



宏观研究

【粤开宏观】2023 年财政如何“加力提效”

2022 年 12 月 19 日

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】稳增长已成当务之急，防止明年一季度 GDP 继续探底》2022-12-15

《【粤开宏观】中央经济工作会议释放出重大信号》2022-12-16

《【粤开宏观】从财税视角看宁夏“塞上江南”的财政之困》2022-12-18

《【粤开宏观】从财税视角看内蒙古：北部边疆的突围之路》2022-12-18

《【粤开宏观】提振内需和消费的方式：刺激作用有限，必须依靠改革》2022-12-18

摘要

近日召开的中央政治局会议剖析时局变化，提出积极的财政政策“加力提效”，推动经济运行整体好转，奠定了明年财政政策的取向。

当前中国经济面临的三重压力仍未根本解决，外部有逆全球化、全球经济下行，内部有房地产风险和消费低迷等挑战，财政有必要在明年发挥更大作用。但是在连续多年积极扩张之后，财政发力空间有多大、发力的方式是否会有新的调整引发各方关注。财政发力空间主要取决于财政形势与风险，还与经济性质、货币金融环境有关。总体上，中国还有一定财政空间，但空间也在持续收窄。

1、从财政形势看，财政收支紧平衡是当前和未来的常态，四本预算间调节以及盘活存量将更加频繁。展望 2023 年，防疫政策的优化对经济和财税的影响将分为两个阶段：第一阶段主要在明年一季度，短期感染人数快速上升对经济造成冲击；第二阶段主要在明年二季度及之后，伴随居民做出适应性调整后经济逐步恢复。因此，从收入端看地方财政形势难言乐观。

2、从财政风险看，明年财政面临五大风险：房地产风险财政化；金融风险财政化；城投风险和财政风险交织；通胀风险引发财政风险；经济社会的不确定性，如突发疫情、地缘政治等。

3、明年财政做好“加力提效”还需解决两个层面的问题：一是财政的目标问题，要在增长与风险、质量与速度等多目标间平衡；二是财政本身要解决的问题，包括进一步优化债务结构以防范化解债务风险，优化财政政策实施方式以提升效果。

4、具体来看，有必要提高国债比重、降低地方债比重，提高一般债比重、降低专项债比重。至于是否再发行特别国债、赤字率是否要突破 3% 来实现“加力提效”，这不是问题的核心；问题的核心是稳增长目标产生的财政收支缺口需要得到弥补，弥补方式未必一定是特别国债，可以是一般国债、长期建设国债，也可以是地方一般债及部分专项债。

风险提示：财政政策力度不及预期



目 录

一、中国财政形势：收支紧平衡是当前和未来的常态	3
二、2023 年财政：面临五大风险	3
三、2023 年财政如何“加力提效”	4



一、中国财政形势：收支紧平衡是当前和未来的常态

大疫三年，财政在抗击疫情、助企纾困和维护生命健康中发挥了重大作用。当前中国经济面临的三重压力仍未根本解决，外部有逆全球化、全球经济下行，内部有房地产风险和消费低迷等挑战，财政有必要在明年发挥更大作用。

近日召开的中央政治局会议剖析时局变化，提出积极的财政政策“加力提效”，推动经济运行整体好转，奠定了明年财政政策的取向。“加力提效”更接近 2020 年“更加积极有为”的提法，力度和规模置于效果前面，意味着赤字和专项债的规模可能保持一定强度。但是在连续多年积极扩张之后，财政发力空间有多大、发力的方式是否有新的调整引发各方关注。财政发力空间主要取决于财政形势与风险，还与经济性质、货币金融环境有关。总体上中国还有一定财政空间，但空间也在持续收窄。

从财政形势看，财政收支紧平衡是当前和未来的常态，四本预算间调节以及盘活存量将更加频繁。疫情以来，中国财政形势总体紧张，2022 年尤其困难，集中体现在一般公共预算收入下行的同时土地出让收入以更快幅度下行，抗疫、兜底民生、扩大内需等导致卫生健康、社保民生、基建等支出刚性上升，又恰逢债务集中到期，压力层层传导集中到区县层面。这进一步导致部分地方政府“三保”困难、乱罚款乱收费等现象，甚至有些地方政府通过方舱专项债筹集资金。

展望 2023 年，防疫政策的优化对经济和财税的影响将分为两个阶段：第一阶段主要在明年一季度，短期感染人数快速上升对经济造成冲击；第二阶段主要在明年二季度及之后，伴随居民做出适应性调整后经济逐步恢复。经济和税收收入的压力集中在一季度，二季度后迎来逐步好转。由于今年大规模留抵退税和减税降费产生的低基数，明年一般公共预算收入增速从数据上看可能高达 12%，但两年平均增速在 4% 左右，仍然偏低。同时，民营房企目前仍处于风险爆发期，房地产市场持续低迷，居民预期仍差，政策传导至预期改善再至实际见效尚需时间，土地市场降温趋势在明年上半年可能难以得到扭转。房地产对全国财政收入的贡献较高，疫情暴发前的 2019 年达 35.9%。因此，从收入端看地方财政形势难言乐观。

二、2023 年财政：面临五大风险

从财政风险看，明年财政面临五大风险。其一，房地产风险财政化。房地产事关经济、金融和社会稳定，行业风险化解需要财政支持，增加地方政府救助责任。其二，金融风险财政化。城商行和农商行的股东主要是地方财政部门，由于区域经营和属地监管，业务与当地财政紧密相关，地方财政承担着一定的兜底或关联责任。其三，城投风险和财政风险交织，部分城投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。其四，通胀风险引发的财政风险。全球经济下行、总需求不足，明年 PPI 大概率偏低，不利于财政增收，但 CPI 因为猪肉等推动结构性上行，导致需要的补助增加。其五，经济社会的不确定性如突发疫情、地缘政治等引发企业经营成本上升，财政要再度纾困并增加支出负担。

但也要注意，财政收支缺口、财政风险最终要转化为赤字和债务，集中体现就是负债率。即使按照国际清算银行的口径，2021 年中国政府负债率为 72.2%，仍显著低于英国、美国和日本等，这是财政空间来源之一。中国是公有制为主体的社会主义国家，公有制经济意味着与其他西方经济体相比有更多的国有资源可以盘活，这是财政空间来源之二。同时，中国当前和明年的货币政策“以我为主”，2023 年侧重“精准有力”，与美国持续加息并引发政府债务付息率快速上升的货币金融环境形成鲜明对比，这是财政空间来源之三。



三、2023 年财政如何“加力提效”

明年财政做好“加力提效”还需解决两个层面的问题：一是财政的目标问题，要在增长与风险、质量与速度等多目标间平衡；二是财政本身要解决的问题，包括进一步优化债务结构以防范化解债务风险，优化财政政策实施方式以提升效果。

有必要提高国债比重、降低地方债比重，提高一般债比重、降低专项债比重。中央加杠杆能够缓释地方财政风险，提高一般债比重能够实事求是反映债务风险。部分地方政府专项债的投资方向项目收益偏低，不完全具备偿还能力，导致在发行环节出现包装现象，比如方舱专项债等大多以产业园区的方式呈现，但事实上收益来源主要是租金收入等。

至于是否发行特别国债、赤字率是否要突破 3%来实现“加力提效”，这不是问题的核心；问题的核心是稳增长目标产生的财政收支缺口需要得到弥补，弥补方式未必一定是特别国债，可以是一般国债、长期建设国债，也可以是地方一般债及部分专项债。



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