

“稳增长”力度有多大，财政角度“大盘点”

近期，稳增长政策加快落实，力度有多大、发力方向？财政视角梳理，可供参考

■ 一问：财政稳增长，力度有多大？预算内或暂低于2020年、预算外加大稳增长加码下，财政政策积极“加力”，加大留抵退税、加快转移支付和专项债发行等。5月下旬以来，财政发力特征显著，新增留抵退税金额1420亿元，推出汽车购置税优惠、预计减税约600亿元；加快转移支付，前4月一般转移支付进度达23%，高于2021年同期，提前下达4000亿元2023年专项转移支付额度；加快专项债使用，新增专项债在6月底前基本发完、力争在8月底前基本用完。

相较于2020年，当前财政预算内发力力度或暂相对较小，而预算外资金发力力度或相对较大。以减税退税、社保缓缴和赤字等规模来刻画财政资金力度，截至5月底，今年计划规模合计约10万亿元，低于2020年的约11.6万亿元；而预算外资金，国家融资担保基金合作业务规模、铁路建设债券、新增政策性开发性信贷额度、航空专项贷款债券等合计近2.5万亿元，高于2020年的1.3万亿元。

■ 二问：财政稳增长，有何特征？加大保市场主体、促消费，强化基建融资等一般财政，重点加大保市场主体、促消费等的支持力度。财政加大加快留抵退税，以缓解市场主体现金流压力，预算规划的1.5万亿元要求在6月底之前完成、新增1420亿元预计7月底之前完成，全年新增减税退税约2.64万亿元、创历史新高。同时，财政加大促消费力度，时隔五年再度推出汽车购置税减半措施、预计金额约600亿元，各地也陆续出台促消费措施、促消费规模或已超90亿元。

专项债资金加大基建投入，同时预算外资金加大基建配套融资支持。一般财政聚焦保市场主体、促消费、保民生，预算内资金对基建支持或主要依靠专项债；尽管专项债规模略低于2020年，但投向基建比例明显加大，前4个月达60%、较2020年提升近8个百分点。同时，政策性银行与国企加大投融资配套，新增政策性开发性信贷额度8000亿元，国家电网投资、建筑央企订单等均明显增长。

■ 三问：财政稳增长，面临的挑战？收支压力或在三季度加大、项目影响效果财政收支平衡问题或在三季度末加快凸显，可能需要扩大收入补充来源。过往结余、利润上缴和专项债等，尚可支持前4个月广义财政2.1万亿元的收支差额；但如果后续财政支出强度维持、而收入继续低迷，可能使得已有补充资金只能坚持到三季度末前后。中性情景下，今年广义财政收支缺口可能约1.1万亿元，提前下达和使用专项债额度、发行特别国债等可能是补充收支缺口的潜在方式。

预算内资金有限下，财政能否撬动外部杠杆，或决定了扩大投资的空间，关键在于挖掘优质项目。以专项债项目为例，项目投资资金大部分来自于财政做资本金和专项债募资，超9成项目外部融资比例不足10%；且随着项目加快上马，外部融资比例进一步下降。因而，加大项目储备、推动优质项目尽快开工成“破局”关键，前期规划的“十四五”项目、各级重大项目等提前推进，或是重要途径。

风险提示：疫情反复，政策效果不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1.1、一问：财政稳增长，力度有多大？	3
1.2、二问：财政稳增长，有何特征？	4
1.3、三问：财政稳增长，面临的挑战？	6
风险提示：	8

图表目录

图表 1: 稳增长加码，积极财政政策频出	3
图表 2: 2022 年，转移支付节奏较快	3
图表 3: 2022 年，财政减免力度达 3 万亿元	3
图表 4: 预算内赤字规模暂低于 2020 年	3
图表 5: 2022 年，预算外资金安排明显增多	4
图表 6: 2022 年，留抵退税规模明显扩大	4
图表 7: 2022 年，新增减税降费预计约 1 万亿元	4
图表 8: 时隔五年，中央再次推出汽车购置税减免	5
图表 9: 推出促汽车消费相关措施的地区数量占比提升	5
图表 10: 专项债中基建投资占比不断提升	5
图表 11: 22 年政策性开发性银行新增 8 千亿元额度	5
图表 12: 2022 年国家电网投资增长加快	6
图表 13: 部分建筑央企 22 年一季度新增订单增长较快	6
图表 14: 22 年前四月广义财政累计收支差额达两万亿	6
图表 15: 当前财政资金尚可补充收支缺口	6
图表 16: 一般财政支出投向基建的比例较为稳定	7
图表 17: 2022 年广义财政收支差额情景分析	7
图表 18: 专项债项目外部融资占比较低	7
图表 19: 2022 年重大项目以在建类为主	7
图表 20: “十四五” 交通规划投资比较	8
图表 21: 通信基础设施“十四五” 期间投资增速较高	8

近期，稳增长政策加快落实，力度有多大、发力方向？财政视角梳理，供参考。

1.1、一问：财政稳增长，力度有多大？

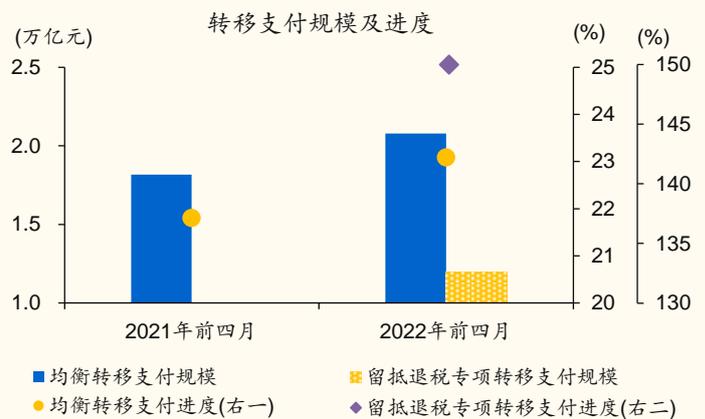
稳增长加码下，财政政策积极“加力”，加大留抵退税、加快转移支付和专项债发行等。5月下旬以来，财政发力特征显著，新增留抵退税金额1420亿元，推出汽车购置税优惠600亿元；加快转移支付，前4月一般转移支付进度达23%、高于去年同期，提前下达4000亿元2023年专项转移支付额度；加快专项债使用，新增专项债在6月底前基本发完、力争在8月底前基本用完。

图表 1：稳增长加码，积极财政政策频出

政策类型	时间	会议/文件	具体内容
保主体	2022/5/23	国务院常务会议	在更多行业实施存量增量留抵退税，增加退税1400多亿元。将小微企业、特困行业缓缴养老等三项社保费政策延至年底。预计今年缓缴3200亿元。
	2022/5/30	财政支持稳住经济大盘工作视频会议	督促国家融资担保基金严格落实再担保合作业务规模不低于1万亿元，加大政府采购支持中小企业力度等。
稳投资	2022/5/23	国务院常务会议	新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，引导银行提供规模性长期贷款，启动新一轮农村公路建设改造，支持发行3000亿元铁路建设债券。
	2022/5/30	财政支持稳住经济大盘工作视频会议	加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。
	2022/6/1	国常会	调增政策性银行8000亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。
促消费	2022/5/23	国务院常务会议	放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。
保民生	2022/5/25	《实施住房公积金阶段性支持政策》	受新冠肺炎疫情影响的企业，可按规定申请缓缴住房公积金，到期后进行补缴。受新冠肺炎疫情影响的缴存人，不能正常偿还住房公积金贷款的，不作逾期处理。
	2022/5/30	财政支持稳住经济大盘工作视频会议	强化社会民生兜底保障，当物价涨幅达到规定条件时，及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。
	2022/6/1	国常会	对符合条件的失业农民工，无论是否参加失业保险，都要发放临时补助或救助，并明确发放主体。

来源：政府网站、国金证券研究所

图表 2：2022 年，转移支付节奏较快



来源：财政部、国金证券研究所

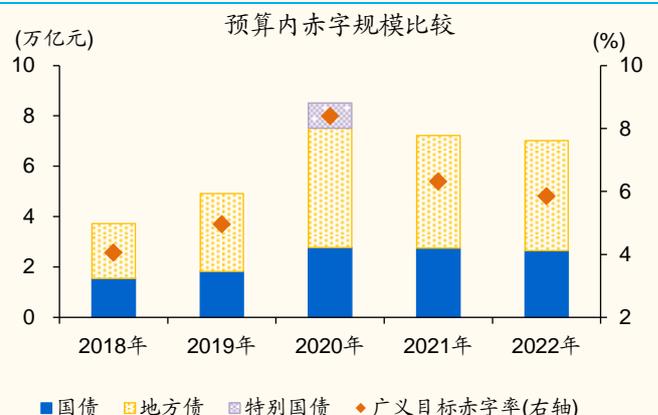
相较于 2020 年，当前财政预算内资金力度或暂时相对较小。今年减税降费、社保缓缴等规模维持高位，新增减税退税、社保缓缴和汽车购置税减免等合计约 3 万亿元、与 2020 年的 3.1 万亿元大体相当。但今年赤字规模相对较低，地方债、国债等计划发行规模合计约 7 万亿元、低于 2020 年的 8.5 万亿元，相应的广义财政目标赤字率约 5.8%、低于 2020 年的 8.4%；如果考虑结转结余等，按预算推算广义财政实际赤字率约 8.1%，也低于 2020 年的 8.6%。

图表 3：2022 年，财政减免力度达 3 万亿元



来源：财政部、Wind、国金证券研究所

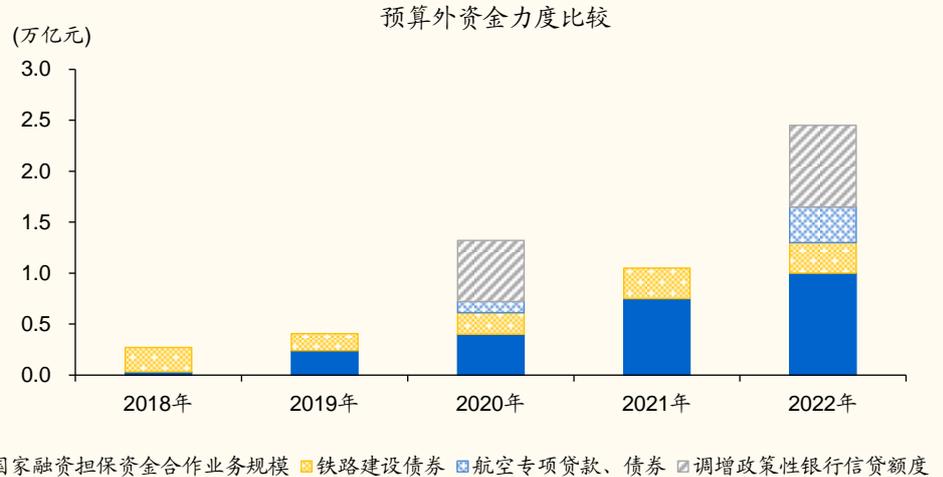
图表 4：预算内赤字规模暂低于 2020 年



来源：财政部、Wind、国金证券研究所

在预算内资金“尽力”的同时，预算外资金安排明显增多、成为重要补充。5月以来，中央陆续推出国家融资担保资金、铁路建设债、航空专项贷款债券、政策性开发性信贷等，作为预算内资金的重要补充。截至5月底，这些预算外资金规模总计约2.5万亿元、高于2020年的1.3万亿元；相应地，资金规模占GDP比重在2%左右¹，高于2020年的1.3%。

图表 5：2022 年，预算外资金安排明显增多



来源：政府网站、国家融资担保基金、Wind、国金证券研究所

1.2、二问：财政稳增长，有何特征？

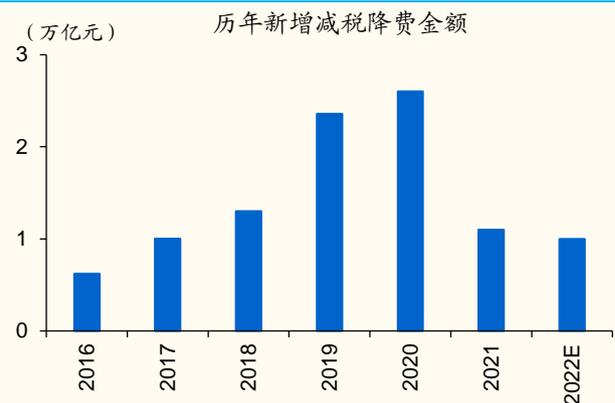
一般财政中，重点加大保市场主体支持力度。财政加大加快留抵退税，以缓解市场主体现金流压力，年初预算规划的1.5万亿元留抵退税要求6月底之前完成、新增1420亿元7月底之前完成，按月退还、一次性全额退还存量留抵退税范围扩大，新增批发零售、农林牧渔、住宿餐饮等七行业。加上减税降费约1万亿元的规模，今年总体减税退税规模达2.64万亿元、创历史新高。

图表 6：2022 年，留抵退税规模明显扩大



来源：财政部、Wind、国金证券研究所

图表 7：2022 年，新增减税降费预计约 1 万亿元



来源：中国政府网、国金证券研究所

财政加大促消费力度，尤其是汽车等耐用品消费。时隔五年，中央再度推出汽车购置税减半措施、金额约600亿元；各地也陆续出台促消费措施，据不

¹假设2022年GDP增速在3%-6%区间，对应的预算外资金占比为2.02%-2.08%。

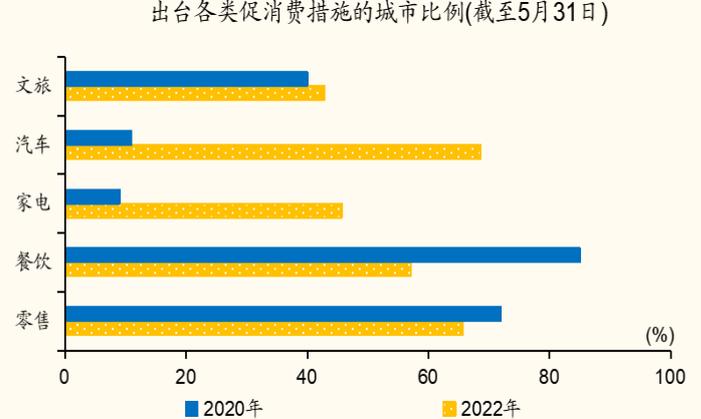
完全统计，4-5月开展促消费的地区中，近7成出台促汽车消费政策、较2020年明显提升，地方投入的90亿元促消费资金中、近40亿元与促汽车消费相关，考虑到各地促消费措施正在密集出台和落实，实际促消费力度可能更大。

图表 8：时隔五年，中央再次推出汽车购置税减免



来源：财政部、国金证券研究所

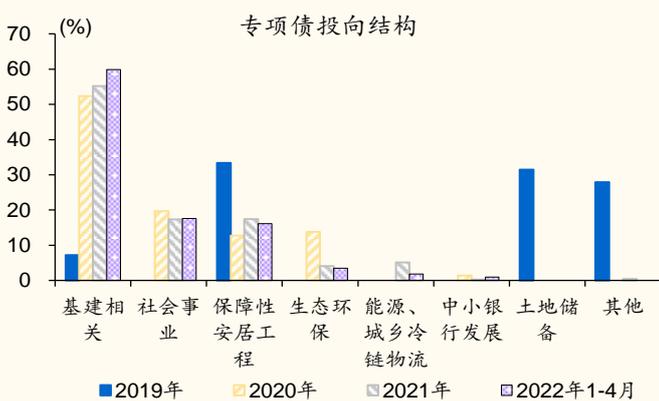
图表 9：推出促汽车消费相关措施的地区数量占比提升



来源：各省市级政府网站、国金证券研究所

专项债资金加大基建投入，同时预算外资金加大基建配套融资支持。一般财政聚焦保市场主体、促消费、保民生，预算内资金对基建支持或主要依靠专项债；尽管专项债规模略低于2020年，投向基建比例明显提升，前4个月达60%、较2020年提升近8个百分点。同时，金融机构与国企加大投融资配套，政策性开发性信贷额度额外多增8000亿元、而2020年全年政策性开发性信贷增量才1.8万亿元；今年国家电网预计电网投资5000亿元、增长近25%，七家建筑央企今年一季度新增订单同比增长19%²。

图表 10：专项债中基建投资占比不断提升



来源：财政部、国金证券研究所

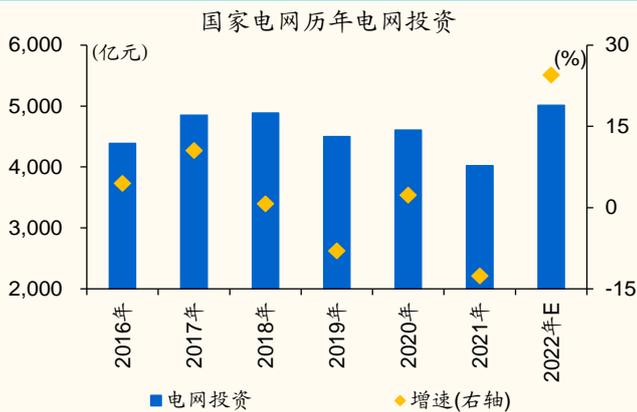
图表 11：22年政策性开发性银行新增8千亿元额度



来源：Wind、中国政府网、国金证券研究所

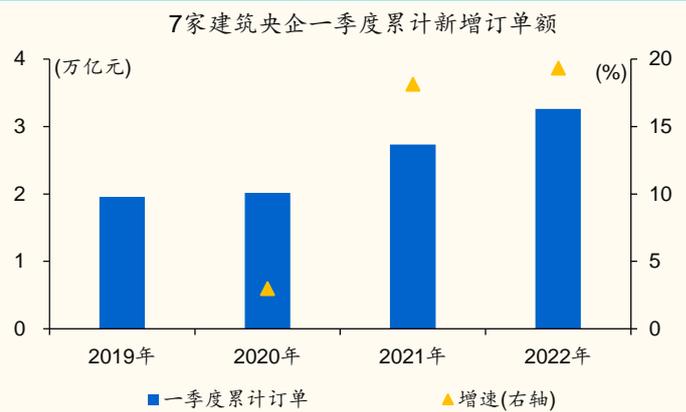
²七家建筑央企分别为：中国中铁、中国中冶、中国电建、中国化学、中国铁建、中国交建、中国建筑

图表 12: 2022 年国家电网投资增长加快



来源: 国家电网、国金证券研究所

图表 13: 部分建筑央企 22 年一季度新增订单增长较快

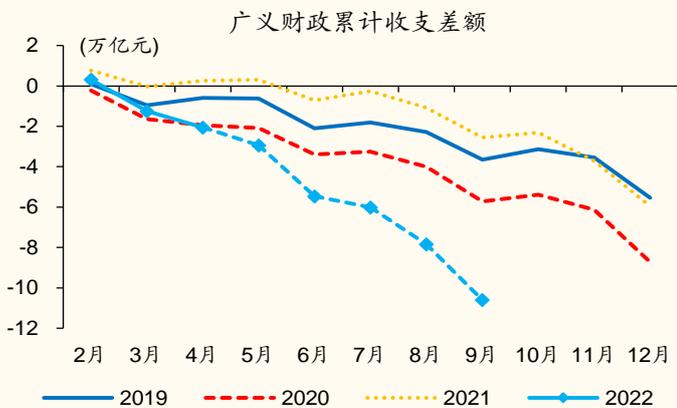


来源: Wind、国金证券研究所(2021年为复合增速)

1.3、三问：财政稳增长，面临的挑战？

过往结余充裕、地方债加快发行等，为财政支出前置提供有力支撑；但财政收支平衡问题或在三季度末加快凸显。2022 年前 4 个月广义财政收支差额约 2.1 万亿元、略高于 2020 年同期的 1.9 万亿元，过往结转结余、央行留存利润上缴、专项债加快募集的资金尚可补充。如果后续财政支出强度维持、而收入继续低迷³，可能使得预算补充资金只能坚持到三季度末前后。

图表 14: 22 年前四月广义财政累计收支差额达两万亿



来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 当前财政资金尚可补充收支缺口



来源: 中国政府网、财政部、Wind、国金证券研究所

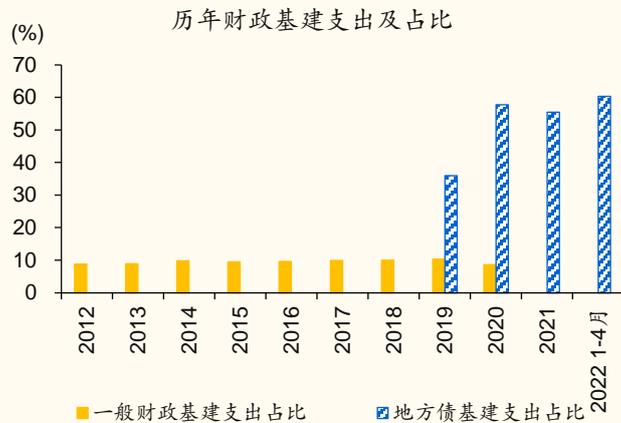
缓解后续财政收支平衡问题，可能需要扩大收入补充来源。考虑今年一般财政减税增加、土地财政低迷等因素，年底财政收入完成情况能低于年初预算，中性情景下全年广义财政收入预计可能少收约 1.7 万亿元；而基建投资加码、抗疫支出增多等，或使得年底财政支出高于年初预算，中性情景下多支出约 6000 亿元。如果假设预算内基建支出资金部分由 8000 亿元政策性开发性信贷补充，留抵退税转移支付提前下达明年 4000 亿元额度补充地方财政收入等，财政收支缺口可能还有约 1.1 万亿元左右⁴，提前下达和使用专项债额度、发行

³ 假设后续财政支出增速维持 2022 年 1-4 月的 12.8%、收入增速维持 1-4 月的 -10%。

⁴ 中性情景下，除了新增汽车购置税优惠 600 亿元和留抵退税 1420 亿元外，其余一般财政收入均按预算来，而土地财政收入大幅低于预算，降幅与 2012 年类似、假设为 15%，拖累政府性收入较预算少 1.5 万亿元，使得广义财政收入较预算少收 1.7 万亿元。稳增长加码

特别国债等可能是补充收支缺口的潜在途径。

图表 16：一般财政支出投向基建的比例较为稳定



来源：财政部、国金证券研究所

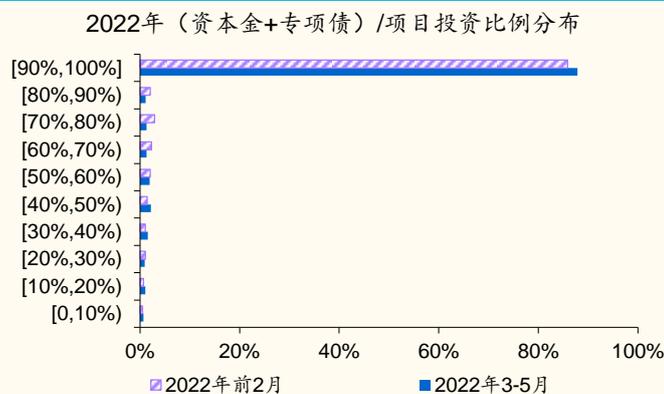
图表 17：2022 年广义财政收支差额情景分析



来源：财政部、Wind、国金证券研究所

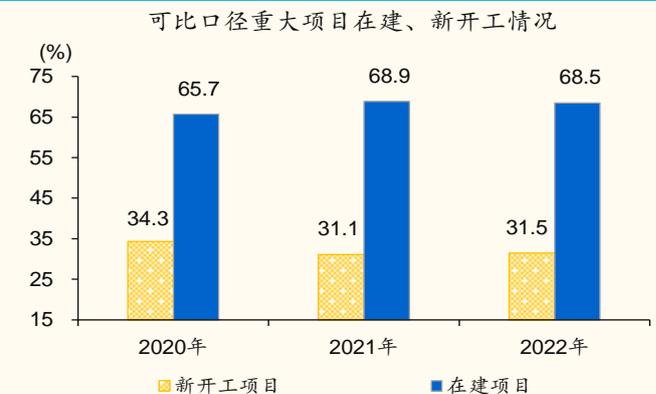
预算内资金有限下，财政能否撬动外部杠杆，或决定扩大投资的空间，关键在于挖掘优质项目。以专项债项目为例，项目投资所需资金大部分来自财政做资本金和专项债募资，超 9 成专项债项目外部融资比例不足 10%；且随着项目加快上马，外部融资比例进一步下降。因而，加大项目储备、推动优质项目尽快开工成“破局”关键，前期系统规划的“十四五”项目、各级重大项目等提前推进，或是重要途径。（详见《稳增长，项目抓手有哪些？》）

图表 18：专项债项目外部融资占比较低



来源：中国债券信息网、国金证券研究所

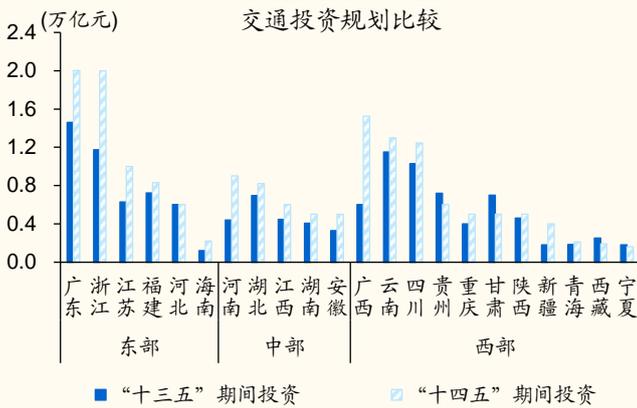
图表 19：2022 年重大项目以在建类为主



来源：各地发改委、国金证券研究所

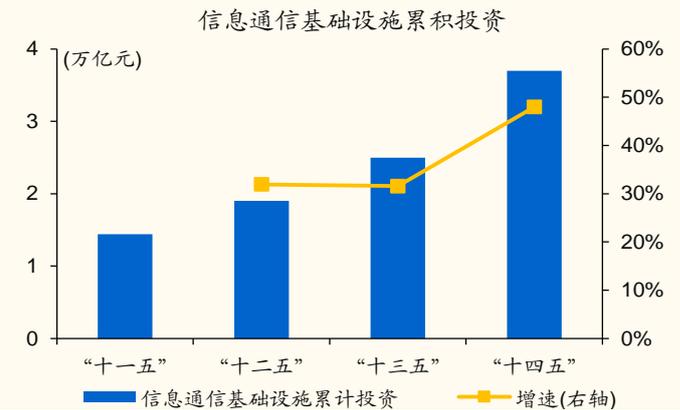
下，广义财政支出可能超过预算、近年来超过比例再 1%-5% 附近，中性情景下按超支平均 3% 水平，考虑到当前收支压力比较大，基建、抗疫增多的同时，部分弹性支出可能压缩，对应实际财政超支或达 6000 亿元。

图表 20：“十四五”交通规划投资比较



来源：各地交通运输厅、国金证券研究所

图表 21：通信基础设施“十四五”期间投资增速较高



来源：工信部、国金证券研究所

风险提示：

- 1、**疫情反复。** 变异毒株传染力强、无症状感染者较多等，可能导致疫情反复。
- 2、**政策效果不及预期。** 债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产经营活动等。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402