



宏观研究

【粤开宏观】当前及下阶段财政经济形势、风险与建议

2022年10月11日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】力挽狂澜：地方财政的困境与自救》2022-09-10

《【粤开宏观】8月经济何以超预期，兼论稳增长政策的力量与边界》2022-09-16

《【粤开宏观】复盘本轮欧洲能源危机：特点、成因及影响》2022-09-18

《【粤开宏观】美联储破釜沉舟：9月美联储议息会议点评》2022-09-22

《【粤开宏观】从财税视角看贵州：茅台的“酒”能否解债务的“愁”》2022-09-26

摘要

1、全球经济从滞胀走向衰退。全球经济从效率转向安全模式，供给冲击取代需求因素成为通胀的主要因素，导致高通胀始终难以缓解。应对高通胀的加息却引发全球经济走向衰退，具体表现为美国经济走向衰退（资本市场下挫）、欧洲陷入能源危机和可能的债务危机、新兴经济体面临债务危机。IMF、世界银行等国际金融机构纷纷下调主要经济体增速预测。

2、中国经济面临总需求不足与结构性通胀并存：波折中恢复，下半年保4，全年预计增长3.2%。当前经济恢复中遇到波折，主要是受疫情、高温及房地产风险的影响；需求端看主要是房地产投资下行、消费低迷，基建和出口在支撑经济，但房地产风险仍未根本化解，出口还将伴随全球经济衰退而下行。三季度预计3.5%，四季度预计4.0%，全年预计3.2%。

3、财政在防范化解风险的同时财政风险扩大，集中体现在收支矛盾加剧、区县支付风险和重整风险上升。下半年从收入角度好于上半年，但下半年支出压力不减，总体形势难言轻松。一般公共预算收入下行的同时叠加土地出让收入大幅下行，支出压力较大，债务集中到期。2020年财政数据难看，但日子还可以过；2021年财政数据好看，日子未必好过；2022年面子里子都一样，未来五大风险加剧财政紧张，必须未雨绸缪。

4、关注五大经济社会风险产生的财政冲击：一是房地产风险引发的财政冲击，二是金融风险财政化，三是城投风险与财政风险交织，四是通胀风险引发的财政冲击，五是突发疫情和地缘政治因素。

5、四季度和明年经济工作的重点是基建继续发力、稳住房地产市场，从政策角度可以实施的有：适当调整刚性问责，激励地方政府稳定经济；增加赤字，优化债务结构，提高国债占比、降低地方债比重，提高一般债比重、降低专项债比重，适当支持城投合法合规发债；进一步下调房贷利率，明确释放出稳房市的预期和信号。

风险提示：疫情反弹超预期、外部冲击超预期、经济下行压力超预期



目 录

一、当前及下阶段财政经济形势.....	3
(一) 全球经济从滞胀走向衰退	3
(二) 中国经济面临总需求不足与结构性通胀并存：波折中恢复，下半年保 4，全年预计增长 3.2%	4
二、关注五大经济社会风险产生的财政冲击	6
三、政策建议	7

图表目录

图表 1：2022 年 7 月 IMF《世界经济展望》	3
图表 2：2022 年 10 月世界银行《东亚与太平洋地区经济半年报》	4
图表 3：8 月经济数据超市场预期	5
图表 4：今年政府债务到期规模较高	6
图表 5：2022 年二季度银行业主要监管指标	7



一、当前及下阶段财政经济形势

(一) 全球经济从滞胀走向衰退

全球经济从效率转向安全模式，供给冲击取代需求因素成为通胀的主要因素，导致高通胀始终难以缓解。应对高通胀的加息却引发全球经济走向衰退，具体表现为美国经济走向衰退（资本市场下挫）、欧洲陷入能源危机和可能的债务危机、新兴经济体面临债务危机。IMF、世界银行等国际金融机构纷纷下调主要经济体增速预测。

图表1：2022年7月IMF《世界经济展望》

(实际GDP, 年百分比变化)	预测值		
	2021	2022	2023
世界产出	6.1	3.2	2.9
发达经济体	5.2	2.5	1.4
美国	5.7	2.3	1.0
欧元区	5.4	2.6	1.2
德国	2.9	1.2	0.8
法国	6.8	2.3	1.0
意大利	6.6	3.0	0.7
西班牙	5.1	4.0	2.0
日本	1.7	1.7	1.7
英国	7.4	3.2	0.5
加拿大	4.5	3.4	1.8
其他发达经济体	5.1	2.9	2.7
新兴市场和发展中经济体	6.8	3.6	3.9
亚洲新兴市场和发展中经济体	7.3	4.6	5.0
中国	8.1	3.3	4.6
印度	8.7	7.4	6.1
东盟五国	3.4	5.3	5.1
欧洲新兴市场和发展中经济体	6.7	-1.4	0.9
俄罗斯	4.7	-6.0	-3.5
拉美和加勒比地区	6.9	3.0	2.0
巴西	4.6	1.7	1.1
墨西哥	4.8	2.4	1.2

资料来源：IMF、粤开证券研究院


图表2：2022年10月世界银行《东亚与太平洋地区经济半年报》
表O1. GDP增长预测

			2022年4月的预测		2022年10月的预测	
	2020	2021	2022	2022	2023	
东亚与太平洋地区	1.2	7.2	5.0	3.2	4.6	
东亚与太平洋地区（中国除外）	-3.6	2.6	4.8	5.3	5.0	
东盟五国	-3.8	3.4	4.9	5.4	5.1	
太平洋岛国	-9.5	-3.3	2.9	5.3	5.7	
中国	2.2	8.1	5.0	2.8	4.5	
印度尼西亚	-2.1	3.7	5.1	5.1	5.1	
马来西亚	-5.5	3.1	5.5	6.4	4.2	
菲律宾	-9.5	5.7	5.7	6.5	5.8	
泰国	-6.2	1.5	2.9	3.1	4.1	
越南	2.9	2.6	5.3	7.2	6.7	
柬埔寨	-3.1	3.0	4.5	4.8	5.2	
老挝	0.5	2.5	3.8	2.5	3.8	
蒙古	-4.4	1.6	2.5	2.4	5.5	
缅甸	3.2	-18.0	1.0	3.0		
巴布亚新几内亚	-3.5	1.0	4.0	4.0	4.2	
东帝汶	-8.6	1.5	2.4	3.0	3.0	
帕劳	-9.7	-17.1	7.2	6.0	18.2	
斐济	-17.2	-4.1	6.3	12.6	7.8	
所罗门群岛	-3.4	-0.2	-2.9	-4.5	2.6	
图瓦卢	-4.9	0.3	3.5	3.0	3.5	
马绍尔群岛	-2.2	-2.5	3.0	1.5	2.2	
瓦努阿图	-5.4	0.5	2.0	2.2	3.4	
基里巴斯	-0.5	1.5	1.8	1.5	2.3	
汤加	0.5	-2.7	-1.6	-1.6	3.3	
萨摩亚	-3.1	-7.1	-0.3	-5.0	2.0	
密克罗尼西亚	-1.8	-3.2	0.4	-0.5	3.0	
瑙鲁	0.7	1.5	0.9	0.9	1.9	

资料来源：世界银行、粤开证券研究院

（二）中国经济面临总需求不足与结构性通胀并存：波折中恢复，下半年保4，全年预计增长3.2%

1、今年经济走势呈“W”型。一季度开门红，4月至暗时刻，5月走出谷底，6月恢复，7月恢复受阻，8月在基数效应下恢复超预期，但下行压力仍大。**8月经济金融数据超预期，与市场预期及公众感知不符，要理性看待**：一是8月服务业和消费同比高增，主因基数效应扰动；二是8月实际消费仍较低迷，环比为历史同期罕见的负增长；三是8月经济数据也有积极的一面，反映政策持续发力生效。比如，汽车产销两旺，对上下游产业链形成巨大拉动，得益于车辆购置税优惠政策；房地产竣工加快，保交楼稳民生工作扎实推进；基建投资持续高增，专项债和政策性开发性金融工具的杠杆作用逐步显现。


图表3：8月经济数据超市市场预期

类别	指标	4月	5月	6月	7月	8月
生产（当月同比）	工业增加值	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2
	服务业生产指数	-6.1	-5.1	1.3	0.6	1.8
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4
	商品零售	-9.7	-5.0	3.9	3.2	5.1
	餐饮收入	-22.7	-21.1	-4.0	-1.5	8.4
投资（累计同比）	固定资产投资	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8
	房地产投资	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4
	制造业投资	12.2	10.6	10.4	9.9	10.0
	基建投资	8.3	8.2	9.3	9.6	10.4
出口（当月同比）	出口	3.7	16.7	17.9	18.0	7.1
房地产（当月同比）	房地产投资	-10.1	-7.8	-9.4	-12.3	-13.8
	商品房销售面积	-39.0	-31.8	-18.3	-28.9	-22.6
	商品房销售额	-46.6	-37.7	-20.8	-28.2	-19.9

资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、今年形势是 2020 年疫情+2018 年中美贸易摩擦的叠加。但是，疫情反复（病毒传染性更强，经济停摆范围更大，不确定性更高，现金流消耗殆尽）及收缩性政策导致信心和预期较弱；贸易摩擦全面升级，外部环境严峻；新旧动能交接期的青黄不接期，旧动能房地产熄火产生负面连锁反应，新动能仍在进行中。

3、经济社会发展目标更加多元：疫情要防住，经济要稳住，发展要安全。从单一目标到多目标，既要又要还要，目标间互斥、非经济目标占用资源。若未建立起适应多元目标的激励约束机制和治理机制，实现目标难度更大。

4、疫情政策面临两难：不放开，经济和就业压力大；放开，一旦发生医疗资源挤兑和死亡率上升，届时舆论环境将发生重大转变，后果更加严重。放开与不放开，涉及不同群体和地区的利益，高收入与低收入群体、疫情相关与其他行业、服务业占比高与服务业占比低、老龄化率高与老龄化率低、医疗资源充沛与落后。

5、当前经济恢复中遇到波折，主要是受疫情、高温及房地产风险的影响；需求端看主要是房地产投资下行、消费低迷，基建和出口在支撑经济，但房地产风险仍未根本化解，出口还将伴随全球经济衰退而下行。三季度预计 3.5%，四季度预计 4.0%，全年预计 3.2%。

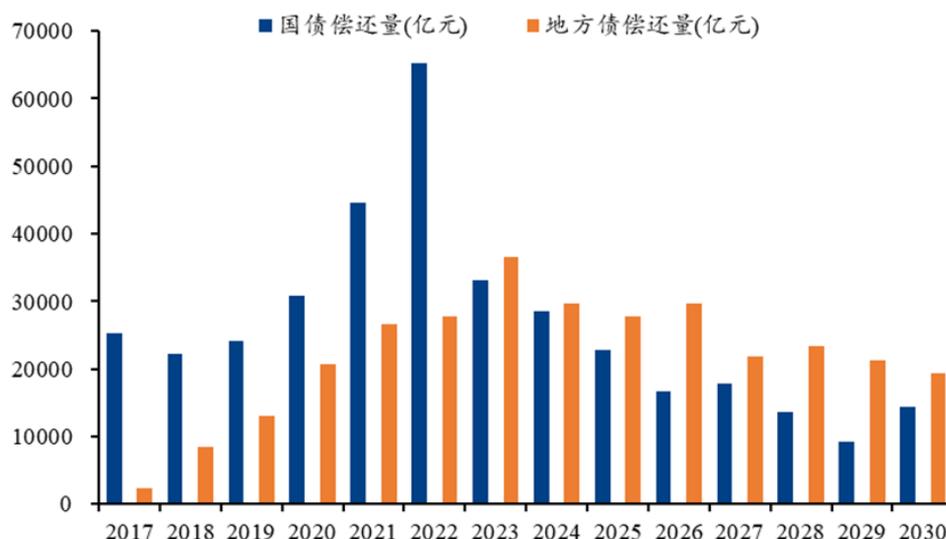
6、明年中国经济仍面临较大的不确定性，取决于疫情是否稳定、房地产是否企稳、财政政策力度和外部冲击（全球经济需求），最关键仍是疫情和房地产。目前 IMF 和世界银行分别预计 2023 年中国经济增速为 4.6%和 4.5%。由于今年增速再度偏低，形成较低基数，我们认为只要疫情控制住或者疫情防控与经济社会发展统筹好、财政持续发力、房地产能稳住，GDP 达到 5%是可以预期的。具体如下 基于 2022 年全年增速 3.2%，若 2022-2023 年两年平均增速为 4.1%，2023 年增速就能达到 5%；若两年平均增速为 4.5%，则 2023 年为 5.8%；若两年平均增速为 4.8%，则 2023 年为 6.5%。由于形势复杂多变，2023 年在 5%上下波动。



二、关注五大经济社会风险产生的财政冲击

财政在防范化解风险的同时财政风险扩大，集中体现在收支矛盾加剧、区县支付风险和重整风险上升。下半年从收入角度好于上半年，但下半年支出压力不减，总体形势难言轻松。一般公共预算收入下行的同时叠加土地出让收入大幅下行，支出压力较大，债务集中到期。2020年财政数据难看，但日子还可以过；2021年财政数据好看，日子未必好过；2022年面子里子都一样，未来五大风险加剧财政紧张，必须未雨绸缪。

图表4：今年政府债务到期规模较高



资料来源：Wind、粤开证券研究院

一是房地产风险引发的财政冲击。影响房地产相关税种及土地出让收入，土地出让收入可能较去年减少 2.6 万亿左右；**行业风险化解需要财政支持，增加地方政府救助责任。**7月13日，绍兴市镜湖新区开发建设办公室：“省里有明确规定，无论开发商出现任何问题，政府有责任确保交付。”7月19日，河南国资委旗下河南资产与郑州国资委旗下郑州地产集团共同成立地产纾困基金。

二是金融风险财政化。截至 2021 年末，全国村镇银行共有 1651 家。2021 年四季度人民银行评级的高风险村镇银行 103 家，占全部高风险机构的 32.6%，占村镇银行总数比例为 6.2%。中小金融机构风险如处理不当，可能会对区域金融稳定形成威胁。为处置村镇银行风险，7月11日至8月11日，河南、安徽已累计垫付 43.6 万户、180.4 亿元，客户、资金垫付率分别为 69.6%、66%。大部分城商行以及一部分农商行的第一大股东是地方财政，且由于区域经营和属地监管，业务与当地财政紧密相关，因此地方财政承担着一定的兜底或关联责任。城商行和农商行存在几大劣势：一是资产质量较差，不良贷款率高；二是盈利能力较弱，资产利润率低；三是风险承受和吸收能力较差，拨备覆盖率和资本充足率低。经济下行背景下，银行业总体提高资本充足率以应对风险，农商行却反而下行。


图表5：2022 年二季度银行业主要监管指标

指标	银行业总体	大型商业银行	股份制银行	城商行	农商行
不良贷款率	1.67%	1.34%	1.35%	1.89%	3.30%
资产利润率	0.82%	0.88%	0.84%	0.67%	0.70%
拨备覆盖率	203.78%	245.26%	212.68%	191.19%	137.57%
资本充足率	14.87%	17.26%	13.28%	12.73%	12.25%

资料来源：银保监会、粤开证券研究院

三是城投风险与财政风险交织。部分高度依赖土地出让收入的地区土地出让收入大幅下降，而目前民营房企整体遇到现金流困难，部分城投摇身一变通过拿地的方式为地方政府输血，但是城投也面临债务问题，这可能会导致城投与财政风险进一步捆绑。

四是通胀风险引发的财政冲击。PPI 同比回落、CPI 同比上升，财政收入的价格因素弱于上半年，但财政需补助中低收入人群和成本上升企业。

五是突发疫情和地缘政治因素。突发疫情导致疫情防控减收增支；突发地缘政治因素，引发企业经营成本上升，增加减税降费和补贴支出需求。

三、政策建议

四季度和明年经济工作的重点是基建继续发力、稳住房地产市场，从政策角度可以实施的有：适当调整刚性问责，激励地方政府稳定经济；增加赤字，优化债务结构，提高国债占比、降低地方债比重，提高一般债比重、降低专项债比重，适当支持城投合法合规发债；进一步下调房贷利率，明确释放出稳房市的预期和信号。

1、统筹疫情防控和经济社会发展，维护正常的生产生活秩序。对地方政府的防控实施包容、尽职尽责的激励制度，避免权责不对等。

2、加强财政、金融、产业政策间协调，避免财政政策成为其他政策的买单者。

3、未雨绸缪储备财政子弹。推出增量财政政策工具，应对财政靠前发力导致的四季度财政资金青黄不接；2023 年上调财政赤字率突破 3%，扩大债务限额与余额空间以应对不时之需。提前发行 2023 年专项债额度、扩大结存限额发行使用、国有企业利润上缴等，弥补土地出让收入下行。

4、优化债务结构，提高国债占比、降低地方债比重，提高一般债比重、降低专项债比重，适当支持城投合法合规发债；强化中央对地方、省级对市县的财政转移支付，避免支付风险。

5、进一步下调房贷利率，明确释放出稳房市的预期和信号。当前房地产放松出现了信号和预期不明的情况，地方态度犹豫和反复。

6、要防止当前的现金流量表冲击，转化为资产负债表衰退，稳定资产价格。当前资本市场持续下挫与外部全球加息、国内信心和预期不足有关，要防止人民币贬值、金融市场动荡相互传递。

7、着眼长远，平衡减税降费与财政可持续性，结构性加税（资源税、环保税、消费税等）。全球加息周期将引发全球结构性加税周期。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com