

2023年中国财政政策展望

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn



事件：2022年财政数据发布；各地提前批专项债额度陆续公布，并要求2023年上半年使用完毕。

平安观点：

- 一、2022年公共财政收入的拖累与支撑。2022年全国一般公共预算收入20.37万亿，完成预算收入规模的96.9%，预算收入完成率是2004年以来的最低水平。拖累2022年公共财政收入的因素，一是疫情对经济和公共财政收入的扰动，剔除留抵退税因素影响后，2022年吉林、天津、海南等的公共财政收入同比靠后；二是2022年增值税留抵退税2.46万亿，其中新增规模为1.77万亿，超过原计划的1.64万亿；三是2022年土地和房地产市场相关税收同比下降7.6%，其中交易环节相关的契税和土地增值税拖累2022年公共财政收入下滑1.1个百分点。2022年公共财政收入的支撑因素，一是在地方政府多渠道盘活闲置资产等的推动下，2022年非税收入同比增长24.4%；二是2022年四季度国内消费税同比高增，全年同比增长20.3%；三是进口货物增值税、消费税同比增长15.4%，可能和2022年大宗商品价格中枢抬升有关。
- 二、2022年公共财政赤字使用进度快。2022年全国一般公共预算支出26.1万亿，同比增长6.1%，全年公共财政赤字使用率达99.9%，是疫情以来赤字使用率最高的一年。从赤字使用进度看，2022年二季度明显加快，单季使用了全年赤字（含调入资金及使用结转结余资金）的38.8%，2022年7-11月稳增长压力下各月当月的公共财政赤字使用率仍高于前三年同期水平，不过12月公共财政减收对支出的掣肘明显体现。
- 三、2022年土地出让金拖累政府性基金收入。2022年全国政府性基金收入7.79万亿，同比下降20.6%，完成预算收入的79.0%，其中2022年全国土地出让金收入同比下降23.3%。从政府性基金支出当月同比看，2022年前7个月都维持了两位数的高增长，远超政府性基金收入的增速，专项债等资金补充了缺口。2022年8-12月，随着专项债所募集资金前期较快使用的掣肘逐步显现，政府性基金支出同比大幅回落。
- 四、2023年财政政策展望。预计2023年广义赤字率将从5.8%提高至6.0%。财政赤字结构优化，狭义赤字率或提高至3.2%，中央政府适度加杠杆，而防风险压力下，2023年地方政府专项债券新增额度或持平于3.65万亿。鉴于“贴息工具”撬动率高、可定向支持重点领域，预计2023年财政“贴息工具”有望得到更广泛使用。预计2023年财政支出将呈现以下特征：第一，积极财政的着力点重回支出端；第二，财政支出节奏继续“前置”；第三，公共财政资金投向基建的规模难以明显提升；第四，公共消费率有望适度提高，以发挥对私人消费的挤入效应。

正文目录

一、	2022 年公共财政收入的拖累与支撑.....	4
二、	2022 年公共财政赤字使用进度快.....	6
三、	2022 年土地出让金拖累政府性基金收入.....	8
四、	2023 年财政政策展望.....	9
	（一）预计广义赤字率高于 2022 年.....	10
	（二）财政赤字结构优化.....	11
	（三）财政支出节奏继续“前置”，公共消费率或将适当提高.....	12

图表目录

图表 1	各省市自治区 2022 年一般公共预算收入同比	4
图表 2	2022 年新增增值税留抵退税额	5
图表 3	土地和房地产相关税收 2022 年的同比增速	5
图表 4	2022 年非税收入延续高增长	5
图表 5	近年非税占全国一般公共预算收入比例	5
图表 6	2022 年四季度国内消费税高增长	6
图表 7	进口价格指数和进口货物增值税、消费税的同比走势较为同步	6
图表 8	主要税种 2020-2021 两年平均同比和 2022 年同比的对比	6
图表 9	对比近年来看, 2022 年公共财政收入和支出的预算完成度都较低	7
图表 10	公共财政主要投向 2020-2021 两年平均同比和 2022 年同比的对比	7
图表 11	2022 年公共财政基建相关支出同比持续走低	8
图表 12	各年公共财政支出投向中基建相关分项占比	8
图表 13	2022 年公共财政赤字的使用进度较快	8
图表 14	2022 年政府性基金收、支的预算完成率均低	9
图表 15	2022 年政府性基金收、支增速明显分化	9
图表 16	近年政府性基金支出占两本账支出的比例	9
图表 17	2022 年专项债资金沉淀现象明显好转	9
图表 18	预计 2023 年中国广义赤字率将提高	10
图表 19	2023 年稳增长需政府主导的投资继续发力	10
图表 20	2021 年财政余粮较快上升, 但预计 2022 年余额将锐减	10
图表 21	预计 2023 年狭义赤字提高而新增专项债持平	11
图表 22	对比来看, 中央政府加杠杆的空间更大	11
图表 23	专项债余额已突破 20 万亿, 成为中国债市第三大品种	11
图表 24	专项债余额和地方本级政府性基金收入的缺口持续扩大	11
图表 25	各省市自治区 2023 年提前批新增专项债额度	12
图表 26	近年各年的减税退税降费规模	13
图表 27	中国的税收弹性持续下滑	13

面对疫情、土地和房地产市场降温等超预期冲击，2022年中国财政面临着严重的减收压力，公共财政和政府性基金这两本账实际总收入比预算收入少2.7万亿。但即使如此，财政政策在逆周期调节中仍扮演了关键角色，体现在两点：一是在收入端为市场主体大规模减负，全年新增减税降费及退税缓税缓费超过4.2万亿，极大程度缓解了企业的现金流压力；二是在支出端积极发力，以稳增长压力最大的2022年二季度为例，公共财政和政府性基金两本账单季度使用广义赤字达3.8万亿。总之，2022年积极财政在统筹经济社会发展和疫情防控中发挥了重要作用。

展望2023年，我们认为财政政策将更加积极，财政赤字结构和公共财政投向均将适度优化。鉴于稳增长需要和财政“余粮”下降，2023年广义赤字率可能将从5.8%提高至6.0%。2023年狭义赤字率或提高至3.2%，即中央政府适度加杠杆，而地方专项债新增额度或持平于3.65万亿。考虑到“贴息工具”撬动率高、可定向支持重点领域，预计2023年财政“贴息工具”有望得到更广泛使用。公共财政支出方面，投向基建的规模或难明显提升，不过公共消费率有望适度提高，以更好发挥对私人消费的挤入效应。

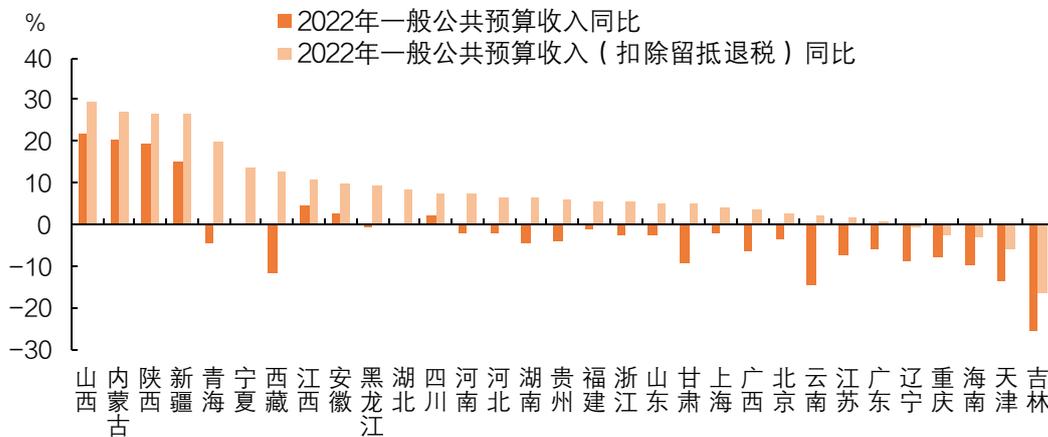
一、2022年公共财政收入的拖累与支撑

2022年全国一般公共预算收入20.37万亿，完成预算收入规模的96.9%，预算收入完成率是2004年以来的最低水平。2022年全国一般公共预算收入同比增长0.6%，扣除留抵退税因素后增长9.1%。

拖累2022年全国一般公共预算收入的因素有三：

一是，疫情对经济和公共财政收入的扰动。2022年扣除留抵退税影响后的各省市自治区一般公共预算收入同比，吉林、天津、海南、重庆等靠后，疫情是重要影响因素。

图表1 各省市自治区2022年一般公共预算收入同比

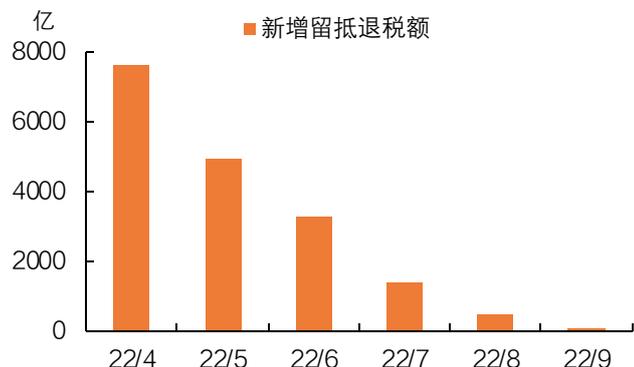


资料来源:wind,平安证券研究所(注:西藏自治区数据为2022年1-8月的)

二是，增值税留抵退税2.46万亿。其中新增留抵退税规模约为1.77万亿，超过原计划的1.64万亿。扣除留抵退税因素后，2022年全国税收增长6.6%，高于5.8%的名义GDP增速。

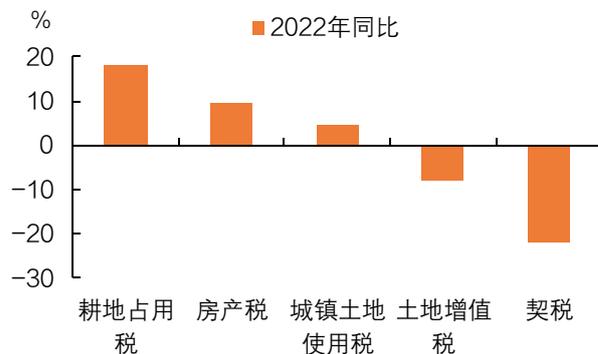
三是，土地和房地产市场降温的拖累。2022年耕地占用税、房产税、城镇土地使用税、土地增值税和契税，这五个和土地、房地产相关的税种，税收收入共计1.92万亿元，同比下降7.6%。其中，契税和土地增值税这两个交易环节产生的税种，分别同比下降22.0%、下降7.9%，和2022年土地、房地产市场低迷的趋势一致，2022年两者共计拖累全国一般公共预算收入1.1个百分点。

图表2 2022年新增增值税留抵退税额



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 土地和房地产相关税收2022年的同比增速



资料来源:wind, 平安证券研究所

从2022年全国一般公共预算收入的结构看，有以下亮点值得关注：

第一，非税收入延续高增长。2022年全国非税收入同比24.4%，拉动一般公共预算收入同比增长3.6个百分点，非税收入占全国一般公共预算收入的比例为18.2%，创2017年以来新高。推动2022年非税收入高增的因素包括特定国有金融机构和专营机构上缴利润入库、原油价格上涨带动石油特别收益金专项收入增加等特殊因素，以及地方多渠道盘活闲置资产、矿产资源有关的收入增加等。

图表4 2022年非税收入延续高增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 近年非税占全国一般公共预算收入比例



资料来源:wind, 平安证券研究所

第二，国内消费税全年同比增长20.3%。2022年国内消费税拉动一般公共预算收入同比增长1.4个百分点，在主要税种中拉动幅度最大。从当月同比看，国内消费税高增长主要集中在2022年四季度。一方面可能是因财政收支压力下，前期延迟入库的消费税在四季度集中入库(2021年和2022年四季度国内消费税分别同比44.9%、115.2%)；另一方面可能是因2022年11月开始对电子烟征收消费税。

第三，进口货物增值税、消费税同比增长15.4%。2022年进口货物增值税、消费税2.0万亿，拉动一般公共预算收入同比增长1.3个百分点。2022年大宗商品价格中枢抬升，是推动进口货物增值税、消费税同比高增的主要原因，历史数据显示，进口价格指数和进口货物增值税、消费税的走势较为同步。

图表6 2022年四季度国内消费税高增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

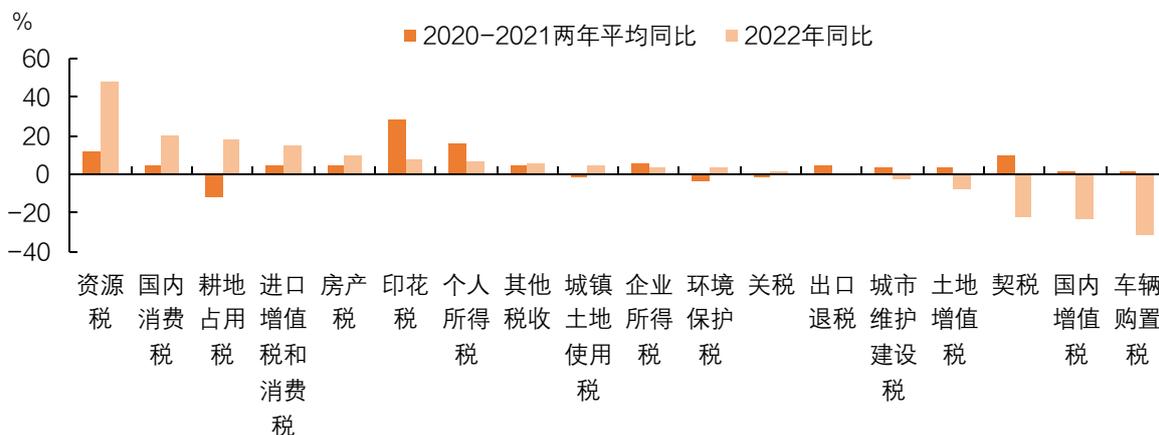
图表7 进口价格指数和进口货物增值税、消费税的同比走势较为同步



资料来源:wind, 平安证券研究所

其它税种方面，一是 2022 年资源税同比 48.1%，在主要税种中增速最高，主要因 2022 年大宗商品价格中枢上移；二是 2022 年个人所得税同比增长 6.6%，略高于 5.0% 的全国居民人均可支配收入增速；三是 2022 年企业所得税同比 3.9%，低于 5.8% 的名义 GDP 增速，和 2022 年大规模减税缓税有关。2022 年新增减税超 8000 亿元，办理缓税缓费超 7500 亿元；四是出口退税对全年一般公共预算收入的拖累加大。2022 年出口退税 1.63 万亿，考虑动用以前年度结转资金等因素后，全年实际办理出口退税 18678 亿，超过 2021 年的 18158 亿。由于出口退税作冲减收入处理，其对 2022 年的公共财政收入拖累程度加大；五是 2022 年车辆购置税同比下降 31.9%，在主要税种中降幅最大，原因是 2022 年 6 月-12 月，对单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量的乘用车减半征收车辆购置税，全年预计减征超过 600 亿元。

图表8 主要税种 2020-2021 两年平均同比和 2022 年同比的对比

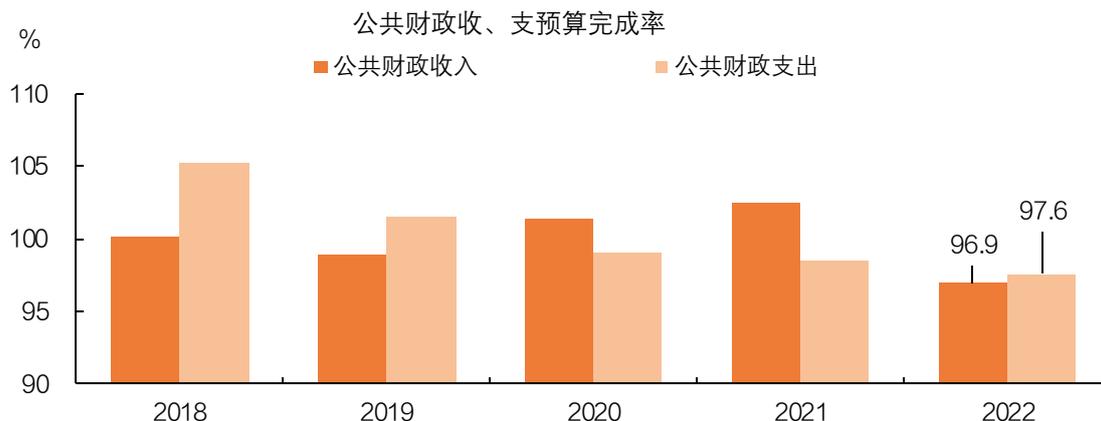


资料来源:wind, 平安证券研究所

二、2022 年公共财政赤字使用进度快

2022 年全国一般公共预算支出 26.1 万亿，完成预算支出规模的 97.6%，同比增长 6.1%。分中央和地方两级政府看，2022 年中央一般公共预算本级支出 3.58 万亿，预算完成率为 100%，同比增长 3.9%；地方一般公共预算支出 22.5 万亿，预算完成率为 97.4%，同比增长 6.4%。

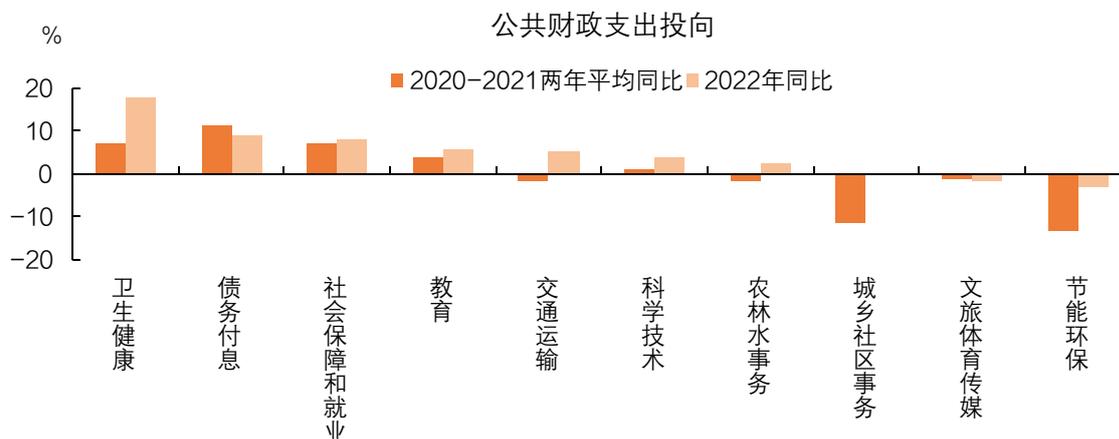
图9 对比近年来看，2022年公共财政收入和支出的预算完成度都较低



资料来源:wind,平安证券研究所

2022年一般公共预算支出主要科目中，以下值得关注：一是，卫生健康支出2.25万亿，同比增长17.8%，在已公布数据的支出科目中增速最高，可能和防疫支出有关；二是，债务付息支出1.14万亿，同比增长8.7%，在已公布数据的主要科目中，增速位列第二。2022年中国一般公共预算用于债务付息的支出占比达到4.4%，较2016年的2.7%明显提高；三是，社会保障和就业支出3.67万亿，同比增长8.1%，明显高于2021年3.4%的同比增速。2022年国内疫情多点扩散，城镇调查失业率全年均值从2021年的5.12%提高至5.58%，对财政支出用于社会保障和就业的诉求上升；四是，节能环保支出同比下降3.2%，在已公布数据的主要科目中增速最低，已连续三年同比负增，但跌幅较2020年的14.1%和2021年的12.6%明显收窄。可能和2021年10月碳达峰顶层设计文件发布后，各地开始有序推进碳减排，令公共财政投向节能减排相关支出的同比跌幅收窄。

图10 公共财政主要投向2020-2021两年平均同比和2022年同比的对比

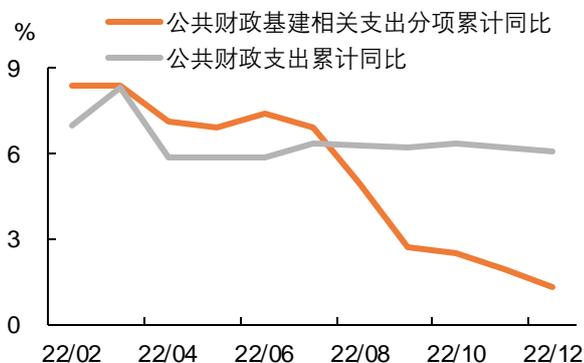


资料来源:wind,平安证券研究所

尽管2022年稳增长对基建有很高诉求，但从公共财政支出的投向看，其对基建的支持力度整体并不大。这可能是2022年上半年基建项目资本金不足，进而导致实物工作量形成偏慢的主要原因。体现在两点：一是2022年公共财政支出投向中，与基建相关的节能环保、城乡社区事务、农林水事务和交通运输四个分项，合计同比增长1.3%，低于6.1%的全年公共财政总支出同比。从年内各月的累计同比看，总体呈持续走低之势，此外下半年基建相关支出同比相对更低，可能原因是政策性

开发性金融工具补充资本金后，替代了部分公共财政的相关支出；二是上述四个基建相关的公共财政支出分项，占 2022 年公共财政支出的比例为 22.8%，是 2009 年以来的最低水平。

图表 11 2022 年公共财政基建相关支出同比持续走低



资料来源:wind, 平安证券研究所

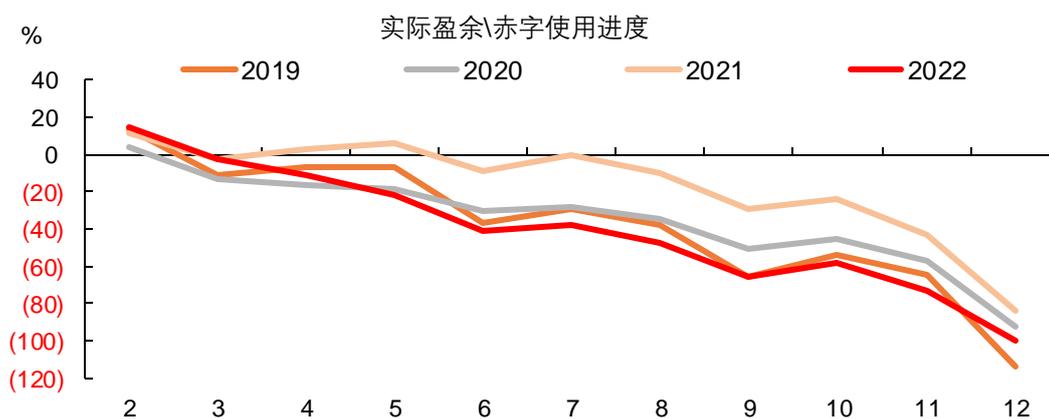
图表 12 各年公共财政支出投向中基建相关分项占比



资料来源:wind, 平安证券研究所

和前几年相比，2022 年赤字使用率较高，且赤字使用进度较快。2022 年公共财政的收、支缺口为 56906 亿，略低于预算收入和支出的缺口 56985 亿。全年赤字使用率（用（累计公共财政收入-累计公共财政支出）/年初预算草案中（赤字+调入资金及使用结转结余）来衡量）为 99.9%，高于 2020 年的 92.8% 和 2021 年的 83.4%，是疫情以来赤字使用率最高的一年。从赤字使用进度看，2022 年一季度赤字使用率为 2.7%，低于前三年同期水平。2022 年二季度疫情冲击、增值税留抵退税较快推进，令公共财政赤字使用加快，单季度使用赤字占全年赤字（含调入资金及使用结转结余额）的比例达 38.8%。2022 年 7 月-11 月，稳增长压力下，各月当月的公共财政赤字使用率仍高于前三年同期的均值水平。不过受制于公共财政减收和前期赤字使用较快，2022 年 12 月当月赤字仅有 1.52 万亿，明显低于前三年 12 月的均值 2.21 万亿。

图表 13 2022 年公共财政赤字的使用进度较快



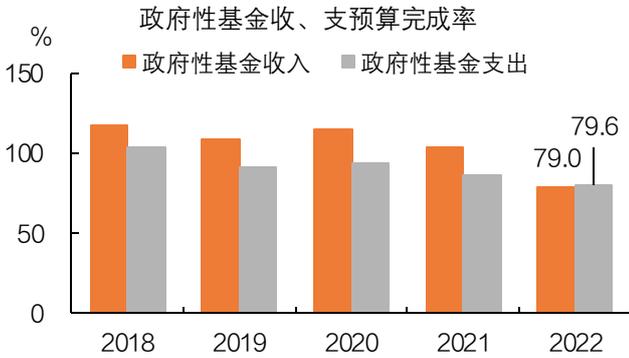
注：使用进度=（累计公共财政收入-累计公共财政支出）/年初预算草案中（赤字+调入资金及使用结转结余）

资料来源:wind, 平安证券研究所

三、2022 年土地出让金拖累政府性基金收入

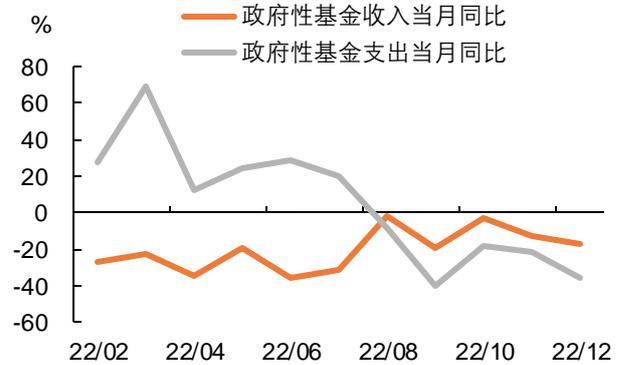
2022年全国政府性基金收入7.79万亿，同比下降20.6%，完成预算收入的79.0%。分中央和地方两级政府看，2022年中央政府性基金收入4124亿，同比增长3.0%，完成预算收入的97.8%；受土地出让金大幅下降（同比-23.3%）的拖累，2022年地方政府性基金本级收入同比下降21.6%，仅完成预算收入的78.1%。从当月同比看，2022年上半年政府性基金收入增速较低，在低基数支撑下2022年下半年增速中枢抬升。

图表14 2022年政府性基金收、支的预算完成率均低



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表15 2022年政府性基金收、支增速明显分化



资料来源:wind, 平安证券研究所

2022年全国政府性基金支出11.06万亿，同比下降2.5%，完成预算支出的79.6%。分中央和地方两级政府看，2022年中央政府性基金本级支出同比76.8%，尽管高增长，且中央政府性基金本级收入基本完成预算（完成率为97.8%），但中央政府性基金本级支出预算完成率仅为77.2%，可能原因是加大了对中央一般公共预算的资金调入；2022年地方政府性基金支出同比下降4.7%，完成预算支出的79.7%。2022年政府性基金支出占两本账支出的比例降至29.8%，较2020年的高点下降了2.7个百分点，不过仍处于历史较高水平。

从政府性基金支出当月同比看，2022年前7个月都维持了两位数的高增长，远超政府性基金收入的增速，专项债等资金补充了缺口。和往年相比，2022年专项债资金沉淀的问题明显好转。2022年8-12月，随着专项债所募集资金前期较快使用的掣肘逐步显现，政府性基金支出同比大幅回落，2022年9月创下-40.4%的历史最低增速。

图表16 近年政府性基金支出占两本账支出的比例



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表17 2022年专项债资金沉淀现象明显好转



资料来源:wind, 平安证券研究所

四、2023年财政政策展望

展望 2023 年，我们预计中国广义赤字率将提高，财政赤字结构优化，中央政府或适当加杠杆，新增专项债额度或持平于 3.65 万亿。财政支出节奏继续“前置”，以期推动经济尽快恢复，支出投向上或向公共消费适当倾斜。

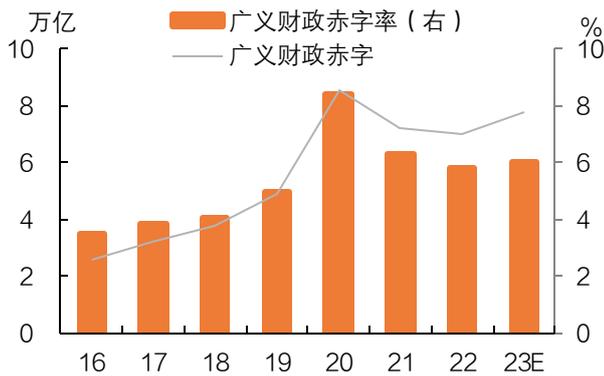
（一）预计广义赤字率高于 2022 年

广义赤字率有不同口径，我们取其为一般公共预算和政府性基金预算这两本账对应的赤字率。2021 年安排的公共财政赤字为 3.57 万亿，新增专项债额度为 3.65 万亿，名义 GDP 为 114.92 万亿，计算得 2021 年广义赤字率为 6.3%。2022 年安排的公共财政赤字为 3.37 万亿，新增专项债额度为 3.65 万亿，名义 GDP 为 121.02 万亿，计算得 2022 年广义赤字率为 5.8%。

预计 2023 年广义赤字率将提高至 6%。2023 年名义 GDP 同比在 6%-7%，取名义 GDP 同比为区间中值 6.5%，估算得 2023 年广义财政赤字为 7.77 万亿，比 2022 年的高约 7500 亿。

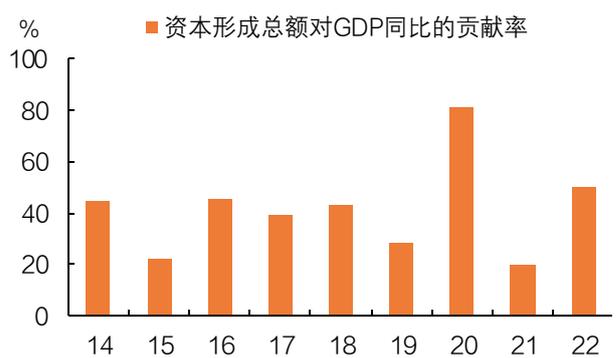
作为从疫情模式向常态化回归的第一年，2023 年中国广义财政赤字率仍有必要上调的原因在于：一是，出口放缓后，除直接拖累经济外，还会通过制造业投资、就业和出口的渠道间接拖累经济，因此“稳增长”仍是 2023 年宏观调控的重点。从各省市自治区两会、开年第一会来看，2023 年“恢复和扩大消费”、“扩大有效投资”同步发力，两者都需要财政资金的支持；二是，2023 年可用于调节预算的资金规模锐减。一方面，估算得减收压力下，2022 年年末财政“余粮”可能降至 5000 亿以下，可用于平衡 2023 年预算的中央预算稳定调节基金和地方结余资金大幅低于 2022 年。另一方面，2022 年特定国有金融机构和专营机构上缴利润 16500 亿元是一次性的。

图表 18 预计 2023 年中国广义赤字率将提高



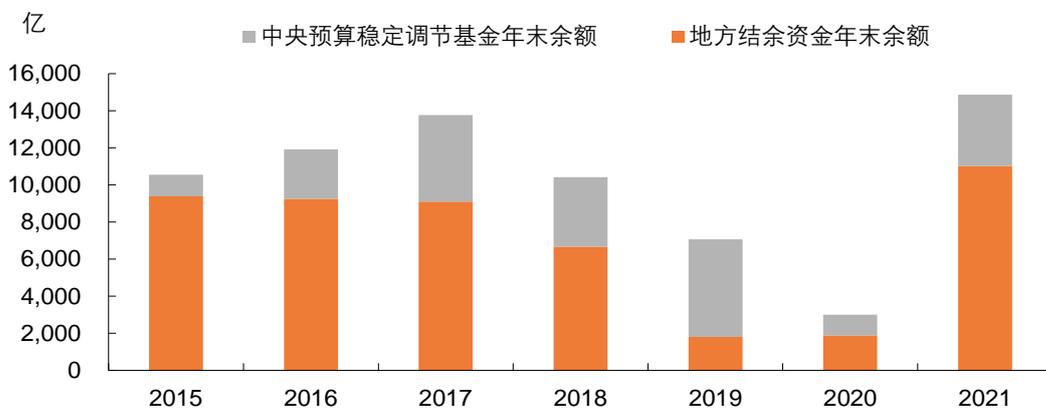
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 19 2023 年稳增长需政府主导的投资继续发力



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 20 2021 年财政余粮较快上升，但预计 2022 年余额将锐减



资料来源:wind, 平安证券研究所

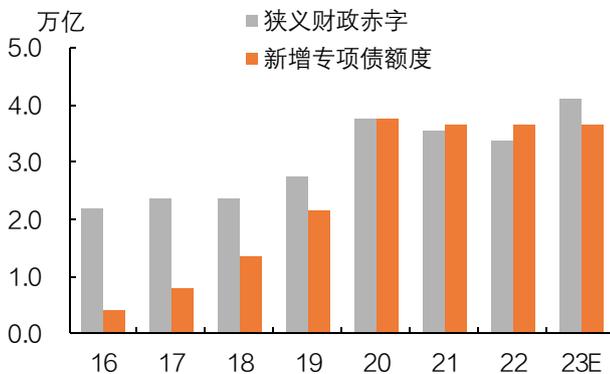
(二) 财政赤字结构优化

2022年12月召开的中央经济工作会议指出“优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。我们预计2023年新增政府债务，将更好兼顾稳增长和防风险。

第一，狭义赤字率或将提高至3.2%，中央政府适度加杠杆。按3.2%的狭义赤字率测算，2023年狭义赤字预计为4.12万亿，较2022年增加7500亿。

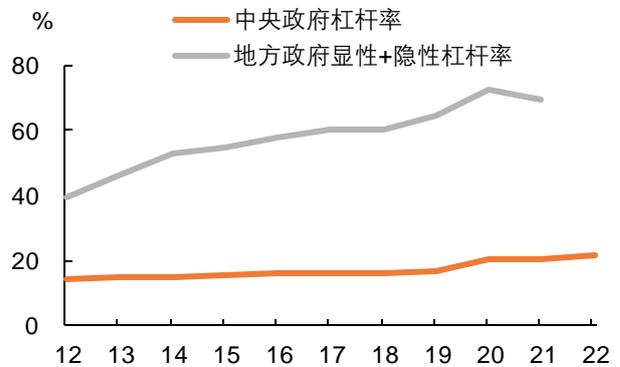
2023年狭义赤字率或将提高，一是从稳增长的角度看，2023年对财政逆周期调节的诉求较高，适当提高狭义赤字规模，可扩大财政政策的应对空间；二是从防风险的角度看，根据国家资产负债表研究中心的统计，2022年年末中央政府杠杆率为21.4%，近两年基本持平、变化不大，而地方政府杠杆率从2020年年末的25.3%提高至2022年年末的29.0%。考虑到2021年年末城投平台有息负债已高达49.2万亿，预计2023年中央政府或将适度加杠杆。此外，2023年“要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下移，做好基层”三保”工作，中央政府适度加杠杆，可更好在全国范围内统筹财政资源。

图表21 预计2023年狭义赤字提高而新增专项债持平



资料来源:wind, 平安证券研究所

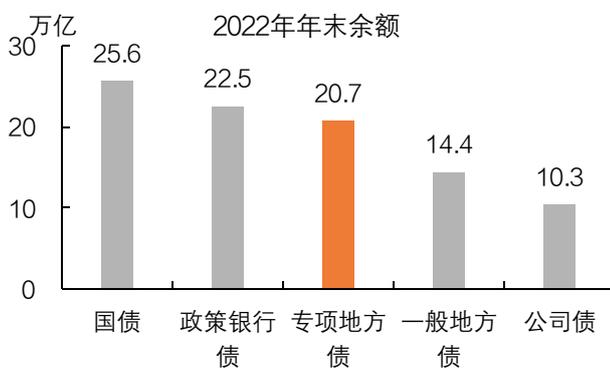
图表22 对比来看，中央政府加杠杆的空间更大



资料来源:wind, 平安证券研究所

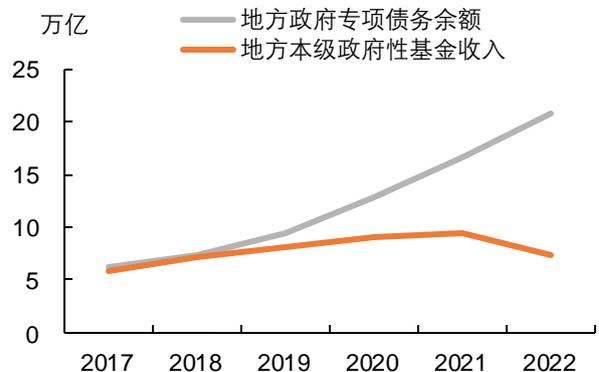
第二，地方政府专项债券新增额度或持平于3.65万亿。近年专项债余额持续扩张，根据财政部统计，2022年年末专项债余额为20.67万亿，成为中国债市仅次于国债和政策性银行债的第三大债券品种。近年专项债在有力支撑经济的同时，其债务可持续问题也开始突显。近两年有近七成的新增专项债投向基建领域，由于能够产生合意现金流的基建项目不足，需通过政府性基金收入或发行再融资债券来偿还。即使不考虑目前地方政府性基金支出中有八成是刚性的，难以挪腾用于偿还专项债本息，就是专项债余额和政府性基金收入缺口的持续扩大，也会导致专项债还本对再融资债券的依赖度越来越高。

图表23 专项债余额已突破20万亿，成为中国债市第三大品种



资料来源:wind, 平安证券研究所

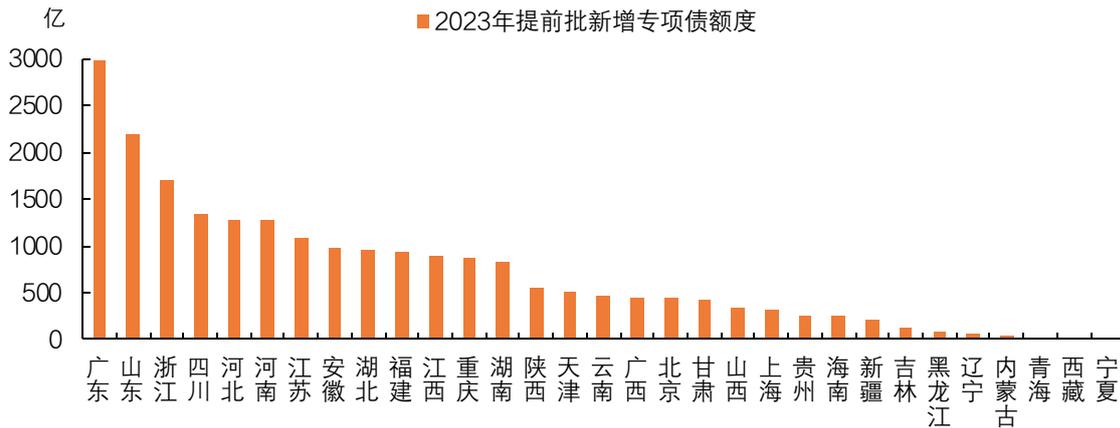
图表24 专项债余额和地方本级政府性基金收入的缺口持续扩大



资料来源:wind, 平安证券研究所

2023年中国经济面临的不确定性小于2022年，综合稳增长诉求和更加重视防风险来看，我们预计2023年新增专项债额度可能持平于3.65万亿。2022年中央经济工作会议在部署财政工作时，指出“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，专项债或是重点防范领域。截至目前，31个省市自治区共获得2023年提前批专项债额度2.19万亿，达到可获得提前批额度的上限（2022年新增额度3.65万亿，提前批额度的上限为前一年新增额度的60%），且要求在2023年上半年用完资金。我们认为这更多是出于尽早发行和使用专项债，进而更早形成实物工作量和托底经济的需要，可能并非意味着2023年新增专项债额度将有明显提高。

图表25 各省市自治区2023年提前批新增专项债额度



资料来源:各省市自治区财政厅(局),平安证券研究所

第三，2023年财政“贴息工具”可能得到更广泛使用，以支持重点领域。2022年中央财政一是对政策性开发性金融工具，按实际股权投资额予以适当贴息，期限为2年；二是对符合要求的技术改造再贷款（银行利率不高于3.2%，投向清单内的项目），中央财政贴息2.5个百分点。对技术改造再贷款贴息的政策已于2022年年末到期，总金额为2000亿，实际投放809亿。鉴于“贴息工具”需要的财政资金投入少，且可定向支持经济重点领域和薄弱环节，我们预计2023年“贴息工具”可能是财政逆周期调节的重要途径。

（三）财政支出节奏继续“前置”，公共消费率或将适当提高

展望2023年财政支出，我们预计将呈现出以下特点：

第一，积极财政的着力点重回支出端。近年中国大规模实施减税降费，2022年新增减税降费及退税缓税缓费超过4.2万亿，其中增值税留抵退税2.46万亿，新增减税超过8000亿，新增降费超过2000亿，办理缓税缓费超7500亿。上述举措极大地缓解了企业的现金流压力，但从撬动经济的角度看，近年中国税收弹性已较快回落，相关政策的作用已明显递减。此外，中国正从疫情模式向常态回归，为缓解疫情对市场主体冲击而出台的政策，也应逐步回归常态。

2022年中央经济工作会议指出“保持必要支出强度”，全国财政工作会议指出2023年“完善税费支持政策，根据实际情况，该延续的延续，该优化的优化，着力疏解企业困难”。预计2023年新增减税降费规模有限，积极财政的着力点在于保持必要支出强度。

图表26 近年各年的减税退税降费规模



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表27 中国的税收弹性持续下滑



资料来源:辛本文(2021), 平安证券研究所

第二，财政支出节奏继续“前置”。2022年中国财政支出节奏明显“前置”，我们预计2023年这一特征还将延续。一方面，“改善社会心理预期、提振发展信心”是2023年经济工作的入手点，财政支出节奏前移，有助于推动经济尽快恢复和改善预期。另一方面，2023年提前批专项债额度达到上限并要求上半年使用完毕，也释放了2023年财政支出将前置的积极信号。

第三，公共财政资金投向基建的规模难以明显提升。一方面，从必要性看，2022年政策性开发性金融工具已为基建项目补充资本金7399亿，投向以传统基建为主。由于交通、水利等重大项目的施工周期在3年左右，预计2023年基建项目资本金不足的问题较2022年将有所缓解。另一方面，从支出空间看，尽管2023年财政支出强度有望提高，但在民生相关和债务付息等刚性支出的挤压下，公共财政支持基建投资仍将面临掣肘。

第四，公共消费率有望适度提高，以发挥对私人消费的挤入效应。中央经济工作会议指出“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”。鉴于中国家庭部门实际偿债压力高于主要发达国家、对经济和就业的信心恢复需要时间、2022年汽车消费已明显透支等，2023年国内消费内生性恢复的高度预计有限。今年春节消费数据也映射出，2023年中国消费修复或将“温而不暖”。

学术研究显示，公共消费对私人消费有挤入效应，即中国公共消费率每提高1个百分点，居民消费在长期内最高会增加0.39%。中国公共消费率长期低于全球平均水平，2020年底中央经济工作会议指出“要合理增加公共消费”。为更好推动国内消费恢复，我们预计2023年中国公共消费率或将适当提高，包括增加对教育、养老、育幼等民生领域的财政资金投入，以及向特定群体发放消费券等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033