



宏观研究

【粤开宏观】负重前行的财政，逆势崛起的基建：2023年财政形势和政策展望

2022年11月27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

分析师：贺晨

执业编号：S0300522110001

研究助理：牛琴

近期报告

《【粤开宏观】2022年三季度货币政策执行报告的五个要点》2022-11-17

《【粤开宏观】河北：钢铁第一大省转型，财政体制与形势全景》2022-11-21

《【粤开宏观】拨云见日：2023年中国宏观经济展望》2022-11-22

《【粤开宏观】从财税视角看河南：“中原粮仓”为何“强而不富”》2022-11-24

《中国式现代化下的财税改革》2022-11-26

导读：

2022年中国经济在波折中恢复：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月和9月延续恢复态势，四季度受疫情反弹和出口回落影响，恢复速度将有所放缓。经济下行压力和积极财政主动作为的背景下，今年财政形势总体如何？基建投资为何能维持高增长？明年的财政形势将会如何？基建能否继续发力成为稳增长的重要抓手？本文主要回答以上问题。

摘要：

一、2022年财政形势和基建投资简要回顾

1、财政总体形势及效果：收支矛盾加剧、区县支付风险和重整风险上升，形势虽难但各地财政仍着眼大局、积极作为。经济恢复基础不牢、土地出让收入大幅下行，叠加债务集中到底、支出压力不减，总体形势难言轻松。财政政策总体坚持“提升效能，更加注重精准、可持续”，收入和支出政策主动作为、靠前发力，在稳住经济大盘、稳定就业、兜底民生、支持抗疫和促进科技创新等方面发挥了重大作用。详见前期文章《**财政部长的烦恼**》。

2、财政收支进度：1-10月收入规模仅达到年初预算进度的82.5%，不仅低于序时进度的83.3%，还处于2017-2021年同期最低水平。支出规模相当于预算的77.2%。1-10月财政收支差占年初预算赤字比重达到97.7%，显著高于2017-2021年平均水平35.6个百分点，创近年新高，支出进度明显加快。

3、税收收入承压背景下，财政加强对国有资产盘活，推动非税收入上行。1-10月非税收入占比达到17.8%，较1-9月有所下降，但仍创近十年来同期新高。

4、发展要安全的背景下能源安全重要性上升、大宗商品价格上涨，区域间财政格局发生变化，地方财政收入呈现“西升东降”。资源型省份增速高。

5、1-10月中央收入占比46.1%，低于近年来同期水平，主要源于地方政府盘活大量非税收入；地方支出占比86.3%，为近年来同期较高水平；中央加大了对地方转移支付力度。

6、基建投资持续高增：财政加强与金融协同，专项债和政策性金融“双箭齐发”，基建成为支撑经济的重要动力之一。

一方面，在发改委督促下，各级地方政府加快推进项目前期准备工作，形成“储备-开工-建设-竣工”的滚动接续机制。1-10月发改委审批核准固定资产项目总投资额14233亿元，主要集中在能源、交通、水利等行业，是去年同期的2.9倍。

另一方面，今年新增专项债发行及实际使用规模更大、发行节奏更快、撬动



作用更强、投向基建比例更多、资金使用效率更高，对上半年基建投资形成强力支撑；下半年专项债通过加快结存限额发行和使用，叠加超 6000 亿元政策性金融工具接续，为全年基建投资两位数增长提供保障。

二、2023 年财政和基建形势展望：低基数作用下财政收入增速高，但收支矛盾加剧，需要高赤字支撑

2023 年的经济形势仍是严峻复杂，不确定性较大，疫情以来的两股支撑力量出口和基建，随着出口增速转负，将只剩下基建，这对财政政策的要求更高。财政政策既要对冲经济社会风险，更要确保自身风险可控，兼顾多重目标：实现发展与安全的平衡、稳增长和防风险的平衡、减税降费和财政可持续性的平衡、短期经济社会稳定与长期内生增长动力的平衡、民生福利改善与科技强国的平衡。这更加考验政府的理财能力，尤其是财源建设、大数据理财、优化支出结构、绩效管理、零基预算、中期规划、宏观指导等。

第一，预计 2023 年一般公共预算收入增速 12.4%左右（低基数导致，并非实际的高增速，不要根据数字误判形势和决策）。明年经济增速在低基数作用下反弹，大规模留抵退税因素不再大幅冲击收入，从数据看收入增速将大幅上升。考虑到还可能出台阶段性的缓缴免缴、突发应急减税等，如果 2023 年宏观税负在 17%左右水平，2023 年一般公共预算收入将达到 12.4%，2022-2023 年两年平均增速为 3.9%。

第二，经济下行压力加大，微观主体活力下降，仍需保持适度的支出力度稳增长，假定政府支出相对规模总体稳定，预计一般公共预算支出增速在 8%左右。

第三，基准情形下预计 2023 年财政赤字率突破 3%提高至 3.5%左右，当年新增专项债额度在 3.65 万亿元左右。

第四，政府性基金预算收入受房地产市场影响将继续下行，节奏上前低后高。即使 2023 年政府性基金预算收入恢复至疫情前 2018-2019 年平均水平，政府性基金预算收入增速仍为-0.8%。

第五，2023 年基建投资仍强，高基数导致增速或小幅回落至 8%，但 2022-2023 两年平均增速仍有 10%左右。

一方面，明年经济需要基建继续发力。但当前一般公共预算支出需保障及兜底民生、土地出让收入拖累政府性基金支出，加之隐性债务强监管，城投融资受限、债务扩张放缓，专项债和政策性金融工具仍然是明年基建发力的重点。专项债需进一步加强与政策性金融配合，推动项目落地形成实物工作量。因此实际可用的专项债资金需保持一定规模，避免资金青黄不接。

另一方面，专项债虽不纳入赤字，但也不可无限扩张。当前专项债已成为事实上的一般债，截至 2022 年 9 月地方政府专项债务余额突破 20 万亿，远高于地方政府一般债务余额的 14.4 万亿。由于专项债迅速扩容，地方政府付息压力攀升。2021 年全国专项债务付息率达到 4.3%，较 2020 年上升 1.1 个百分点。专项债额度不宜再大幅提高，需实事求是地发行一般债，计入赤字，让债务风险体现到社会和公众能感知到的赤字，进一步显性化。

三、财政政策建议

2023 年经济工作的核心抓手是积极财政拉动基建、适度宽松货币政策稳定房地产、结构性货币政策促进高质量发展，既要避免陷入赤字率 3% 高低的无谓争论，又要避免陷入“减税万能”“一切由财政兜底”的陷阱。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、进一步加强财政、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。
- 2、积极的财政政策要从大规模的收入端减税降费转移到支出端发力，要从数量规模型减税降费转到效率效果型减税降费。
- 3、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。
- 4、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）。

风险提示：疫情反复超预期、政策力度不及预期



目 录

| | |
|--|----|
| 一、2022 年财政形势和基建投资回顾..... | 5 |
| (一) 财政形势面子里子都一样，形势虽难但仍服务大局、积极作为 | 5 |
| (二) 专项债、政策性金融工具“双箭齐发”，基建投资高增..... | 11 |
| 二、2023 年财政形势展望：低基数作用下财政收入增速高，但收支矛盾加剧，需要高赤字支撑 | 16 |
| 三、2023 基建形势展望：增速略有回落，但维持高个位数增长..... | 18 |
| 四、政策建议..... | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：1-10 月一般公共预算收入与支出增速 | 6 |
| 图表 2：历年 1-10 月财政收入进度..... | 6 |
| 图表 3：历年 1-10 月非税收入占比..... | 7 |
| 图表 4：1-9 月部分省份一般公共预算收入增速..... | 7 |
| 图表 5：剔除留抵退税因素后，1-9 月部分省份一般公共预算收入增速 | 8 |
| 图表 6：历年 1-10 月中央本级财政支出占比 | 9 |
| 图表 7：1-10 月财政收支差占预算赤字比重高于往年..... | 9 |
| 图表 8：今年以来政府性基金收入累计同比始终为负 | 10 |
| 图表 9：历年 1-10 月政府性基金预算收入完成进度 | 10 |
| 图表 10：今年以来，城投拿地增多..... | 11 |
| 图表 11：今年以来，基建投资增速维持高增 | 12 |
| 图表 12：发改委审批核准固定资产投资项目投资额较去年大幅增长..... | 13 |
| 图表 13：固定资产投资项目新开工情况 | 14 |
| 图表 14：历年新增专项债发行规模..... | 14 |
| 图表 15：今年新增专项债发行节奏较快 | 15 |
| 图表 16：2022 年各省专项债作为资本金情况 | 15 |
| 图表 17：2022 年专项债投向..... | 16 |
| 图表 18：下半年以来，政策性金融工具发力..... | 16 |
| 图表 19：地方政府债务付息率..... | 17 |

一、2022 年财政形势和基建投资回顾

(一) 财政形势面子里子都一样，形势虽难但仍服务大局、积极作为

2022 年财政政策总体坚持“提升效能，更加注重精准、可持续”，积极作为、靠前发力，有效稳住全国经济大盘、弥补社会需求不足、促进科技创新和稳定就业。但财政在稳经济的同时风险扩大，集中体现在收支矛盾加剧、区县支付风险和重整风险上升。2022 年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，主要受益于特别国债以及高赤字；2021 年财政数据好看，日子未必好过，因为债务退潮；2022 年面子里子都一样，形势艰难。

第一，1-10 月全国财政收入负增长，累计增速-4.5%，扣除留抵退税因素后增长 5.1%，仍低于疫情前的平均水平，主要源于上半年大规模留抵退税和今年以来疫情反复冲击导致经济恢复基础不牢固及不均衡。上半年经济下压力加大，积极的财政政策主动作为、靠前发力，落实大规模留抵退税。税务总局最新数据显示，截至 11 月 10 日，已退到纳税人账户的增值税留抵退税款达 2.3 万亿元，超过去年全年退税规模的 3.5 倍；减税降费退税合计已达到 3.7 万亿元。

受到大规模留抵退税基本完成、经济走出二季度的谷底、2021 年低基数等因素提振，10 月税收收入单月同比增速达到 15.2%，创 2021 年 6 月以来新高。但 1-10 月财政收入仍负增长，同时收入规模仅达到年初预算进度的 82.5% 不仅低于序时进度的 83.3%，还处于 2017-2021 年同期最低水平。此外，税收收入整体承压背景下，财政加强对国有资产盘活，推动非税收入上行。1-10 月非税收入占比达到 17.8%，较 1-9 月有所下降，但仍创近十年来同期新高。

第二，发展要安全的背景下能源安全重要性上升、大宗商品价格上涨，区域间财政格局发生变化，地方财政收入呈现“西升东降”。由于大部分省份尚未公开对外披露 1-10 月财政收支数据，采用 1-9 月数据分析。受益于煤炭等大宗商品量价双涨，部分西部省份增值税、资源税等收入大幅提升，内蒙古、山西、新疆、陕西、宁夏等资源大省 1-9 月份财政收入同比增速超 15%。剔除留抵退税因素后，内蒙古、山西同口径可比增速更是达到 37.7%和 36.3%。

第三，财政统筹发展与安全、基建与民生，刚性支出不减导致收支矛盾加剧，财政收支差占预算赤字比重上升。1-10 月一般公共预算支出同比增长 6.4%，并呈现三大特征。

一是中央坚决落实过紧日子要求，压减自身支出，通过转移支付弥补地方收入减少，地方支出占比处近年同期高位，缓解基层财政困难。

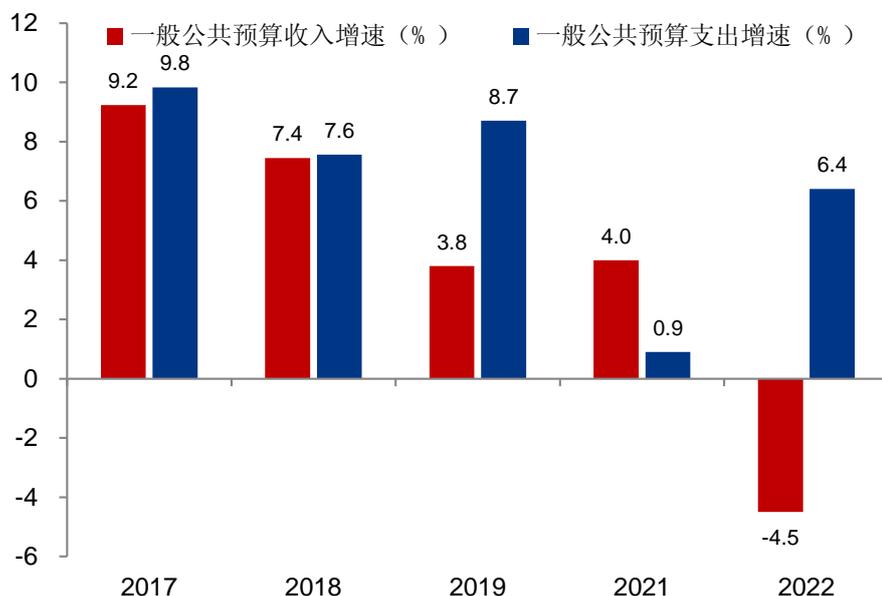
二是民生领域刚性支出有保障。1-10 月教育、社保就业和卫生健康等民生支出接近 7.9 万亿元，占总支出比重为 38.2%，创近年来同期新高。

三是财政加强与金融配合稳经济，中央财政按实际股权投资额，对额度超 6000 亿的政策性金融工具予以适当贴息，贴息期限 2 年。

财政收入下行与刚性支出不减背景下，1-10 月财政收支差达到 32937 亿元，占预算赤字比重达到 97.7%，显著高于 2017-2021 年。

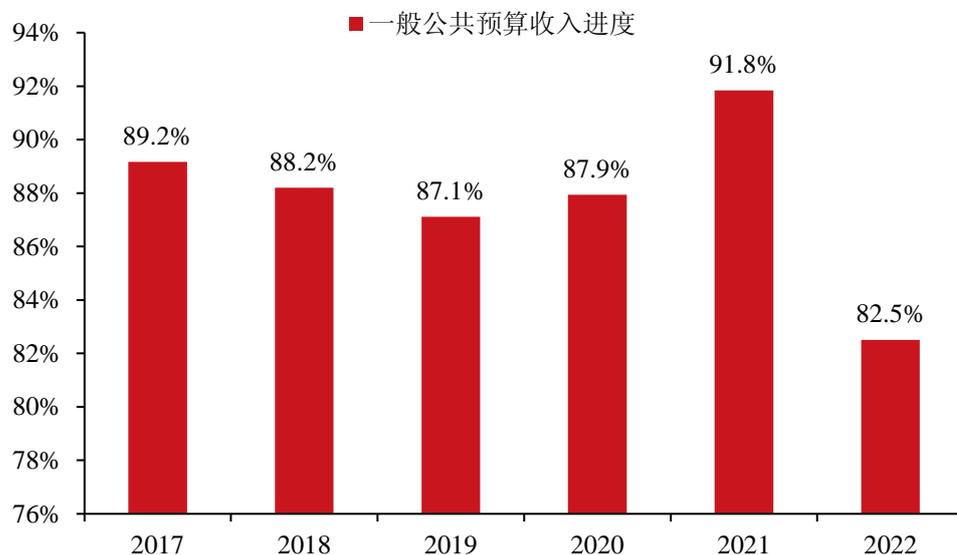


图表1：1-10月一般公共预算收入与支出增速



资料来源：wind、粤开证券研究院，注：2021年为两年平均增速

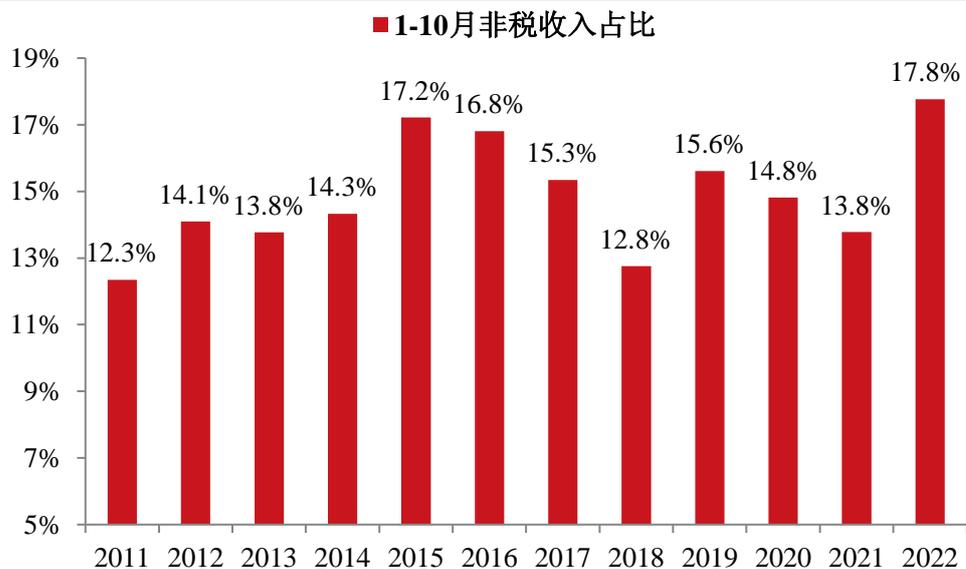
图表2：历年1-10月财政收入进度



资料来源：wind、财政部、粤开证券研究院

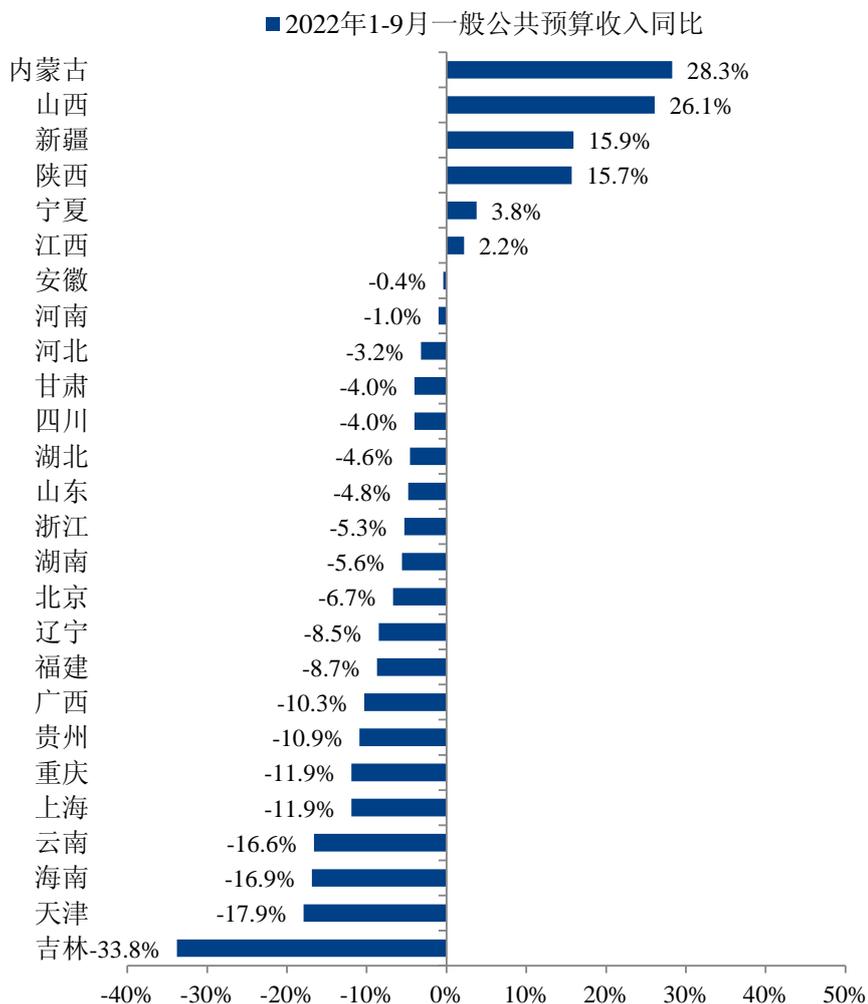


图表3：历年1-10月非税收入占比



资料来源：wind、财政部、粤开证券研究院

图表4：1-9月部分省份一般公共预算收入增速

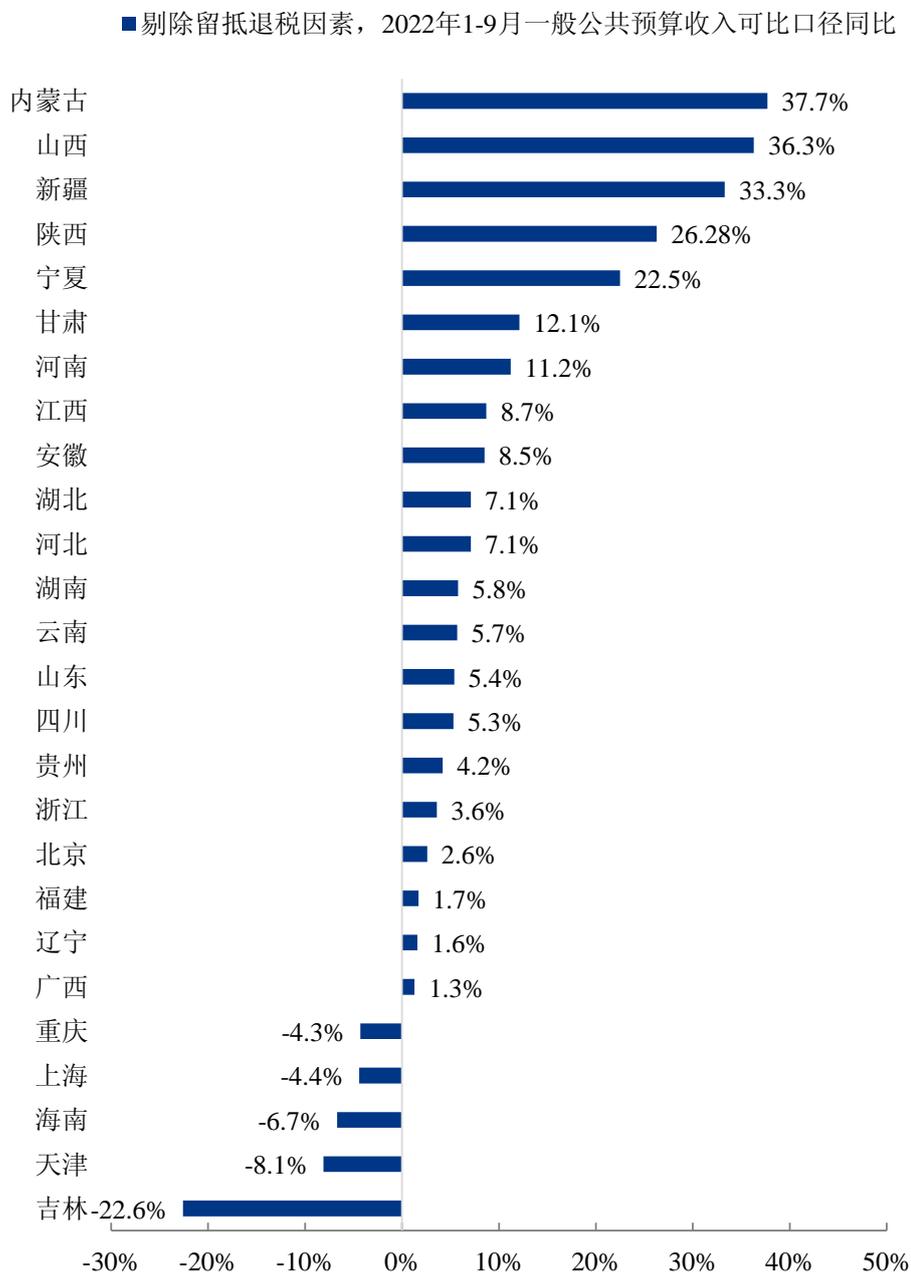




资料来源：wind、财政部、粤开证券研究院

注：黑龙江、青海、江苏、广东等部分省份尚未公开披露 1-9 月财政收支数据

图表5：剔除留抵退税因素后，1-9 月部分省份一般公共预算收入增速



资料来源：wind、财政部、粤开证券研究院

注：黑龙江、青海、江苏、广东等部分省份尚未公开披露 1-9 月财政收支数据

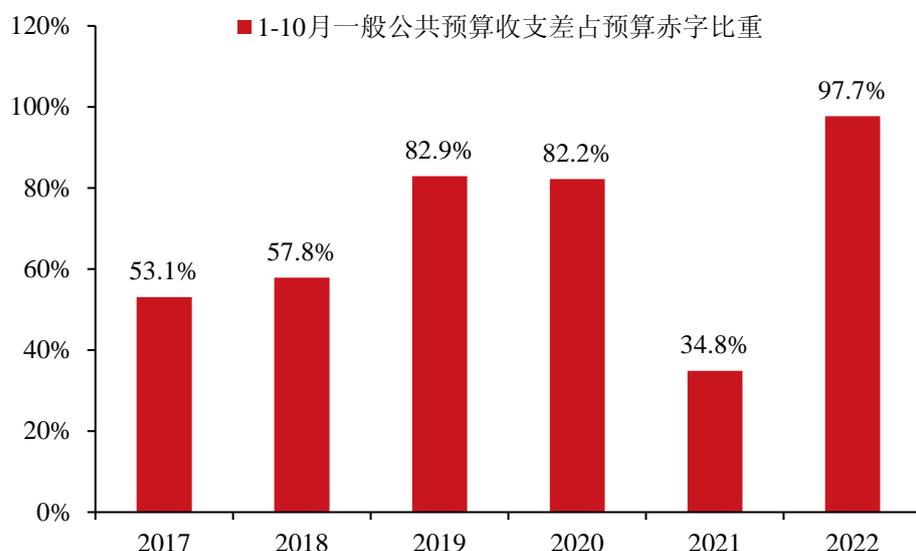


图表6：历年 1-10 月中央本级财政支出占比



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表7：1-10 月财政收支差占预算赤字比重高于往年



资料来源：wind、粤开证券研究院

第四，房企债务风险引发房企融资困难与居民购房信心不足，房地产市场（含土地市场）持续低迷，带动政府性基金收入增速快速下行，土地出让收入降幅超 20%，冲击地方可用财力。今年以来房地产下行压力加大，受到疫情反复、部分地市楼盘烂尾等因素影响，居民端购房能力及购房意愿趋势性下行，企业端部分房企面临市场融资困难、销售回款转负等问题，房企整体预期较弱、拿地意愿下行，导致政府性基金收入增速快速下行。1-10 月政府性基金预算收入下降 22.7%，创 2016 年以来同期水平新低。其中土地出让金滑坡是主要拖累，1-10 月国有土地使用权出让收入 44027 亿元，比上年同期下降 25.9%。地方财政困难之下，部分城投摇身一变通过拿地的方式为地方政府输血，



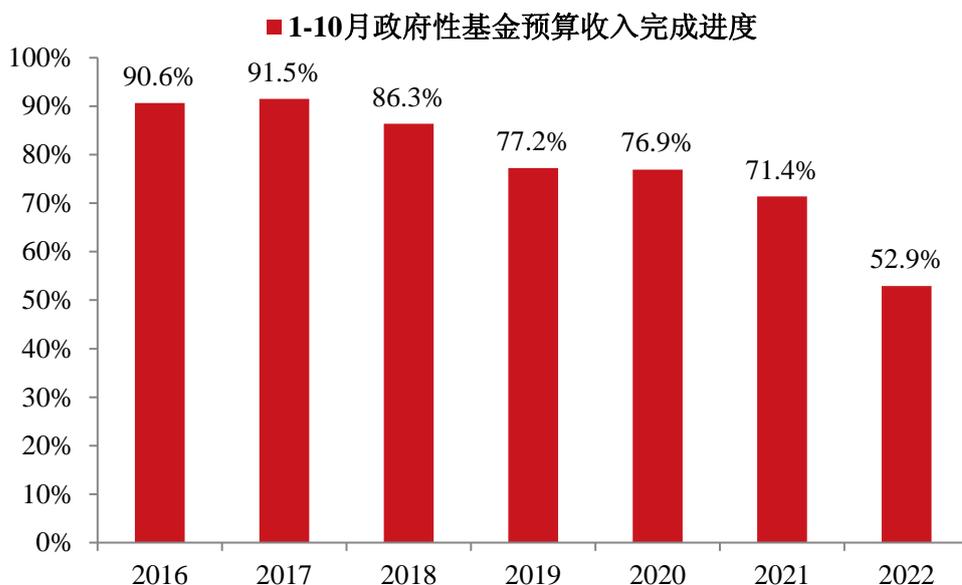
使得政府性基金收入降幅逐步收窄。但是城投也面临债务问题，这可能会导致城投与财政风险进一步捆绑。10月14日，财政部发文指出不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，有意打击地方国企虚假参与土地使用权招标拿地的行为。

图表8：今年以来政府性基金收入累计同比始终为负



资料来源：wind、粤开证券研究院

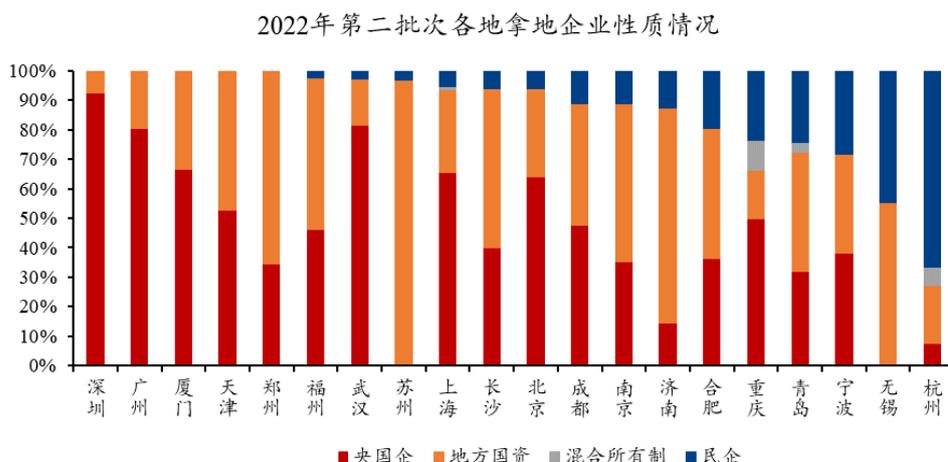
图表9：历年1-10月政府性基金预算收入完成进度



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表10：今年以来，城投拿地增多



资料来源：中指数据、粤开证券研究院

（二）专项债、政策性金融工具“双箭齐发”，基建投资高增

今年以来，基建投资持续高增。年初我国经济行压力持续凸显，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重冲击，需要强化跨周期和逆周期调节。四季度疫情以来经济的两大支撑基建和出口转变为主要依靠基建，出口受全球经济下行影响逐步下行。基建和财政发挥至关重要的作用，不仅要稳住自身，而且还要承担对冲消费下行、房地产投资负增长的任务。今年基建投资增速重回两位数时代，1-10月广义基建投资增速同比增长11.4%，较1-9月上升0.2个百分点，较2020-2021年同期两年平均加快9.5个百分点。

今年基建增速持续高增的主要原因是政策持续加码下，项目端“储备足、开工快”，资金端“专项债唱罢、政策性金融工具登台”。

一方面，在发改委督促下，各级地方政府加快推进项目前期准备工作、项目储备充足，形成“储备-开工-建设-竣工”的滚动接续机制。去年下半年固定资产投资项目审批才开始加快，出现“钱等项目”的情况，今年国家发改委加快项目前期储备与审批工作，并推动基建项目尽快开工。1-10月发改委审批核准固定资产项目97个，总投资14233亿元，主要集中在能源、交通、水利等行业，是去年同期的2.9倍、全年的1.8倍。开年以来，全国上下“赶前抓早”推进项目开工，成都、江苏、安徽、浙江、山东等多地一季度重大项目集中开工。据国家统计局数据，1-10月份新开工项目计划总投资同比增长了23.1%。

另一方面，财政和准财政齐发力下，基建投资增量来源资金多。在防范化解地方政府隐性债务风险的政策基调下，上半年新增专项债是基建投资重要的增量资金来源。与往年相比，今年专项债对基建的支撑作用更强，主要在于以下五个方面：

一是新增专项债发行及实际使用规模更大。2022年安排新增专项债限额3.65万亿元，在此基础上下半年国务院提出用好5000多亿元专项债地方结存限额。截至11月23日，2022年新增专项债已发行40155.8亿元，较2021年全年多增4311.8亿元。在实际使用中，还要考虑去年四季度大概有1.4万亿专项债集中发行，在今年一季度形成实物工作量。

二是发行节奏更快。截至6月底上半年用于项目建设的3.45万亿元专项债基本发行完毕，而去年同期进度仅为27%，2020年财政提前发力下，上半年发行进度也仅有59.5%。



早发行、早使用，去年四季度以及今年上半年发行的债券均能在年内投入使用，形成实物投资。

三是撬动作用更强。专项债作为项目资本金，有助于发挥专项债券“四两拨千斤”的杠杆作用，吸引更多社会资本投入。截至 11 月 23 日，专项债用作项目资本金的金额共有 2782.6 亿元，占比为 6.9%，共撬动 23438.7 亿元投资，资金杠杆达到 8.4 倍，而 2021 年仅为 7.6 倍。其中，由于相关项目要求严格，广东、山东、江苏三省符合条件的项目较多，专项债作资本金的金额分别为 569.7 亿元、385.6 亿元和 328.5 亿元，位居全国前三。

四是投向基建比例更多。已明确投向新增专项债中，投向园区建设、收费公路、水利等基建领域的占比为 49.4%，较 2021 年提高 7.0 个百分点。

五是资金使用效率更高。长期以来，地方政府债券重发行、轻管理，债券资金使用过程中存在资金闲置、使用效率低和投向不合规等问题，债券资金使用效率低下。今年以来全面推广穿透式监测，强化专项债券全生命周期管理，促进专项债券资金安全、规范、高效使用。

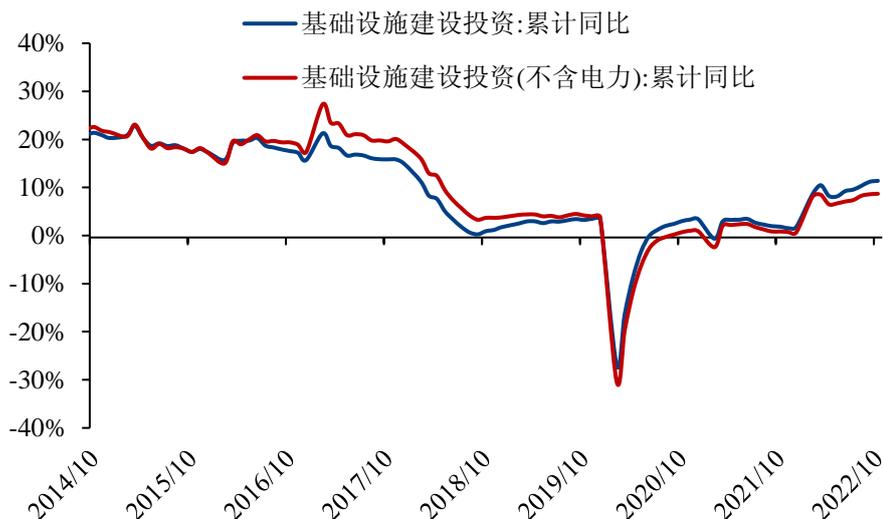
下半年，政策性金融工接力专项债，成为促进基建投资的重要工具。6 月 29 日，国常会决定运用 3000 亿元政策性、开发性金融工具补充重大项目资本金；8 月 24 日，在之前 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度。政策性金融工具接续发力支持基建，主要体现在以下三个方面：

一是实际使用额度超 6000 亿元。理论上政策性开发性金融工具额度在 6000 元以上，没有明确上限。国家发改委新闻发言人孟玮在 11 月 16 日举行的新闻发布会上表示，目前 7399 亿金融工具资金已全部投放完毕。

二是可撬动资金规模更大。专项债支持基建的方式有配套融资和作为项目资本金两种。专项债作为项目资本金的比例最多可占到 25%，但由于可用专项债作为资本金的项目要求严格，符合标准的项目较少，使用用作资本金的专项债比例远小于 25%。截至 11 月 23 日，2022 年共有 2782.6 亿元专项债用作资本金，占发行规模的比重仅为 6.9%。相较而言，政策性金融工具定位为重大项目的资本金补充工具，受约束相对较少，加上政策性银行及各商业银行积极推进落实相关项目的配套融资，实际发挥的杠杆作用要远大于同等额度的专项债。

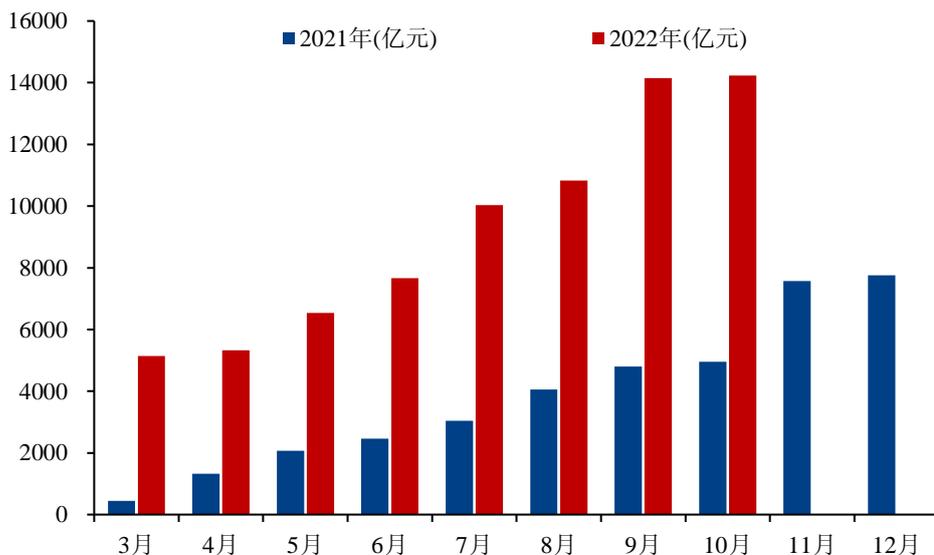
三是额度向经济大省倾斜。相比于专项债，政策性金融工具的分配更为灵活，优先支持“十四五”规划内的、前期工作成熟、三季度能尽快开工的基础设施重点领域项目，资金资源向经济大省、重点省市倾斜，助力相关省份挑起稳经济大梁。农发行表示，基金第二期重点支持广东、江苏、山东、浙江、河南和四川六个经济大省，投资项目 412 个，金额 676.37 亿元，金额占比 68%。进出口银行向广东、江苏、山东、浙江、河南和四川投放 252 亿元，占比 50.4%。

图表11：今年以来，基建投资增速维持高增



资料来源：wind、粤开证券研究院 注：2021 年增速为两年平均增速

图表12：发改委审批核准固定资产投资项目投资额较去年大幅增长



资料来源：发改委官网、粤开证券研究院

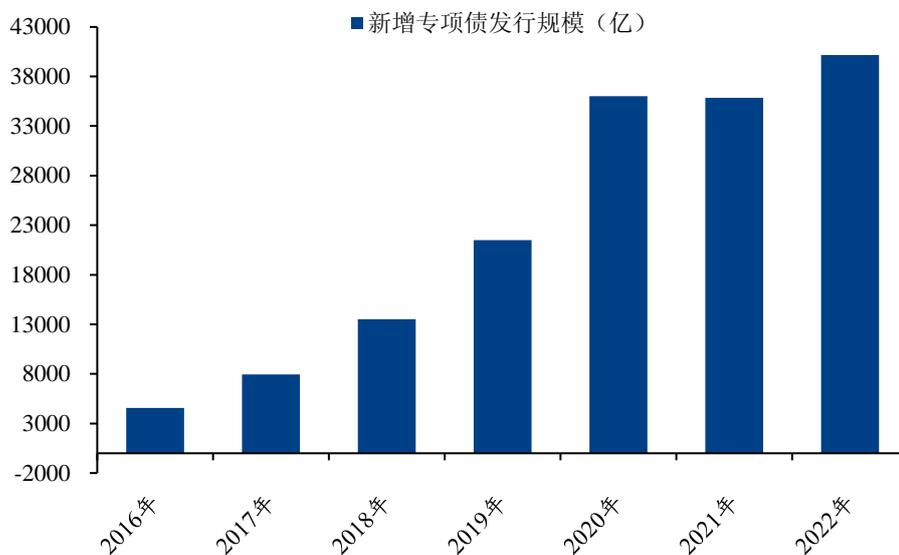


图表13：固定资产投资项目新开工情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表14：历年新增专项债发行规模

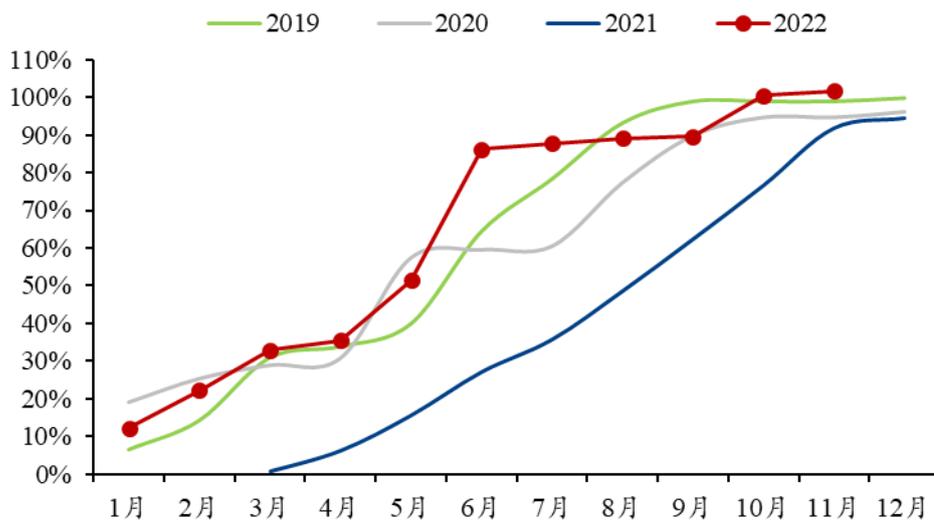


资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

注：2022年截至11月23日



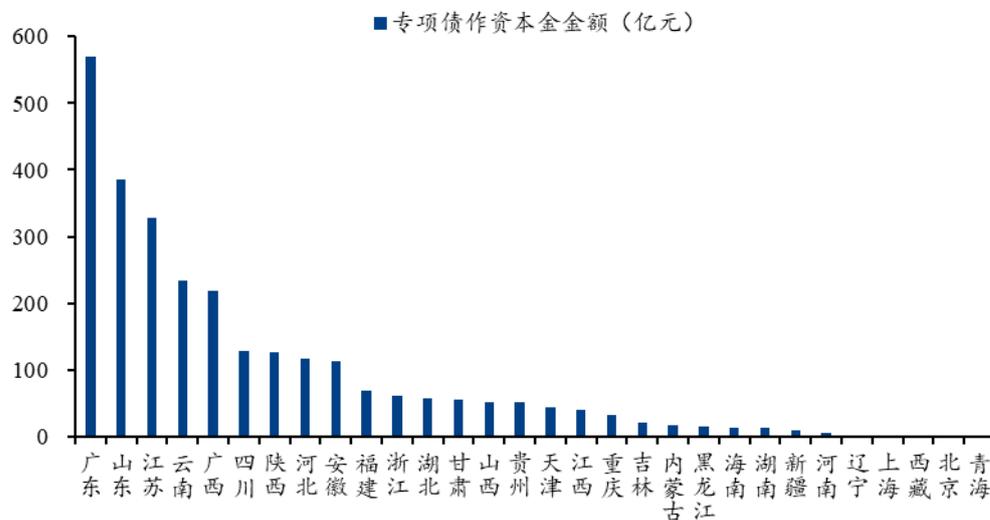
图表15：今年新增专项债发行节奏较快



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

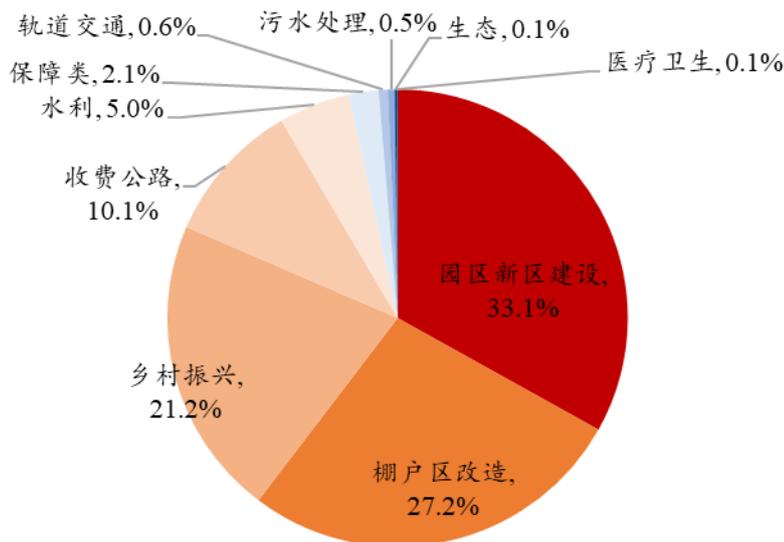
注：数据截至2022年11月23日

图表16：2022年各省专项债作为资本金情况





图表17：2022年专项债投向



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

注：数据截至2022年11月23日

图表18：下半年以来，政策性金融工具发力

| 时间 | 具体内容 |
|-----------|---|
| 2022/6/1 | 对金融支持基础设施建设，要 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。 |
| 2022/6/29 | 运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等 筹资3000亿元 ，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥。 |
| 2022/8/24 | 在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再 增加3000亿元以上 额度。 |

资料来源：国务院官网、粤开证券研究院

二、2023年财政形势展望：低基数作用下财政收入增速高，但收支矛盾加剧，需要高赤字支撑

总体上，2023年财政政策既要对冲经济社会风险，更要确保自身风险可控，兼顾多重目标：实现发展与安全的平衡、稳增长和防风险的平衡、减税降费和财政可持续性的平衡、短期经济社会稳定与长期内生增长动力的平衡、民生福利改善与科技强国的平衡。这更加考验政府的理财能力，尤其是财源建设、大数据理财、优化支出结构、绩效管理、零基预算、中期规划、宏观指导等。

第一，预计2023年一般公共预算收入增速12.4%左右，政府性基金预算收入将继续下行。

宏观层面，明年经济增速在低基数作用下反弹，大规模留抵退税因素不再大幅冲击收入，从数据看收入增速大幅上升。今年1-10月财政收入累计同比-4.5%，全年预计在-4.0%~-3.0%。保守估计，2023年实际GDP预计为5%左右、名义GDP增速预计为6%



左右。近年来我国财政收入增速均低于名义 GDP 增速，宏观税负持续下行，反映了财政收入自动稳定器效应以及政府减税降费、让利于民的逆周期调控。2021 年狭义宏观税负（一般公共预算收入/名义 GDP）为 17.7%，较 2015 年 22.1% 的高点下降了 4.4 个百分点。截至 11 月 10 日，今年已退到纳税人账户的增值税留抵退税款达 2.3 万亿元，预计相当于全年 GDP 的 1.9 个百分点，这将导致今年宏观税负继续下滑约 2 个百分点，导致一般公共预算收入增速比未实施留抵退税前下降 10 个百分点。

大规模退税减税缓税政策一方面有力缓解企业负担，但另一方面对财政产生巨大压力，必须尽快稳定目前的宏观税负水平，避免再大幅下行。考虑到还可能出台阶段性的缓缴免缴、突发应急减税等，如果 2023 年宏观税负在 17% 左右水平，2023 年一般公共预算收入将达到 12.4%，2022-2023 年两年平均增速为 3.9%。

结构层面，房地产市场持续低迷，居民预期较差，房地产相关税收和土地出让收入仍将持续下行。 房地产对财政的贡献较大，2019 年房地产行业税收为 2.62 万亿元，占全国税收的 16.6%，占全国财政收入的 13.8%；土地出让收入为 7.25 万亿元，占政府性基金预算收入的 85.8%。两本预算加总计算房地产对全国财政收入的贡献可达到 35.9%。

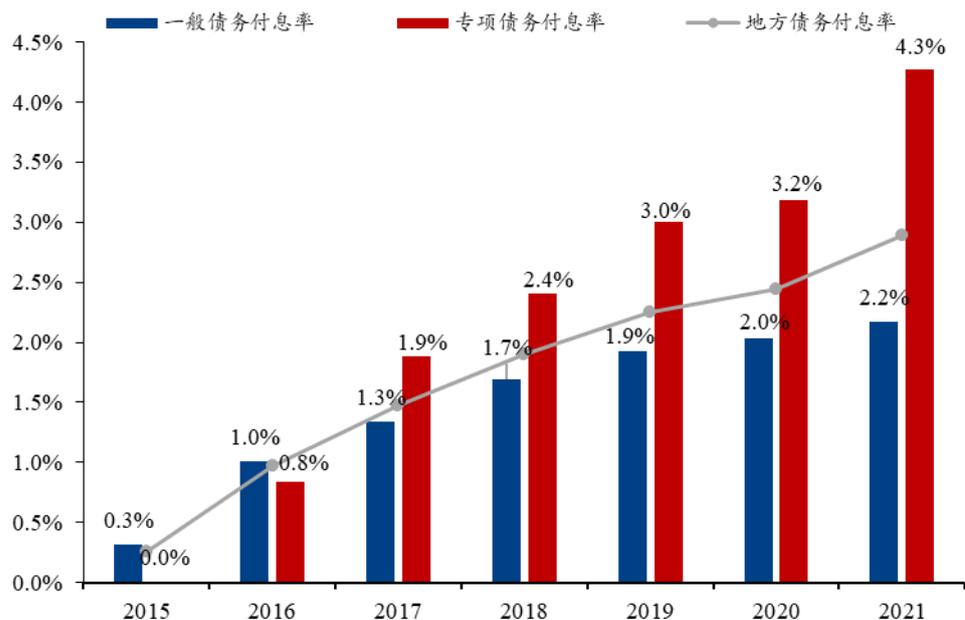
近期稳地产政策持续发力：供给端，政策从保交楼、保项目逐步转到纾困企业主体，缓解房企现金流压力；需求端，降低居民购房成本，支持刚性和改善性住房需求。但政策传导至预期改善再至实际见效仍需时间，同时民企房企目前仍处于风险爆发期、财政部发文禁止国企虚假拿地虚增土地出让收入，土地市场降温趋势在明年上半年可能难以得到扭转。**保守估计，即使 2023 年政府性基金预算收入恢复至疫情前 2018-2019 年平均水平，政府性基金预算收入增速仍为-0.8%。**

第二，经济下行压力加大，微观主体活力下降，仍需保持适度的支出力度稳增长，预计一般公共预算支出增速在 8% 左右。 继续通过大规模减税降费的效果可能不及预期，理论上减税降费后，企业和居民资金增加，将有助于拉动企业投资和居民消费，但事实上当前企业和居民的预期较差，增加投资和消费意愿低迷。因此大规模的收入政策难以带来经济总量的提升，反而导致了财政统筹及治理能力大幅下降的问题。

财政需做好短期稳增长与中长期助力构建新发展格局的平衡，财政支出端压力较大。明年财政托底经济稳增长的必要性非常高，考验财政政策连续性、可持续性与跨期调节的能力。经济转型背景下财政刚性支出压力凸显，2023 年财政的主要任务包括稳定经济（扩大内需）、抗疫纾困、推动经济转型升级、促进共同富裕、促进科技创新、保民生、保基层财政运转、化解风险等。

第三，基准情形下预计 2023 年财政赤字率突破 3% 提高至 3.5% 左右，当年新增专项债额度在 3.65 万亿元左右。 一方面，明年经济需要基建继续发力，专项债需进一步加强与政策性金融配合，推动项目落地形成实物工作量。因此实际可用的专项债资金需保持一定规模，避免资金青黄不接。另一方面，当前专项债已成为事实上的一般债，截至 2022 年 9 月地方政府专项债务余额突破 20 万亿，远高于地方政府一般债务余额的 14.4 万亿。近年来，由于专项债迅速扩容，地方政府付息压力攀升。2021 年专项债务付息率达到 4.3%，较 2020 年上升 1.1 个百分点。专项债额度不宜再大幅提高，需实事求是地发行一般债，体现到社会和公众能感知到的赤字，进一步让债务风险显性化。

图表19：地方政府债务付息率



资料来源：wind、粤开证券研究院

三、2023 基建形势展望：增速略有回落，但维持高个位数增长

当前经济仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，货币政策效果受私人部门信贷需求不足而削弱，财政政策尤其是基建投资仍然是稳增长的重要抓手。我们预计2023年基建投资仍强，高基数下增速或小幅回落至8%，但两年平均增速仍有10%左右。

意愿方面，经济下行压力背景下，地方政府稳增长需求及意愿较强；

项目方面，各地已积极推进项目储备工作，同时今年新开工项目较多，明年继续施工，工作量将有保障。今年以来国家发改委项目审核提速、基建项目新开工增加、建筑企业新签合同高速增长，为明年基建投资打下坚实基础。1-9月国有及国有控股建筑企业新签合同金额达到11.9万亿元，同比增长17.9%。

资金方面，政策工具箱较为丰富，专项债和政策性金融工具仍然是明年基建发力的重点。

一方面，当前一般公共预算重点保障和兜底民生、土地出让收入拖累政府性基金预算，加之隐性债务监管下，城投融资受限、债务扩张放缓，因此预算内资金和自筹资金中政府性基金、城投债、PPP等资金对明年基建的支撑力度有限。截至11月24日，2022年城投债净融资为11304.6亿元，较2021年全年下降47.1%。

但另一方面，财政将进一步加强货币政策的配合，托举基建。从历次基建投资发力来看，我国推动基建的政策工具箱丰富，包括长期建设国债、铁道债、政策性金融债等。在2015-2017年，我国共发行七批次、超两万亿专项建设金融债，期间广义基建投资增速经历一次反弹，从2016年初的15.7%回升到2017年初的21.3%。明年政策性金融工具仍然是政策发力的重要着力点，同时配合商业银行信贷，成为基建投资的重要资金来源。

此外，当前部分地方政府专项债额度已提前下达，预计2023年专项债发行和使用进度仍将靠前发力。必要的情况下，专项债结存限额仍有超万亿的腾挪空间，发力基建。



四、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、尽职免责的激励制度，避免权责不对等。

2、进一步加强财政、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。重点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；二是部分城商行、农商行经营不善寻求财政兜底，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，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。

3、积极的财政政策要从大规模的收入端减税降费转移到支出端发力，要从数量规模型减税降费转到效率效果型减税降费。当前及明年提振经济的核心要通过改善营商环境、稳定预期、降低能源等大宗商品价格，减税降费不是万能的。经过连续多年的大规模减税降费，减税降费的边际效应递减，且会导致政府宏观调控能力下降，财政形势将更加严峻，当前不宜再推出大规模减税降费。

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）。



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。

贺晨，2021年3月加入粤开证券，证书编号 S0300522110001。

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

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com