另外，民生保障的另一大抓手是转移支付，而这或成为落实“促进恢复和扩大消费”的核心。最近十年低保人数持续下降，社会保障的强度没有跟上经济发展和居民收入增长，有更多中低收入群体暴露在疫情风险中，对消费意愿更低。**今年或对中低收入群体针对性提高社会保障或转移支付标准，以加快居民消费恢复速率。**2) 减税降费完善而非新增，年终奖个税单独计税或延续。3) 基建上半年保障内生需求恢复环境，下半年回归 18-21 年中枢。和基建投资直接相关的新增专项债 3.8 万亿低于去年实际发行规模，但提前下达额度创新高，**上半年基建投资将承担起为内生需求恢复“推一把力”的关键角色，但下半年因为内生需求恢复、财政发力必要性或将下降。**考虑到 2022 年已将所有的历史专项债结存限额发行完毕，不对今年下半年再度使用该工具抱有期待，我们维持全年广义基建投资增速 6.0% 左右的判断不变。
- **压力测试：预算已留出冗余度，两大缓冲垫可对冲土地收入下行风险。** 一是一般预算收入增速或高于目标，和 21 年类似；二是财政结存 1.3 万亿存量资金，尚有约 5700 亿可使用。
- **风险提示：稳增长政策见效速度慢于预期，疫情形势变化**

证券分析师

贾东旭 A0230522100003
jiadx@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

贾东旭
(8621)23297818x
jiadx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 风险缓和、经济逐步复苏后，财政正常化如何开启？	5
2.2022 年：从侧重供给到外生性刺激需求的急速转向	7
2.1 22Q1：对于地产的担忧，以专项债提前下达对冲	7
2.2 22Q2：两会定调稳供给，上海疫情加速政策落地	9
2.3 22Q3：需求不足矛盾“浮出水面”，财政转向短期刺激需求	10
2.4 22Q4：财政收支缺口急速收敛，或为跨年度平衡考虑	12
3.2023 年预算：为内生需求恢复“保驾护航”	13
3.1 政府消费保持必要强度，通过保民生稳收入给消费助力	13
3.2 减税降费完善而非新增，年终奖个税单独计税或延续	16
3.3 基建上半年保障内生需求恢复环境，下半年回归 18-21 年中枢	17
4. 压力测试：预算已留出冗余度，两大缓冲垫可对冲土地收入下行风险。	19

图表目录

图 1: 狭义和广义财政赤字率, 以实际发行融资规模测算 (%)	6
图 2: 2022-2023 年经济增长和财政的四阶段	7
图 3: 从 2021 年中开始, 地产产业链持续下行 (12MMA, 同比, %)	8
图 4: 历年新增专项债提前下达额度	8
图 5: 新增专项债发行规模 (亿元)	8
图 6: 央行其他负债等持续增加	9
图 7: 存量留抵退税主要集中在 22Q2 (%)	9
图 8: 22Q2 资金利率快速走低	10
图 9: 留抵退税企业用途拆分	10
图 10: 住宅销售和居民中长贷持续低迷	10
图 11: 社零和居民消费倾向也出现下滑 (%)	10
图 12: 前后两批政策性开发性金融工具投放时间线	11
图 13: 22Q3 广义基建投资增速迅速改善 (%)	11
图 14: 22Q3 一般公共预算中经常性支出改善较为明显	12
图 15: 22Q4 收入快速改善 (%)	12
图 16: 广义基建名义同比和实际同比 (%)	13
图 17: 2016 年以来政府消费增速持续高于一般公共预算支出增速 (%)	14
图 18: 城市低保标准较收入水平基本未变	14
图 19: 而城市低保人数下降幅度却大于农村	14
图 20: 就业大幅下滑主要来源于城镇就业下行	15
图 21: 城镇居民收入下行主因工资贡献下行 (%)	15
图 22: 限额以上必需品消费 2022 年低于过去稳定的增速中枢 (%)	15
图 23: 年终奖不同纳税方式不同的平均税率 (%)	16
图 24: 土地出让金收入跌幅收窄, 但成交价款仍处于低位 (%)	17
图 25: 提前下达新增专项债占当年额度创历史新高 (%)	18
图 26: 公共设施建设主要为城市承载更多劳动人口	18
图 27: 却在 2022 年逆城镇化势头增长 (%)	18
图 28: 专项债余额结构	19

图 29：未利用新增专项债限额结构	19
图 30：基建投资增速预测（%）	19
图 31：2023 年可能和 2021 年一样，成为一般公共预算超收的年份（%）	20
图 32：2021-2023 财政收支平衡测算表	21

3月6日，财政部发布《关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告（摘要）》（以下简称《预算草案》），给出今年一般公共预算、政府性基金预算等收支安排。今年财政定位是什么？政策重点有何变化？对经济影响有多少？本报告通过梳理2022年财政政策的实施，以及2023年预算的基本情况，试图回答上述问题。

1. 风险缓和、经济逐步复苏后，财政正常化如何开启？

一问：2023年财政政策如何定调？

今年政府工作报告可以抽离出三个核心关键词：**风险缓和、政策聚焦、目标合理**。相较2022年对经济形势定调实际更为积极，在防疫政策快速优化、疫情得到有效控制后，未再提及“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，而是定调于“经济企稳向上”，只是“基础尚需牢固”，主要聚焦强调需求不足。在“需求不足”的矛盾面前，政策主线也由去年“坚持以供给侧结构性改革为主线”转变为“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，延续二十大报告、中央经济工作会议基调，且本次政策基调更强调“针对性”。（详见《财政身份转变，聚焦内生需求——2023年〈政府工作报告〉解读》（2023.03.05））

在风险压力缓和、政策更针对性扩内需背景下，政策以超出去年稳增长力度的必要性也相应降低，今年经济增速目标定为5.0%也实为合理。而财政政策定调和对全年经济形势判断直接相关，《预算报告》立足的国内经济背景也是“2023年国内经济有望总体回升”。

财政对于可持续的要求更为突出，新增“加强财政承受能力评估，保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。这一表述比2022年财政预算报告中“严肃财经纪律，有序化解地方政府债务风险”有明显的区别。财政政策对可持续的要求再度提升，或成为财政政策区别于2022年最关键的因素之一。

财政政策或将从2022年应急模式中走出，如经济运行节奏逐渐回到疫情前般，财政也将同样回到2018-2019年的模式当中。

二问：财政正常化可能聚焦的领域？

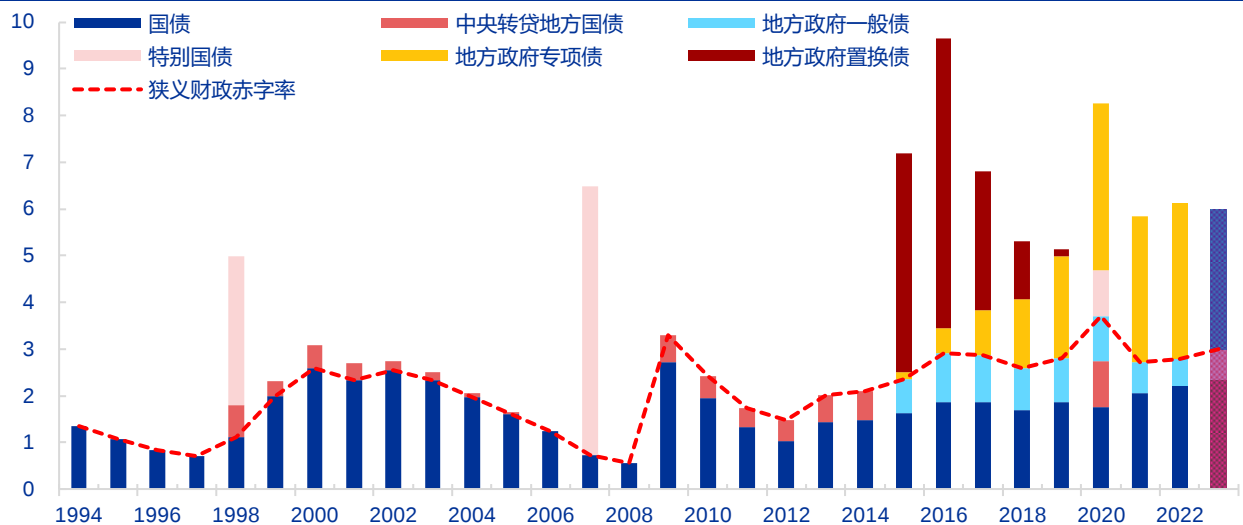
《预算报告》对投资的表述尤为谨慎，新增“注重政府投资绩效，防止盲目扩大投资”，基建投资或在年内成为财政调整的重点。财政对于投资的表述变化主要集中在两个方面，一是要求“适当提高资金使用集中度，优先支持成熟度高的项目和在建项目”，即更倾向于将资金投入过去审核过，项目现金流风险较小的项目中，而非新增项目，从侧面体现了满足监管要求的基建项目存在“项目荒”问题。二是新增“注重政府投资绩效，防止盲目扩大投资”的表述，措辞较为严厉，凸显对于2022年下半年基建投资快速增长背后可能蕴含的风险的警惕。

三问：财政正常化过程中会不会“急转弯”？

从《预算报告》的安排以及新增专项债的提前下达规模两个角度来看，今年财政不会“急转弯”，尤其是在上半年仍将采取对需求的呵护立场。《政府工作报告》对经济的定调是“基础尚需牢固”，故基建投资不会大幅退坡，从政策选择看，基建投资上半年还是保持对经济增长的必要支撑，前期部署政策工具也将在上半年形成实物工作量。从政策操作来看，2023年专项债提前批额度创出历史记录，对于上半年的基建投资增速无需过度担忧。但与此同时，随着经济内生增长动力恢复，财政或将注意力更多转移至财政可持续增长角度，尤其是在人口老龄化不断加剧的当前。预计今年下半年对隐性债务的重视或再度回归，基建投资或重回2018-2021年增速中枢。

另外，财政对于消费需求不足的激发可能是贯穿全年的，激发的方式或选择更为基础性的扩大社会保障和转移支付覆盖面，财政赤字率的提高或部分意在此处。2022年居民就业增速明显下行，居民收入预期不确定性令消费需求不足成为经济下行压力的主要来源之一。而财政对于中低收入群体的社会保障措施不足，居民转移收入并没有对冲工资收入的下行压力，缓和消费下行幅度。为此，《预算报告》明确提出“加大社会保障、转移支付等调节，多渠道增加居民收入，促进消费潜力充分释放”，后续或有制度性的政策安排，以稳定中低收入群体收入的方式，将消费潜力逐步释放。

图 1：狭义和广义财政赤字率，以实际发行融资规模测算（%）



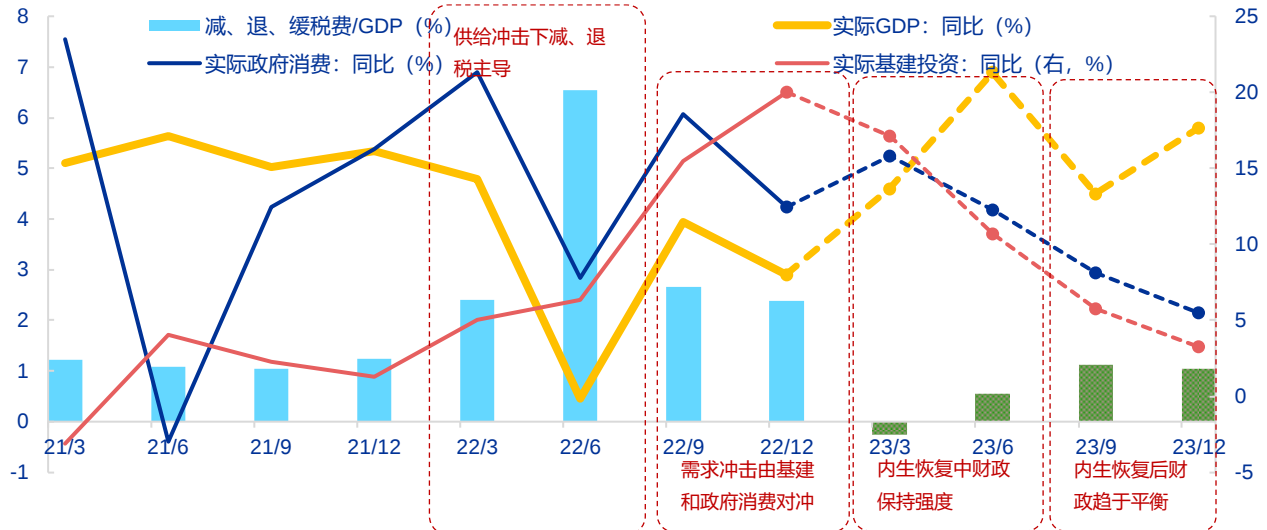
资料来源：国务院，财政部，申万宏源研究

四问：财政是否有足够的资金，或者说冗余度来保证今年预算的执行？

财政两大缓冲垫足以对冲可能的资金缺口，如土地出让金低于预期的风险。《预算报告》中对于土地出让金收入的预期是在 0% 左右，存在一定的下行风险。但财政今年预算安排存在两大冗余度，一是 2021-2022 年广义财政储备了 1.3 万亿资金，虽然其中有 7393 亿已经安排在今年预算中，但尚余 5700 亿左右的资金还可以动用。二是今年预算收入安排相对保守，在存量增值税留抵退税完毕以及制造业中小微企业缓税到期补缴的提振下，2023 年很有可能类似 2021 年最终实现一般公共预算的超收，这部分资金同样可以对冲土地出让金收入的下行风险。

财政政策的表述变化或在提示我们，对于经济增长最艰难的时刻过去的同时，财政稳增长的方式以及力度也同样发生变化。如何更深入理解 2023 年的财政预算，或需要结合 2022 年财政政策的实施情况。

图 2：2022-2023 年经济增长和财政的四阶段



资料来源：CEIC，申万宏源研究 注：2023 年为预测值，2021 年为两年平均增速

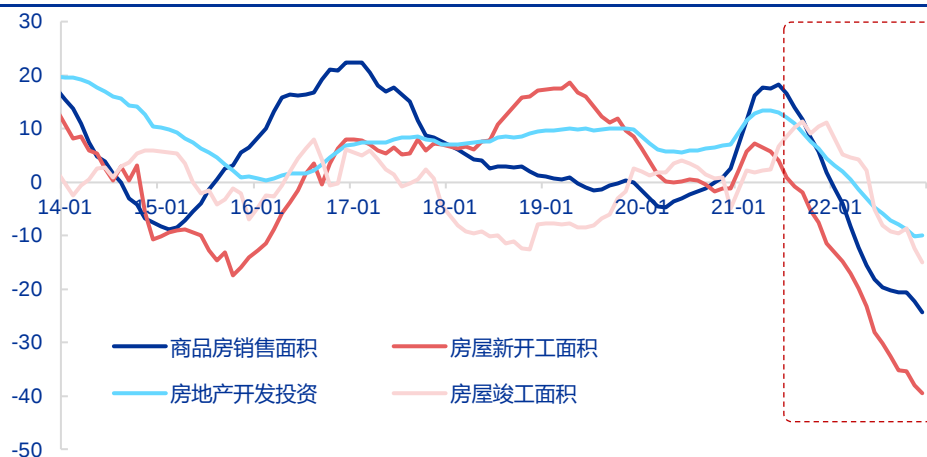
2.2022 年：从侧重供给到外生性刺激需求的急速转向

2022 年宏观经济的不平凡以更大的幅度影响到财政政策的实施，尤其是上海疫情的冲击，以及消费的不振令财政政策 2020 年以来坚持的“重供给，轻需求”的导向发生根本性扭转，也给 2023 年财政政策埋下深层次的影响。

2.1 22Q1：对于地产的担忧，以专项债提前下达对冲

2022 年年初经济最大不确定性来源于房地产，地产产业链从 22H1 以来呈趋势性下滑。房地产“三条红线”以及“房贷集中管理”制度的实施，令房企在自身的融资端和地产销售两个方面均受挤压。地产销售面积和金额快速下探，居民中长贷增量同步收缩，令市场预期地产产业链将成为 2022 年经济下行压力的主要来源。

图 3：从 2021 年中开始，地产产业链持续下行（12MMA，同比，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

为对冲地产下行压力，2021 年 12 月的中央经济工作会议对财政政策定调实际上颇为积极。在对宏观政策整体定调上就强调“政策发力适当靠前”。财政政策上，会议强调“要保证财政支出强度”，较 20 年会议删除“适度”，且明确要“加快支出进度”。会议新增“实施新的减税降费政策”，“适度超前开展基础设施投资”等论断，成为 2022 年财政政策实施的主基调。

财政选择提前下达新增专项债实现对冲，且不能忽略 21Q4 发行的专项债对 22 年年初实物工作量的支持力度。2021 年 12 月提前下达新增专项债 1.46 万亿，令 2022 年新增专项债发行较 2021 年提前约 3 个月。另外，因工业品价格尤其是煤炭价格快速上涨，地方政府新增专项债发行集中于 2021 年下半年，考虑到专项债发行和基建投资存在 3-4 个月的时滞关系，21Q4 发行的新增专项债对 2022 年年初的基建投资实物工作量也有所助力。22 年 1 月 10 日的国常会表示“尽快将去年四季度发行的 1.2 万亿元地方政府专项债券资金落到具体项目”，同样有所佐证。

图 4：历年新增专项债提前下达额度

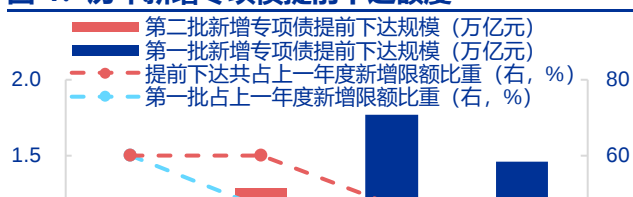
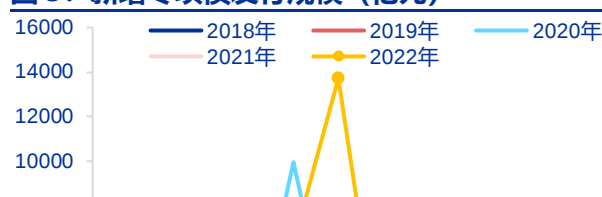


图 5：新增专项债发行规模 (亿元)



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_53044

