

财政发力推升内需，关注财政货币配合

——2023年3月财政数据的背后

核心观点

一季度财政数据出炉，财政支出维持高增，为稳增长、稳就业贡献重要力量。结合2023年财政预算报告，我们重点提示关注财政货币政策协同发力，产业政策引领我国未来发展方向，我国将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局，我们提示重点关注中国特色的财政货币配合新机制：1、再贷款资金继续强化支持制造业；2、PSL为新市民公共基础设施及新基建提供资金支持。

□ 一般公共预算收入：内需回升，收入改善

1-3月全国一般公共预算收入62341亿元，同比增长0.5%。其中，全国税收收入51707亿元，同比下降1.4%；非税收入10634亿元，同比增长10.9%。1-3月国内增值税、国内消费税、企业所得税和个人所得税分别增长12.2%、-22.2%、9.3%和-4.4%。

内需渐进企稳带动财政收入回升。3月一般公共预算财政收入当月同比增长5.5%，较1-2月的-1.2%环比有一定回升，核心在于内需渐进企稳回暖，一季度，实际GDP增速达到4.5%，略超市场预期，其中社零同比增长5.8%，体现了疫后消费活力释放和促消费政策的双重支持，固定资产投资同比增长5.1%，人民币计价出口增长8.4%，整体来看，疫后经济动能修复，内需逐步企稳带动了财政收入的持续改善，单月5.5%的财政收入增速也高于一季度名义GDP同比增速。

剔除特殊因素，财政收入持续环比修复。根据财政部新闻发布会披露，影响一季度财政收入增长的特殊因素主要有以下两个：一是部分2021年末收入在2022年初入库，抬高基数，拉低2023年收入增幅。二是2022年制造业中小微企业缓税在2023年入库和部分税收错期入库，拉高2023年收入增幅。扣除上述特殊因素影响后，一季度财政收入增长3%，1、2、3月份全国财政收入分别增长1%、4%、6%，财政收入呈回稳向上态势。

结构层面，国内增值税和企业所得税表现较好，我们认为背后原因在于，本轮疫后修复，居民受收入预期不稳和就业质量不高的影响，消费能力及意愿受限，超额储蓄也得以形成，企业部门相对受益更多，商务活动和企业经营的显著回暖，酒饮出行、复工开工等高频数据已有反映，有助于流转税及企业所得税的回升。

□ 一般公共预算支出：支出强度维持较高，三保、基建支出较强

1-3月全国一般公共预算支出67915亿元，同比增长6.8%。其中，中央一般公共预算本级支出7240亿元，同比增长6.4%；地方一般公共预算支出60675亿元，同比增长6.9%。结构来看，社保就业、卫生健康、交通运输和城乡社区支出进度较快，1-3月支出分别达到了预算安排的31.2%、26.5%、26.2%和25.3%，均高于同期整体支出进度。

政策积极定调，财政前置发力。结合2022年底中央经济工作及2023年政府工作报告来看，决策层明确2023年财政政策要加力提效、保持支出强度，保持政策的连续性和稳定性；2023年一季度财政支出增速达到6.8%，高于5.6%的预算目标，其中1-2月财政支出进度达到了14.9%历史最高水平。我们认为，财政支出前置落实政策要求，符合预期，在经济逐步回升过程中，财政率先发力旨在发挥引领和杠杆作用，借以带动社会投资和居民消费，为一季度实际GDP同比增速回升至4.5%、3月调查失业率回落至5.3%贡献重要力量。

支出结构延续疫后特征。从一般公共预算支出结构来看，支出进度较快的是社保就业和卫生健康，分别达到31.2%和26.5%，城乡社区和教育紧随其后，达到26.2和25.3%，其他领域的支出进度落后于整体支出进度。我们认为，2023年开年的支出结构与过去三年较为接近，三重压力下政府“兜牢三保”的任务较重，

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《3月经济数据：一季度经济延续修复态势》 2023.04.18
- 2 《出口：结构重于趋势，观点逐步验证》 2023.04.13
- 3 《CPI和核心CPI缺口可能继续扩大——美国3月通胀数据传递的信息》 2023.04.13

保持较大规模的社保就业支出有较强必要性，2023年财政预算安排超10万亿中央对地方转移支付及大规模财政直达机制，目的也是在保障基层财力。卫生健康支出较多符合疫情及疫情应对的相关花费，预计随着疫情因素扰动逐步下降，卫生健康的支出增速可能逐步放缓。交通运输和城乡社区是预算内基建的重要投资领域，这两项支出增速较快，与一季度8.8%的基建投资（不含电力）也相互匹配，互相佐证。

□ 政府性基金：卖地收入仍弱，专项债发行较快

一季度，全国政府性基金预算收入10825亿元，同比下降21.8%。其中，国有土地使用权出让收入8728亿元，同比下降27%。全国政府性基金预算支出21066亿元，同比下降15%，其中，1-3月国有土地使用权出让收入相关支出12800亿元，同比下降17.1%。

卖地收入仍弱，专项债发行较快。2023年1-3月政府性基金收入继续保持低迷特征，一方面房地产市场还未回升至常态水平、仍处于修复进程，一系列呵护需求、补充流动性、稳定预期和权益补充的政策措施有序进行，年初至今房地产销售及价格已有一定修复特征，后续土地市场有望回暖带动卖地收入回升。另一方面源于卖地收入是分期支付，不论是去年房企买地的尾款还是当前的土地成交“首付”，整体上均表现的相对较弱，预计卖地收入仍将承压一段时间，后续随着房地产市场平稳向好发展带动土地市场的整体回暖，卖地收入有望渐进回升。政府性基金支出相对较慢主要受卖地收入低迷拖累，1-3月国有土地使用权出让收入形成的支出同比-17.1%已有体现。

在卖地较弱的背景下，新增专项债发行保持较快水平，截至4月中旬新增专项债已经发行1.55万亿元，发行速率整体较快，主要支持市政和产业园区基础设施、交通基础设施、社会事业以及保障性安居住房等领域，根据我们测算有53%的新增专项债资金投向了狭义基建领域，成为推动投资的重要力量。

此外，财政部在3月新闻发布会表示，为更好地促进专项债资金发挥稳经济大盘作用，将从三方面发力：1)督促资金使用，推进重点项目建设，推动尽快形成实物工作量；2)按照“资金跟着项目走”原则，严禁将专项债券用于各类楼堂馆所、形象工程和政绩工程；3)将专项债券收支全面纳入预算管理一体化范围，严禁“以拨代支”、“一拨了之”等行为，防止资金挪用。我们预计在卖地收入低迷的背景下，专项债集中加速发行有助于基建投资的持续高增。

□ 产业政策驱动结构转型是未来主线，23年关注中国特色财政货币新机制

二十大报告提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，推动高质量发展核心依赖经济结构转型升级，我国当前的经济结构调整主要体现为“告别房地产，拥抱制造业”，近年来，国家重大规划积极部署制造业尤其是高技术制造业发展，推动构建新发展格局。

2023财政预算报告要求“积极的财政政策要加力提效，在合理增加和优化支出上再下功夫，注重与货币政策、产业政策、科技政策、社会政策等协同发力，更直接更有效地发挥积极财政政策作用”。

我们认为，产业政策驱动经济结构转型升级将是未来我国经济发展的主线，但转型过程中可能面临财政收入不足、货币政策宽信用体量不够、经济增速承压等问题，核心解决之道在于财政货币的有效配合，未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局。

2023年货币政策精准发力，构建中国特色财政货币配合新机制。2022年12月的中央经济工作会议强调“加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力”，我们认为2023年将进一步强化货币与财政的协调配合，与海外多个经济体央行直接购买国债为财政提供融资不同，我国“具有中国特色的财政货币配合新机制”将体现为相关货币政策工具发挥“准财政”属性，为实体部门提供资金支持，其中部分准财政工具在2022年已有体现，先后动用了政策性银行信贷额度、政策性银行金融工具等等。我们判断2023年，“新机制”将侧重于以下两个领域：其一，再贷款资金继续强化支持制造业；其二，PSL资金放量、支持新市民公共基础设施及新型基础设施建设。

- **再贷款资金继续强化支持制造业。**“十四五”规划纲要提出“推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势”

势，推动制造业高质量发展”，二十大报告强调“建设现代化产业体系”，国家重大规划积极部署制造业发展，我们继续提示“新制造稳增长”格局的开启。产业政策定调下，金融信贷政策也已积极引导资金定向支持，预计2023年进一步发力：1) 通过再贷款资金投放继续强化对制造业的支持，2022年创设的科技创新再贷款、设备更新改造专项再贷款等工具可能进一步增加额度，央行也可能创设更多细分领域再贷款工具，实现更加有效的精准滴灌；2) 预计碳减排支持工具将发挥更大作用，其支持领域及金融机构存在扩围可能性；3) 制造业中民营小微企业占比高，预计金融政策继续多措并举支持民营小微企业。

- **PSL 为新市民公共基础设施及新基建提供资金支持。**基建领域仍需“准财政”工具重点支持，我们预计2023年央行将继续增加PSL投放以支持政策性金融机构为基建领域提供资金，专项建设基金作为资本金可能续期或常态化实施，支持基础设施建设。除传统的狭义基建外，我们认为发力方向将集中于两个领域，其一为城镇化推进过程中新市民基本公共服务设施建设，如学校、医院、体育设施等；其二为以能源、通信基础设施为典型代表的新型基础设施建设。

□ 风险提示

中美贸易摩擦超预期恶化，疫情变异冲击全球，海外经济超预期下滑。

正文目录

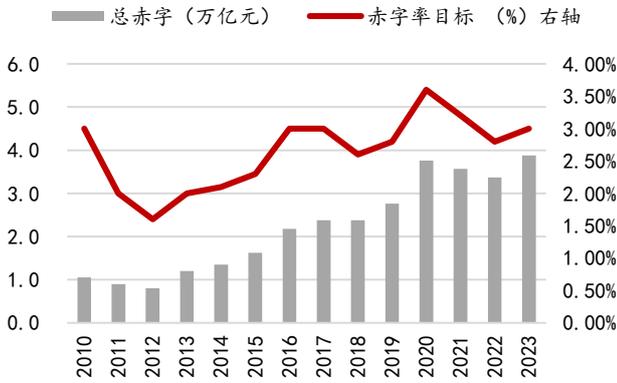
1 财政数据跟踪	6
----------------	---

图表目录

图 1: 2023 年财政赤字 3.88 万亿, 赤字率 3%.....	6
图 2: 2023 年新增专项债规模 3.8 万亿元.....	6
图 3: 2023 年, 社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多, 1-2 月社保就业、卫生支出较快	6

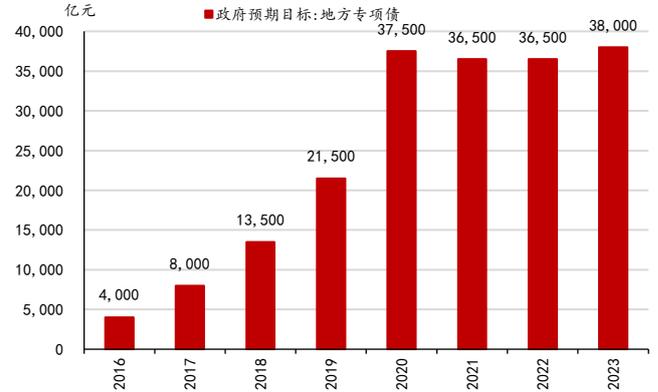
1 财政数据跟踪

图1：2023年财政赤字3.88万亿，赤字率3%



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图2：2023年新增专项债规模3.8万亿元



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图3：2023年，社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多，1-2月社保就业、卫生支出较快

一般公共预算支出投向	2021		2022预算		2022决算		2023预算		2023预算较2022年	2023预算较2022年	2023年1-3月支出
	数额 (亿元)	占比 (%)	决算绝对值新增	年决算占比新增							
农林水支出	22169	9.0%	24041	9.0%	22490	8.6%	23661	8.6%	1171	0.0%	19.3%
公共安全支出	13794	5.6%	14692	5.5%	14333	5.5%	14857	5.4%	524	-0.1%	
科学技术支出	9607	3.9%	10418	3.9%	10023	3.8%	10455	3.8%	432	0.0%	19.3%
社会保障和就业支出	33746	13.7%	37398	14.0%	36603	14.0%	39344	14.3%	2741	0.3%	31.2%
教育支出	37687	15.3%	41404	15.5%	39455	15.1%	42095	15.3%	2640	0.2%	24.2%
城乡社区支出	19459	7.9%	21103	7.9%	19415	7.4%	19809	7.2%	394	-0.2%	25.3%
外交、国防支出	14287	5.8%	15226	5.7%	15376	5.9%	16508	6.0%	1132	0.1%	
节能环保支出	5419	2.2%	5877	2.2%	5396	2.1%	5778	2.1%	382	0.0%	21.9%
一般公共服务支出	19952	8.1%	21103	7.9%	21109	8.1%	21460	7.8%	351	-0.3%	
资源勘探工业信息等支出	6651	2.7%	6945	2.6%	7297	2.8%	7704	2.8%	407	0.0%	
文化旅游体育与传媒、灾害防治及应急管理等其他支出	15518	6.3%	17096	6.4%	15637	6.0%	16783	6.1%	1146	0.1%	4.6%
债务付息支出	10346	4.2%	11219	4.2%	11358	4.4%	12381	4.5%	1023	0.1%	18.6%
交通运输支出	11331	4.6%	12021	4.5%	12025	4.6%	12381	4.5%	356	-0.1%	26.2%
住房保障支出	7143	2.9%	7747	2.9%	7558	2.9%	7704	2.8%	146	-0.1%	
卫生健康支出	19213	7.8%	20836	7.8%	22542	8.6%	24211	8.8%	1669	0.2%	26.5%
总计	246322	100.0%	267125	100.0%	260609	97.56%	275130	100.0%	14521		24.7%

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>