

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：周恺悦

执业证号：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

当经济强于年初预期，当年财政超收，支出减少，则会结余形成“财政余钱”。例如 2020 年、2021 年，当年经济表现强于年初政府预期，当年实际的财政扩张力度较年初预算有所收敛，最终当年出现财政余钱。

➤ 2022 年财政留有 1.3 万亿余钱至 2023 年，大超市场预期。

2022 年经济承受历史罕见的疫情冲击以及地产下滑，为应对经济压力，2022 年财政开启了史诗般扩张，财政耗资规模极大。

不仅如此，2022 年疫情和地产对经济的干扰都强于年初预期，按理年末不应该结余太多财政资金。然而有意思的是，年度财政数据显示 2022 年全年财政形成 1.3 万亿规模资金¹，可结转至 2023 年使用。

2022 年经济偏弱，土地出让和税收数据放在历史上是一个偏弱的表现。2022 年四季度财政支出迅速压降，显然 2022 年余钱形成的原因不在超收，而在减支，尤其是四季度超常减支。

2022 年超万亿财政余钱背后，蕴含两点财政意图，并对流动性有着深刻影响。

➤ 第一点政策意图，压降 2022 年四季度财政支出，留更多财政子弹至 2023 年。

去年 10 月以后，财政支出增速快速下降，广义财政支出增速从 10 月的 0% 下降至 12 月的 -13%。下降节奏较快，超出了正常的季节性变化，显然是政府有意为之。

我们理解之所以财政在四季度快速压降支出，留出更多资金至 2023 年，本意让更多财政子弹用于 2023 年，增厚 2023 年财政实力。

除了 2022 年四季度减支结余 1.3 万亿，2022 年前经年积累了 1.6 万亿资金，加上 0.5 万亿专项债顺接到 2023 年使用，2023 年真正能够使用的历史结余资金约 3.5 万亿。

➤ 第二点政策意图，预算外资金“置换”预算内，为 2023 年财政支出打开更多可能性。

进入到 2022 年下半年，预算外财政开始扩张规模。

2022 年 8 月-10 月，政策性银行累计投放 7399 亿元政策性金融工具，用以支持重大项目建设。预算外资金成为 2022 年下半年基建投资扩张的主要支撑。

预算外资金支撑基建，客观上使得预算内能够减少对基建的支出，某种意义上可将此视为预算外资金“置换”预算内资金。

一个证据是，政策性金融工具自 8 月开始投放，同期公共财政中基建相关支出同比从 7 月 3.6% 降至 8 月的 -8.1%，这一预算内外资金再平衡延续至年末²。

准财政工具资金使用灵活度低，使用范围窄。2022 年预算外资金多增，用预算内资金替换预算外，预算内更多资金结转至 2023 年。

相关研究

1. 美联储 2 月议息会议点评：警惕海外宽松交易退潮-2023/02/02
2. 2022 年 12 月财政数据点评：年底税收大增为哪般？-2023/01/31
3. 中国式财政货币化系列研究（一）：中国式财政货币化对资金面影响-2023/01/30
4. 高频系列研究：消费修复成色几何-2023/01/30
5. 全球大类资产跟踪周报：全球风险资产情绪共振-2023/01/29

¹ 余钱=实际广义财政收支缺口-预算广义收支缺口

² 政府性基金支出节奏还受专项债发行扰动，用公共财政支出表现更有说服力。

这样做的好处是，2022 年预算内资金结存在下年使用，使用范围更广。

可以这样理解，2022 年政策不只是结转 1.3 万亿资金至 2023 年，这笔资金的可贵之处在于未来使用灵活度极高，可以用于基建，也可以用于民生，甚至可以用于化解债务风险。

► **大规模的财政结余资金留至 2023 年使用，客观上加大 2022 年年末及 2023 年年初的资金面波动。**

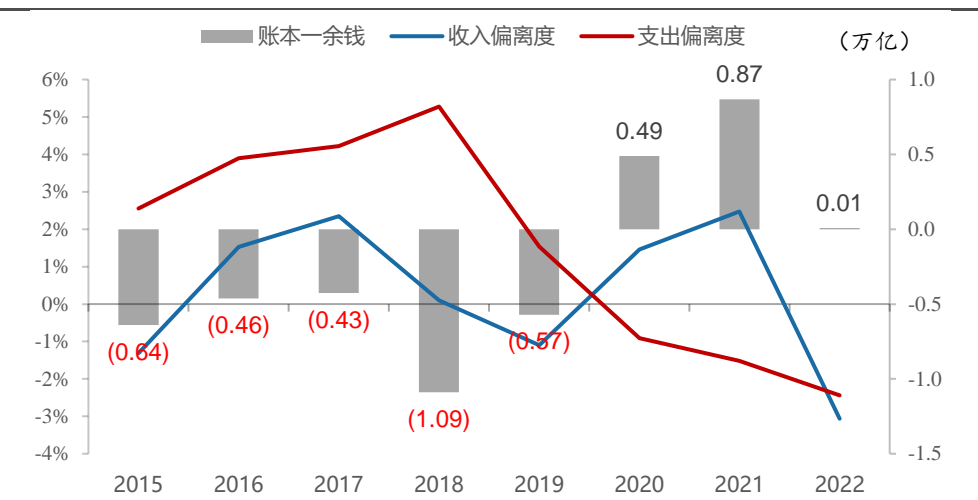
我们测算，今年合计可动用 3.5 万亿财政结存资金，这属于典型的财政跨周期平衡行为。财政跨周期行为伴随着流动性跨周期波动，跟踪 2023 年资金面需要关注财政对流动性的节奏扰动。

当 2022 年末压降财政支出，国库累计资金，虹吸了银行间资金。与此同时，预算外政策性金融工具扩张使用，进一步消耗银行间资金。

2023 年财政结存资金开始使用，国库资金投放，年初资金面因此宽松。

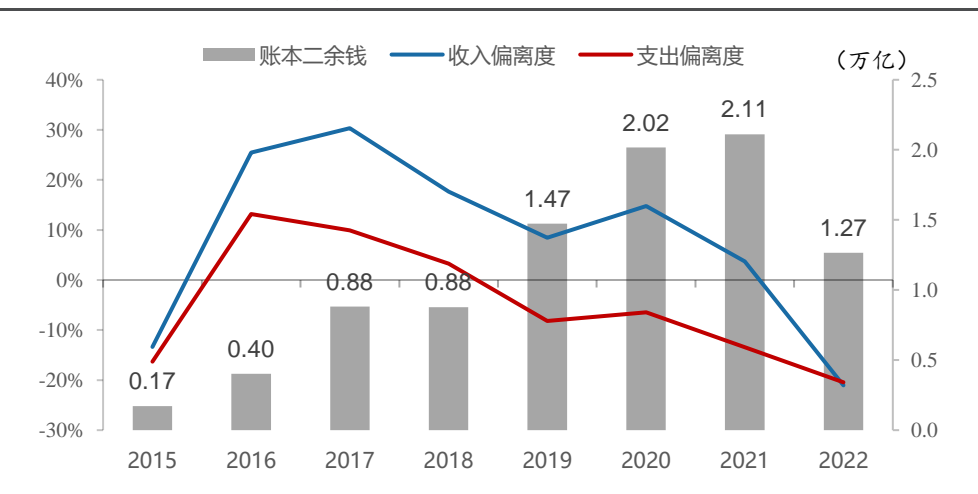
风险提示：疫情发展超预期，地产政策效果超预期。

图 1：历年公共财政收入余钱规模



资料来源：财政部，民生证券研究院

图 2：历年政府性基金余钱规模



资料来源：财政部，民生证券研究院

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