



提升效能，更可持续

——2023年财政政策探析

■ 今年《政府工作报告》要求积极的财政政策“加力提效”，而去年的表述为“提升效能、更加注重精准、可持续”。表面上看，“加力”二字表明今年财政力度将明显增加，但考虑到去年财政实际执行力度空前，结合年初财政预算安排推演，今年财政政策重在“提效”，总体力度较去年边际收敛，旨在保障财政更可持续。

■ 从预算安排看，财政总体力度相较上年边际收敛，主要体现在以下几个方面。一是目标赤字率小幅上调，但实际赤字率明显下降。用今年的一般公共预算支出减去收入，发现今年的狭义实际赤字率约为4.2%，较去年下降0.9pct；中等口径下，今年的实际赤字率约为7.2%，也较去年下降0.9pct。二是在收入端，今年的税费支持政策思路发生了转变。三是在支出端，规模提升，但增速下降。

■ 为何目标赤字率上调，但实际赤字率反而出现下降？这一方面是出于财政可持续性考量，另一方面则是为未来的政策调整留出空间。除增加赤字外，参考过往经验，财政资金主要有三大来源。一是“跨期”和“跨账本”资金调度，二是特定国有金融机构及专营机构上缴利润，三是动用专项债结存限额增发专项债。

■ 2023年财政积极作为，一方面是要积极盘活国有存量资产。另一方面要更加注重与货币政策、产业政策、科技政策、社会政策等协同发力。一是国有存量资产体量大，可盘活挖潜空间充足；二是政策性开发性金融工具可加强发力；三是通过融资担保、财政贴息等方式为经济提供支持。

■ 在总量空间总体收敛的情况下，提升效能成为今年财政政策的重心，主要体现在四个方面。一是提高减税降费的准确性和针对性，预计今年宏观税负将保持稳定或小幅上行，公共财政收入结构也会有所改善。二是优化财政支出结构。三是推动资金下沉、提高使用效率。四是通过公共开支引导撬动民间投资。

■ 今年财政在保障增强可持续性上也做了特别安排。首先是目标赤字率与新增专项债限额设置总体审慎。3.0%的目标赤字率上调幅度较为克制，既保证了支出强度的适度增加和政策的连续性，又没有过度刺激。二是在央地债务结构上，中央政府主动加杠杆，并提升转移支付规模和效率，旨在缓解地方财政压力。

■ 在节奏上，今年财政仍呈现前置发力的特征。前瞻地看，随着经济企稳向好，叠加留抵退税基数较低，财政收入端预计将恢复性增长；支出端则有望维持较高增速，但债务付息支出高增或限制其对经济的扩张效果；土地出让收入难以快速大幅回暖，或呈现温和修复的态势。

谭卓，宏观经济研究所所长

招商银行研究院

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

李媛，财政金融部总经理

机构客户部

☎：010-59049012

✉：crystal-li@cmbchina.com

刘阳，宏观研究员

招商银行研究院

☎：182-2105-1721

✉：lylidd@cmbchina.com

刘磊，机构产品经理

机构客户部

☎：010-59049021

✉：leil@cmbchina.com



目录

一、总量空间：积极应对，蓄力未来	1
（一）政策总量：边际收敛	1
（二）资金来源：总体受限	3
二、政策思路：拓展空间，提升效能	5
（一）拓展空间：盘活存量，协同发力	5
（二）提升效能：政策重心	6
三、风险挑战：财政可持续性	8
四、政策节奏：靠前发力	10

图目录

图 1：2023 年目标赤字率小幅上调	2
图 2：2023 年中等口径实际赤字率明显下降	2
图 3：减税降费规模预计将下降	2
图 4：收入恢复性增长，支出增速下降	2
图 5：今年财政可调度的跨期资金空间明显收缩	3
图 6：今年财政调度资金规模明显下降	3
图 7：央行等特定金融机构上缴利润流向	4
图 8：特定机构上缴利润规模或显著下降	4
图 9：专项债务限额空间下降 3,000 多亿	5
图 10：专项债务限额空间区域分布不均	5
图 11：国企资产规模大、增速快	6
图 12：金融工具拉动投资需求，基建投资高增	6
图 13：宏观税负或边际上行	7
图 14：公共财政收入结构有望改善	7
图 15：债务付息支出高速增长	8
图 16：中央转移支付占地方综合财力的 1/3 以上	8
图 17：疫中三年政府部门杠杆率显著提升	9
图 18：地方政府债务率快速提升	9
图 19：2022 年地方政府债务付息超过 1.1 万亿	9
图 20：地方政府迎来偿债高峰	9
图 21：新增专项债是扩投资的重要资金来源	10
图 22：中央政府主动杠杆	10
图 23：一季度公共财政收入加速修复，支出提速	11
图 24：预计今年土地出让收入仍将小幅下降	11
图 25：一季度政府债券净融资较高	11
图 26：新增专项债发行进度较快	11



今年我国经济运行有望显著复苏。一季度我国经济开局良好，各项经济指标显示修复动能超预期。但我国经济发展仍然面临着诸多困难挑战，国际环境依然复杂严峻，外需不确定性加大，国内经济复苏基础仍不稳固，内需修复仍不均衡，居民部门和企业部门的收入和信心有待进一步提振。宏观政策仍需保持积极姿态，支持实体经济发展。

今年《政府工作报告》要求积极的财政政策“加力提效”，而去年的表述为“提升效能、更加注重精准、可持续”。表面上看，“加力”二字表明今年财政力度将明显增加，但考虑到去年财政实际执行力度空前，结合年初财政预算安排推演，今年财政政策重在“提效”，总体力度较去年边际收敛，旨在保障财政更可持续。

一、总量空间：积极应对，蓄力未来

（一）政策总量：边际收敛

从预算安排看，今年目标赤字率上调 0.2pct 至 3.0%，对应的赤字规模为 3.88 万亿，较去年提升 5,100 亿；新增专项债限额为 3.8 万亿，较去年提升了 1,500 亿。但总体上看，今年财政政策力度相较上年边际收敛，或出于财政可持续性考量，主要体现在以下几个方面。

第一，目标赤字率小幅上调，但实际赤字率明显下降。财政赤字率可分为目标赤字率和实际赤字率两个口径，其中前者是《报告》公布的目标，是考虑了跨期和跨账本资金调节后的结果，仅对应目标赤字规模（国债+地方一般债）；而后者则是财政实际收支差额，对应实际赤字规模（国债+地方一般债+调入资金）。相较于目标赤字率，实际赤字率更能反映财政扩张的力度。实际赤字率的明显下降表明今年财政政策力度较上年有所收敛。

实际赤字率又可以分为狭义财政赤字率和中等口径下财政赤字率，前者仅考虑一般公共预算这“第一本账”，后者则综合考虑一般公共预算和政府性基金预算“两本账”。2023 年，狭义实际赤字率约为 4.2%，较去年下降 0.9pct；对应实际赤字规模 5.38 万亿，较去年下降 8,100 亿。中等口径下实际赤字率约 7.2%，较去年下降 0.9pct；对应实际赤字规模 9.36 万亿，较去年下降 5,000 亿。

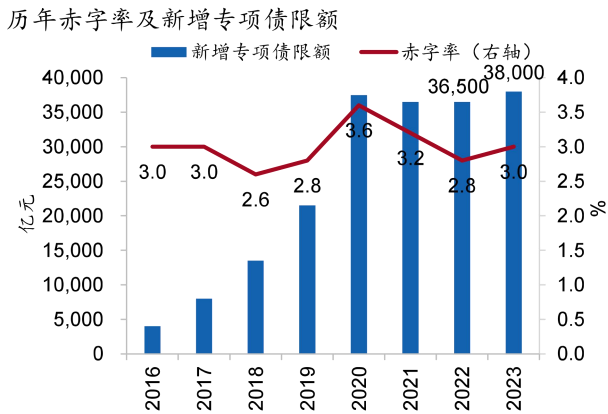
值得注意的是，2022 年面对疫情冲击，积极的财政政策主动作为，主要有两点特殊安排对 2022-2023 年两年的实际赤字率产生了影响。一是财政部于去年 5 月提前下达了第三批支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付资金 4,000 亿，该笔资金是央行等特殊机构上缴 1.65 万亿利润的一部分¹，原计划将在 2023 年使用，列入 2023 年预算，但库款于 2022 年先行单独调拨。二是财政部动用历年结存的 5,000 多亿地方专项债务限额空间，增量发行专项债。上述安排均增加了 2022 年财政实际可用财力，提高了当年的财政实际赤字率。考虑上述两点影响，2022 年狭义实际赤字率由 4.7% 上升为 5.1%，中等口径下

¹ 全年实际上缴利润达 1.81 万亿。



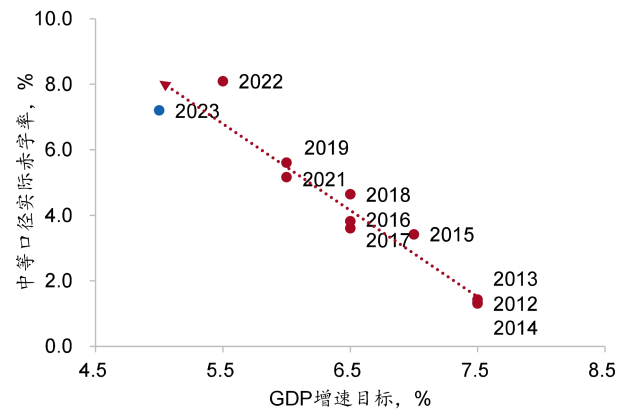
实际赤字率由 7.4% 上升为 8.1%。因此，今年狭义和中等口径的实际赤字率事实上均下降了 0.9pct。

图 1：2023 年目标赤字率小幅上调



资料来源：Wind、招商银行研究院

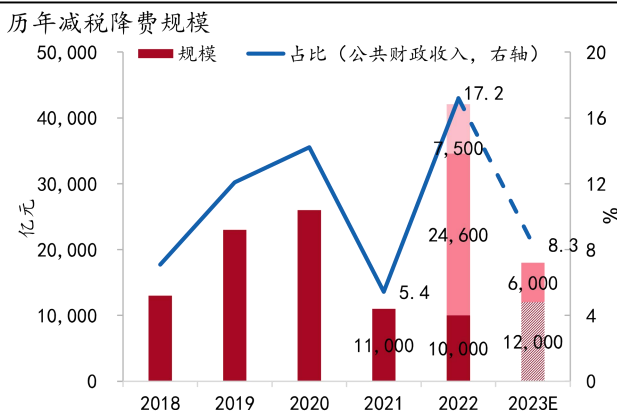
图 2：2023 年中等口径实际赤字率明显下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

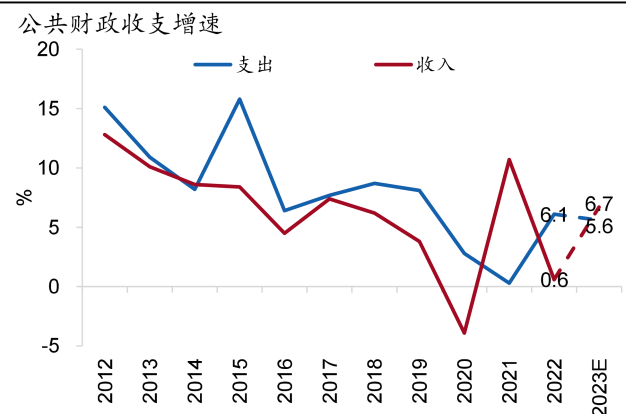
第二，在收入端，今年的税费支持政策思路发生了转变。财政部要求全面评估分析现行减税降费、退税缓税等政策措施，强化年度间政策衔接，分类采取延续、优化、调整、加强等举措。预计新增减税降费 1.2 万亿，加上延续执行留抵退税等政策²，全年将为经营主体减负约 1.8 万亿，较去年全年新增减税降费及退税缓税缓费超 4.2 万亿³的历史最高水平显著收敛。今年预算收入增速为 6.7%，基本与名义 GDP 增速（由目标赤字规模和赤字率反推为 6.9%）匹配；而剔除留抵退税影响后，去年预算收入实际增速为 9.1%，高于名义 GDP 增速 3.8pct，体现了明显的逆周期发力特征。

图 3：减税降费规模预计将下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：收入恢复性增长，支出增速下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

第三，在支出端，规模提升，但增速下降。今年财政支出预算增速为 5.6%，较去年下降 0.5pct，但支出规模比去年扩大约 1.5 万亿，达到 27.5 万亿。三方面因素支撑了支出规模扩大：一是随着经济重启加速，叠加 2022 年基数偏低，收入恢复性增长；二是赤字规模增加了 5,100 亿；三是用于支持基层落

² 今年不再新增大规模的增值税留抵退税。

³ 其中增值税留抵退税 2.46 万亿，新增减税降费超 1 万亿，缓税缓费超 7,500 亿。



实减税降费和重点民生的 4,000 亿资金已于去年划拨使用，而仍纳入今年预算，剔除这一部分的影响，今年支出实际预算增速约为 3.8%。

（二）资金来源：总体受限

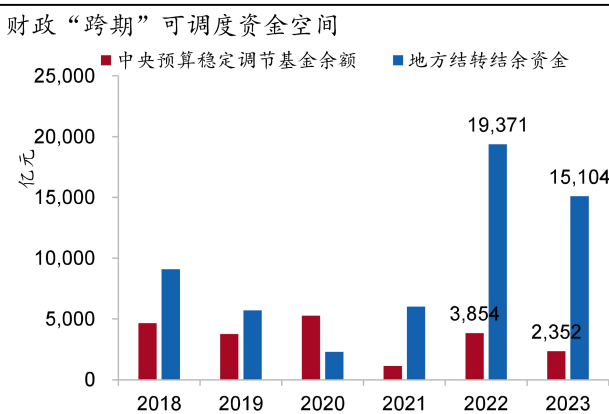
为何目标赤字率上调，但实际赤字率反而出现下降？这一方面是出于财政可持续性考量，另一方面则是为未来的政策调整留出空间。年初的财政预算是财政部对今年收支安排的预测和计划，在实际执行时，会根据经济社会发展状况灵活调整，主动作为。考虑到目前我国经济修复基础仍不稳固，国际环境风高浪急，国内改革发展任务艰巨，财政政策需要留有余力，应对可能的超预期冲击。

除增加赤字外，参考过往经验，财政资金主要有三大来源。

第一，“跨期”和“跨账本”资金调度。今年财政调度资金规模较去年明显下降，今年为 1.9 万亿，较去年下降约 1/4（0.6 万亿），未来可用空间也明显收缩。这主要是由于疫情冲击叠加土地出让收入大幅收缩，财政收支压力加大，且去年已多渠道盘活存量资金。

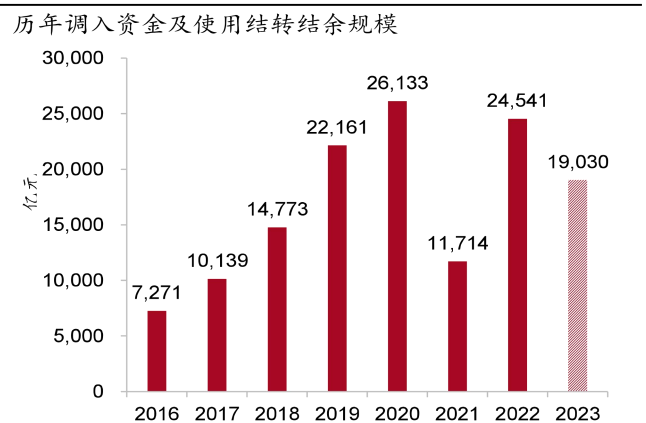
“跨期”资金主要包括使用预算稳定调节基金以及往年结转结余资金。当前财政可跨期调度的资金量明显缩减。今年这部分筹措资金 1.2 万亿，较去年减少 1,000 亿。其中调入中央预算稳定调节基金 1,500 亿，较去年减少 1,200 亿；使用往年地方结转结余资金 1.0 万亿，与去年基本持平。2022 年底，中央预算稳定调节基金余额为 2,352 亿，处于近年低位；据测算，地方结转结余资金余额 1.5 万亿，较 2021 年末减少了 4,000 亿。

图 5：今年财政可调度的跨期资金空间明显收缩



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：今年财政调度资金规模明显下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

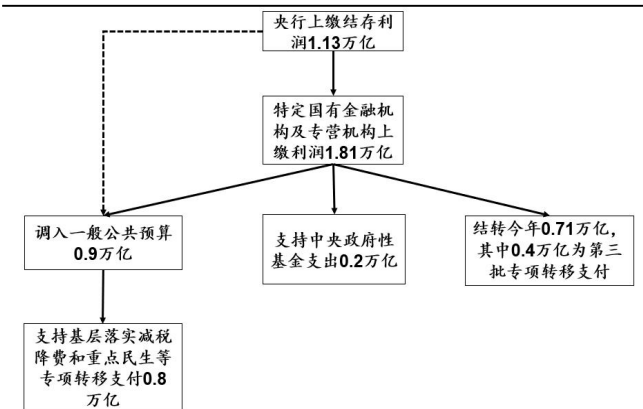
“跨账本”资金主要来源于“第二本账”政府性基金预算和“第三本账”国有资本经营预算。今年由中央政府性基金预算调入 5,000 亿⁴，较去年减少 4,000 亿。这部分资金来源于上年特定国有金融机构及专营机构上缴利润结转收入 7,393 亿。由国有资本经营预算调入 2,165 亿，较去年减少 342 亿，主要由于去年地方国企净利润下降。

⁴ 如前所述，调入的 5,000 亿中 4,000 亿已于去年拨付。



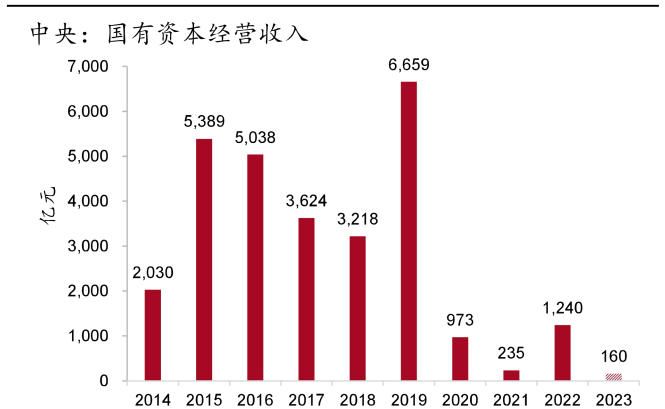
第二，特定国有金融机构及专营机构上缴利润。2022 年特定国有金融机构及专营机构上缴利润 1.81 万亿，其中央行上缴利润 1.13 万亿，已依法上缴所有历史结存利润⁵。1.81 万亿资金主要有三方面的用途：一是调入一般公共预算 0.9 万亿，用于留抵扣税和向地方转移支付（合计 0.8 万亿）；二是支持中央政府性基金支出 0.2 万亿；三是结转今年 0.71 万亿⁶。2022 年特定国有金融机构及专营机构上缴利润规模远超以往，主要是由于新冠疫情爆发后，为应付可能出现的风险挑战，我国一直预留政策空间，对特定国有金融机构和专营机构暂停上缴利润。数据显示⁷，2020 年-2022 年三年收入规模较疫情前明显下降，其中 2020 年和 2021 年是由于暂停大额上缴利润，2022 年则是由于上缴利润的科目发生了变化，上缴的利润在中央政府性基金收入预算线下反映⁸。2023 年“中央：国有资本经营收入”这一科目预算数仅为 160 亿，且中央政府性基金收入预算表并没有披露相关内容⁹，指向今年特定国有金融机构和专营机构上缴利润的规模显著下降。

图 7：央行等特定金融机构上缴利润流向



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：特定机构上缴利润规模或显著下降



注：2023 年为预算数，其余年份为决算数
资料来源：Wind、招商银行研究院

第三，动用专项债结存限额增发专项债。为持续带动扩大有效投资，支持重大项目建设，2022 年依法盘活用好专项债务结存限额 5,029 亿，全年实际发行新增专项债超 4 万亿，显著高于年初 3.65 万亿的预算安排。今年地方政府新增专项债限额空间¹⁰还有约 1.1 万亿，较去年下降约 3,000 亿，总量上仍较为充足。但今年动用这一工具受到的约束进一步强化。一是今年新增专项债限

⁵ 参见：<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4584071/4804390/2023022418125754970.pdf>。

⁶ 其中 4,000 亿为第三批支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付资金，已提前下达。

⁷ 国有资本经营收入上缴有两条路径。一是国有企业常规利润上缴和股利、股息及产权转让收入，计入国有资本经营预算，二是金融类国企利润大额上缴，计入一般公共预算收入中“非税收入”下的“国有资本经营收入”科目。

⁸ 但根据 2022 年中国财政政策执行情况报告，仍有部分上缴利润入库到了非税收入中。

参见：http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202303/t20230320_3873656.htm。

⁹ 参见：<http://yss.mof.gov.cn/2023zyczys/>。

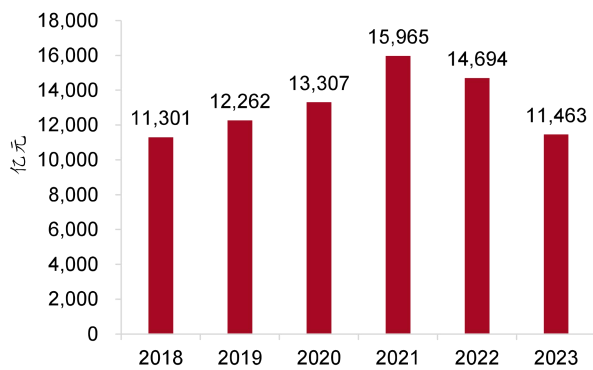
¹⁰ 限额空间=债务限额-债务余额。



额为 3.8 万亿，较去年增加 1,500 亿，已达历史最高水平。二是地方政府债务率快速提升，债务负担加剧。三是专项债务限额空间区域分布不均，项目与空间不匹配。同时，政策性开发性金融工具及银行信贷等其他政策工具预计将继续发力，动用结存限额的必要性下降。

图 9：专项债务限额空间下降 3,000 多亿

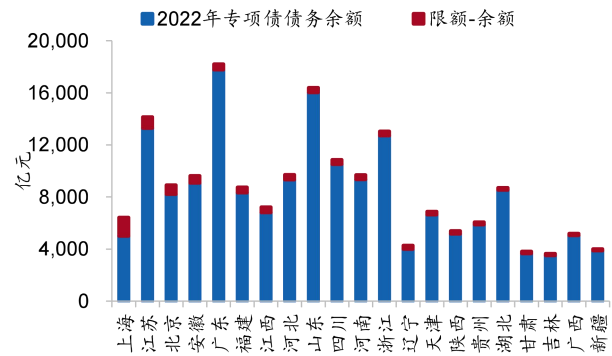
地方政府债务限额空间：专项债



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：专项债务限额空间区域分布不均

部分省市专项债务余额与空间



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、政策思路：拓展空间，提升效能

(一) 拓展空间：盘活存量，协同发力

2023 年财政积极作为，一方面是要积极盘活国有存量资产；另一方面要更加注重与货币政策、产业政策、科技政策、社会政策等协同发力。

一是国有存量资产体量大，可盘活挖潜空间充足。近年来，国有资产高速增长，截至 2021 年底，全国国有企业（不含金融企业）资产总额 308.3 万亿，是同期名义 GDP 的 2.7 倍。其中中央企业 102.1 万亿，地方企业 206.2 万亿。此外，全国行政事业性国有资产总额 54.4 万亿。部分国有资产运营程度不高，市场化程度较低。政策可通过 REITs、PPP、产权交易所、国有资本投资运营、社会资本盘活改扩建、闲置低效资产盘活、兼并重组等方式灵活分类盘活存量资产，提升国有资产运营水平以筹集资金，防范化解债务风险。

二是政策性开发性金融工具可加强发力。2022 年创新设立政策性开发性金融工具，分两批投放基金 7,400 亿，支持重大项目超 2,700 个¹¹，有效补充“新基建”在内的重大项目资本金。《关于 2022 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2023 年国民经济和社会发展计划草案的报告》提及今年积极扩大有效投资时，要求“统筹用好中央预算内投资、地方政府专项债券、政策性开发性金融工具、结构性货币政策工具、制造业中长期贷款等”¹²。

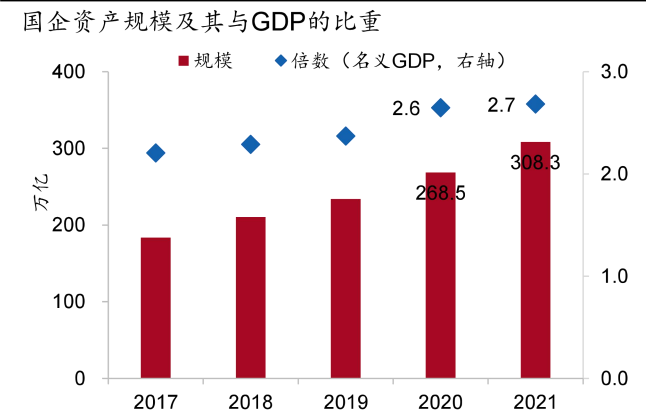
¹¹ 约有 65%投向交通运输领域，15%投向市政产业园，10%投向能源农林水利，10%投向包括职业教育、集成电路等其他领域。

¹² 参见：http://www.gov.cn/xinwen/2023-03/15/content_5746959.htm。



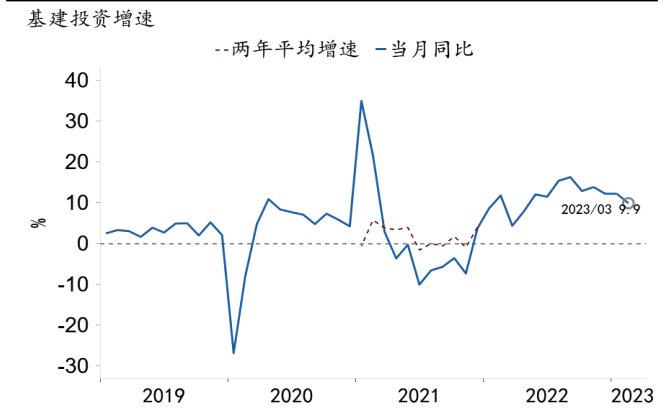
相较专项债，政策性开发性金融工具用作资本金的要求较低¹³，撬动市场配套融资更多，且投资周期短，效率明显提升。此类工具主要投向三大领域，中央财经委明确的五大基础设施重点领域、重大科技创新等领域，以及其他可由地方政府专项债券投资的项目。预计上半年仍将以推进去年开工的金融工具项目建设为主，三四季度或新投放金融工具，衔接专项债券资金，续力投资发展。

图 11：国企资产规模大、增速快



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：金融工具拉动投资需求，基建投资高增



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

三是通过融资担保、财政贴息等方式继续为经济提供支持。2022年，国家融资担保基金新增再担保合作业务规模 12,067 亿，同比增长 60%；新增再担保合作业务户数 139 万户，同比增长 91.6%。贴息方面，一是对政策性开发性金融工具中股权投资部分予以贴息支持；二是对制造业、服务业、社会服务等部分领域设备更新改造贷款予以贴息支持。融资担保和贴息支持均体现了与货币政策的协调配合，支持经济社会发展薄弱领域纾困补强。

（二）提升效能：政策重心

在总量空间总体收敛的情况下，提升效能成为今年财政政策的重心，主要体现在四个方面。

一是提高减税降费的准确性和针对性。从 2018 年开始，我国逐步推出大规模的减税降费政策。2018 年-2022 年 5 年间，累计减税降费 8.2 万亿，其中减税 5.4 万亿、降费 2.8 万亿。此外，5 年间加速退税和税费缓缴也接近 5 万亿。减税降费政策有效助企纾困，显著减轻了企业负担，激发企业活力。国税总局披露，2022 年我国企业每百元营业收入税费负担下降 2.7%¹⁴。但另一方面，我国宏观税负（一般公共预算中税收收入/名义 GDP）一路下行，从 2018 年的 17.0% 下降到 2022 年的 13.8%，已为 20 年来最低水平；而同期公共财政

¹³ 政策性开发性金融工具主要通过三种方式补充项目资本金：一是股权投资；二是股东借款，即基金委托政策性开发性银行以贷款形式向目标公司股东提供资金；三是专项债资本金搭桥借款，即当一个拟以专项债做资本金的项目，其专项债资金尚未到位时，可先以基础设施投资基金做资本金投入，待专项债发行成功资金到位后，再将基础设施投资基金置换退出。

¹⁴ 参见：<http://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810219/n810780/c5185342/content.html>。



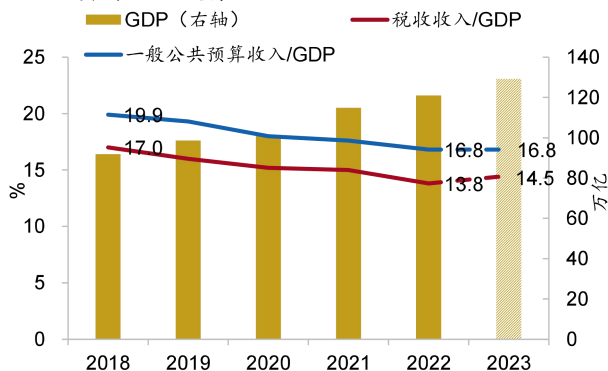
支出/名义 GDP 的比重由 24.0% 下降至 21.5%，下行幅度明显小于收入。财政收支压力之下，未来税费支持政策必然要从追求规模的扩大转向政策效能的提升。

提高减税降费的准确性和针对性，主要聚焦国民经济中的重点领域和薄弱环节，包括科技创新、重点产业链，以及中小微企业、个体工商户以及特困行业等。同时强化政策衔接，该延续的延续，该优化的优化。3 月 24 日国常会部署，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，预计每年减负规模超 4,800 亿。

预计今年宏观税负将边际上行，公共财政收入结构也会有所改善。2018 年到 2021 年，中央税收收入占税收收入的比重基本稳定，约为 51.4%；2022 年这一比重上升为 54.0%，或与中央税中消费税和进口货物增值税高增，而地方税中与房地产相关的契税和土地增值税大幅缩减有关。考虑今年房地产市场有望边际企稳，中央税收收入占税收收入的比重或向 5 年均值 52.0% 回归，根据中央财政预算估计，今年宏观税负或反弹至 14.5%，税收收入占一般公共预算收入的比重或由 81.8% 上行至 86.2%。而今年一般公共预算支出占名义 GDP 的比重预计将小幅下降 0.3pct 至 21.2%，财政收支矛盾边际改善。

图 13：宏观税负或边际上行

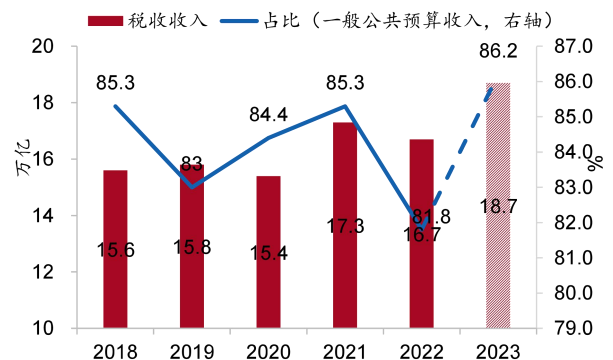
宏观税负与 GDP 走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：公共财政收入结构有望改善

税收收入及占一般公共预算收入比重



资料来源：Wind、招商银行研究院

二是优化财政支出结构。今年财政支出的结构性特征将进一步凸显，将围绕高质量发展，加大对经济社会发展薄弱环节和关键领域的投入，加大科技攻关、乡村振兴、区域重大战略、教育、基本民生、绿色发展等重点领域支出强度，补短板扬优势。值得注意的是，疫中三年，政府债务快速积累，杠杆率由 2019 年的 38.6% 快速提升至 2022 年的 50.3%，今年或进一步上行。债务付息支出高速增长，将压缩政府实际可用财力，挤出其他领域支出，限制公共财政对经济的拉动效果。

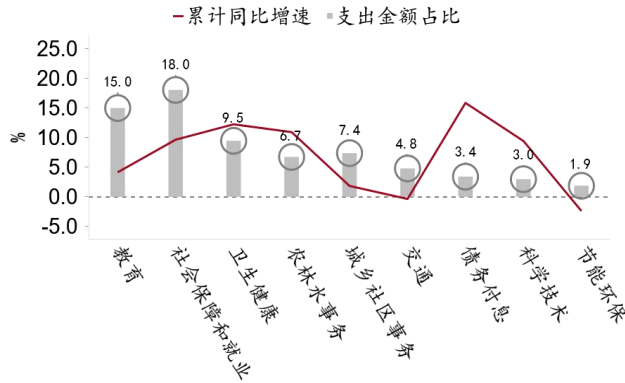
三是推动资金下沉、提高转移支付效率。2022 年中央对地方地方转移支付规模 9.71 万亿、较上年增加 1.42 万亿，增长 17.1%；同时完善常态化财政资金直达机制，将 1.58 万亿专项转移支付资金及与县区财政运行密切相关的转移支付纳入资金直达范围，直达资金总量达 4.1 万亿，较上年增加 1.3 万亿。今年财政将继续在这两方面加强发力。一方面加大对地方转移支付力度，补充地方财力，预算安排 10.06 万亿，增长 3.6%（剔除去年一次性安排的支持基层落实减税降费和重点民生等专项转移支付后增长 7.9%）。另一方面进一步完



善财政资金直达机制，保障资金使用效率和效果。在规模上或较去年持平或小幅增长。

图 15: 债务付息支出高速增长

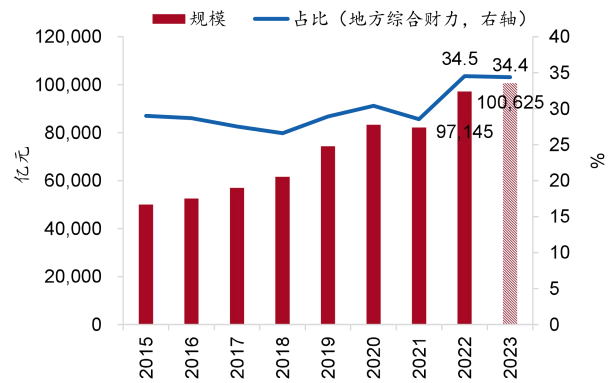
公共财政各项支出的增速及占比 (2023年1-3月)



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 16: 中央转移支付占地方综合财力的 1/3 以上

历年中央对地方转移支付



资料来源: Wind、招商银行研究院

四是通过公共开支引导撬动民间投资。今年中央预算内投资安排 6,800 亿，较去年增加 400 亿。中央预算内投资是用于固定资产投资的中央财政性建设资金，重点用于集中力量办大事的重大工程项目，可以起到对社会资本的引导和撬动作用。此外，今年新增专项债扩大了投向领域和用作资本金范围¹⁵，政策性开发性金融工具也有望加强发力，共同推动扩大社会投资。

三、风险挑战：财政可持续性

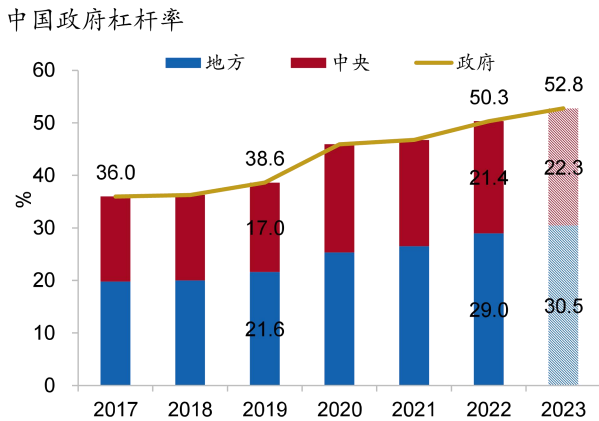
疫情冲击加剧了我国财政收支压力，政府部门杠杆率快速提升，特别是地方政府债务压力加大，引发了市场对财政可持续性的担忧。今年财政政策也直面风险挑战，在预算上做了有针对性的安排。

疫情以来，私人部门出现了资产负债表收缩的现象，公共部门（政府和国有企业）成为逆周期政策的主要执行者，债务迅速积累，叠加经济增速放缓，政府部门杠杆率显著抬升。政府部门杠杆率由 2019 年的 38.6% 上升至 2022 年的 50.3%，其中中央政府杠杆率由上升 4.4pct 至 21.4%，地方政府杠杆率上升 7.4pct 至 29%。

¹⁵ 投向领域新增新基建与新能源；用作项目资本金新增了国家级产业园区基础设施、煤炭储备设施、新能源电网三个领域。

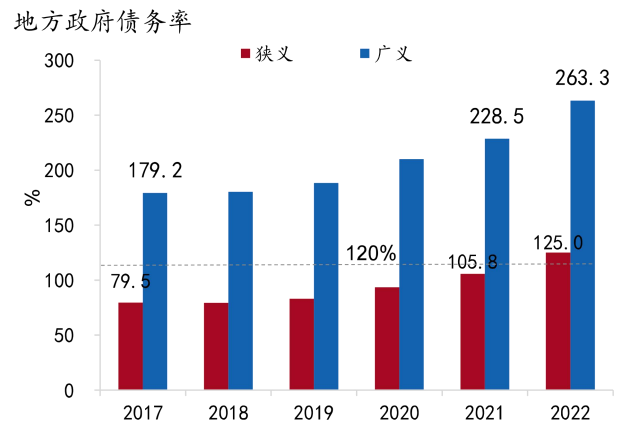


图 17: 疫中三年政府部门杠杆率显著提升



资料来源: Wind、招商银行研究院

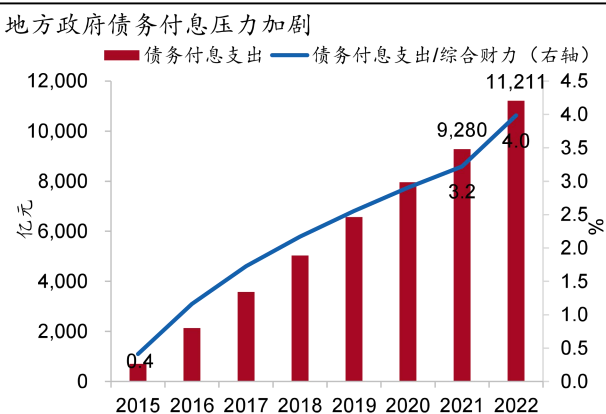
图 18: 地方政府债务率快速提升



资料来源: Wind、招商银行研究院

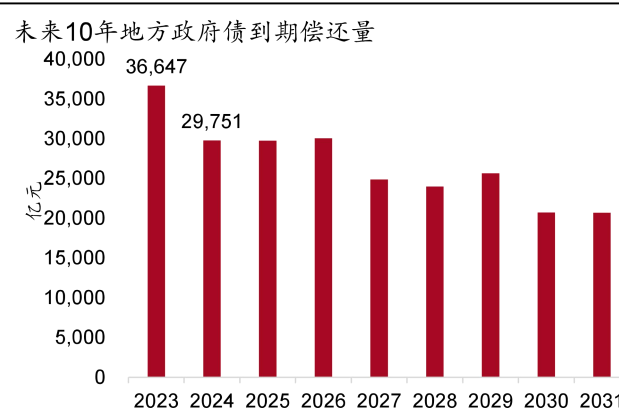
疫情令地方政府债务压力显著上升。一是 2022 年地方政府债务率¹⁶达到了 125.0%，较 2021 年大幅上升了 19.2pct。若考虑地方政府隐性债务¹⁷，广义债务率已达 263.3%。二是地方政府还本付息压力加大，2022 年地方政府债务付息首次超过 1 万亿，达 1.12 万亿，占综合财力的比重约为 4%，较 2021 年上升 0.8 个百分点。三是地方政府举债受到严格监管，但债务偿还将迎来史上最高峰，今年地方债到期规模达 3.66 万亿。

图 19: 2022 年地方政府债务付息超过 1.1 万亿



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 20: 地方政府迎来偿债高峰



资料来源: Wind、招商银行研究院

2023 年财政收支矛盾有望边际缓和，但总体依然严峻。在收入端，随着国内经济总体回升，叠加 2022 年集中实施大规模增值税留抵退税后基数偏低，财政收入有望恢复性增长，但土地出让收入难以快速大幅回暖。在支出端，任务繁重，需兼顾民生和发展，同时债务付息支出快速增长。

有鉴于此，今年财政在保障增强可持续性上也做了特别安排。首先是目标赤字率与新增专项债限额设置总体审慎。3.0% 的目标赤字率上调幅度较为克制，

¹⁶ 债务率=债务余额/地方政府综合财力，地方政府综合财力=地方本级政府性基金收入+地方本级一般公共预算收入+中央对地方转移支付。

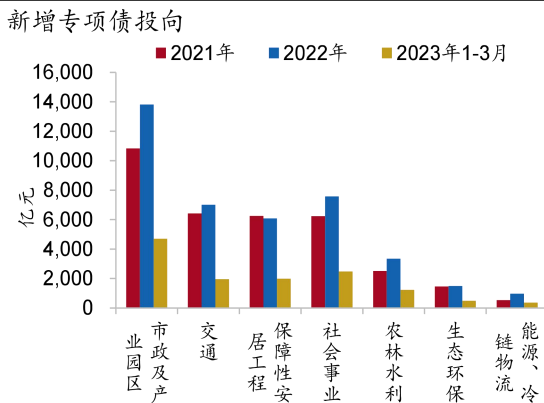
¹⁷ 主要是地方政府负有担保，连带偿还责任的地方融资平台的有息负债，包括银行贷款，城投债，非标等。据 wind，2022 年底地方融资平台付息债务余额 58 万亿左右，采用 IMF 和中国磋商报告的估计，其中约 2/3 为地方政府隐性债务。



既保证了支出强度的适度增加和政策的连续性，又没有过度刺激。3.8 万亿新增专项债限额，较去年增加 1,500 亿，但较去年实际发行的新增专项债规模减少 2,000 亿。其次是在央地债务结构上，今年赤字规模增加了 5,100 亿，全部为中央赤字¹⁸。2017 年以来，中央赤字占预算赤字规模的比例由 65.1% 持续上升至 2023 年的 81.4%。中央政府主动加杠杆，并提升转移支付规模和效率，旨在缓解地方财政压力。此外，《政府工作报告》指出“防范化解地方债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”，未来或通过债务置换、债务重组、债务展期等方式化解部分高成本、短期限的隐债，并将有效控制隐性债务的增量，隐性债务显性化，有效化解存量债务。

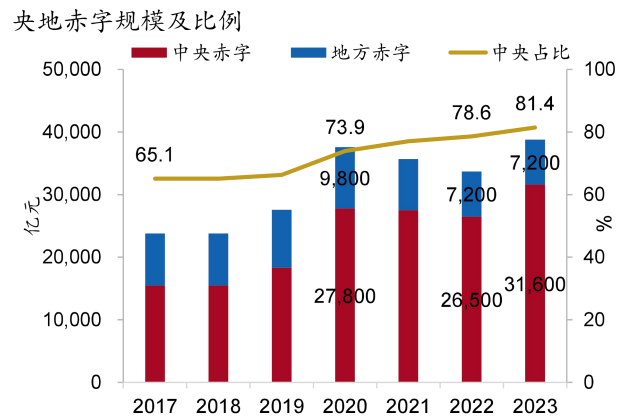
总体上看，目前我国政府债务仍有上升空间。经济持续增长，维持名义 GDP 增速高于名义利率水平，是保障债务可持续性的关键。在私人部门需求不足的情况下，政府通过负债扩大支出，有助于促进经济增长，从而推动债务率下降。

图 21：新增专项债是扩投资的重要资金来源



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 22：中央政府主动杠杆



资料来源：Wind、招商银行研究院

四、政策节奏：前置发力

在节奏上，今年财政仍呈现前置发力的特征。在支出端，一季度全国一般公共预算支出 6.79 万亿，同比增长 6.8%，高于全年预算增速 5.6%。从支出进度看，一季度累计已完成 24.7%，较去年增加 0.9pct，完成进度仅次于 2019 年的 24.9%。

在收入端，年初财政收入在加速修复，结构改善。一季度全国一般公共预算收入 6.23 万亿，同比增长 0.5%，增速由负转正。扣除特殊因素影响后¹⁹，一季度财政收入增速为 3.0%。按月来看，1、2、3 月份分别增长 1%、4%、6%，财政收入呈回稳向上态势。税收收入累计同比下降 1.4%，降幅较去年全年收

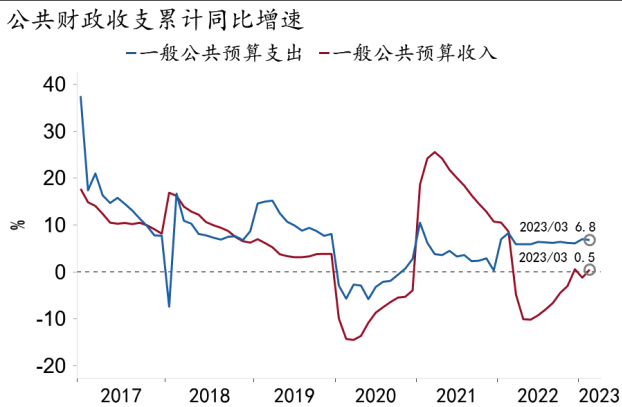
¹⁸ 2023 年全国财政赤字 38,800 亿，比上年增加 5,100 亿，其中，中央财政赤字 31,600 亿，增加 5,100 亿；地方财政赤字 7,200 亿，与上年持平。

¹⁹ 两点特殊因素影响一季度财政收入增速：一是 2021 年末部分收入在 2022 年初入库，抬高了基数；二是 2022 年制造业中小微企业缓税在今年入库和部分税收错期入库，抬高了今年的收入。



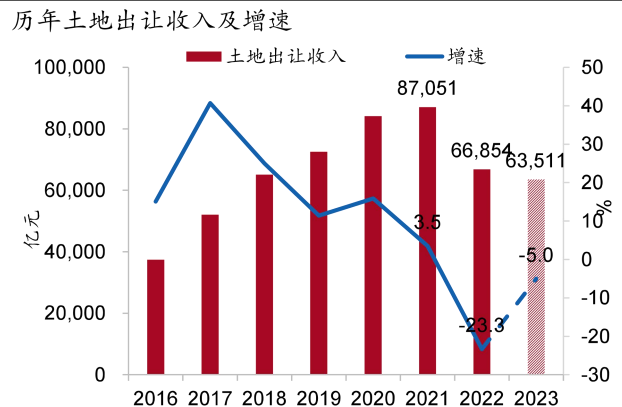
窄 2.1pct；非税收入累计同比增长 10.9%，增速较去年全年下降 13.5pct，对财政的支撑作用减弱，财政收入结构整体改善。此外，土地出让收入延续大幅收缩，一季度累计同比下降 27.0%。今年地方政府性基金预算收入同比增长 0.4%，较为保守的预算增速也表明今年土地出让收入或难以大幅回暖，预计跌幅将随着经济企稳回升和房地产市场修复逐渐收窄。

图 23：一季度公共财政收入加速修复，支出提速



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 24：预计今年土地出让收入仍将小幅下降

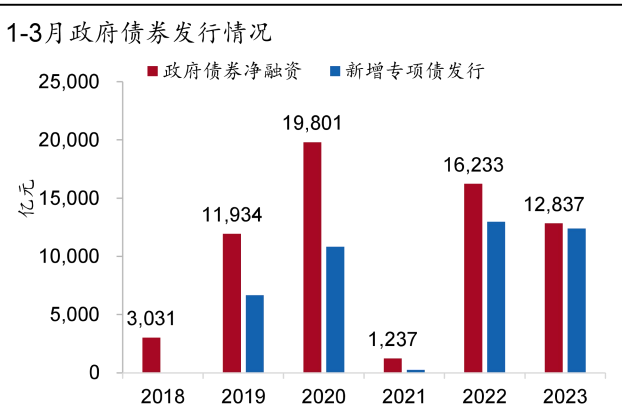


资料来源：Wind、招商银行研究院

在融资端，1-3 月政府债券净融资 1.28 万亿，处于近年来较高水平。其中新增专项债发行 1.24 万亿，规模居历史高位，略低于 2022 年的 1.30 万亿，发行进度达 32.6%，仅次于 2022 年的 35.6%。今年新增专项债提前批早在 2022 年 11 月就已下达，额度为 2.19 万亿，规模创历史之最²⁰。

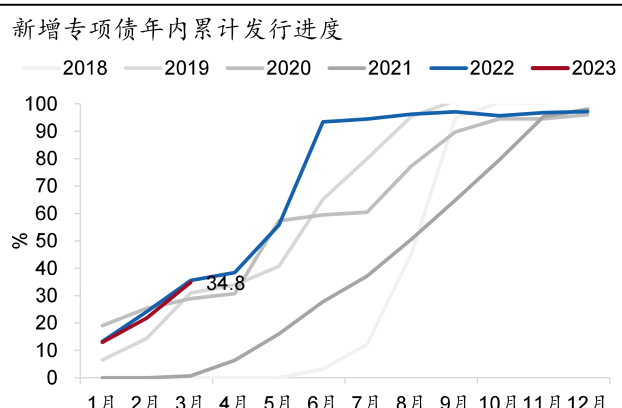
前瞻地看，随着经济增长动能有望逐季增强，叠加二季度留抵退税基数较低，财政收入端有望恢复性增长；支出端则有望维持较高增速，土地出让收入或呈现温和修复的态势。

图 25：一季度政府债券净融资较高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 26：新增专项债发行进度较快



资料来源：Wind、招商银行研究院

²⁰ 2022 年 11 月监管部门就已经向地方下达了提前批额度，但至今没有披露具体情况。但根据 31 省市两会信息，是按照了上限进行了下达。十三届全国人大常委会第七次会议决定，授权国务院在 2019 年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）。授权期限为 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。



五、我行经营策略和业务建议

(本部分有删减，招商银行各行部如需报告原文，请参照文末联系方式联系研究院)



免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇