

政策“大年”，财政如何“提升效能”？

三重压力、稳字当头下，2022年或将是政策“大年”，财政政策重要性愈加凸显。财政可能有多大空间和力度，着力点或在哪里？本文系统梳理，可供参考。

■ 当前经济面临的问题，或并非单纯放水就能解决，亦有赖于财政的精准施策

眼下，经济结构性问题带来的影响，可能大于总量“失速”的风险，并非单纯货币放水就能解决。不同以往，当前经济面临的不只是需求收缩，结构性问题突出，疫情反复、供给冲击等，对微观个体的“伤害”程度，远大于总量指标的回落。中小微企业生存困境、结构性就业压力增大、居民收入分化加剧等，关乎社会大局稳定。政策托底，不仅需要宽松的货币流动性环境配合，还要求政策精准有效。

财政政策主动性优势凸显，适度超前创造需求的同时，精准制导、有效缓解结构性矛盾。政策托底，首要任务是守住“三保”底线，保就业保民生保市场主体，一是要保持适度的经济增长，以带动就业增长；二是要加大对中小微企业、民生等薄弱领域的投入。而当前经济新旧动能加速切换、有效需求不足，决定政策既要保证短期经济不能“失速”，又要注重长期“调结构”，财政政策作用更加凸显。

■ 专项债“独木难支”，财政结余、中央财政和优质国企市场化融资多维补充

2021年财政“超收减支”、资金拨付后置等，支持2022年财政发力前置。2021年前10个月，一般财政收入完成预算的92%，而支出只有预算的78%；尽管政府性基金收支均回落，专项债使用偏慢，或使年底政府性收支出现较大差额。结合历史结余，预计2021年中央和地方财政结余合计或在1.4万亿元左右；此外，已下拨但尚未使用的资金、提前下达地方债额度，也有利于年初财政发力。

财政发力靠专项债或“独木难支”，中央财政赤字扩张和优质国企市场化融资，或是重要补充。债务累积下，地方政府债务率超过100%警戒线，财政付息压力逐年抬升，考虑“隐性”债务的压力更大。相较之下，中央债务压力较小、适当扩大赤字，可部分缓解地方加杠杆压力。中性情景下，假设2022年赤字率3.5%、专项债降至2.5万亿元，加之多用结余、少剩余，广义财政支出增速或达到4.5%。

■ “狭义”财政托底保民生，“广义”财政长短结合、基建和产业等多点发力

财政发力首要或在“三保”，或加大减税降费、民生投入等力度；适度超前基建投资，尤其是跟交通强国等相关。中央通过赤字等扩大收入，然后通过转移支付、直达地方等精准制导，推动民生、基建等投入，同时实施新的减税降费措施、保护市场主体。畅通国内大循环下，适度超前开展基建投资，或重点在交通强国、现代能源体系建设等领域，预计2022年全年基建投资增速或回升至6%左右。

伴随“十四五”项目加快落地，后续关注智能制造、高端材料等核心制造及数字化等领域投资机遇。“十四五”规划项目规模大、质量高，仅广东、浙江和陕西3省计划投资就超26万亿元；开工的加快推进、部分规划项目提前启动等，是兼具可行性的稳增长抓手。其中，核心制造业相关的智能制造、高端材料、新能源等，数字经济相关的物联网、人工智能、交通数字化改造等领域，值得关注。

风险提示：债务风险加速暴露，政策调控变化。

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、政策托底加码，重任在财政，而非货币.....	4
（一）当前结构性问题突出，并非放水就能解决.....	4
（二）守住“三保”底线，财政政策“义不容辞”.....	6
二、财政空间的打开，靠中央和国企加杠杆.....	8
（一）财政较大规模结余，有利于财政发力前置.....	8
（二）地方债务压制下，中央财政和国企加杠杆.....	10
三、财政托底，基建、民生、产业多点发力.....	13
（一）财政加大转移、直达，重在民生、基建等.....	13
（二）加强产业引导，加快推动十四五项目建设.....	14
风险提示：.....	17

图表目录

图表 1: 疫情后，第三产业修复偏慢.....	4
图表 2: 下游消费制造利润受到明显挤压.....	4
图表 3: 居民收入分化加大.....	4
图表 4: 年轻人失业率远高于以往同期.....	4
图表 5: 伴随经济下行，准备金率下调.....	5
图表 6: 房贷利率与房价变化呈负向关系.....	5
图表 7: 货币市场利率持续在低位低波动.....	5
图表 8: 防范金融、债务风险依然政策重心.....	5
图表 9: 财政更加注重精准、货币政策加大结构支持.....	6
图表 10: 近年来，支农、支小、扶贫再贷款明显增长.....	6
图表 11: 2021 年 10 月以来，政策托底态度明确.....	6
图表 12: 稳定就业，需要适当的经济增速.....	7
图表 13: 近年来，财政加大民生相关支出.....	7
图表 14: 财政发力“呼之欲出”.....	7
图表 15: 传统阶段，基建对冲出口下滑.....	7
图表 16: 2021 年一般财政收入增速显著高于支出增速.....	8
图表 17: 2021 年收支差额变化类似 2018 年.....	8
图表 18: 截至 2021 年 11 月，国债约有 1 万亿元未发.....	8
图表 19: 调入资金及使用转结结余来自中央和地方.....	8
图表 20: 政府性基金收入增速一度略高于支出增速.....	9
图表 21: 政府性基金收支差额明显小于 2020 年.....	9
图表 22: 2021 年专项债发行明显后置.....	9
图表 23: 考虑专项债，地方政府性基金收支差额扩张.....	9
图表 24: 中央一般财政收入完成进度较快.....	10

图表 25: 地方政府性基金收支差额略小于 2019 年.....	10
图表 26: 2021 年, 中央和地方财结余或有 1.4 万亿元左右	10
图表 27: 地方政府债务率或超过 100%警戒线.....	11
图表 28: 近年来, 地方政府性基金付息压力明显上升.....	11
图表 29: 地方政府杠杆率高于中央政府.....	11
图表 30: 近两年中央赤字规模扩张明显.....	11
图表 31: 2020 年国有资本经营预算调入接近两千亿元.....	12
图表 32: 私营企业负债率明显抬升、而国企持续回落.....	12
图表 33: 土地相关支出以收定支特征明显.....	12
图表 34: 2022 年, 广义财政支出或大于收入.....	12
图表 35: 中央对地方转移支付逐年增加.....	13
图表 36: 转移支付支出投向民生、基建等占比居前.....	13
图表 37: 社会保障、卫生健康等民生领域支出较快.....	13
图表 38: 近年来, 减税降费规模逐年扩大.....	13
图表 39: 2021 年基建投资相对低迷.....	14
图表 40: 专项债主要投向基建、民生等相关领域.....	14
图表 41: 省级重大项目以产业项目居多.....	14
图表 42: 制造业中长期贷款增长快于基建和地产.....	14
图表 43: “十四五”项目推进或加快.....	15
图表 44: 广东“十四五”重大项目增长较快.....	15
图表 45: “十四五”规划项目涵盖基建、产业、民生等各领域.....	16
图表 46: 广东“十四五”项目投资接近一半投基建.....	16
图表 47: 浙江“十四五”项目投资重在产业和民生等.....	16

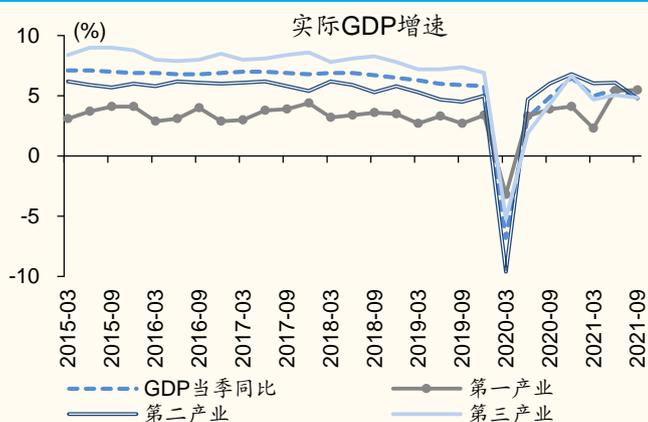
三重压力、稳字当头下，2022 年或将是政策“大年”，财政政策重要性愈加凸显。财政可能有多大空间和力度，着力点或在哪里？本文系统梳理，可供参考。

一、政策托底加码，重任在财政，而非货币

(一) 当前结构性问题突出，并非放水就能解决

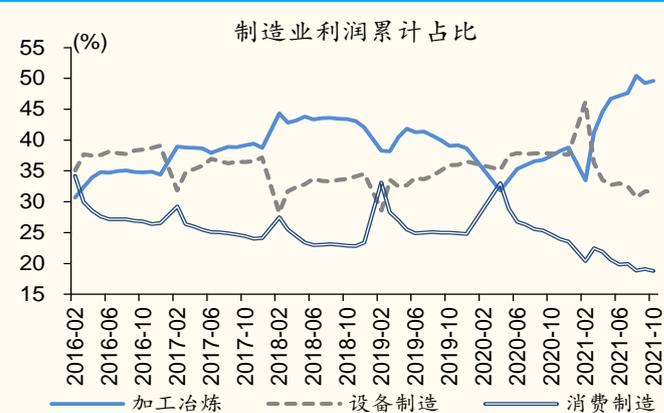
眼下，经济结构性问题带来的影响，可能大于总量“失速”的风险。伴随地产调控的滞后影响、疫情反复的干扰等显现，经济面临的下行压力加大。有别于传统阶段，当前经济运行中的结构性问题突出，尤其是疫情后经济恢复不均衡现象凸显，服务业、中小微企业等受到的冲击大、恢复慢，工业 GDP 早已恢复、而服务业 GDP 仍远低于正常情况，原材料涨价等对下游消费制造利润产生明显挤压；居民收入、就业分化也明显加大，年轻人、农民工等弱势群体就业难度加大，16-24 岁人口调查失业率远高于以往同期。

图表 1: 疫情后, 第三产业修复偏慢



来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 下游消费制造利润受到明显挤压



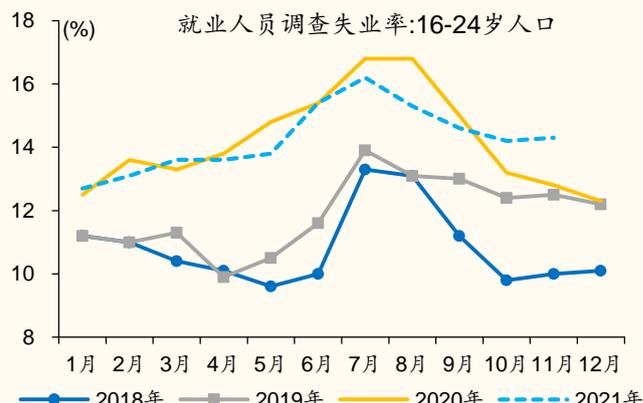
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 居民收入分化加大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 年轻人失业率远高于以往同期

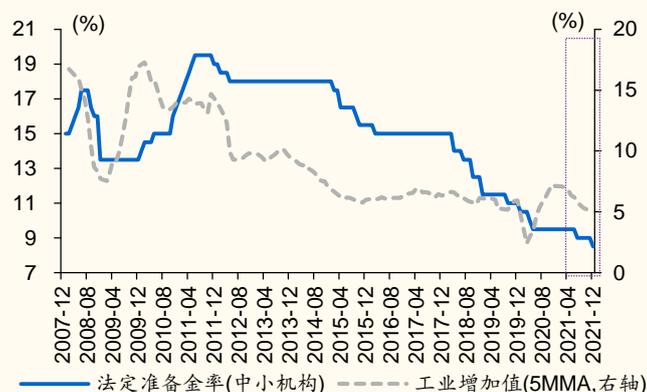


来源: Wind、国金证券研究所

稳增长货币先行，但当前面临的结构性问题，或并非放水就能解决。经济下行压力上升下，稳增长信号频现，货币政策操作灵活适度，普降准备金率、引导金融服务实体。然而，当前经济面临的不只是周期性因素影响，还有阶段

性、结构性因素的制约，货币既不能收紧，也不能“大水漫灌”。利率走廊调控日趋成熟的背景下，短端利率或持续低位水平保持低波动，类似 2015-2016 年。同时，遏制房地产金融化泡沫化、整治影子银行等措施，仍需要坚定不移不动摇，避免类似 2015-2016 年金融无序扩张。

图表 5: 伴随经济下行, 准备金率下调



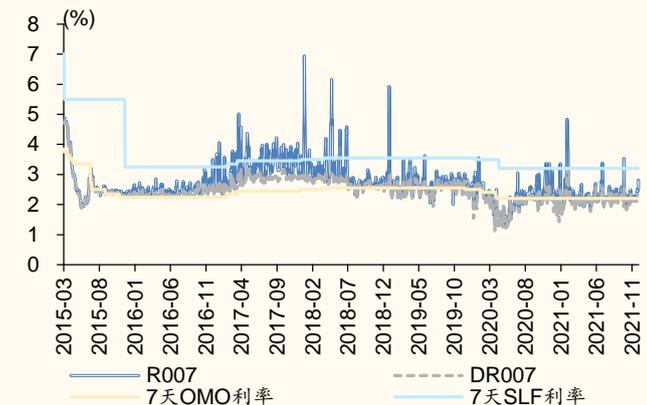
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 房贷利率与房价变化呈负向关系



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 货币市场利率持续在低位低波动



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 防范金融、债务风险依然政策重心

时间	会议/文件	风险防范
2021年10月12日	广东省全面启动全域无隐性债务试点工作	正式启动广东省全域无隐性债务试点工作, 推动实现地方政府隐性债务“清零”。
2021年11月19日	三季度货币政策执行报告	健全金融风险问责机制, 对重大金融风险严肃问责追究, 落实地方党政同责, 压实各方责任...
2021年11月24日	江苏省第十四次党代会	深入开展地方政府隐性债务监督... 推动建设全省隐性债务监管平台, 选择债务风险较大的重点地区开展专项监督, 针对发现的债务“出血点”
2021年12月16日	加强和完善地方政府专项债券管理国务院政策例行吹风会	推动出台终身问责、倒查责任追究制度办法... 对继续违法违规举债违规行为, 发现一起、查处一起、问责一起, 做到终身问责、倒查责任... 财政部将会同有关部门健全依法从严遏制新增隐性债务、常态化化解存量隐性债务的体制机制。
2021年11月12日	央行学习十九届六中全会精神	继续稳妥有序处置高风险金融机构... 牢牢守住不发生系统性金融风险的底线... 有效应对外部冲击风险... 坚决遏制金融服务业领域的垄断和资本无序扩张...
2021年11月12日	银保监会学习十九届六中全会精神	毫不松懈地防范化解金融风险... 遏制房地产金融化泡沫化倾向, 健全房地产调控长效机制... 持续整治影子银行业务, 加快推动高风险金融机构风险化解, 严厉打击违法违规金融活动等等。
2021年11月19日	三季度货币政策执行报告	坚持底线思维... 夯实金融稳定的基础, 以经济高质量发展化解金融风险... 防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险... 处理好稳增长和防风险的关系等等。
2021年12月10日	中央经济工作会议	压实地方、金融监管、行业主管等各方责任, 压实企业主体责任, 要强化能力建设, 加强金融监管干部队伍建设... 完善金融风险处置机制。

来源: 新华社、中国人民银行、财政部、各地政府网、国金证券研究所

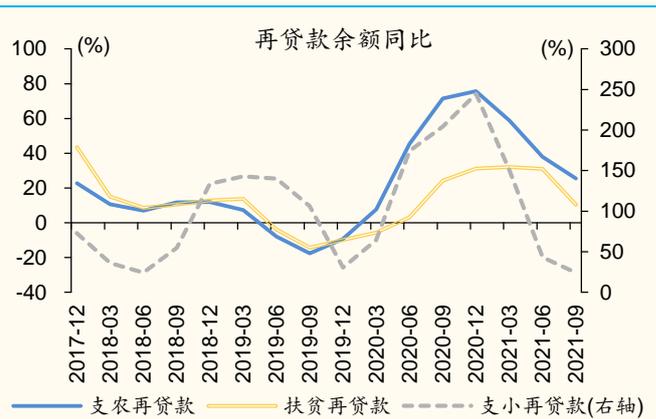
解决结构性问题, 要求政策精准制导, 财政政策主动性优势凸显, 货币政策加大结构性工具的运用。传统周期阶段, 总需求不足拖累经济下行; 当前经济处于加速转型阶段, 新旧动能切换过程中有效需求不足, 政策既要保证短期经济不能“失速”, 又要注重长期“调结构”, 必然要求托底政策精准制导、不能盲目刺激。在此背景下, 主动创造需求的财政政策重要性凸显, 货币政策也多运用结构性工具, 如支农、支小、扶贫再贷款等, 定向加大对薄弱领域的支持。

图表 9: 财政更加注重精准、货币政策加大结构支持

会议	日期	主要内容
中央政治局会议	2021年4月30日	要精准实施宏观政策...积极的财政政策要落实落细,兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕,强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。
中央政治局会议	2021年7月30日	要做好宏观政策跨周期调节...积极的财政政策要提升政策效能,兜牢基层“三保”底线...稳健的货币政策要保持流动性合理充裕,助力中小企业和困难行业持续恢复。
中央政治局会议	2021年12月6日	宏观政策要稳健有效...积极的财政政策要提升效能,更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度,保持流动性合理充裕...结构政策要着力畅通国民经济循环,提升制造业核心竞争力,增强供应链韧性。
中央经济工作会议	2021年12月10日	宏观政策要稳健有效...积极的财政政策要提升效能,更加注重精准、可持续...强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度...稳健的货币政策要灵活适度,保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。

来源: 新华社、国金证券研究所

图表 10: 近年来,支农、支小、扶贫再贷款明显增长



来源: Wind、国金证券研究所

(二) 守住“三保”底线, 财政政策“义不容辞”

近期, 政策托底态度明确, 首要任务或在于守住“三保”底线。11月中旬以来, 总理在多个会议上表示, “经济有新的下行压力”、“保持经济运行在合理区间的难度加大”; 12月中央经济工作会议强调, 经济面临三重压力, “着力稳定宏观经济大盘”、“政策发力适当靠前”, 继续做好“六稳”、“六保”, 特别是保就业保民生保市场主体, “保持社会大局稳定”。

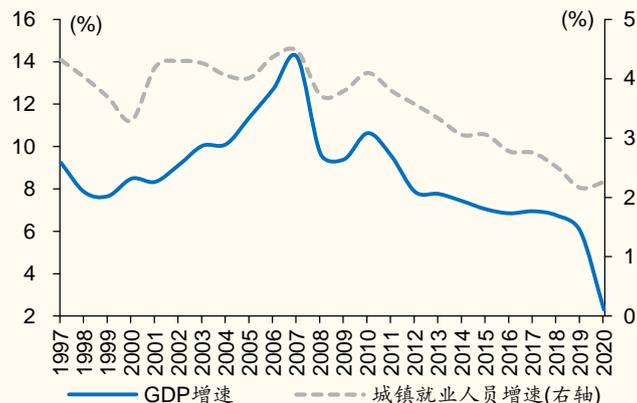
图表 11: 2021 年 10 月以来, 政策托底态度明确

会议	日期	主要内容
财政部新闻发布会	2021年10月22日	要求地方按照“资金跟着项目走”的原则, 继续围绕国家重大区域发展战略以及“十四五”发展规划等, 加大对重点项目的支持力度...2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕。
经济形势专家企业家座谈会	2021年11月18日	我国经济出现新的下行压力, 要在高基数上继续保持平稳运行面临很多挑战...强化“六稳”“六保”特别是保就业保民生保市场主体...做好跨周期调节, 推动经济爬坡过坎, 保持经济运行在合理区间和就业大局稳定。
经济形势部分地方政府主要负责人座谈会	2021年11月22日	国内外环境中不稳定不确定因素增多, 我国经济面临新的下行压力...落实好岁末年初筹划的跨周期调节举措...防范化解风险, 推动经济在爬坡过坎中持续健康发展。
国常会	2021年11月24日	面对新的经济下行压力, 要加强跨周期调节...更好发挥专项债资金带动社会资金的作用, 扩大有效投资, 以利扩大内需、促进消费。
中央经济工作会议	2021年12月10日	着力稳定宏观经济大盘, 保持经济运行在合理区间, 保持社会大局稳定...明年经济工作要稳字当头、稳中求进, 各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任, 各方面要积极推出有利于经济稳定的政策, 政策发力适当靠前...围绕保持经济运行在合理区间, 加强和改善宏观调控, 加大宏观政策跨周期调节力度。

来源: 新华社、财政部、中国政府网、国金证券研究所

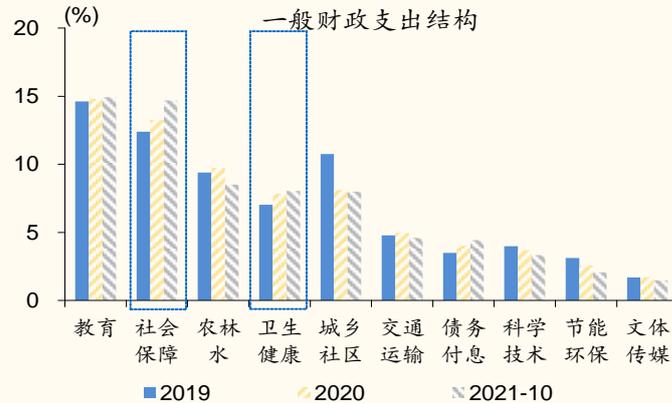
守住“三保”底线, 一是要保持适度的经济增长, 二是要加大对民生领域的投入。“稳增长的根本是为了保就业”, 以适度的经济增长带动就业, 是宏观政策调控的重要举措, 关键在于保住市场主体, 就有力托住了就业基本盘, 进而有利于“社会大局稳定”。以稳增长保就业的同时, 政策也在直接加大民生领域投入, 一般财政中用于社会保障、卫生健康的支出比重近年来持续抬升。

图表 12: 稳定就业, 需要适当的经济增速



来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 近年来, 财政加大民生相关支出



来源: Wind、国金证券研究所

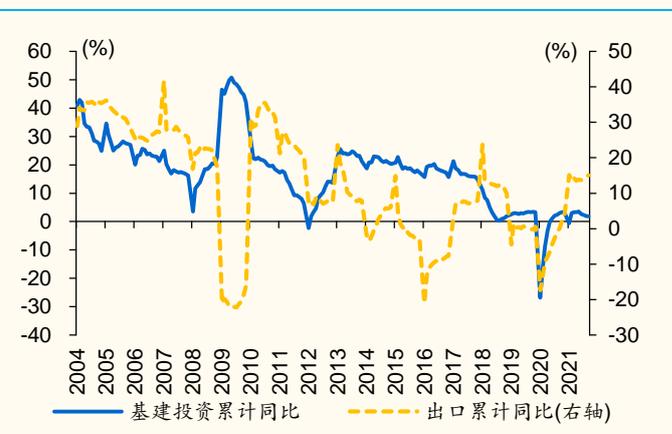
守住“三保”底线, 财政政策“义不容辞”, 托底加码“呼之欲出”。地产和出口两大传统需求动能, 在 2022 年都面临收缩, 基建投资加码对冲部分需求收缩, 已成为政策发力适当超前的重要抓手之一, 也需要财政保持支出强调、加快支出进度。中央领导也在多个会议上表示, 集中财力保基层民生和基层运转, 实施新的减税降费政策、提前下达地方债额度等, 相关措施或陆续落地。

图表 14: 财政发力 “呼之欲出”

会议	日期	主要内容
财政部新闻发布会	2021年10月22日	要求地方按照“资金跟着项目走”的原则, 继续围绕国家重大区域发展战略以及“十四五”发展规划等, 加大对重点项目的支持力度... 2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕。
经济形势专家企业家座谈会	2021年11月18日	上亿市场主体是中国经济韧性、潜力所在, 有力托住了就业基本盘... 在延续制度性减税、落实已定缓税政策的同时, 研究采取新的组合式、阶段性减税降费措施 , 完善研发费用加计扣除、增值税留抵退税等政策。
经济形势部分地方政府主要负责人座谈会	2021年11月22日	落实好国家减税降费、市场保供稳价等政策 , 采取措施清理拖欠中小企业应收账款, 帮助市场主体降成本、解难题。 国家研究出台组合式减税降费政策并形成规模... 坚持政府过紧日子, 集中财力保减税降费政策落地、保基本民生和基层运转。
中央经济工作会议	2021年12月10日	积极的财政政策要提升效能, 更加注重精准、可持续。要 保证财政支出强度, 加快支出进度。实施新的减税降费政策 , 强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度, 适度超前开展基础设施投资。
加强和完善地方政府专项债券管理国务院政策例行吹风会	2021年12月16日	近期财政部已向各地提前下达了 2022年新增专项债务限额1.46万亿元 ..., 要求各地明年一季度早发行、早使用。 明年专项债发行要把握好三个字: 早、准、快。

来源: 中国政府网、新华社、财政部、国金证券研究所

图表 15: 传统阶段, 基建对冲出口下滑



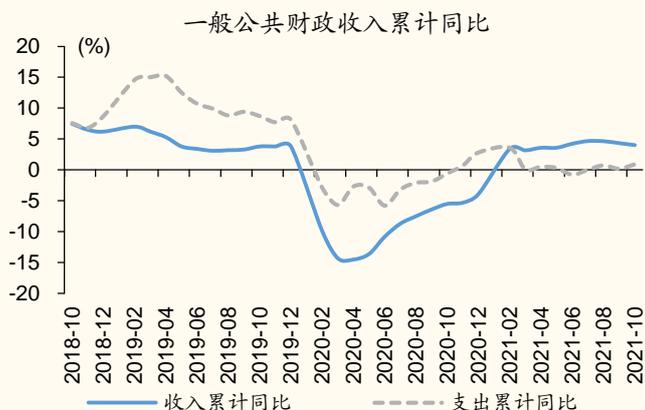
来源: Wind、国金证券研究所

二、财政空间的打开，靠中央和国企加杠杆

(一) 财政较大规模结余，有利于财政发力前置

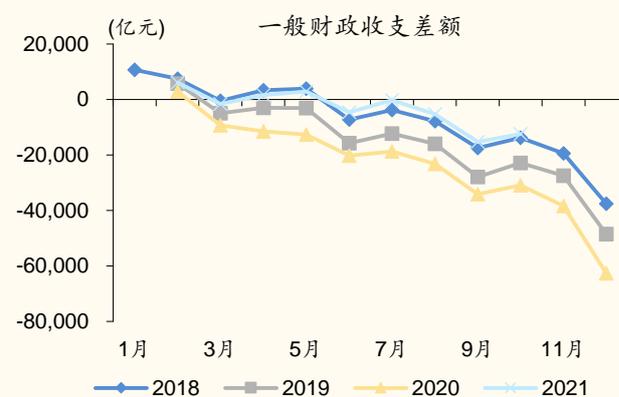
一般财政或出现明显“超收减支”，有利于 2022 年财政发力前置。2021 年初以来，一般财政收入增长较快、而支出较慢；截至 10 月，一般财政收入完成预算的 92%，而支出只有预算的 78%，或使得年底一般财政结余增加。在此背景下，赤字使用偏慢，国债发行节奏明显后置、12 月仍有 1 万亿元待发；同时，一般财政需要使用的政府性基金调入及使用结转结余，也可能低于预算。

图表 16: 2021 年一般财政收入增速显著高于支出增速



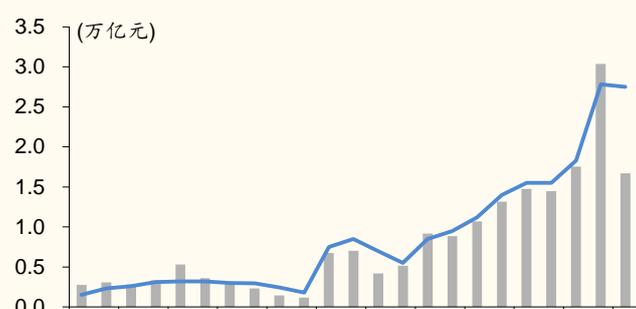
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 2021 年收支差额变化类似 2018 年



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 截至 2021 年 11 月，国债约有 1 万亿元待发



图表 19: 调入资金及使用结转结余来自中央和地方



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31401

