



张瑜：中央预算的三个暗号



意见领袖 | 张瑜团队

此前我们指出预算草案留下了三个问号，本次通过中央预算或正面回答、或侧面暗示，转化为两个暗号：新能源补贴今年或偿还 4500 亿、卖地收入增速下半年或快回升；中央预算内投资还透露了基建增量点——保粮食能源安全。



一、新能源的暗号：补贴偿还体量可达 4500 亿

第一问针对今年中央政府性基金预算异常增支约 4000 亿，我们此前推测大概率用于偿还此前拖欠的可再生能源补贴（主要用于风电光伏），重点利好电力央企。中央预算虽未正面回答，但证据进一步确凿、体量进一步明确。

1、科目对的上：今年可再生能源电价附加收入安排的支出（下称“新能源补贴”）等 7 个项目合并至“其他政府性基金支出”，规模近 4600 亿。

2、规模对的上：新口径下，去年的新能源补贴和其他支出规模相仿，验证其他支出以新能源补贴为主。

3、假设不足百亿的剩余合并项目规模不变，测算今年新能源补贴偿还体量可达 4500 亿。

4、作为验证，4500 亿体量落入 3000~5000 亿主流测算区间。

5、4500 亿若用于偿还补贴，预计将重点利好电力央企，而非地方电力企业。新能源补贴近年约 90% 用向中央本级，今年 4594 亿其他支出中，多达 4528 亿用于中央本级。今年电力央企应收账款问题有望大幅缓解。

二、地产的暗号：下半年卖地收入增速或快速回升

第二、第三问相互关联，分别针对今年中央政府性基金预算账不平（收大于支 4000 亿）和卖地收入目标超预期（同比+0.4%，远超市场预期），我们此前推测 4000 亿“财政后手”为卖地收入不及预算而留。

中央预算正面回答了第二问——账不平并非为今年卖地留后手，而是为明年做准备。

这也暗示了第三问的答案——财政部认为 0.4% 的全年卖地收入目标

确有可能完成、或至少可接近，这需要卖地收入增速年内有明显起色，地产政策放松或逐步加码。

在 1-2 月卖地收入负增近 30%、且领先指标指向负增至少持续至二季度末的背景下，要完成或接近 0.4% 的全年预算目标，有两个条件：1、二季度要看到市场预期明显转好；2、下半年卖地收入增速要快速回升。

我们认为两者并非不可实现。对于前者，近期地产需求端政策暖风劲吹，有星火燎原之势；对于后者，去年房企预期年中转弱，使下半年卖地收入增速陡降，形成低基数。

三、基建的暗号：保粮食能源安全是增量点

中央预算还披露了预算内投资结构，包括中央本级作为项目资本金和专项转移支付给地方作资本金两部分，今年重点着眼“六保”中的保粮食能源安全：

中央本级支出今年安排 1450 亿，和去年执行数基本持平。分项来看，主要有两个特点：一是其他支出安排高增，剩余分项支出安排受其挤压、普遍下滑；二是粮油物资储备支出中的粮油事务和粮油储备逆势高增。

对地方转移支付 4950 亿，较去年执行数增加 305 亿，即今年中央预算内投资的 300 亿增量全部给地方。分项来看，除水利中央基建投资小幅负增外，普遍有所增长。其中能源、其他重大基础设施（防灾减灾、城乡冷链物流等）高增。

四、2022 年中央财政预算简评（详见正文）

风险提示：

预算未披露信息超预期，预算执行不及预期，偿还补贴不及预期。

一、 新能源的暗号：补贴偿还体量可达 4500 亿.....	4
二、 地产的暗号：卖地收入增速下半年或快速回升.....	5
三、 基建的暗号：保粮食能源安全是增量点.....	6
四、 2022 年中央财政预算简评.....	7

在《一笔缴款、两大疗效、三个问号——财政预算初窥&破案“稳增长”系列六》中，我们指出预算草案留下了三个问号，本次通过中央预算或正面回答、或侧面暗示，转化为两个暗号：新能源补贴今年或偿还 4500 亿、卖地收入增速下半年或快回升；中央预算内投资还透露了基建增量点——保粮食能源安全。

新能源的暗号：补贴偿还体量可达 4500 亿

第一问针对今年中央政府性基金预算异常增支约 4000 亿（至 8071 亿，近几年收支规模仅在 3000~4000 亿），我们此前推测大概率用于偿还此前拖欠的可再生能源补贴（主要用于风电光伏），重点利好电力央企。中央预算虽未正面回答，但证据进一步确凿、体量进一步明确。我们测算今年可再生能源补贴偿还体量可达 4500 亿，重申电力央企应收账款问题有望大幅缓解，具体来看：

1、科目对的上：今年可再生能源电价附加收入安排的支出（下称“新能源补贴”）等 7 个项目合并至“其他政府性基金支出”，规模近 4600 亿。新能源补贴等 7 项政府性基金支出今年从预算表中“消失”，同时其他政府性基金支出（下称“其他支出”）由去年预算不到 5 亿骤升至今年近 4600 亿，判断 7 个“消失”项目今年合并计入其他支出。

2、规模对的上：新口径下，去年的新能源补贴和其他支出规模相仿，验证其他支出以新能源补贴为主。2021 年其他支出（同口径）985 亿，新能源补贴 891 亿，剩余合并项目共计 68 亿，新能源补贴+剩余合并项目规模刚好对的上其他支出。

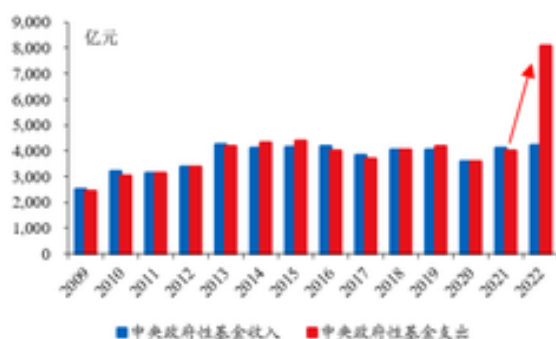
3、测算今年新能源补贴偿还体量可达 4500 亿。2022 年其他支出预算安排 4594 亿，由于剩余合并项目体量不足百亿、历史变动较小，假设今年不变，倒算今年新能源补贴偿还体量可达 4500 亿。

4、作为验证，4500 亿体量落入 3000~5000 亿主流测算区间。国网能源研究院曾测算“截至 2017 年年底，新能源发电补贴缺口累计达 1127 亿元、初步测算 2018 年底新能源补贴缺口累计在 2000 亿”，线性推至 2021 年底的缺口约 4000~5000 亿；中国可再生能源学会风能专业委员会秘书长秦海岩曾测算“补贴在 2019 年底缺口累计超过 2600 亿元，2020 年底缺口将突破 3000 亿元”，线性推至 2021 年底的缺口约 3000~4000 亿。

5、4500 亿若用于偿还补贴，预计将重点利好电力央企，而非地方电

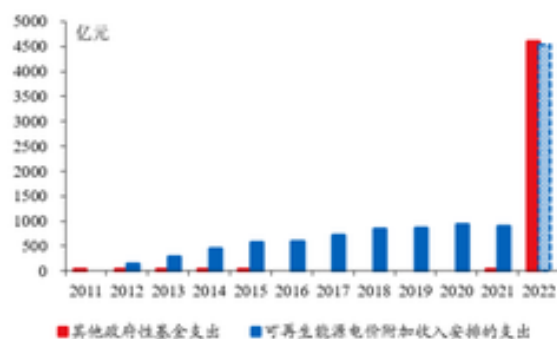
力企业。新能源补贴近年约 90%用向中央本级,今年 4594 亿其他支出中, 多达 4528 亿用于中央本级; 从主要电力央企的应收账款变化看, 2016 年 来增长明显加快, 和补贴缺口扩大的时点吻合; 今年电力央企应收账款问 题有望大幅缓解。

图表 1 中央政府性基金预算支出异常增支 4000 亿



资料来源: Wind, 华创证券, 2022 年为预算数

图表 2 其他支出近 4600 亿, 偿还补贴或占 4500 亿



资料来源: Wind, 华创证券, 2022 年其他支出为预算数 (2021 年 前为老口径), 可再生能源电价附加收入安排的支出为预测值

图表 3 补贴主要用于风电光伏



资料来源: 财政部《2021 年政府收支分类科目》, 《财政部关于提前下达 2022 年可再生能源电价附加补 助地方资金预算的通知》, 华创证券

图表 4 补贴主要用于中央本级



资料来源: Wind, 华创证券, 2021 年为预算数

图表 5 受补贴缺口扩大影响, 电力央企应收账款高增



资料来源: Wind, 华创证券

二

地产的暗号: 卖地收入增速下半年或快速回升

第二、第三问相互关联, 分别针对今年中央政府性基金预算账不平 (收大于支 4000 亿) 和卖地收入目标超预期 (同比+0.4%, 远超市场预期), 我们此前推测 4000 亿“财政后手”为卖地收入不及预算而留 (注: 可对冲卖地收入不及预算增速近 5 个百分点)。

中央预算正面回答了第二问——账不平并非为今年卖地留后手, 而是为明年做准备 (“收入大于支出 4000 亿元, 结转下年用于对地方清算落

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_39822

