



宏观研究

【粤开宏观】积极发挥财政在防范化解重大风险中的作用

2023年07月07日

投资要点

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】5月财政数据的四大特点与财政稳增长的五大手段》2023-06-18

《【粤开宏观】从土地财政到股权财政：实质、可行性与建议》2023-06-20

《【粤开宏观】广义货币 M2 高增与经济和通胀低迷并存的原因》2023-06-20

《CEPA 签署二十周年，进一步深化香港与内地合作》2023-06-29

《【粤开宏观】区分资产负债表衰退的三种情形》2023-07-06

导读

党的十八大以来，党中央坚持问题导向和底线思维，增强忧患意识，提高防控能力，着力防范化解重大风险；党的十九大把防范化解重大风险作为三大攻坚战之一；党的二十大基于国内外形势的复杂性继续强调必须增强忧患意识，坚持底线思维。财政是国家治理的基础和重要支柱。近年来财政在防范化解重大风险中发挥了重要作用，缓释了财政风险，并立足全局配合化解了一系列经济社会风险。2022年底的中央经济工作会议提出，“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”“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”。全国财政工作会议提出，“积极稳妥防范化解风险隐患，牢牢守住不发生系统性风险底线”，并对化解地方政府隐性债务、地方政府融资平台公司治理以及配合防范其他领域风险做了重点部署。

风险提示：隐性债务化解进度不及预期



目 录

一、财政在防范化解重大风险中发挥了重要作用.....	3
二、2023 年财政面临以及要防范化解的重大风险.....	3
三、防范化解重大风险的财政政策建议.....	4



一、财政在防范化解重大风险中发挥了重要作用

近年来，全球变局加剧，逆全球化愈演愈烈，全球经济的运行逻辑从效率转向安全、全球产业链供给冲击明显增加，我国面临断链和“卡脖子”的风险上升。国内在世纪疫情和经济增速换挡的冲击下，总需求不足是当前经济运行面临的突出矛盾，经济增速下行引发的经济社会风险上升。基于国内外形势的考虑，党中央将防范化解重大风险置于较高位置，同时提出要更好统筹发展与安全，实现更加安全的发展。

财政积极服务保障党中央治国理政、当家理财。在宏观经济持续下行、微观主体面临重大挑战时，推出了大规模减税降费及退税缓税缓费措施，稳住市场主体，避免经济增速过快下滑和失业率大幅攀升；通过专项债等财政工具扩大政府投资，带动社会投资；通过研发费用加计扣除以及政府引导基金等推动经济高质量发展。对于地方政府债务风险尤其是隐性债务风险，始终坚持遏增量、化存量，强监管、严追责，建立了常态化的跨部门协同监管机制，地方政府隐性债务风险缓释可控，避免了财政风险向金融风险等蔓延。面临突发的疫情冲击，财政积极有为，扩张赤字，但又避免了大水漫灌，政府部门杠杆率总体上低于国际主要经济体水平，有利于增强财政的可持续性、提升防范化解风险的能力。

二、2023 年财政面临以及要防范化解的重大风险

2023 年我国经济社会发展面临新的情况，财政形势与财政面临的风险也发生新的变化。总体上看包括三个层次：一是财政自身运行的风险，主要是财政紧平衡仍将继续，地方政府隐性债务的防范化解仍是重中之重；二是经济社会风险财政化，房地产风险、金融风险等需要财政发力配合化解，这将进一步推升财政风险；三是制度层面导致财政风险尤其是债务上升的因素，如政府职能和支出责任范围过大、政绩和区域竞争驱动依然没有得到根本性解决。伴随国内外形势的不确定性，需要防范的“黑天鹅”等风险事件也将不断增加。

（一）财政运行风险：收支矛盾加剧，防范化解地方政府隐性债务仍是重中之重。近年来我国财政紧平衡的总体态势还将延续，主要源于经济下行、减税降费、支出刚性等。同时，伴随房地产市场长周期拐点向下，土地出让收入高歌猛进的时代结束，债务到期高峰陆续到来，总体上宏观税负过快下行、财政收支矛盾加剧。随着经济社会全面恢复常态化运行，经济将在低基数上持续恢复，但是仍面临一系列挑战和不确定性。全球经济下行导致外需对经济的贡献将从正转负，扩大内需成为施策的重点。但是，消费完全恢复并明显增长仍需一个过程，要多渠道增加城乡居民收入和从解决消费意愿不足的问题；房地产风险犹存；出口下行将带动制造业投资下行，导致财政收入恢复性增长的基础不牢。稳投资尤其是拉动基建投资、化解房地产风险拉动房地产投资等重点工作需要保持较强的财政支出力度。从纵向的政府层次看，越到区县，收支矛盾以及“三保”困难越突出，高度依赖中央对地方、省级对地市区的转移支付，否则流动性和支付风险可能出现。今年 1—4 月，一般公共预算收入同比较一季度大幅上升，但主要是基数效应，土地出让收入在去年负增长的基础上继续负增长。要对财政形势有清醒的认知，一季度低增速、二季度高增速、三四季度回落将会是今年收入形势的基本走势。

地方政府债务风险尤其是隐性债务风险是近年来治理的重中之重，部分省份还面临城投平台公司有息债务集中到期、经营效率下降、转型不畅等问题。这种情况之下，城投债的集中到期以及部分地方政府土地出让收入等进一步下行，均可能引发金融机构的避险行为。同时，我国地方政府显性债务付息规模持续上升，导致债务付息支出增速较高，降低了财政统筹能力，不利于增强财政可持续性。



（二）经济社会风险财政化：房地产风险、金融风险等仍较突出。近年来我国经济社会风险向财政风险传递的倾向在提高，财政客观上承担了为经济社会风险兜底的角色。其一，房地产企业遭遇流动性困境，居民购房信心不足，房地产烂尾、房地产企业倒闭风险和房地产投资快速下行风险成为较大的经济风险。党中央采取了一系列纾困举措促进房地产市场回暖、提振市场信心，部分地方政府采取成立纾困基金等方式“保交楼”，这些举措增加了政府的支出责任。其二，金融风险在经济下行期暴露的可能性加大，为避免造成系统性风险，除了金融监管部门的处置措施外，财政还可能要先行垫付部分资金确保社会稳定。其三，城投风险与财政风险交织。

（三）体制机制问题：政府与市场关系不畅，政府支出责任过大。从根本上看，财政要防范的重大风险是政府与市场关系不畅、政府支出责任过大，政绩考核机制和地方政府间的竞争导致的刚性支出责任过大等问题。体制机制问题不解决，财政收支矛盾、地方政府债务风险问题将长期存在。

三、防范化解重大风险的财政政策建议

财政政策在防范化解重大风险上已有部分较好的做法可以延续并进一步加强，此外还要继续探索新的做法以更好、更有效率地防范化解风险，遏制增量风险、化解存量风险，守住不发生系统性风险的底线。

（一）防风险要基于促进高质量发展，发挥财政与其他政策的协同配合作用。一是防范化解风险要注意平衡好与经济发展的关系，不能在防范化解风险中引发更大的风险。今年以来，经济恢复常态化运行，服务消费明显反弹，一季度经济恢复超预期。但进入4月以来，经济恢复节奏有所放缓，4月制造业PMI处于收缩区间，CPI和PPI物价指数继续下行，青年人群调查失业率较高，规模以上工业利润仍负增长、应收账款回收期明显拉长。这种经济形势意味着财政要继续发力，扩大总需求，要进一步落实对制造业、中小微企业和个体工商户等特定群体的减税降费，要进一步加快专项债发行进度并投入到项目中。二是在经济社会风险与财政风险间建立防火墙。当发生经济社会风险如房地产、金融风险时，首先在部门内解决问题，避免风险外溢。三是加强经济政策与非经济政策、财政与非财政政策的协同配合，非经济政策在提振信心和预期上可以发挥更大作用，为经济政策的发挥创造更好的外部环境。今年1—4月，民间投资同比仅增0.4%，制造业投资增速下行，均反映出当前市场主体的信心仍不足，财政与其他政策要进一步从激发微观主体活力、提振信心与预期入手。

（二）增强财政资源统筹能力，优化支出结构，强化债务管理。一是统筹财政资源，盘活存量资金，进一步发挥公有制经济的优势。二是稳定宏观税负，以支出政策为主、收入政策为辅。近年来我国宏观税负快速下行，2022年一般公共预算收入占GDP比重下降至16.8%，较2021年下降0.8个百分点，比2015年的高点下降5.3个百分点。快速下行的宏观税负导致政府财政汲取能力下降，未来要予以适时调整。在微观主体的预期低迷情况下，企业和居民不愿意扩大投资和消费，收入政策难以促进经济增长，支出政策能直接带来需求扩大，从而促进经济循环。三是优化支出结构，提高支出效率。坚持有保有压地调整结构，将有限的资金用于高质量发展的刀刃上，促进科技创新、改善民生福利提高和加强基础设施建设投资等方面，减少一般性支出，进一步提高绩效管理水。四是继续加大中央对地方、省对市县的财政转移支付，缓解财政运行中的收支矛盾和流动性支付风险。五是加强债务管理，促进地方政府隐性债务风险逐步缓释。进一步加强问责，硬化预算约束，杜绝新增隐性债务；对于存量债务，总体上通过与金融机构合理分担风险，通过市场化谈判降低成本、优化期限结构，以时间换空间，避免集中到期引发资金链断裂问题；引导城投平台向国有企业转型，建立规范的公司治理架构，探索新的业务模式。



（三）改革体制机制，以市场化法治化清晰界定政府职能和支出规模。内外部环境的复杂性和经济发展阶段决定了财政面临的风险将持续增加，防范化解风险的难度也将增加，要更多地采取改革的办法来化解风险。具体到地方政府债务尤其是隐性债务问题上，要进一步清晰界定政府与市场关系，明确政府规模和支出责任，避免地方政府尤其是区县府陷入到近乎无限责任的状态。同时要建立起对地方政府更加包容、尽职尽责的激励机制。



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，非通过上述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，须在允许的范围内使用，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