



新形势，新思路，新机制

——2022年财政政策探析

■ 今年《政府工作报告》对经济增长提出了极高要求，5.5%左右的GDP目标增速位于市场预期上限。“三重压力”下，今年我国财政紧平衡进一步加剧。在此背景下，目标赤字率设定为2.8%，处于市场预期区间的下限，直观上偏保守，尽管体现了“增强财政可持续性”的要求，却似乎与积极的增长目标矛盾。

■ 尽管今年目标赤字率明显下调，但财政的积极程度事实上要显著强于去年。狭义财政赤字的实际积极程度要显著超过目标赤字，中等口径下，财政的积极程度进一步提升。收入端，今年2.5万亿减税降费规模要大幅超过去年，其中1.5万亿为增值税留抵退税。支出端，今年财政支出强度明显提升；在节奏上，财政积极靠前发力。

■ 今年财政做了大量特殊安排，使得低目标赤字率下的积极财政成为可能。财政通过“跨期”和“跨账本”的方式，为一般公共预算筹措资金2.33万亿，加上特定国有金融机构及专营机构上缴利润1.65万亿，中等口径下筹措资金共计3.08万亿（扣除重复计算的9,000亿），较去年增加约1.4万亿，相当于提高赤字率1.1个百分点。

■ 从历史上看，特定国有金融机构向中央财政上缴利润并非孤例。值得注意的是，今年结存利润上缴财政的路径发生了明显变化。央行上缴超1万亿结存利润体现了货币政策和财政政策协同，对经济的积极作用更多将体现在财政端。

■ 尽管今年财政政策立场积极程度远超以往，但对经济的扩张性作用受到多方面的约束。首先，地方政府财政收支紧平衡加剧。一方面，财政收入增长面临下行；另一方面，支出端任务繁重，强度大幅提高，但在结构上进一步向民生等重点领域倾斜，对投资的拉动作用因此受限。其次，1.5万亿留抵退税作用更多在于纾困而非拉动投资。此外，积极财政在落实和执行上还面临多目标下激励机制的挑战。

■ 为缓解地方财政压力，今年中央财政做了大量有针对性的安排。一方面加大对地方转移支付力度，完善常态化财政资金直达机制。另一方面减轻地方留抵退税负担，1.5万亿留抵退税超过九成将由中央负担。

■ “三重压力”下，积极的财政政策呈现出有别于以往的新特征。财政通过“跨期”和“跨账本”的方式以及特定国有金融机构和专营机构上缴利润筹集到大量资金。财政在收支两端做出了积极的安排。大规模的转移支付及资金直达机制，意在支持基层落实退税减税降费以及保就业保基本民生，提高资金使用效率。但土地出让收入下滑，地方政府财政收支紧平衡压力加剧以及新一轮疫情冲击将对积极财政的扩张性效果形成约束。在节奏上，今年财政政策将通过靠前发力托底经济。

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

引言：“三重压力”下的财政政策	1
一、政策立场：积极程度显著提升	1
二、上缴利润：支撑“宽财政”	4
三、政策效果：面临多重约束	6
四、总结：新形势，新思路，新机制	8

图目录

图 1：目标赤字率下调，新增专项债限额持平去年	2
图 2：中等口径实际赤字率大幅提高 2.9 个百分点	2
图 3：今年减税降费规模远超去年	2
图 4：一般公共预算支出增速大幅回升	2
图 5：专项债年内发行进度处于近年最快水平	3
图 6：政府债券净融资远超去年同期	3
图 7：今年调入资金及使用结转结余处于较高水平	4
图 8：财政通过特殊安排筹集资金 3.08 万亿	4
图 9：收入规模变化符合财政部表述	5
图 10：非税收入增速及上缴利润占比波动较大	5
图 11：结存利润上缴财政路径变化	5
图 12：央行上缴利润直达实体	5
图 13：土地出让收入占比达九成以上	6
图 14：中等口径下土地出让相关收入占比达五成	6
图 15：房企各项资金来源持续收缩	7
图 16：年初土地出让相关收入表现低迷	7
图 17：历年国内增值税规模	7
图 18：企业景气度持续分化	7
图 19：地方政府债务偿还迎来高峰	8
图 20：中央加大对地方转移支付	8



引言：“三重压力”下的财政政策

今年《政府工作报告》（下称《报告》）对经济增长提出了极高要求，5.5%左右的 GDP 目标增速位于市场预期上限，也大幅高于去年三四季度 4.9% 和 4.0% 的经济增速。《报告》指出，“这是高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现”，并要求积极的财政政策“提升效能、更加注重精准、可持续”。

“三重压力”下，今年我国财政紧平衡进一步加剧：支出端任务繁重，需兼顾民生与发展；收入端则受税基收缩、土地出让收入下滑、减税降费等多重拖累。

在此背景下，《报告》将今年目标赤字率设定为 2.8%，较去年下调 0.4 个百分点，回到了疫前 2019 年的水平，对应赤字规模 3.37 万亿，较去年下降 2,000 亿；新增专项债限额设定为 3.65 万亿，持平于去年。目标赤字率处于市场预期区间的下限，直观上偏保守，尽管体现了“增强财政可持续性”的要求，却似乎与积极的增长目标矛盾。

如何看待今年财政政策的积极程度？财政政策将如何发力，效果如何？这是本文试图回答的主要问题。我国广义财政有四套预算账本，包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算。本文主要从两个口径考察今年的财政政策，一是“狭义口径”，即一般公共预算；二是“中等口径”，同时考虑一般公共预算与政府性基金预算，这“两本账”占财政总体预算规模的 3/4。值得注意的是，“第三本账”国有资本经营预算也在今年财政的特殊安排中起到了重要作用。

一、政策立场：积极程度显著提升

尽管今年目标赤字率明显下调，但财政的积极程度事实上要显著强于去年，主要表现在以下四个方面。

第一，狭义财政赤字的实际积极程度要显著超过目标赤字。《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。若聚焦“第一本账”的实际收支差额，即用当年的一般公共预算支出减去收入，发现今年的实际赤字率约为 4.7%，较去年上升 0.9pct；对应实际赤字规模 5.70 万亿，较去年上升 1.32 万亿。

第二，中等口径下，今年财政的积极程度进一步提升。今年中等口径实际赤字率约为 8.1%，较去年大幅上升 2.9pct；对应实际赤字规模 9.73 万亿¹，较去年上升 3.79 万亿。

¹ 不重复计算由政府性基金预算调入一般公共预算的 9,000 亿。

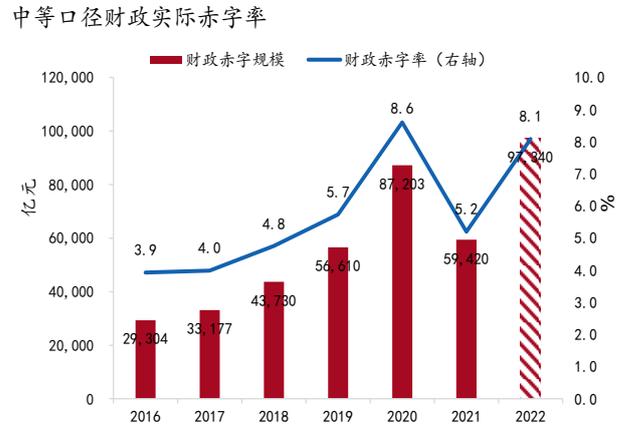


图 1：目标赤字率下调，新增专项债限额持平去年



资料来源：Wind、招商银行研究院

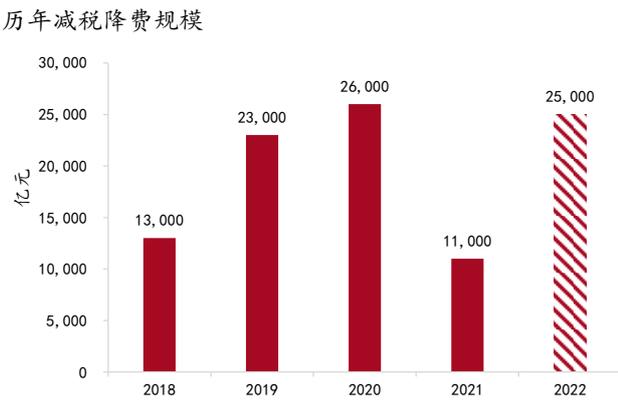
图 2：中等口径实际赤字率大幅提高 2.9 个百分点



资料来源：Wind、招商银行研究院

第三，在收入端，今年 2.5 万亿减税降费规模要大幅超过去年，其中 1.5 万亿为增值税留抵退税。受此影响，公共财政收入增速预将降至 3.8%，与 2019 年的增速相同。《报告》指出，今年将“实施新的组合式税费支持政策，减税与退税并举”，其中“减税”部分约 1 万亿，与去年规模相当；“退税”部分 1.5 万亿，为增值税留抵退税，是前三年累计留抵退税规模的 1.21 倍。计算企业增值税应纳税额时，应用销项税额减去进项税额。当进项税额超过销项税额时，就产生了留抵税额，可以在下一期继续抵扣。留抵税额产生的原因较多，如当原材料价格高于销售的产品价格，如进项税率高于与销项税率，如企业一次性购入大量固定资产或者原材料等。这一政策提前释放了由于进项税额大于销项税额对企业的资金的占用，有助于改善制造业和小微企业的现金流状况，缓解资金周转压力。

图 3：今年减税降费规模远超去年



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：一般公共预算支出增速大幅回升



资料来源：Wind、招商银行研究院

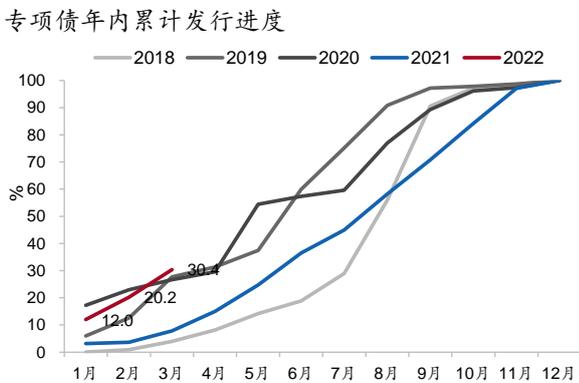
第四，在支出端，今年财政支出强度明显提升。今年财政支出较去年扩大 2 万亿以上，将达到 26.7 万亿，同比增速 8.4%，相较于去年大幅提升 8.1pct。在结构上，聚焦助企纾困、保障民生、扩大内需三方面。《报告》指出，“用好政府投资资金，带动扩大有效投资”。今年中央预算内投资安排 6,400 亿，较去年增加 300 亿；3.65 万亿新增专项债坚持“资金跟着项目走”，合理扩大适



用范围，围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，在重点水利工程、交通网络、能源设施、地下综合管廊、数字经济等新老基础设施方面，适度超前开展投资建设。

在节奏上，财政积极靠前发力。1-2月，全国公共财政支出同比增长7.0%；从支出进度看，1-2月累计已完成14.3%，持平去年，高于2019和2020年的14.0%和13.2%。截至3月末，新增专项债已发行12,984亿，约占提前批额度1.46万亿的89%；专项债年内累计发行进度达到30.4%，远超去年，也是近年来的最快进度；政府债券净融资1.65万亿，较去年同期增加约1.0万亿。由于财政收支盈余及政府债券净融资多增，2月末财政存款余额6.24万亿，较去年增加约1.2万亿，后续随着财政存款的逐步释放，有望支撑财政支出进一步提速。

图5：专项债年内发行进度处于近年最快水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图6：政府债券净融资远超去年同期



资料来源：Wind、招商银行研究院

值得注意的是，今年财政做了大量特殊安排，使得低目标赤字率下的积极财政成为可能。这些特殊安排主要体现在两个方面。

一是“跨期”使用资金，包括调入预算稳定调节基金，以及使用往年结转结余资金。今年这部分筹措资金达1.2万亿，其中调入预算稳定调节基金0.28万亿，这部分资金主要来自于去年中央一般公共预算超收收入2,012亿，支出结余1,529亿。使用往年结转结余资金0.92万亿，这部分资金主要来自于去年地方政府性基金预算“超收歉支”，结合去年中央和地方预算执行报告，2021年政府性基金预算结转结余资金约1.5万亿。

二是“跨账本”将资金调入一般公共预算，主要来自“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9,000亿，这部分资金来源于特定国有金融机构及专营机构上缴利润1.65万亿，其中包括央行上缴的超1万亿利润。由国有资本经营预算调入2,300亿，这部分资金来自于国有资本的经营收益。

今年财政通过“跨期”和“跨账本”的方式，为一般公共预算筹措资金2.33万亿，加上特定国有金融机构及专营机构上缴利润1.65万亿，中等口径下筹措资金共计3.08万亿（扣除重复计算的9,000亿），较去年增加约1.4万亿，相当于提高赤字率1.1个百分点。

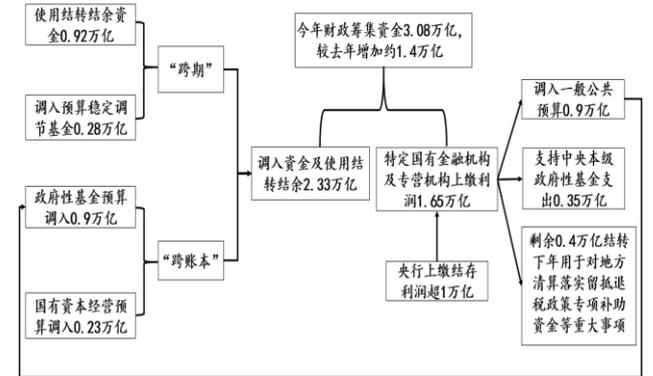


图 7：今年调入资金及使用结转结余处于较高水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：财政通过特殊安排筹集资金 3.08 万亿元



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、上缴利润：支撑“宽财政”

从历史上看，特定国有金融机构向中央财政上缴利润并非孤例。总理在 2019 年《政府工作报告》就曾提出“要增加特定国有金融机构和央企上缴利润”。3 月 8 日，财政部有关负责人表示，“世纪疫情发生以来，为应付可能出现的风险挑战，在财政政策措施上，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，以应不时之需，是预留的政策空间措施之一”。财政部自 2014 年开始公布“国有资本经营收入”这一科目，观察历年财政预算和决算数据，以及相关的政府收支分类科目表述变化，不难发现，部分金融机构及中央企业从 2014 年到 2019 年每年都依法上缴结存利润，2020-2021 年由于疫情暂停上缴利润²；这些机构上缴的利润归入中央财政。

值得注意的是，今年央行等特定国有金融机构和专营机构结存利润上解财政的路径发生了明显变化。国有资本经营收入由两部分构成：一部分是金融类国企上缴的分红（含部分实业类国企的专项特别分红）直接进入一般公共预算，另一部分是实业类国企上缴的分红进入国有资本经营预算。在 2019 年及之前，上解资金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，而今年上缴利润 1.65 万亿则全部计入中央政府性基金收入之中。这一调整可能有三方面的考虑：一是若将 1.65 万亿结存利润计入一般公共预算，今年的预算赤字率将降至 2.2% 左右，较去年下调 1 个百分点，将对市场预期产生巨大影响；二是结存利润计入“第二本账”，使用起来更加灵活，既可以用于政府性基金支出，也可以调入“第一本账”使用；三是今年 1.65 万亿的上缴利润远超近年 5,000-6,000 亿的规模，计入“第二本账”可以避免非税收入数据的大幅异常波动，财政部也因此对其进行了特别说明。这部分资金来源于特定机构近年以来的结存利润，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（0.8 万亿）；二是支持中

² 观察 20 年及 21 年预算报告及 20 年决算报告，中央-国有资本经营收入这一科目依然有收入，判断该部分收入为部分国有非金融类企业上缴利润。



央本级支出，中央政府性基金预算收支缺口约为 0.35 万亿；三是剩余约 0.4 万亿，结转下年用于对地方清算落实留抵退税政策、专项补助资金等重大事项。

图 9：收入规模变化符合财政部表述



资料来源：财政部、招商银行研究院

图 10：非税收入增速及上缴利润占比波动较大

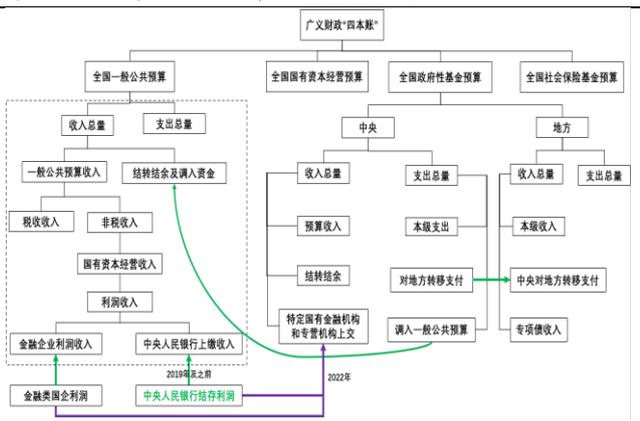


资料来源：财政部、招商银行研究院

值得一提的是，央行上缴超 1 万亿利润也包含在这 1.65 万亿当中，引发市场广泛关注。我们认为这一行为体现了货币政策和财政政策协同，对经济的积极作用更多将体现在财政端。

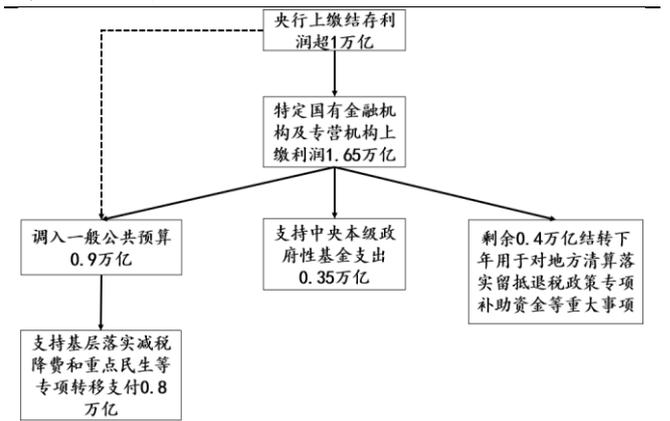
从货币端看，央行上缴的结存利润主要来自于过去几年的外汇储备经营收益。据央行公告，截至 4 月中旬央行已上缴结存利润 6,000 亿元，缴款进度靠前发力，与其他货币政策操作相互配合，保持流动性合理充裕。但从整体上来看，央行上缴利润并没有释放额外的流动性，在进行其他货币政策操作时已考虑其影响。如 4 月 15 日，央行宣布全面降准 0.25 个百分点，就已经考虑到上缴的利润相当于投放基础货币 6,000 亿。此外，上缴利润若要对流动性产生实际影响，还取决于财政支出的进度。

图 11：结存利润上缴财政路径变化



资料来源：财政部、招商银行研究院

图 12：央行上缴利润直达实体



资料来源：财政部、招商银行研究院

在财政端，央行上缴的 1 万亿利润，一方面在 2.8% 的目标赤字率下增加了财政实际财力，是财政支出较去年扩大 2 万亿以上的重要资金来源；另一方面资金用途明确，相较货币政策更加精准高效。据央行公告，上缴利润主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生。央行上缴



的 1 万亿结存利润，大部分将调入一般公共预算，并通过专项转移支付下沉基层、直达实体。

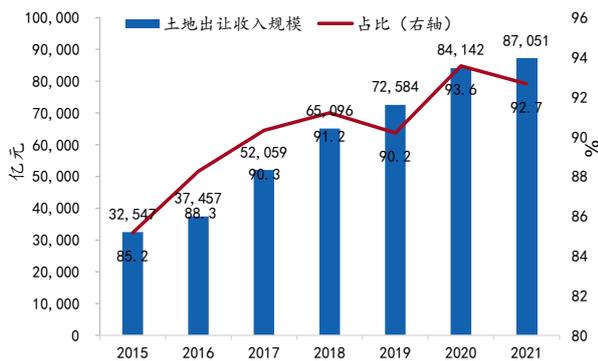
三、政策效果：面临多重约束

尽管今年财政政策立场积极程度远超以往，但对经济的扩张性作用受到多方面的约束。

首先，地方政府财政收支紧平衡加剧。一方面，财政收入增长面临下行。年初财政收入实现了较快增长，主要是由于经济在低基数下同比高增、PPI 维持高位、能源价格上涨、以及去年四季度缓税收入年初集中上缴。但未来随着支撑因素逐渐衰减，减税降费逐步落实，土地出让收入表现低迷，财政收入增长承压。其中尤其值得关注的是土地出让收入，2021 年达 8.7 万亿，占地方本级政府性基金收入超过九成。若加上与土地使用和开发相关的各种税收，主要为土地增值税、城镇土地使用税、耕地占用税和契税，与房地产相关的财政收入达 10.5 万亿，相当于地方本级政府中等口径财政收入的 51.0%。

图 13：土地出让收入占比达九成以上

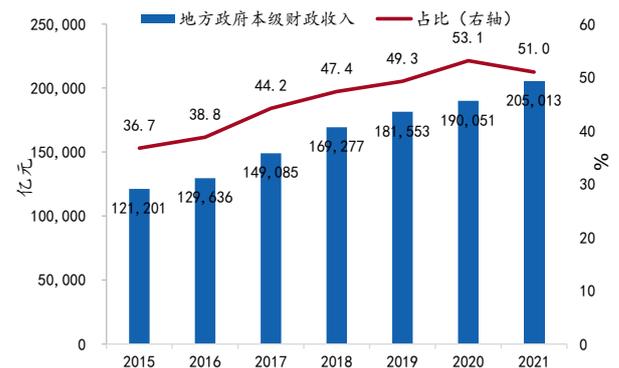
土地出让收入占地方本级政府性基金收入比重



资料来源：财政部、招商银行研究院

图 14：中等口径下土地出让相关收入占比达五成

中等口径下土地出让相关收入占比



资料来源：财政部、招商银行研究院

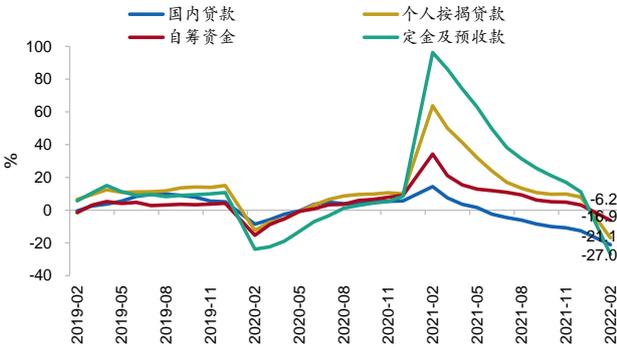
尽管房地产调控政策已边际放松，但居民购房需求不足、房企预期疲弱的局面目前仍然没有明显改观。1-2 月商品房销售加速下滑，居民信贷意愿持续走弱，房企到位资金继续收缩，土地购置面积和土地成交价款同比收缩加剧。1-2 月国有土地出让收入 7,922 亿元，同比大幅下降 29.5%，拖累政府性基金收入下降 27.2%；土地增值税等四项税收收入 2,751 亿元，同比下降 8.5%；中等口径下，土地出让相关收入 10,673 亿元，同比大幅下降 25.1%。若今年土地出让收入缩减 10%，将使得地方政府财政收入减少近万亿。

另一方面，支出端任务繁重，强度大幅提高，但在结构上进一步向民生等重点领域倾斜，对投资的拉动作用因此受限。今年财政支出较去年扩大 2 万亿以上，8.4%的增速是 2016 年以来的最高水平；1-2 月，公共财政支出投向基建的比例为 21%，较去年 23.8%进一步下降 2.8 个百分点。前瞻地看，在国内疫情反复，中小微企业生产经营困难，就业压力加大的背景下，公共财政支出或进一步倾向民生领域，对投资资金形成“挤出”。



图 15: 房企各项资金来源持续收缩

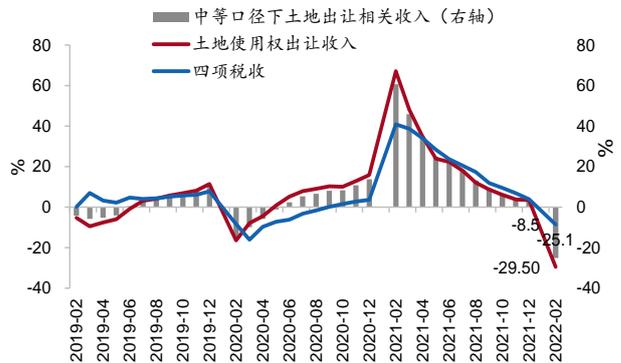
房地产各项资金来源当月累计同比增速



资料来源: 财政部、招商银行研究院

图 16: 年初土地出让相关收入表现低迷

土地出让相关收入累计同比



资料来源: 财政部、招商银行研究院

其次, 1.5 万亿留抵退税作用更多在于纾困而非拉动投资。增值税留抵退税的本质是将企业未来可以抵扣的进项增值税提前返还, 不是税费减免, 不会增加企业收入, 而是释放企业被占用的资金, 改善企业的现金流。

去年以来我国 PPI 维持高位, 原材料价格上涨, 在保供稳价下, 产品销售价格难以同步上调; 叠加需求较弱, 销量收缩, 部分企业积累了较多的增值税留抵税额, 尤其对于中小企业而言, 资金占用负担较重。部分中小企业、制造业企业生产经营困难, 企业景气度持续分化, 小型企业景气度连续 11 个月处于收缩区间。

图 17: 历年国内增值税规模

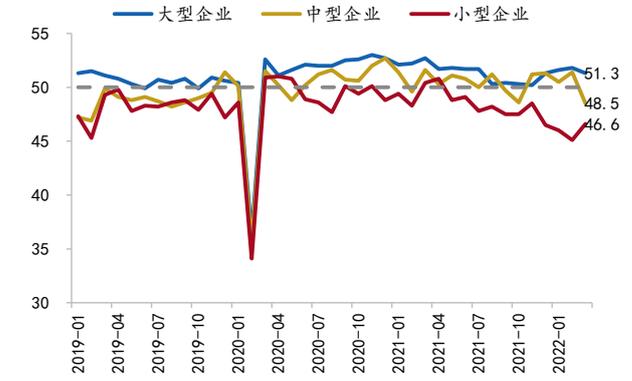
税收收入: 国内增值税规模及增速



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 18: 企业景气度持续分化

大中小企业景气度



资料来源: Wind、招商银行研究院

在此背景下, 今年增值税留抵退税税制改革深化, 全面覆盖小微企业, 重点突出六大行业³, 对于增量留抵税额 100%退税。在今年留抵退税政策惠及的企业中, 小微企业户数占比将超过 90%; 制造业新增留抵退税规模占比约 30%, 在所有行业中最大。从行业分布上看, 上游原材料和设备类制造企业, 如电子设备、交运设备、电气机械、黑色金属、化学品制造等企业, 以及纺织服装、家具制造等劳动密集型中小微企业受益较大。

³ 制造业, 科学研究和技术服务业, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业, 软件和信息技术服务业, 生态保护和环境治理业, 交通运输、仓储和邮政业



目前首批支持小微企业留抵退税的专项转移支付 4,000 亿已经下达，留抵退税专项资金纳入财政直达资金范围，确保退税资金直达市场主体，助企纾困，稳市场主体和保就业。但在需求收缩与预期转弱压制下，其作用可能更多在于缓解企业资金压力，为企业纾难解困，对投资的直接拉动作用相对有限。

此外，积极财政在落实和执行上还面临多目标下激励机制的挑战。在严控地方政府隐性债务的要求下，地方政府举债受到严格监管，债务偿还迎来高峰。资金使用监管更加严格，对专项债项目实行穿透式监测，开展全生命周期绩效管理，严格落实专项债资金处理处罚机制。这些要求将在客观上制约地方财政扩张的能力和意愿。

为缓解地方财政压力，今年中央财政做了大量有针对性的安排。一方面加大对地方转移支付力度，规模达 9.8 万亿，较上年增加 1.5 万亿，增速达 18%。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，直达资金总量增加到 4 万亿以上，较去年增加 1.2 万亿，保障转移支付的效率和效果。另一方面减轻地方留抵退税负担，1.5 万亿留抵退税超过九成将由中央负担，中央在按现行税制负担 50%退税资金的基础上，再通过安排 1.2 万亿转移支付资金（其中包括 8,000 亿专项转移支付资金），支持基层落实退税、减税降费和保就业保基本民生等。对于地方负担部分，中央财政补助比例平均超过 82%，地方政府实际承担约 9%，规模在 1,350 亿左右。

图 19：地方政府债务偿还迎来高峰



资料来源：财政部、招商银行研究院

图 20：中央加大对地方转移支付



资料来源：财政部、招商银行研究院

四、总结：新形势，新思路，新机制

“三重压力”下，积极的财政政策呈现出有别于以往的新特征。财政通过“跨期”和“跨账本”的方式筹集到大量资金，特定国有金融机构和专营机构上缴利润 1.65 万亿，二者共同支撑了财政支出较去年扩大 2 万亿以上，低目标赤字率下今年财政的积极程度事实上强于去年。财政在收支两端做出了积极的安排。收入端，2.5 万亿的减税降费规模远超去年，其中 1.5 万亿增值税留抵退税全面覆盖小微企业，其作用在于助企纾困，缓解企业资金压力。支出端，在支出强度大幅提高的同时，结构上更加倾向民生等重点领域。大规模的转移支付及资金直达机制，意在支持基层落实退税减税降费以及保就业保基本民生，



提高资金使用效率。但土地出让收入下滑，地方政府财政收支紧平衡压力加剧以及新一轮疫情冲击将对积极财政的扩张性效果形成约束。在节奏上，今年财政政策将通过靠前发力托底经济。



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院微信公众号
或一事通信息总汇