

2022 年财政和基建扩张力度历史罕见，这里有一个深刻的背景在于 2022 年国内奥密克戎疫情反复，恰逢地产链面临历史罕见增速下滑。展望 2023 年，财政运行和基建投资依然深受疫情和地产影响，毕竟前者关系财政收支强度，后者关系稳增长诉求强弱。

我们对 2023 年宏观的基准假设是疫情对经济压制有所减轻，地产企稳修复。这一情境下 2023 年财政运行有三点特征：第一，财政依然扩张，只不过扩张力度较 2022 年减轻。第二，地方政府主导的传统基建有所收敛。第三，不论是预算内政府债券扩容，还是预算外准财政工具加码，都需要中央政府肩负起更多加杠杆责任。

➤ **先来回顾 2022 年财政和基建运行逻辑：财政扩张，基建高增。**

截至 11 月中旬，2022 年税收减免缓规模达到 3.7 万亿。下半年还动用政策性银行信贷工具等增量政策工具。疫情虽然对狭义财政收入端冲击明显，但财政扩支的定力贯穿全年。2022 年财政扩张的另一面，是基建高增。基建投资原本在 2018 年完成了下台阶，但今年为对冲地产下行压力，“适度超前”基建投资，全年基建投资迎来两位数增长。

➤ **展望 2023 年，预计财政或依然维持高举债融资，然而财政支出或一般。**

赤字率往往代表当前财政取向。为积极提振增长，我们认为 2023 年财政采用偏积极的态度，赤字率或定在 3%，对应赤字规模 3.8 万亿。我们还预计专项债新增规模落在 4.7-5.2 万亿区间。综合判断，2023 年全年利率债供给或创历史新高。

受制于财政收入收缩（主要是土地出让金下台阶），我们预计 2023 年广义支出增速或较 2022 年小幅下行，全年增速 4.4% (2022E, 4.6%)。

简言之，2023 年财政运行极有可能呈现如下特征——政府新增债务高，然而支出未必等量扩张，即债务规模“雷声大”，支出力度“雨点小”，这是一种典型的紧平衡财政。

➤ **展望 2023 年，财政还将朝两个方向倾斜：杠杆向中央倾斜，资金向准财政倾斜。**

2022 年财政扩张，中央政府已经承担起更多的杠杆扩张压力。今年政府继续严控隐债，同时也对新增专项债限额保持克制，对地方政府预算外肆意杠杆扩张已经显现出足够的警惕。2022 年中央创新使用两项金融工具助力全国财政扩张，这些杠杆属于中央杠杆。

我们认为，2023 年财政投资支出责任仍更多落在中央肩上，因为地方资金收入紧缺，且投资项目储备相对不足。

我们认为 2023 年中央或再使用政策性金融工具完成财政扩张。相较增扩赤字，增发地方专项债，政策性金融工具将有以下几点优势。一是发行使用较为机动灵活；二是投资撬动效应更大，可能达到 10 倍杠杆；三是资金使用效率更高。

➤ **财政大框架下展望 2023 年基建：地产弱企稳后基建投资下台阶。**

我们预计 2023 年地产投资有所企稳，基建投资增速因此较 2022 年回落。

中国经济短周期被地产左右，作为逆周期对冲项，基建与地产必然呈现出此强彼弱的周期关系。我们预计 2023 年地产投资增速或在 -3.6%-5.1% 区间，中性假设下地产投资增速在 1.5%。与之匹配，2023 年基建投资增速或落在 [3.3%, 8.9%] 区间，中性假设下 2023 年基建投资增速或达 5.7%。

根据测算，单纯依靠预算内资金，2023 年基建增速将落入负值区间 (-10%)。若将基建增增速稳定在 5% 以上，例如 5.7%，则增量工具规模或需 0.7 万亿，与今年额度持平。

财政预算内收支紧平衡状态下，2023 年或将迎来利率债与类财政工具共同放量，央地间关系也将这一轮财政扩张中再度重塑。

➤ **风险提示：疫情发展超预期，海外地缘政治风险超预期，国内政策调控超预期。**



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008
 电话：15601683648
 邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周信悦
 执业证书：S0100121120011
 电话：13135690247
 邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

1. 全球大类资产跟踪周报：人民币汇率强势反弹-2022/12/04
2. 2023 年宏观经济及资产配置展望 (二)：2023 年海外：大转折前的流动性风暴-2022/12/02
3. 宏观事件点评：地产、超额流动性和债市走向-2022/11/30
4. 2022 年 11 月降准点评：“半次”降准利好谁？-2022/11/27
5. 全球大类资产跟踪周报：地产牵引市场走向-2022/11/27

目录

1 2022 年财政基建表现回顾	3
1.1 2022 年财政：宽财政主线贯穿全年.....	3
1.2 2022 年基建：被地产牵引的增速高企.....	4
2 2023 年财政债务扩张然而投资增速一般.....	5
2.1 预计 2023 年公共财政收入增长乏力.....	5
2.2 2023 年土地出让金同比或仍为负值.....	6
2.3 总结：2023 年预算内财政扩张力度有限	8
3 2023 年财政将朝中央和准财政倾斜	9
3.1 2022 年，中央成为财政扩张主体.....	9
3.2 2023 年，中央将延续财政扩张主导权.....	12
3.3 预计 2023 仍将有一轮政策性金融工具发行	14
4 地产投资弱企稳，基建投资下台阶	15
4.1 2023 年基建投资增速或达 5.7%.....	15
4.2 预测新增政策性金融工具规模达 0.7 万亿.....	16
5 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

1 2022 年财政基建表现回顾

1.1 2022 年财政：宽财政主线贯穿全年

2022 年地产投资走弱、疫情影响反复，财政为提振内需明显减收扩支，具体来看，2022 年财政扩张贯穿全年，可划分为三个阶段。

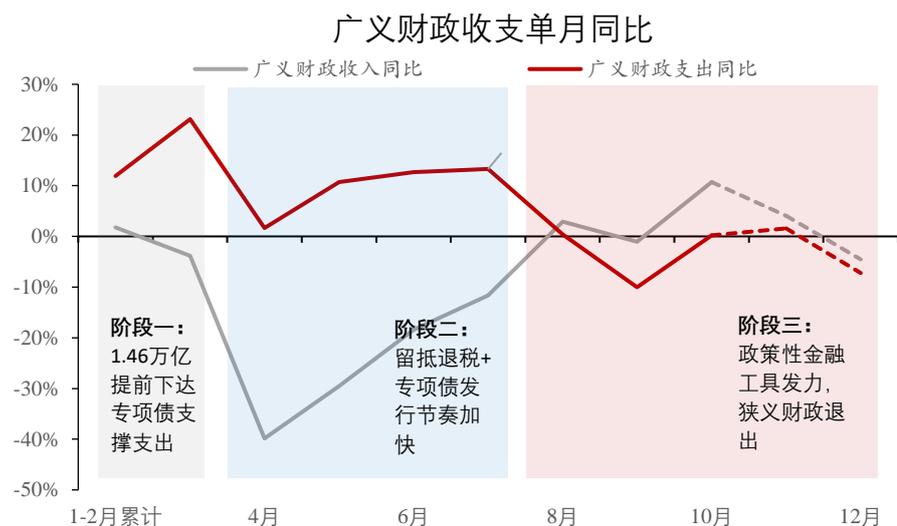
阶段一：专项债放量发行，年初财政支出高企。为应对地产投资年初下行压力，财政加快发行使用提前下达 1.46 万亿专项债额度，叠加 1.2 万亿结转专项债资金投放，一季度广义财政支出增速高企。

阶段二：二季度财政减收扩支节奏同步加快。3 月中旬华东疫情暴发，经济下行压力加大，财政明确 6 月前要基本完成留抵退税与全年专项债的发行，4 月-6 月合计完成留抵退税 1.7 万亿元（年初目标 1.5 万亿），1-6 月专项债合计发行 3.4 万亿元（预算新增限额 3.65 万亿）。

阶段三：三四季度，“准财政”政策性金融工具放量发行使用。随专项债发行用尽，政策性金融工具紧随其后发行使用，7-11 月政策性金融工具合计投放 7399 亿元，支撑“准财政”扩张。与之相对，狭义财政在该阶段则逐步退出，公共财政支出、政府性基金支出增速纷纷放缓。

可以看到，疫情虽然对狭义财政收入端冲击明显，但财政扩支定力从年初延续到了年末。

图1：2022 年财政扩张可以划分为三个阶段



资料来源：wind，民生证券研究院测算

1.2 2022 年基建：被地产牵引的增速高企

基建投资原本在 2018 年完成“下台阶”，但今年为应对地产下行压力，开启了一轮“适度超前”的基建投资进程。

与宽财政的三个阶段对应，今年基建投资表现也可分为三个阶段观察。

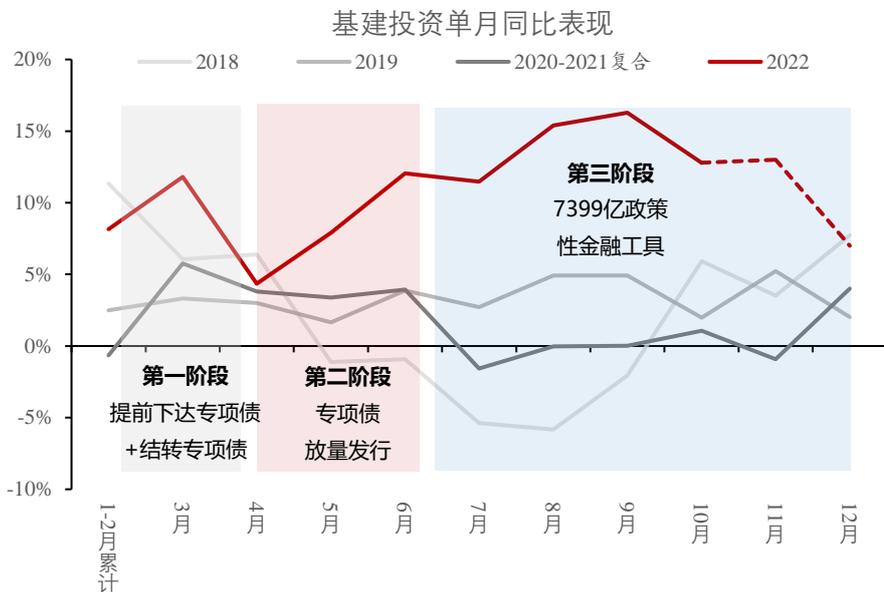
阶段一：一季度基建投资增速达到 10.5%，主要依赖 1.46 万亿提前下达专项债以及 1.2 万亿专项债结转资金支撑。

阶段二：二季度基建投资边际下行至 8.6%。这一阶段基建投资主要依靠专项债的快节奏发行支撑。这一时期由于华东疫情影响，多地项目开工受到扰动，但得益于专项债的快节奏发行，该季度基建投资维持在高个位数水平。

阶段三：三季度基建投资再度高企，增速达 14.6%。这一时期基建投资主要依靠 0.7 万亿政策行开发性金融工具，开发性金融工具杠杆撬动力度大，且投放节奏较快，投资增速显著高企。

基建投资在今年再次成为宽财政抓手，在多项资金支撑带动下，全年基建投资增速或达 11% 水平，积极对冲今年较弱的地产增速。

图2：基建投资同样经历三个阶段，对应不同的财政资金支撑



资料来源：wind，民生证券研究院测算

2 2023 年财政债务扩张然而投资增速一般

2.1 预计 2023 年公共财政收入增长乏力

2023 年公共财政收入端增长乏力，支出扩张空间有限。

2022 年施行大规模退税，2023 年财政收入增速在低基数背景下应该有明显跳升，但我们预计 2023 年财政收入回升幅度有限，主要有以下两方面原因：

其一，财政收入往往与名义 GDP 增速密切相关，我们预计 2023 年经济增速在出口下行、地产弱企稳背景下修复程度有限（名义 GDP 增速 2023E 6.0%；2022E 5.4%），而与之相关的财政收入增速也难以大幅跳增，特别是土地相关税收对财政收入的拖累可能仍然存在。

其二，2023 年减税降费规模仍存。2016 年减税降费开始后，每年保持万亿规模的新增减税，且每一年的减税降费基本都在下一年延续或加码，这也使得 2016 年以后每一年公共财政收入增速低于名义 GDP 增速。

当前中国宏观税负（税收/GDP）仍然与发达国家有一定距离，叠加当前企业生产活动尚在修复中，2022 年及过往出台的减税降费政策大概率将在 2023 年延续，且仍有加码空间，我们预计 2023 年新增减税规模可能仍然达到万亿级别，对应财政收入增速或仍低于 GDP 增速 2.1 个百分点，与 2021 年类似（财政收入修复年份）。

我们认为，2023 年经济修复幅度有限、减税降费力度仍在，对应财政收入增速或达 3.9%（2022E，-1.6%）¹。

正因财政收入增速乏力，即便赤字规模达到 3.8 万亿（对应赤字率达到 3%）、财政另外调用 2 万亿结余资金，对应的财政支出力度仍然较弱，增速或仅达 3.8%（2022E，4.2%）。

如果对比历史上财政收支增速与 GDP 的关系，会发现 2023 年公共财政收支处于与 2016-2018 年类似的紧平衡状态。

¹ 实际 GDP4%+CPI 一致预期 2%=名义 GDP6%，财政收入增速=6%-2.1%=3.9%

图3：2023 年土地相关税收对财政收入拖累仍可能存在



资料来源：wind，民生证券研究院。注：2022E 为 2022 年 1-10 月契税、土地增值税对公共财政收入的拖累。

图4：2023 年公共财政仍然将呈现紧平衡状态



资料来源：wind，民生证券研究院测算

2.2 2023 年土地出让金同比或仍为负值

城投托底行为受压制，2023 年土地出让收入进一步下行，或达 6 万亿，较 2022 年少增 0.5 万亿。

土地出让收入往往与当年商品房销售额密切相关，如果房企销售表现好，企业资金充裕，拿地积极性将同步提高且更有拿地开发的动力。

我们首先预测 2023 年商品房销售表现，便可获得明年土地出让收入。我们预测在当前房地产保交楼政策、融资政策支持下，居民信心回升，销售额将在 2023 年下半年转正，全年增速达 3% (2022E, -24%)。

按照近两年土地出让金与销售金额的规模测算（土地出让金为商品房销售额的 47%），2023 年土地出让收入将达到 6.6 万亿 (2022E, 6.4 万亿, -26%)。

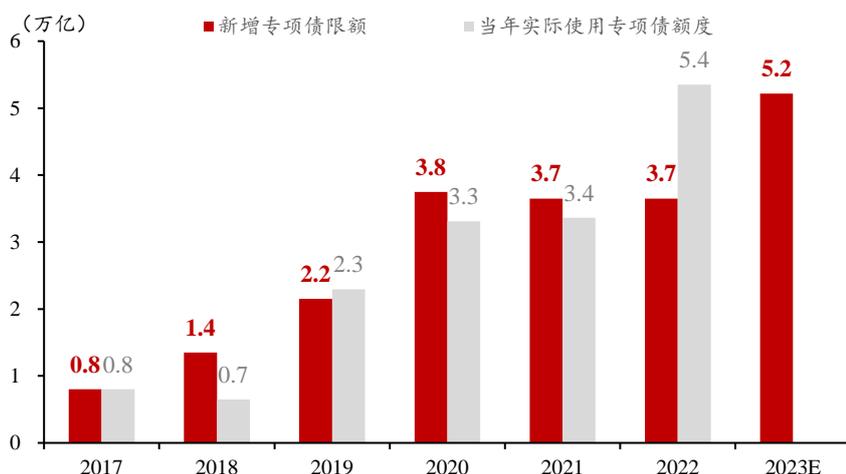
考虑 2022 年有部分非房地产业务城投拿地（预计占拿地规模的 8%²），在 126 号文规范下，这部分城投明年或不再为土地托底，剔除城投拿地影响后（土地出让金为商品房销售额的 44%），2023 年土地出让收入可能下行至 6.2 万亿，较 2022 年少增 0.2 万亿（同比-3.5%）。

专项债规模或达 5.2 万亿，达到历史新高。

目前财政已提前下达部分专项债额度，福建省披露 2023 年提前下达额度达到 933³亿元，而 2022 年提前下达额度为 693 亿元⁴。历年福建省分配提前下达额度占全国额度比重为 4.7%-4.9%，按此推算，专项债提前下达规模达 1.9-2 万亿左右。而头年提前下达额度一般占下一年额度的 38%-40%，则可以推算 2023 年专项债额度或达 4.7-5.2 万亿。

预计 2023 年土地出让收入较 2022 减少，同时缺少 2022 年央行上缴利润，即便专项债规模发行放量达 5.2 万亿，政府性基金支出端增扩空间仍然有限，根据测算增速或仅达 5.5% (2022E, 5.6%)。

图5：2023 年专项债规模最高或达到 5.2 万亿



资料来源：wind，民生证券研究院测算

² 根据测算，地产业务收入低于 50%城投拿地占前三批集中供地规模的 8%。

³ 财政部提前下达我省 2023 年新增政府债务限额 1034 亿元_财政新闻_政务资讯_福建省财政厅 (fujian.gov.cn)

⁴ 福建省 2021 年预算执行情况及 2022 年预算草案的报告 (mof.gov.cn)

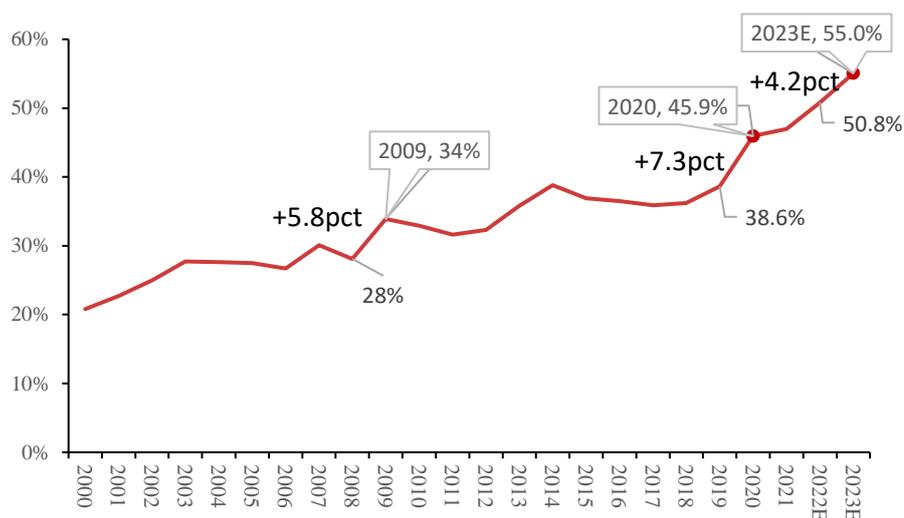
2.3 总结：2023 年预算内财政扩张力度有限

根据测算，2023年专项债发行规模（4.7-5.2万亿）、赤字规模（3.8万亿），政府杠杆率（55.0%）均创历史新高，但由于财政收入收缩，广义支出增速⁵将较2022年小幅下行，仅达4.4%（2022E，4.6%）。

如果看债务规模和支出强度的关系，2023年较高的政府新增债务并未对应高强度的支出，可以形容2023年财政运行特征是**债务规模“雷声大”，支出力度“雨点小”**。

2023年并不是传统意义上的财政大年，而是处于紧平衡状态。**这意味着，如果2023年预算内财政扩张力度有限，若想发挥财政逆周期调节职能，需要依赖其他增量工具。**

图6：2023 年政府杠杆率或上升 4.2 个百分点



资料来源：wind，民生证券研究院测算

⁵ 广义财政支出=公共财政支出+政府性基金支出

图7：2023年广义财政支出小幅下行



资料来源：wind，民生证券研究院测算

3 2023年财政将朝中央和准财政倾斜

3.1 2022年，中央成为财政扩张主体

2008年以及2015年，中央为实现财政扩张，提高地方投资积极性，分别鼓励地方政府通过城投融资平台、PPP方式扩投资。但历史经验表明，给予地方政府融资的权力，往往会伴随隐性债务的增长，激化地方财政金融风险。

而2022年本轮财政扩张，中央承担更多财政扩张责任。

一方面，今年中央并未给予地方融资权力，不仅继续严控隐债，同时也对新增专项债限额保持克制。

本轮财政扩张没有新增地方债务限额，如2020年发行抗疫特别国债；也没有鼓励融资平台融资，放松隐性债务监管，始终强调“化解存量、严控增量”、“把防范化解隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩”。城投带息债务增速达到历史低值，城投债净融资规模也较过去两年显著降低（2022 1-10月 1.2万亿，2021 1-10月 1.9万亿）。

地方政府融资的“前门”、“偏门”均没有打开，地方自主投资行为受到较大束缚。

表1：2022 隐性债务监管并未边际放松

会议	具体内容
1月 财政部全国财政工作会议	·持续防范化解地方政府隐性债务风险，这项工作需要长期坚持，决不能放松。对化债不实、新增隐性债务的要严肃问责， 完善防范化解隐性债务风险长效机制。
3月 《关于2021年中央和地方预算执行情况与2022年中央和地方预算草案的报告》	·坚决遏制新增地方政府隐性债务，始终保持监管高压态势， 防范“处置风险的风险”。 支持部分有条件的地区稳妥推进全城无隐性债务试点，研究完善防范化解隐性债务风险长效机制。
4月 中央全面深化改革委员会第二十五次会议	·要压实地方各级政府风险防控责任， 完善防范化解隐性债务风险长效机制，坚决遏制隐性债务增量，从严查处违法违规举债融资行为。
5月 《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》	·把防范化解隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩， 坚持底线思维，落实工作责任，层层传导压力，强化日常监管，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。 ·强调“发现一起，查处一起，问责一起”，持续强化监管，有效防范化解隐性债务风险。
6月 《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	·坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责， 省以下各级党委和政府按属地原则和管理权限各负其责。 ·落实省级政府责任，按属地原则和管理权限压实市县主体责任， 通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险，切实降低市县偿债负担，坚决查处违法违规举债行为。
7月 《关于融资平台公司违法违规融资新增地方政府隐性债务问责典型案例的通报》	·把防范化解隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩， 牢固树立底线意识和“红线”意识，坚决杜绝新增隐性债务； ·持续加强融资平台公司管理， 严禁与地方政府信用挂钩，严禁新设立融资平台公司，持续清理“空壳类”融资平台公司，加快剥离融资平台公司政府融资职能。
9月 《中共中国银保监会委员会关于十九届中央第八轮巡视整改进展情况的通报》	·配合妥善处置地方政府隐性债务风险。严格落实地方政府隐性债务管理政策， 支持开展违规新增地方政府隐性债务和违规化解隐性债务专项核查。
9月 《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》	·进一步规范地方事业单位债务管控， 建立严格的举债审批制度，禁止新增各类隐性债务。

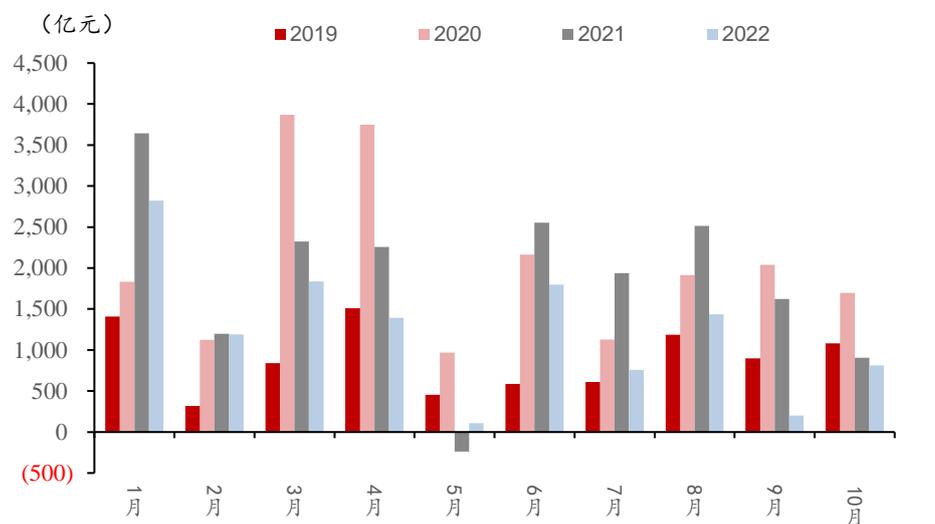
资料来源：政府网站，民生证券研究院整理

图8：2022 年城投带息债务规模下降


资料来源：wind，民生证券研究院。

注：此处城投为 wind 及银保监会城投口径，为保证数据可比性，均使用城投季报数据。

图9：2022 年城投债净融资额下降



资料来源：wind，民生证券研究院。注：此处城投为 wind 及银保监会城投口径

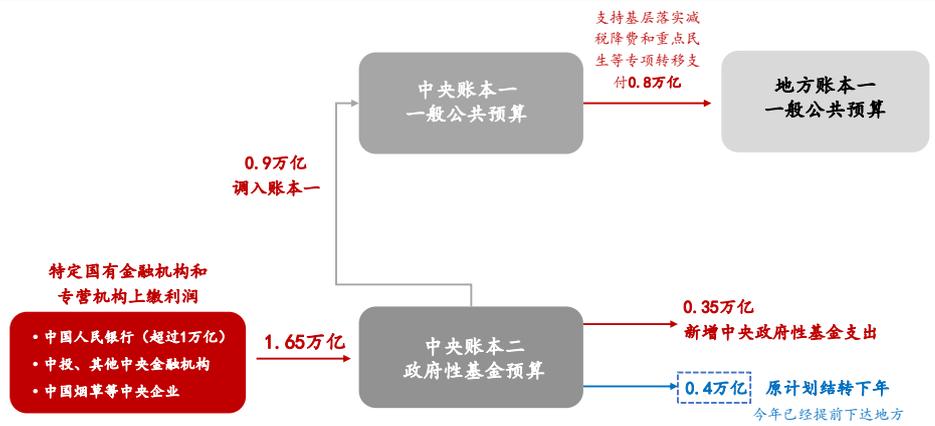
另一方面，中央今年创新使用两项金融工具实现财政扩张。

中央今年动用央企利润与政策性金融工具，帮助财政完成减收扩支。

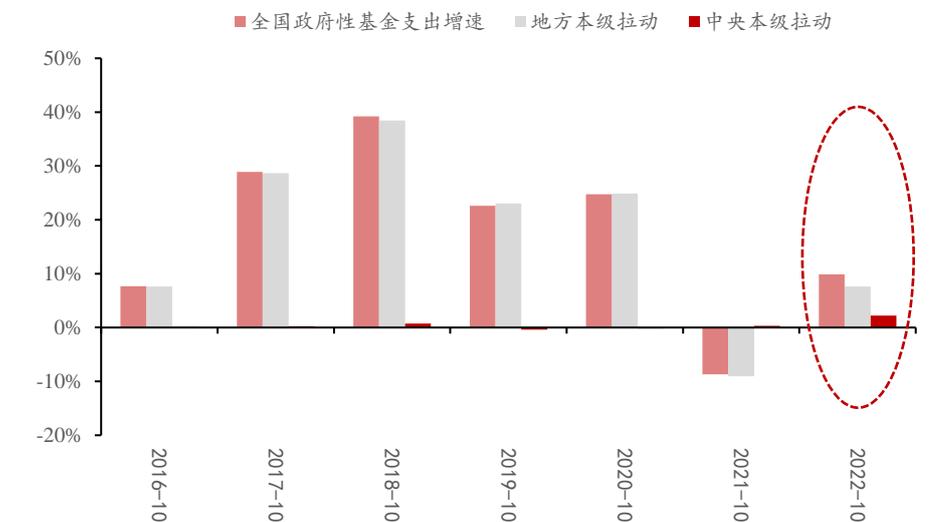
在收入端，通过央行在内的特定国有金融机构上缴利润，帮助全国完成 2.3 万亿的新增留抵退税。

在支出端，政策行通过发行 7399 亿元政金债，新增 8000 亿信贷投放，为重大基建项目提供资金支持；同时，央行上缴的利润中，有 3500 亿支持中央政府性基金支出放量，今年 1-10 月中央政府性基金支同达到 80%，较 2021 年同期多增 1747 亿元。

图10：2022 年央行及央企利润助力财政扩张



资料来源：财政部，民生证券研究院

图11：2022 年中央对政府性基金支出拉动明显


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 2023 年，中央将延续财政扩张主导权

我们认为，2023 年财政投资支出的主体仍将是中央，因为地方面临资金紧缺以及投资项目储备不足的问题。

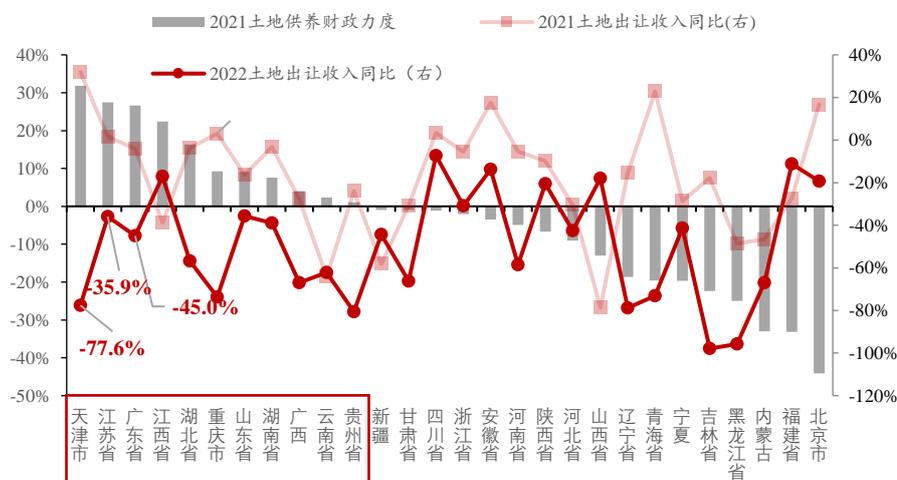
首先，地方基层运转压力较大，基建投资意愿不强。

我们找到 2021 年公共财政依赖土地出让的省份，天津、江苏、广东等，这些省份的公共财政收支缺口必须依靠土地出让收入补充，仅仅依靠中央转移支付和一般债将无法承担公共支出规模。

然而这些省份在 2022 年均经历了土地出让收入的大幅下降（天津，-77.6%；江苏-35.9%；广东-45%），2023 年这些省份的重点工作将是保基层运转，譬如通过盘活国有企业、事业单位资产补充收入。

如果该阶段增加地方融资财权，这部分增量资金或更多用于“吃饭财政”，而非基建项目，降低基建资金投放效率。

图12：依靠土地供养财政的省份土地出让收入大幅下行



资料来源：wind，中指研究院，民生证券研究院。注：土地供养财政力度=1-(中央转移支付+一般债+调用历史资金)/公共财政收支缺口

其二，地方优质项目储备有限。

从2021年专项债使用情况来看，地方普遍存在资金投放项目收益小、资金闲置、资金挪用的问题，譬如2021年江苏省3个市有30个专项债券项目2021年实际收益合计2.73亿元，远小于资金平衡方案中的预期收益14.24亿元。另外还有9个市40个项目未开工或未形成支出，导致预算安排的专项债券资金34.98亿元全年仅支出3.31亿元，使用率仅9.46%。江苏作为人均GDP排名第三的经济大省，专项债使用尚存上述问题，其他省份专项债项目储备情况可见一斑。

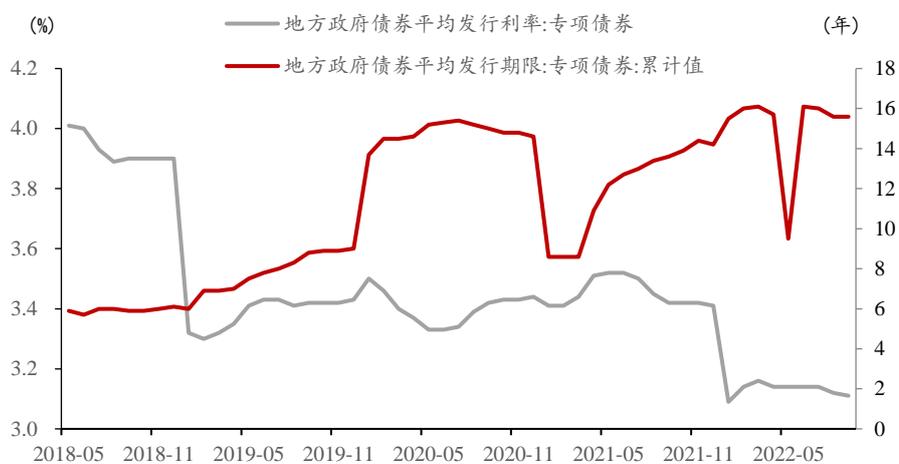
另外，专项债发行期限与发行利率往往反映项目质量，优质项目往往回款时间快、回报收益高。专项债累计平均发行期限已经从2019年末的9年上升至2022年的16年（一般债8年），发行利率也同步从3.4%降至2%以下，说明专项债当前对应项目短期回报收益有限，质量不佳。

虽然发改委在2022年加强了对项目入库前的审批监管，但是地方项目质量还是不佳，如果让地方政府加大投资事权，仍然可能出现项目闲置或者收益率不及预期的问题。

表2：2021年经济大省在专项债使用上仍有闲置、挪用问题出现

省份	不规范类型	具体内容
北京市	资金闲置	11个区对20个前期手续不完备、已形成债券资金结存或不符合申报规定的项目，申请发行新增政府债券，形成了新的资金结存152.38亿元， 其中专项债券结存120.87亿元
	资金挪用	4个区10个项目存在超规定范围使用债券资金的问题，主要用于人员补贴、经常性支出等，涉及资金2.34亿元。
广东省	资金闲置	有15个2021年专项债券项目截至2022年2月的资金 支出进度低于30% ，涉及债券资金7.76亿元
	管理不规范	1个市有5.02亿元新增专项债券资金 用于回购以前年度已竣工项目 ，未形成新增实物工作量；
江苏省	资金闲置	· 部分2021年度新增专项债券资金使用率不高： 9个市有40个项目未开工或未形成支出 ，导致预算安排的专项债券资金 34.98亿元全年仅支出3.31亿元，使用率仅9.46% 。 · 以前年度专项债券资金闲置时间较长。至审计时，有4个市的34个项目以前年度专项债券资金 26.17亿元仍闲置在项目单位 ，其中2019年14.08亿元、2020年12.09亿元，未能有效发挥资金效益
	项目收益低于预期	· 3个市有30个专项债券项目2021年实际收益合计 2.73亿元，远小于 资金平衡方案中的 预期收益14.24亿元

资料来源：地方财政厅，民生证券研究院整理

图13：专项债发行利率下行，期限上行


资料来源：财政部，民生证券研究院

3.3 预计2023仍将有一轮政策性金融工具发行

我们认为，中央仍将依赖新一轮政策性金融工具完成财政扩张，因为相较增扩赤字，增发地方专项债，政策性金融工具将有以下几点优势：

一是其发行使用较为机动灵活：时间上，可以在年中时点发行；流程上，不需要经过人大预算、调整预算限额等较为繁杂的程序；规模上，不受宏观杠杆约束；投资方向上，较专项债方向更广，譬如头向上包含“二十大”重视的安全基础设施建设。

二是其对投资的带动力度更大，可能达到 10 倍杠杆，而且政策行往往可以提供配套资金。

三是其资金使用效率更高，政策性开发工具是先同意发债筹集资金再投放的模式，而专项债是一个项目申请发行一笔专项债，效率上政策性工具更高。譬如今年在年中成立政策行对应基金后，发改委迅速组织筛选了一大批备选项目，直接报送给政策行从中选取项目投放资金。

表3：政策性金融工具投放时间灵活

日期	事件	国开行	农发行	进出口	合计投放
6月30日	国务院提出第一期 3000 亿	2100 亿	900 亿		
7月15日	国务院同意农发行设立基金				
7月20日	农发行基金成立。				
7月21日	农发行完成首笔资金投放；国开行基金成立。				
7月22日	国开行完成首笔资金投放				
8月12日	农发行投放达 148.96 亿元，项目 68 个				
8月20日	农发行完成第一批 900 亿元投放		完成 900 亿		
8月24日	国务院提出第二期 3000 亿+	1500 亿	1000 亿	500 亿	
8月26日	国开行完成 2100 亿投放	完成 2100 亿			完成 3000 亿
9月2日	进出口银行基金成立。				
9月6日	银保监会同意第二期农发行增资 1000 亿元				
9月16日	农发行完成第二批 1000 亿投放		完成 1000 亿		
9月20日	国开行完成 1500 亿投放	完成 1500 亿			
9月28日	进出口银行完成 500 亿投放			完成 500 亿	完成 6000 亿
10月12日	农发行完成 559 亿投放，进出口银行完成 184 亿投放		完成 559 亿	完成 184 亿	完成 6743 亿
11月16日	7399 亿金融工具资金已全部投放完毕				完成 7399 亿

资料来源：政策性银行官网，民生证券研究院整理。注：合计投放=国开行+农发行+进出口行累计投放规模，红色代表政策新增额度，黄色代表额度使用。

4 地产投资弱企稳，基建投资下台阶

4.1 2023 年基建投资增速或达 5.7%

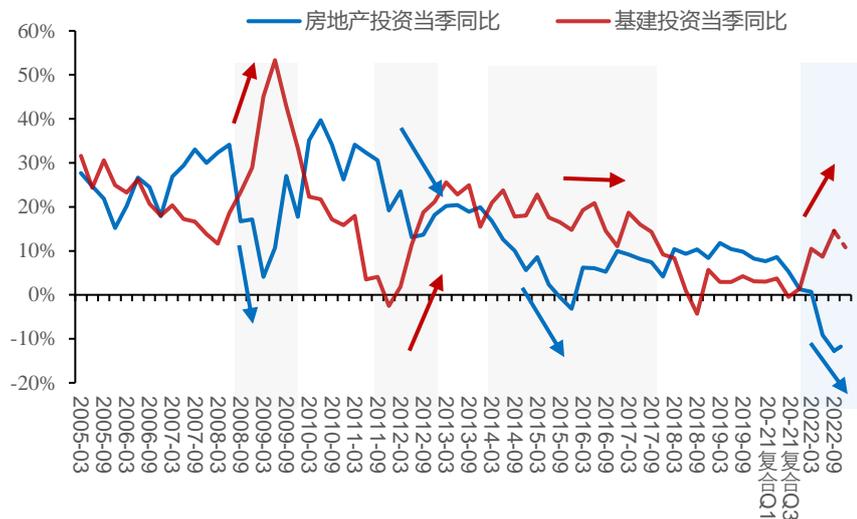
中国经济短周期被地产左右，作为逆周期对冲项，基建与地产必然呈现出此强彼弱的周期关系，这一对冲关系在 2008 年、2012 年、2015 年、2022 年四个地产下行周期中均有体现。由此，我们可以通过地产来判断 2023 年基建投资增速趋势。

2018 年以来，地产与基建投资合计完成投资额增速维持在 2%-6%之间，2023 年，出口回落但消费企稳，我们预计地产和基建投资合计仍将维持 2%-6% 区间内，或达 2018-2021 年增速均值 4%。

根据我们对 2023 年地产投资的测算，2023 年地产投资增速或达 -3.6%-5.1%，中性假设下增速或达 1.5%。由此对应 2023 年基建投资增速的区间是 3.3%-8.9%，1.5%的中性地产投资增速下，对应 5.7%的基建投资增速。可见，

在地产在 2023 年企稳背景下，基建投资也将在 2023 年有所回落。

图14：2022 基建投资旨在对冲地产投资



资料来源：wind，民生证券研究院测算

4.2 预测新增政策性金融工具规模达 0.7 万亿

我们沿用《预测一季度基建投资增速或达 10%》测算方法，结合我们对 2023 年公共财政支出、土地出让收入、专项债发行额度的预测。分别将上述预算内资金乘以对应应用向基建的比重及杠杆（参照 2022 年），能够得到全年的基建投资增速。

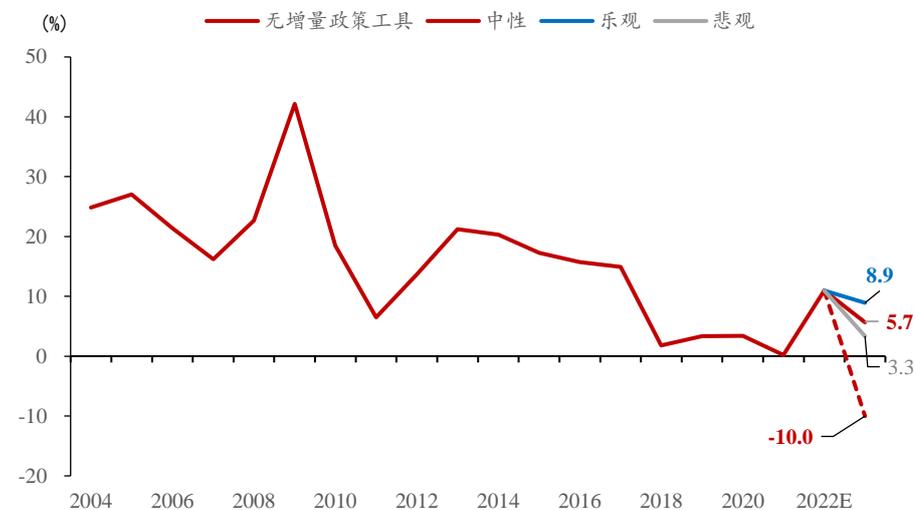
根据测算，我们发现如果单纯依靠预算内资金以及其撬动的配套资金，2023 年基建投资增速仅能达到 -10%，远低于 5.7%。

需要注意的是，虽然 2023 年专项债限额高达 5.2 万亿，超过 2021 年 3.65 万亿专项债新增限额。但实际上，2022 年专项债实际使用额度同样达到 5.3 万亿（新增限额 3.65 万亿+动用结存限额 0.5 万亿+2021 年结转的 1.2 万亿专项债=5.3 万亿），这意味着 2023 年专项债即便放量，带来的增量基建投资规模有限。

由此，明年通过预算外工具带动基建投资显得格外有必要，根据测算，若基建增速达到 5.7%，那么增量工具规模达到 0.7 万亿，与今年额度相近。

若基建投资增速为 3.3%，对应增量工具额度达到 0.6 万亿，若增速达 8.9%，则增量工具额度需要达到 0.8 万亿。

图15: 2023 基建投资增速表现预测



资料来源: wind, 民生证券研究院测算

表4: 2023 基建投资增速以及对应增量工具规模的三种情形

项目	地产与基建投资合计增速	地产投资增速	基建投资增速	预算内资金形成基建投资增速	增量工具需要形成基建投资规模 (亿元)	增量工具规模 (亿元)
乐观	4%	-3.6%	8.9%	-10.0%	39621	7924
中性		1.5%	5.7%		32793	6559
悲观		5.1%	3.3%		27946	5589

资料来源: wind, 民生证券研究院测算

5 风险提示

1) 疫情发展超预期。近期疫情防控政策持续优化，但后续疫情发展形式仍然严峻，对服务消费、投资负向影响或超预期，所需财政刺激力度或超过本文测算结果。

2) 海外地缘政治风险超预期。海外地缘冲突发展不确定，可能超出我们预期。

3) 国内政策调控超预期。政策对疫情、地产调控力度可能超过预期，经济修复幅度超过本文预期，相应的财政收入增速或超过本文测算结果。

插图目录

图 1: 2022 年财政扩张可以划分为三个阶段.....	3
图 2: 基建投资同样经历三个阶段, 对应不同的财政资金支撑.....	4
图 3: 2023 年土地相关税收对财政收入拖累仍可能存在.....	6
图 4: 2023 年公共财政仍然将呈现紧平衡状态.....	6
图 5: 2023 年专项债规模最高或达到 5.2 万亿.....	7
图 6: 2023 年政府杠杆率或上升 4.2 个百分点.....	8
图 7: 2023 年广义财政支出小幅下行.....	9
图 8: 2022 年城投带息债务规模下降.....	10
图 9: 2022 年城投债净融资额下降.....	11
图 10: 2022 年央行及央企利润助力财政扩张.....	11
图 11: 2022 年中央对政府性基金支出拉动明显.....	12
图 12: 依靠土地供养财政的省份土地出让收入大幅下行.....	13
图 13: 专项债发行利率下行, 期限上行.....	14
图 14: 2022 基建投资旨在对冲地产投资.....	16
图 15: 2023 基建投资增速表现预测.....	17

表格目录

表 1: 2022 隐性债务监管并未边际放松.....	10
表 2: 2021 年经济大省在专项债使用上仍有闲置、挪用问题出现.....	14
表 3: 政策性金融工具投放时间灵活.....	15
表 4: 2023 基建投资增速以及对应增量工具规模的三种情形.....	17

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026