

财政“余粮”，有多少留给明年？

事件：

12月20日，财政部公布11月财政数据，1-11月累计，全国一般公共预算收入185518亿元，扣除留抵退税因素后增长6.1%，按自然口径计算下降3%。

点评：

■ 财政余粮支撑全年高强度支出；明年余粮不足下，稳增长或依赖中央加杠杆
广义财政收支放缓，一般财政“超收减支”，政府性基金收支均下滑。11月，广义财政收入同比7%、较上月回落4个百分点，广义财政支出同比5%、较上月下降5个百分点；收入端，政府性基金收入拖累明显，同比下降13%；一般财政收入加速修复、同比增长25%；支出端，一般财政、政府性支出均减弱；政府性基金支出同比下降21%，预算完成度为69%，落后过去五年同期8个百分点。

广义财政累计收支差创新高，主因收入端大幅拖累，而“余粮”使用支撑高强度支出。2022年前11月广义财政收支差达7.8万亿元；其中，政府性基金收入拖累明显，前11月政府性基金收入累计同比下降21.5%，收入预算完成进度仅61%、落后过去五年平均水平近20个百分点。财政稳增长诉求较高下，结转结余、留存利润等余粮使用，使广义财政支出维持高强度、前11月累计增长6%。

年末财政收入整体趋于改善，但“余粮”不足等可能拖累明年财政支出。11月，广义财政收入累计同比下降8%、降幅较上月收窄超1个百分点。展望明年，财政收入或继续改善，但弹性可能相对有限；同时，结转结余与预算稳定调节基金“余粮”或剩近5000亿元、央行等特定金融机构利润上缴或回归4800亿元左右常态。中性情景，明年广义财政收入修复程度或难以弥补“余粮”下滑幅度。

2023年稳增长，预算内中央财政适度加码，预算外依赖“准财政”支持。债务压力下，2023年专项债加码规模可能有限，预算内加码或依靠中央赤字的适当扩张；若赤字率提升至3.5%左右，中央赤字规模或扩张超万亿元。而2023年基建投资若要延续两位数增长，或更依赖“准财政”，用于补充财政资本金的政策性开发性金融工具或加量、配套融资的政策性开发性贷款规模或将继续扩大。

重申观点：“加力提效”定调下，2023年财政或需保持必要支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具的同时保障财政可持续和地方债务风险可控；因而明年财政加力或主由中央赤字扩张、准财政加码，专项债更注重地区分配优化等。

■ 常规跟踪：广义财政收支均放缓，一般财政超收减支，政府性收支双双下滑
政府性收入回落，拖累广义财政收入增速放缓。11月，广义财政收入当月同比6.5%、较上月回落超4个百分点；政府性基金收入拖累明显，同比下降12.7%，较上月降幅走阔近10个百分点；一般财政收入加速修复，同比24.6%、较上月提升近9个百分点。广义财政收入前11月累计同比下降8.3%，政府性基金收入拖累较大、前11月同比下降21.5%，预算完成度仅为61%。

一般财政、政府性支出均减弱，导致广义财政支出强度下滑。11月，广义财政支出当月同比5.4%，较上月下降5个百分点；其中，政府性基金支出同比下降21.2%，降幅较上月走阔3个百分点，前11月累计同比5.5%、进度为69%，落后过去五年同期近8个百分点；一般财政支出当月同比4.8%、较上月下降4个百分点；前11月累计同比6.2%，支出进度85.1%、与过去同期进度基本持平。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

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

侯倩楠 houqiannan@gjzq.com.cn

内容目录

- 1、广义财政收支差创新高，主因收入拖累，而“余粮”使用支撑高强度支出 ..3
- 2、财政收入改善迹象已现，但“余粮”不足等可能拖累明年预算内支出强度 .4
- 3、2023年稳增长，预算内中央财政适度加码，预算外依赖“准财政”支持7

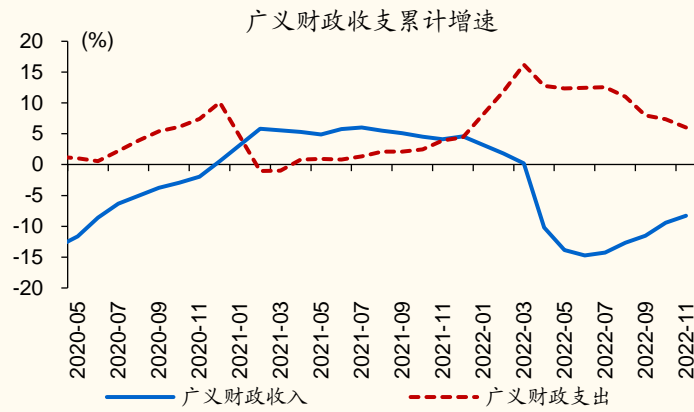
图表目录

图表 1: 2022 年广义财政收支增速背离	3
图表 2: 2022 年前 11 月广义财政收支差达 7.8 万亿元	3
图表 3: 2022 年前 11 月一般财政收支差达 4.2 万亿元	3
图表 4: 2022 年前 11 月政府性收支差达 3.6 万亿元	3
图表 5: 2022 年前 11 月政府性基金收入进度明显较慢	4
图表 6: 2022 年前 11 月政府性基金支出进度明显较慢	4
图表 7: 2022 年国企利润上缴支持财政约 1.9 万亿元	4
图表 8: 专项债结存限额使用阶段性支撑财政支出强度	4
图表 9: 2022 年 11 月一般财政收入加速修复	5
图表 10: 2022 年大规模留抵退税已近尾声	5
图表 11: 一般财政加速修复主因税收收入带动	5
图表 12: 2022 年 11 月消费税、增值税进一步改善	5
图表 13: 2022 年三季度以来政府基金收入缓慢修复	6
图表 14: 2022 年前 11 月土地出让收入拖累放缓	6
图表 15: 百城土地成交总价领先于土地使用权出让收入	6
图表 16: 2022 年年末成交土地溢价率依旧低迷	6
图表 17: 2023 年央行特定金融机构利润上缴或回归常态	6
图表 18: 国有资本经营收入调出资金加力空间有限	6
图表 19: 2023 年基建投资或需加码对冲地产与出口拖累	7
图表 20: 2022 年前 10 月专项债投向基建比例近六成	7
图表 21: 近年来地方新增专项债明显扩张	7
图表 22: 专项债付息压力地区专项债加码空间较小	7
图表 23: 2022 年前三季度地方专项债付息压力凸显	8
图表 24: 专项债额度分配“不撒胡椒面”	8
图表 25: 2023 年预算内或依赖中央加杠杆	8
图表 26: 政策性、开发性银行新增贷款加量支持稳增长	8
图表 27: 政策性开发性金融工具可依据实际情况扩张	8
图表 28: 历次稳增长阶段国企投资明显加码	8

1、广义财政收支差创新高，主因收入拖累，而“余粮”使用支撑高强度支出

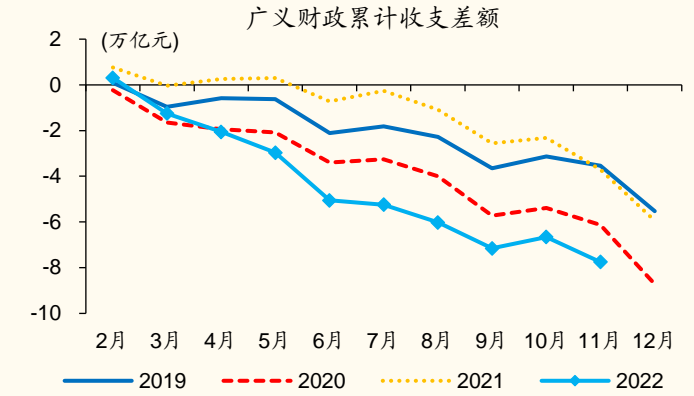
广义财政收支承压下，一般财政、政府性基金收支差均创新高。2022年前11月，广义财政收支增速背离下，前11月广义财政收支差达7.8万亿元；其中，一般财政收支差额达4.2万亿元、与2020年同期收支差额基本持平；政府性基金收支差额达3.6万亿元，明显高于2020年同期的2.3万亿元。中性情景下，今年广义财政收支差或超2020年、至10万亿元左右。

图表 1: 2022 年广义财政收支增速背离



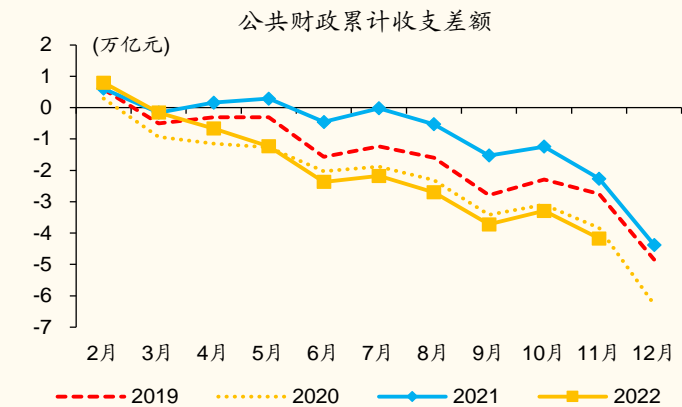
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 2022 年前 11 月广义财政收支差达 7.8 万亿元



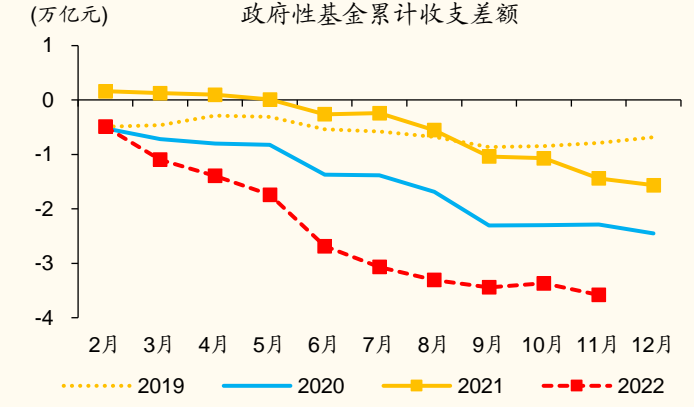
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 2022 年前 11 月一般财政收支差达 4.2 万亿元



来源: Wind、国金证券研究所

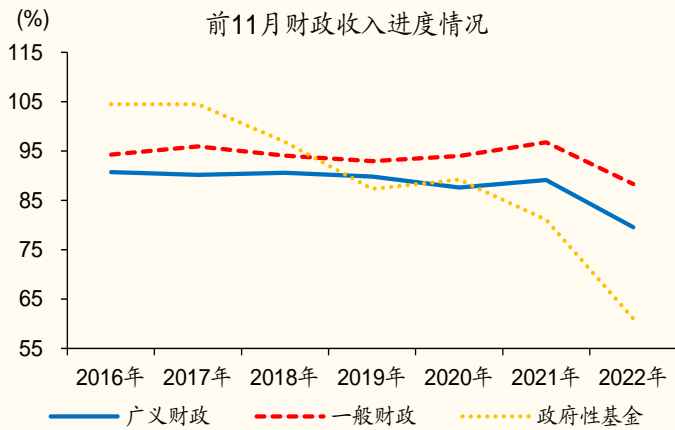
图表 4: 2022 年前 11 月政府性基金收支差达 3.6 万亿元



来源: Wind、国金证券研究所

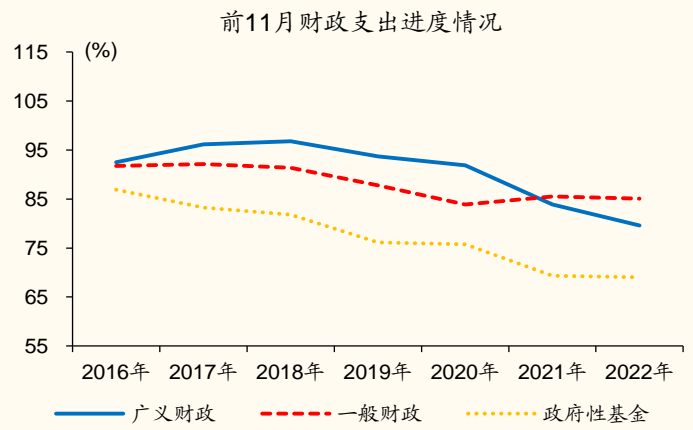
广义财政收支差创新高，主因政府性基金收入拖累，而“余粮”使用支撑高强度支出。2022年前11月，土地出让收入大幅下滑下，政府性基金收入累计同比下降21.5%，收入预算完成进度仅61%、低于过去五年平均水平近20个百分点。经济承压下，结转结余、留存利润等余粮使用，使广义财政支出得以维持高强度、前11月累计同比6%；其中，政府性基金支出累计同比5.5%、进度为69%；一般财政支出累计同比6.2%，支出进度85.1%。

图表 5: 2022 年前 11 月政府性基金收入进度明显较慢



来源: Wind、国金证券研究所

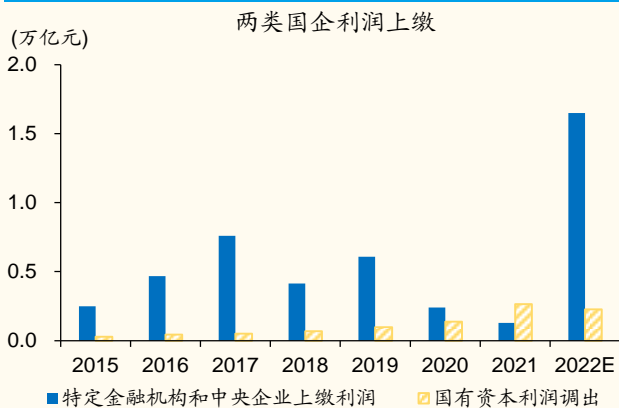
图表 6: 2022 年前 11 月政府性基金支出进度明显较慢



来源: Wind、国金证券研究所

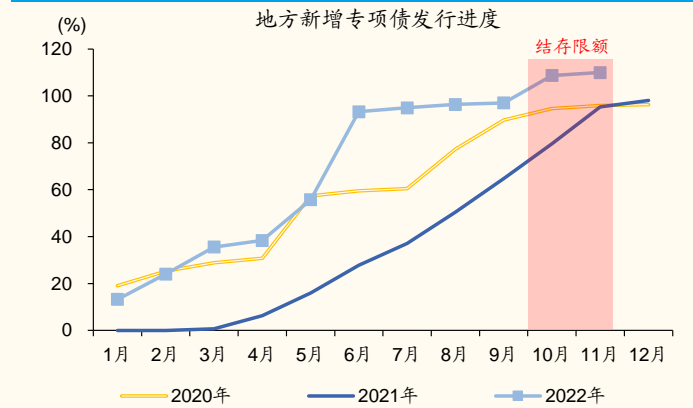
除了结转结余、利润上缴等“余粮”补充，专项债结存限额的首次大规模使用，进一步补充财政收支缺口。按照年初预算，中央和地方结转结余使用约 1.4 万亿元，特定金融机构和央企利润上缴及国有资本经营利润调出近 1.9 万亿元，一般财政赤字和专项债合计 7.02 万亿元，共同补充广义财政收支缺口；但在收入大幅拖累下，10 月起追加使用的 5000 亿元结存专项债额度，亦阶段性支撑财政支出维持高强度。

图表 7: 2022 年国企利润上缴支持财政约 1.9 万亿元



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

图表 8: 专项债结存限额使用阶段性支撑财政支出强度

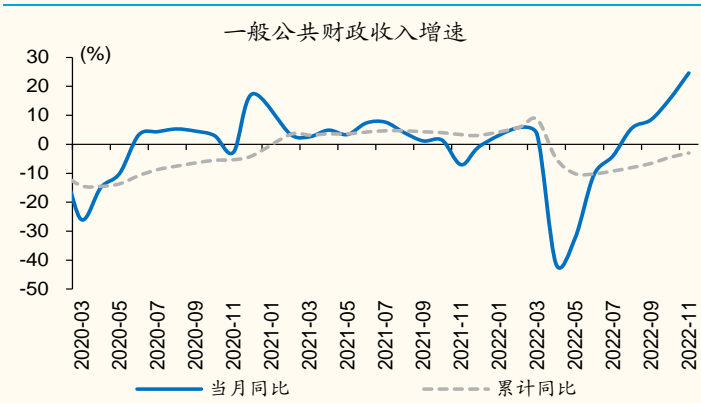


来源: 中国债券信息网、各地政府网站、国金证券研究所

2、财政收入改善迹象已现，但“余粮”不足等可能拖累明年预算内支出强度

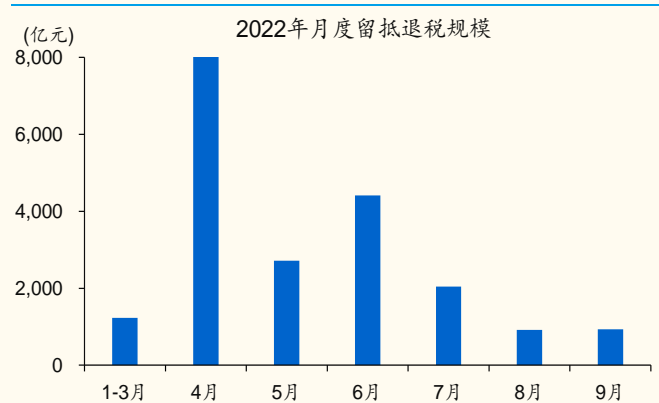
留抵退税影响消退下，年末一般财政收入加速修复，明年可能进一步企稳回升。11 月，一般财政收入同比增长 24.6%、较上月提升近 9 个百分点；其中，税收收入同比 28.4%，较上月提升 13 个百分点。税种分项中，消费税同比 157%、主因低基数效应；增值税同比增 18%，主因留抵退税影响减弱。考虑留抵税额剩余规模已不多，且当前未出台更多减税退税举措，预计明年国内增值税、企业所得税等大概率企稳，带动税收收入进一步修复。中性情景，明年税收收入可能多增超万亿元。（详见《财政稳增长，还有多少“弹药”？》）

图表 9: 2022 年 11 月一般财政收入加速修复



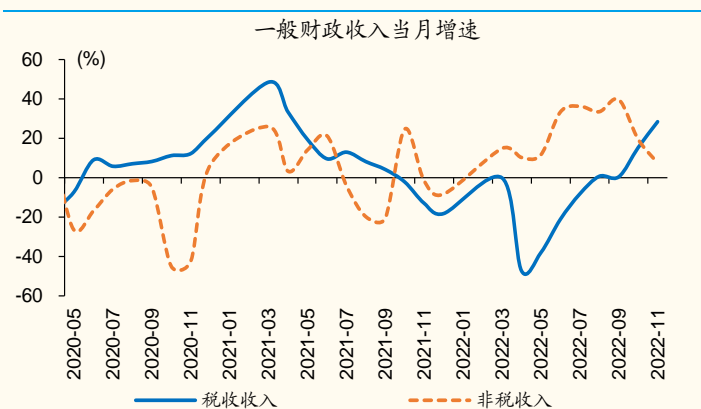
来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 2022 年大规模留抵退税接近尾声



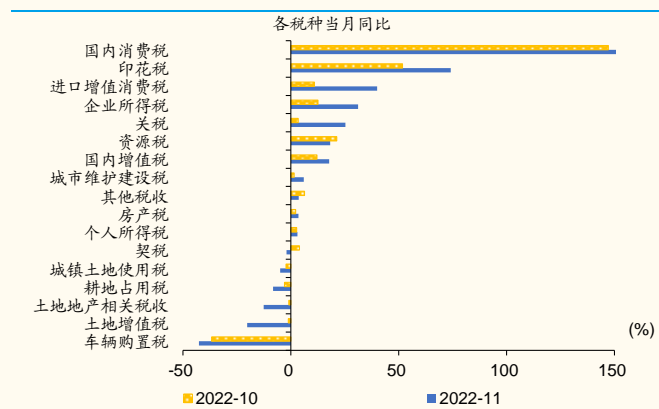
来源: 财政部、国家税务总局、国金证券研究所

图表 11: 一般财政加速修复主因税收收入带动



来源: 财政部、国家税务总局、国金证券研究所

图表 12: 2022 年 11 月消费税、增值税进一步改善



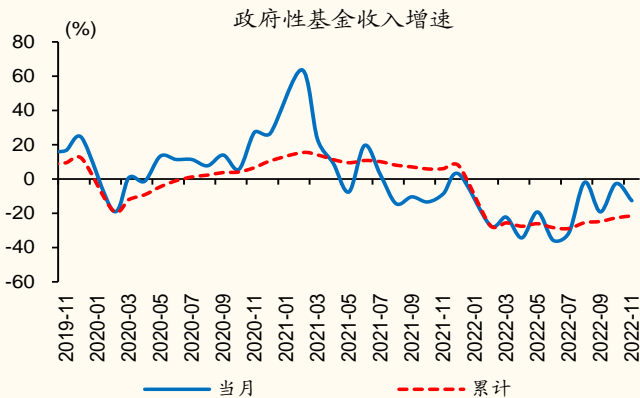
来源: Wind、国金证券研究所

土地出让收入拖累放缓,或指向明年土地财政边际修复,但弹性或有限。11月,政府性基金收入当月同比下降12.7%、累计同比下降21.5%。整体来看,土地出让收入拖累或已见底,缓慢修复。土地成交领先土地出让收入1-2个季度左右,当前其同比增速已由负转正,或指向明年土地出让收入延续修复。但在成交土地溢价率低迷,国企拿地“托底”受限下¹,明年政府性基金收入修复或更多缘于低基数效应,修复弹性程度或有限。中性情景,2023年政府性基金收入或仅弥补今年政府性基金收入下滑的五分之一左右。

¹ http://yss.mof.gov.cn/zhengceguizhang/202210/t20221008_3844654.htm

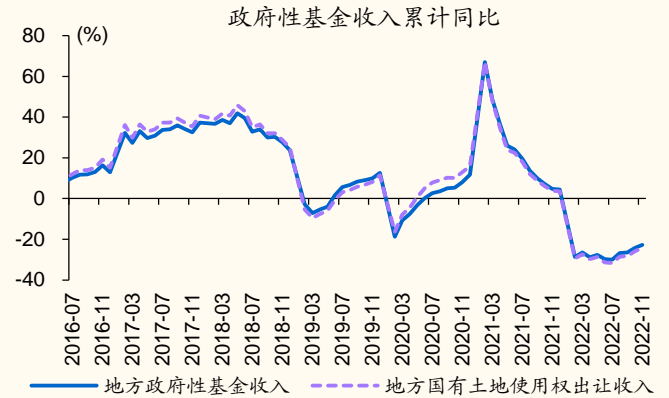
10月8日财政部发文指出,严禁通过举债储备土地,不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入,不得巧立名目虚增财政收入,弥补财政收入缺口。

图表 13: 2022 年三季度以来政府基金收入缓慢修复



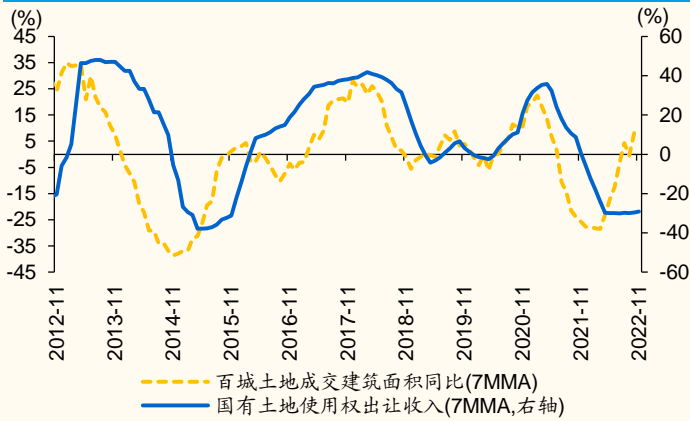
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 2022 年前 11 月土地出让收入拖累放缓



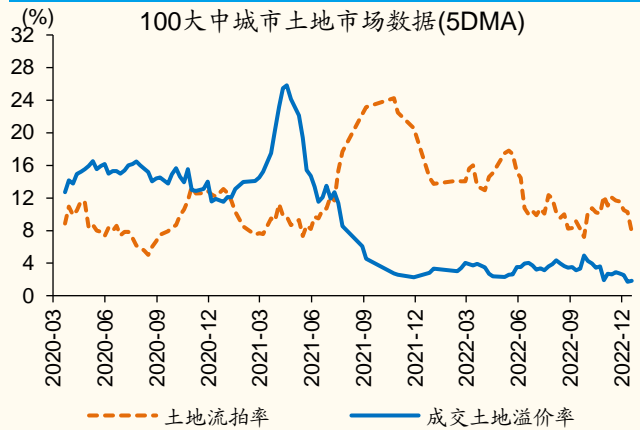
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 百城土地成交总价领先于土地使用权出让收入



来源: Wind、国金证券研究所

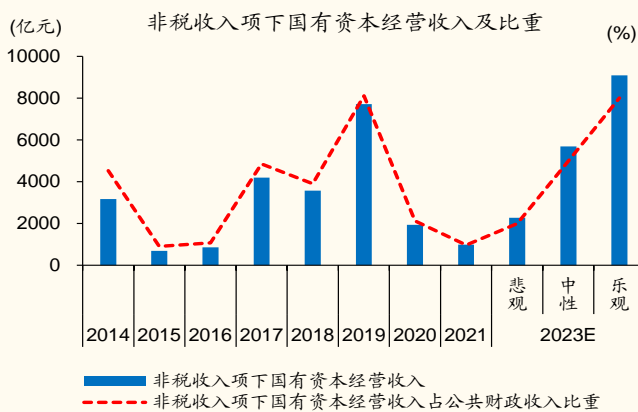
图表 16: 2022 年年末成交土地溢价率依旧低迷



来源: Wind、国金证券研究所

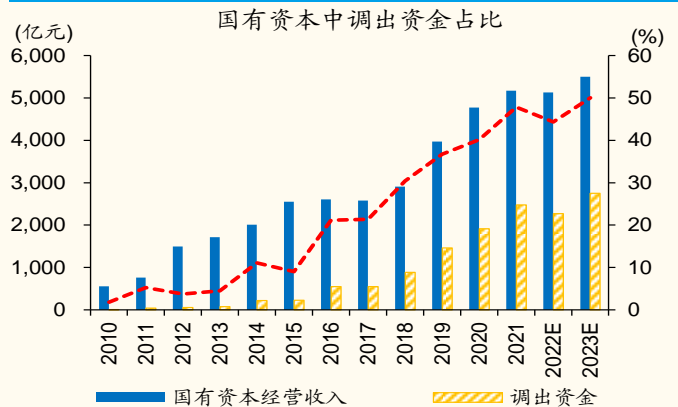
2023 年结转结余、利润上缴等预算内补充收入空间或大幅下降。2022 年调入资金及使用结转结余预算安排 2.33 万亿；按照预算规模推算，2022 年剩余结转结余与预算稳定调节基金余额或近 5000 亿元。此外，今年 1.65 万亿元利润上缴中，1.1 万亿元来源于央行 2021 年以前部分外汇储备经营收益，或更多为一次性补充政府性基金收入；而特定金融机构和中央企业每年上缴利润计入一般财政的非税收收入中，过往平均规模在 4800 亿元左右。中性估计，明年结转结余、利润上缴等或减少近 3 万亿元。

图表 17: 2023 年央行特定金融机构利润上缴或回归常态



来源: 财政部、国金证券研究所

图表 18: 国有资本经营收入调出资金加力空间有限

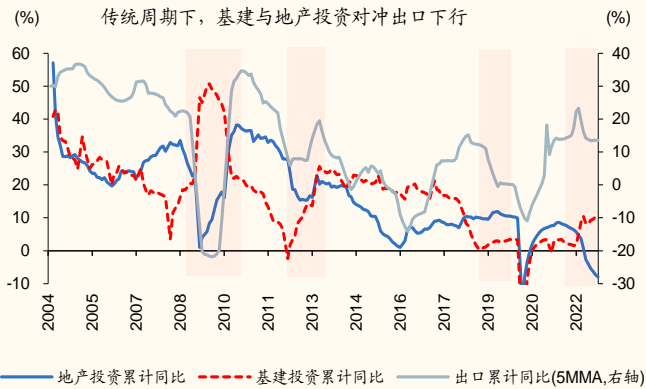


来源: 财政部、国金证券研究所

3、2023年稳增长，预算内中央财政适度加码，预算外依赖“准财政”支持

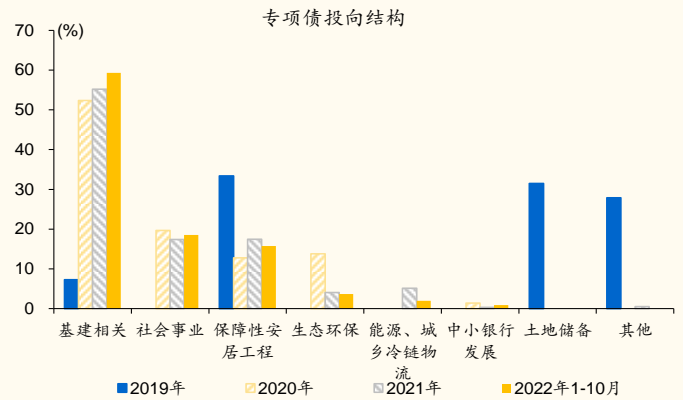
2023年出口面临较大回落压力，可能仍需要基建适度对冲，财政或仍延续托底思路。经验显示，一般财政投向基建比例较低，近两年维持在8%附近，而专项债支持明显增强、今年上半年投向基建比例达到60%左右。根据财政支出预算及专项债使用额度推算可得，2022年财政资金投向基建合计4.6万亿元左右，2023年预算内支持基建力度或再提升。

图表 19：2023 年基建投资或需加码对冲地产与出口拖累



来源：Wind、国金证券研究所

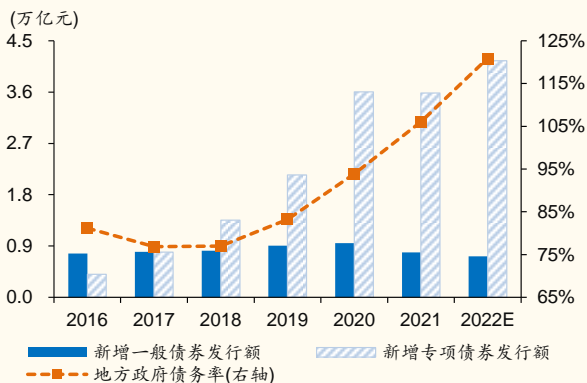
图表 20：2022 年前 10 月专项债投向基建比例近六成



来源：财政部、国金证券研究所

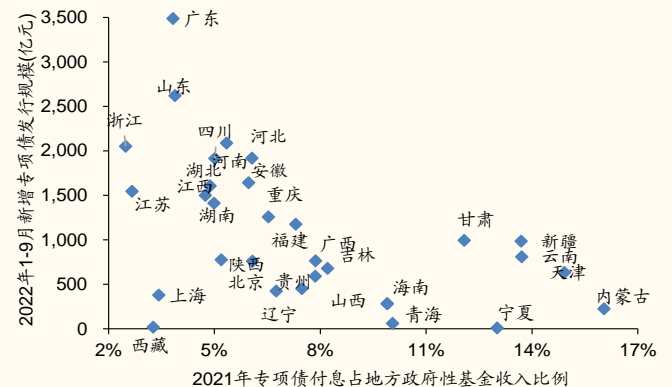
疫后地方债务加快积累、付息压力加大等，或对地方债扩张形成限制。2022年在新增债务限额基础上，追加使用5000多亿元结存限额，推动全年地方政府债务率接近警戒线、或超120%；土地财政低迷也加剧专项债付息压力，前三季度专项债付息额占地方本级政府性基金收入比例超10%。考虑到专项债投向项目前期收益较低，明年地方专项债务加码付息压力将加大。因此，2023年地方专项债额度或进一步优化，整体加杠杆规模或较为有限。（详见《付息视角，看明年地方债空间》）

图表 21：近年来地方新增专项债明显扩张



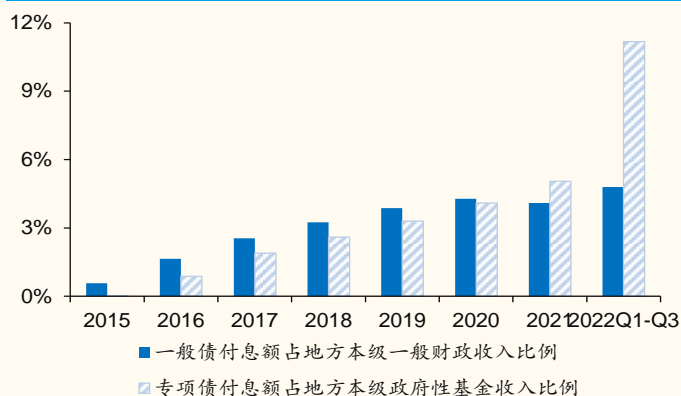
来源：中国地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

图表 22：专项债付息压力地区专项债加码空间较小



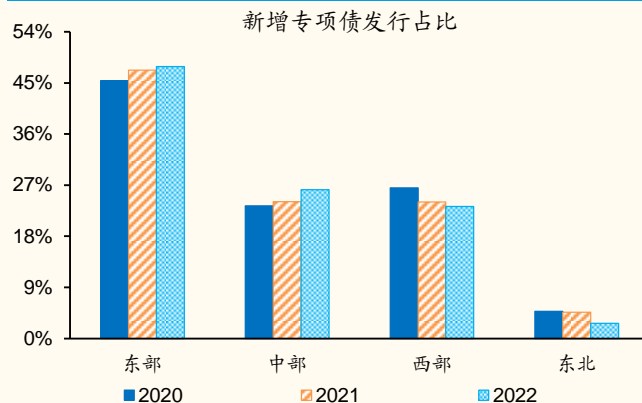
来源：中国地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

图表 23: 2022 年前三季度地方专项债付息压力凸显



来源: 中国地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

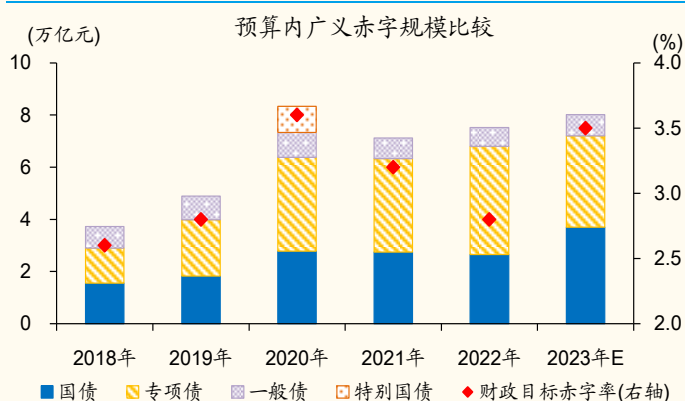
图表 24: 专项债额度分配“不撒胡椒面”



来源: 中国地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

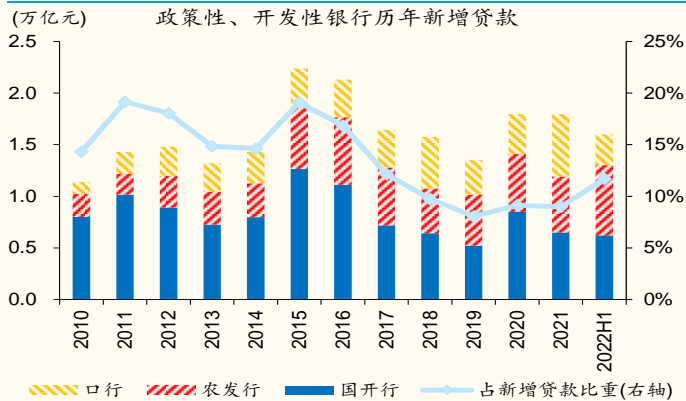
中央加力或是 2023 年稳增长“破局”之道。明年专项债加码空间有限下，中央赤字或较今年扩张，赤字率或接近 2020 年水平；预算外“准财政”也可加力支持，明年政策性、开发性信贷规模或在今年基础上提升，金融工具亦可根据实际情况加码、规模或突破万亿元；此外，央、国企也可凭借较高质量项目，扩大投融资规模、承接配合“准财政”，对稳增长形成补充。（详见《稳增长“先行军”，国企如何加力？》）

图表 25: 2023 年预算内或依赖中央加杠杆



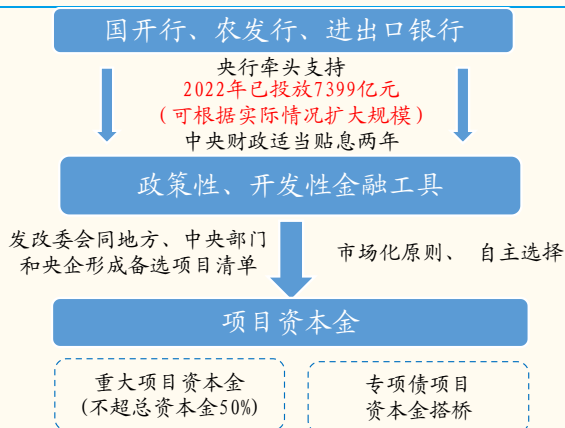
来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 政策性、开发性银行新增贷款加量支持稳增长



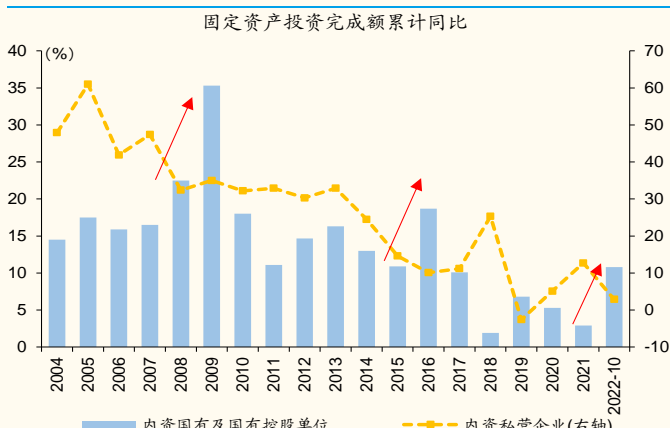
来源: 政策性开发性银行、Wind、国金证券研究所

图表 27: 政策性开发性金融工具可依据实际情况扩张



来源: 人民银行、政策性开发性银行、国金证券研究所

图表 28: 历次稳增长阶段国企投资明显加码



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点：中央经济工作会议的“加力提效”定调下，2023年财政或需保持必要支出强度，既要优化组合赤字、专项债、贴息等工具，同时保障财政可持续和地方债务风险可控。在此情形下，明年财政加力或主由中央赤字扩张、准财政加码，专项债更注重地区分配优化等。

风险提示：

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放；房企债务、居民购房意愿等，继续拖累地产投资和销售。
- 2、疫情反复的干扰。疫情反复对线下活动，尤其是消费和服务业的抑制加大。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	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