

总量研究

2023 年财政展望：行至水穷，静待“花”开

——《2023 年度展望》系列财政篇

要点

核心观点：

相比 2022 年，2023 年财政背景更为复杂，一则，经济面临的需求侧与外部环境挑战更为凸显；二则，财政资源更为稀缺，地方债务压力掣肘加杠杆空间；三则，大规模减税降费主要流向供给侧，需求侧获益较少。展望 2023 年，预计财政基调持续积极，中央或打开赤字空间，财政发力主要向需求侧与居民端集中，预算内资金对基建支撑减弱，基建稳增长仍依赖准财政的支持。

2022 年，财政政策明显积极发力，“增支减收”和“加快节奏”成为重心，狭义财政与广义财政轮番接力，高强度支出支撑基建高增速。

收支情况来看，2022 年财政收支大概率以“超支歉收”收官，2022 年收入进度整体偏慢，预计全年收入增速大概率为负，低于年初预算的 3.8%；支出进度整体保持平稳，全年支出增速可能略低于年初预算的 8.4%。

上半年，狭义财政是基建发力的主角，预算内基建类支出增速持续加快。下半年，广义财政迎来高光时刻，接力狭义财政撑起基建高增长空间。无论是 8000 亿政策性银行信贷、6000 亿政策性金融工具还是 5000 亿专项债限额，均指向广义财政的积极发力。在广义财政支撑下，全年基建增速或达 10% 以上。

2023 年，预计财政维持积极基调不变，中央打开赤字空间，地方债务压力掣肘加杠杆空间，发力或向需求侧与居民端集中，基建稳增长仍依赖准财政资金。

第一，财政基调上，预计 2023 年将持续积极，中央赤字空间或打开。一则，2023 年财政收支矛盾仍较为突出，财政积极发力需要增量资金扶持。二则，2023 年财政资源更为紧缺，可用结余资金相比往年略显不足。三则，过去两年财政强调可持续，中央政府杠杆率并未大幅上行，2023 年加杠杆有空间。我们预计，2023 年赤字率或按照 3.1% 安排，赤字规模或达 4 万亿左右。

第二，债务压力上，2023 年地方政府受债务率警戒线的掣肘，加杠杆空间较为有限。2020 年以来，地方政府债务快速积累，债务付息压力不断加大，2022 年地方政府债务率或突破 120% 的债务警戒线。因此，在地方债务扩张约束下，2023 年地方政府加杠杆空间有限，但考虑到 2023 年仍有较强稳增长诉求，我们预计 2023 年新增专项债规模在 4 万亿左右，并且发行特别国债的紧迫性在上升。

第三，财政收支上，一般公共预算收入读数显著改善，政府性基金预算仍受到土地财政牵制。大规模留抵退税以及延缓缴税使得 2022 年基数较低，2023 年财政收入增速读数将大幅走高，但实际收入增速仍受到内需疲弱与外部环境的影响。2023 年土地市场或边际修复，但修复存在上限，政府性基金收支难以大幅扩张。

第四，发力方向上，财政政策或转向需求侧和居民端刺激。2022 年大规模减税降费使得企业端受益较多，居民端受益较为有限，因此导致内需恢复疲弱。2023 年，企业端大规模减税降费空间较为有限。着力扩大内需，促进需求侧持续复苏，将是 2023 年经济工作的重点，财政也将从这一领域着手，力促有效内需改善。

第五，2023 年稳增长仍需基建支撑，但预算内资金支持力度将有所减弱，基建扩张仍需准财政持续发力，预计全年基建增速 7%~10%。一方面，在专项债难以继续大幅扩容背景下，我们预计 2023 年预算内资金对基建支持将减弱。另一方面，准财政举措余粮仍充足，政策性银行信贷、政策性金融工具等仍有加量空间，预计 2023 年政策性金融工具仍有增量空间，结合 2022 年政策性工具的持续杠杆作用，撬动的新增基建投资规模在 2 万亿左右。

风险提示：政策落地不及预期，疫情反复超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：杨康

021-52523870

yangkang6@ebsecn.com

相关研报

收入持续改善，收支压力明显缓和——2022 年 10 月财政数据点评（2022-11-17）

狭义财政对基建支撑退坡，广义财政接力——2022 年 9 月财政数据点评（2022-10-25）

高质量发展是中国式现代化的首要任务——《二十大报告》精神学习第二篇（2022-10-16）

十二行业集体学习二十大报告之安全发展思想——《二十大报告》精神学习第一篇（2022-10-16）

为石油而战：美国石油霸权还能走多远？——《大国博弈》系列第三十四篇（2022-08-16）

黄油与大炮：美国如何构造军事霸权？——《大国博弈》系列第三十篇（2022-08-16）

美国科技霸权：大国博弈的前沿阵地——《大国博弈》第二十六篇（2022-07-17）

金钱永不眠：美国政治游说机制如何运作？——《大国博弈》系列第二十三篇（2022-06-19）

从美国粮食霸权到全球粮食危机——《大国博弈》系列第二十二篇（2022-05-30）

俄乌冲突下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇（2022-08-16）

目 录

一、2022 年财政回顾：广义财政稳增长	4
1.1 发力节奏：靠前、更大力度、强调可持续	4
1.2 收支情况：超支歉收，资金缺口较大	4
1.3 收支分类：收入端，非税收入持续高增；支出端，基建支出逐渐退坡	5
1.4 广义财政：准财政逐步发力，托起下半年基建	6
二、2023 年财政：向需求侧加杠杆	7
2.1 与 2022 年相比，2023 年的财政背景有何不同？	7
2.2 2023 年财政基调：持续积极，中央赤字空间或打开	9
2.3 2023 年结余资金：增量空间并不充足	10
2.4 2023 年地方债务：债务率触及预警，上行空间有限，发行特别国债的紧迫性上升	12
2.5 狭义财政收支：收支矛盾仍然突出，读数有所分化	14
2.6 广义财政收支：土地财政收支仍是主要约束	16
三、2023 年基建：仍依赖准财政大幅扩张	18
3.1 基础设施建设的钱从哪来？	18
3.2 2023 年基建的增量空间	19
四、风险提示	21

图目录

图 1：2022 年 1-10 月，一般公共预算收入仅为年初预算的 82.5%.....	5
图 2：2022 年 1-10 月，政府性基金收入仅为年初预算的 52.9%.....	5
图 3：2022 年，增值税、企业所得税等对税收拖累较大	6
图 4：2022 年下半年，财政支出对基建的扶持逐步退坡	6
图 5：政策性银行债净融资历年表现情况	6
图 6：抵押补充贷款（PSL）净融资历年表现情况	6
图 7：2022 年，除基建与制造业投资外，内需复苏持续疲弱	7
图 8：2023 年，全球经济面临衰退风险升温	7
图 9：2022 年以来，财政收支不平衡压力较大	8
图 10：2023 年，中央政府仍存在一定的加杠杆空间	8
图 11：2008-2022 年中央预算稳定调节资金余额情况	10
图 12：2016-2022 年地方结转结余余额情况	10
图 13：2020 年以前，特定机构上缴利润规模较为稳定	11
图 14：近年来，国有资产有偿使用收入增长较快	11
图 15：2022 年，地方政府债务率或突破 120%警戒区间	13
图 16：近年来，地方政府偿债压力有所加大	13
图 17：留抵退税对今年 4-8 月的公共财政收入拖累较大	14
图 18：2017-2022 年的新增减税降费规模	14
图 19：疫情以来，企业每百元营收中的费用持续下降	15
图 20：与海外发达经济体相比，我国宏观税负已处于较低水平	15
图 21：土地财政与地方政府政府性基金收支关系	16
图 22：政府性基金支出与专项债发行基本匹配	16
图 23：百城土地成交总价领先于土地出让金收入	17
图 24：政府性基金收支差额与补充资金情况	17
图 25：受政府性基金支出拖累，10 月广义财政支出增速有所放缓，但高于狭义支出增速	17
图 26：广义基建投资中五大资金来源占比走势变化	18
图 27：基建四大分项对财政资金的依赖度	18
图 28：财政资金对基建的支持占公共财政支出的比例变化	19
图 29：2020 年以来，财政支出向社保就业、医疗倾斜较多	19
图 30：今年 1-10 月，新增专项债发行规模已经接近 4 万亿	20
图 31：2022 年 1-10 月专项债投向基金的规模占比达 62%	20

表目录

表 1：2023 年财政主要参数设定	9
表 2：2023 年新增国债净融资与地方政府债务发行规模测算	13

一、2022 年财政回顾：广义财政稳增长

2022 年，财政政策明显积极发力，“增支减收”和“加快节奏”成为重心，狭义财政与广义财政轮番接力，高强度支出支撑基建高增速。

收支情况来看，2022 年财政收支大概率以“超支歉收”收官，预计 2022 年全年收入增速大概率为负，低于年初预算的 3.8%；支出进度整体保持平稳，全年支出增速可能略低于年初预算的 8.4%；收入分类来看，非税收入持续高增，大规模减税降费使得增值税、企业所得税持续对财政收入形成拖累；支出分类来看，上半年基建类财政资金支出增长较快，下半年逐步退坡，向社保、卫生健康倾斜。

下半年，广义财政迎来高光时刻，接力狭义财政撑起基建高增长空间。无论是 8000 亿政策性银行信贷、6000 亿政策性金融工具还是 5000 亿专项债限额，均指向广义财政的积极发力。在广义财政支撑下，2022 年下半年基建增速维持高位。我们预计，全年基建增速达 10%以上。

1.1 发力节奏：靠前、更大力度、强调可持续

2022 年初以来，我国经济发展面临“三重压力”，财政政策明显积极发力，“增支减收”和“加快节奏”成为财政政策的重心。2022 年财政政策强调“提升效能，更加注重精准、可持续”。

一是，财政重申“可持续”，赤字率按 2.8%左右安排、比上年有所下调；新增地方政府专项债券额度与上年持平，有效防范化解风险。

二是，财政注重“提升效能”，基调更加积极，2022 年全国一般公共预算支出安排 26.71 万亿元、比上年扩大 2 万亿元以上，增长 8.4%，在 2020-2021 年连续两年超收背景下，可用财力明显增加。

三是，财政发力紧迫性提升，强调“保证财政支出强度，加快支出进度”，2022 年的财政支出节奏明显“前置”，专项债券发行和使用进度加快，尽早发挥对有效投资的拉动作用。

1.2 收支情况：超支歉收，资金缺口较大

2022 年上半年，“两本账”财政收支矛盾均较为突出，地方政府资金压力大。疫情扰动、大规模留抵退税、土地市场低迷使得财政收入持续承压，而稳住经济大盘又需要积极的财政支出得以保障，因此上半年财政收支矛盾持续加剧，地方政府面临较大的资金缺口。

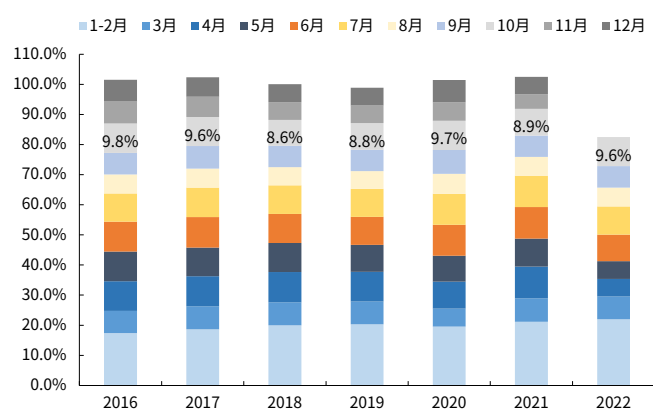
2022 年 1-6 月，一般公共预算收入累计同比增速为-10.2%，一般公共预算支出累计同比增速为 5.9%，收支差额为-2.37 万亿；政府性基金方面，1-6 月政府性基金预算收入同比增速为-28.4%，而支出增速则为 31.5%，收支差额为-2.69 万亿。上半年两本账收支差额合计达-5.05 万亿，地方政府资金缺口较大。

下半年以来，经济逐步企稳，存量留抵退税也基本完成，一般公共预算收入逐渐回升，一般公共预算财政收支矛盾略有缓解，但土地市场仍显疲弱，持续拖累政

府性基金预算收入。从单月数据看，7月，一般公共预算收入增速降幅大幅收窄，8-10月，收入增速由负转正，支出增速虽略有下滑，但仍维持在较高水平；政府性基金方面，受土地市场持续疲弱拖累，7-10月收入增速持续为负，但10月降幅较9月有所缩窄，支出端受到专项债发行错位的影响，支出增速开始由正转负。

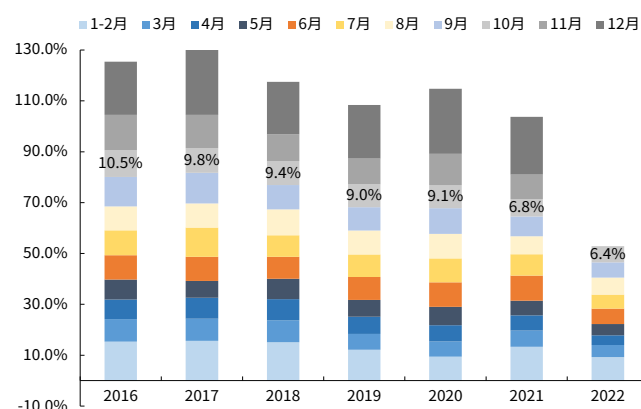
全年来看，财政收支大概率以“超支歉收”收官。我们预计全年财政收入难以达到年初的预算目标，支出端则可能接近完成年初的目标。一般公共预算方面，1-10月收入仅完成全年预算的82.5%，显著低于过去五年（2017-2021年，下同）88.9%的均值；1-10月支出完成预算的77.2%，略低于过去五年80.4%的均值。政府性基金预算方面，1-10月收入仅完成全年预算的52.9%，显著低于过去五年80.7%的均值；1-10月支出完成预算的61.8%，低于过去五年68.1%的均值。

图1：2022年1-10月，一般公共预算收入仅为年初预算的82.5%



资料来源：wind，光大证券研究所

图2：2022年1-10月，政府性基金收入仅为年初预算的52.9%



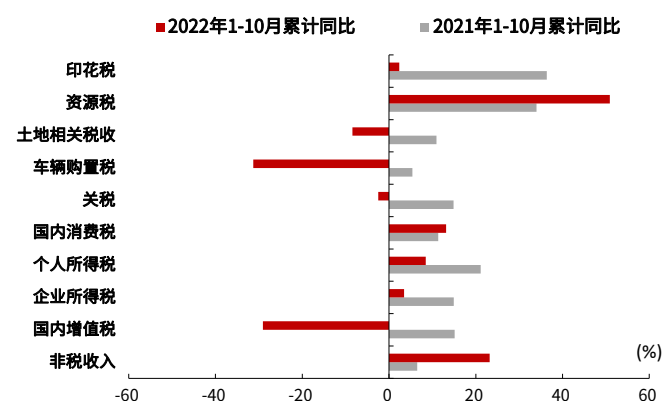
资料来源：wind，光大证券研究所

1.3 收支分类：收入端，非税收入持续高增；支出端，基建支出逐渐退坡

从2022年收入分类来看，财政政策持续向企业端发力，大规模减税降费使得增值税、企业所得税持续对财政收入形成拖累，个人所得税则恢复较快。1-10月，增值税累计同比增速为-29.1%，主要受到了留抵退税的影响；企业所得税累计同比增速为3.5%，8-9月当月同比增速均为负，主要受到减税降费与缓缴税收的影响；个人所得税累计同比增速为8.5%，上半年疫情冲击过后，个税增速已开始逐步修复。因此，从1-10月财政收入端来看，积极财政主要向企业端倾斜。

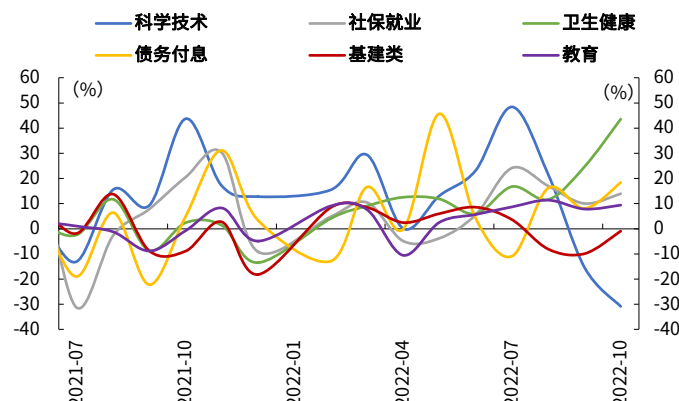
从2022年支出分类来看，上半年基建类支出持续高增，下半年逐步退坡，向社保就业、卫生健康、债务付息等相对刚性支出倾斜。上半年，基建类支出（包含节能环保、城乡事务、农林水务与交通运输）累计支出增速为7.4%，下半年逐步退坡，8-10月基建类支出当月同比增速均为负；社保就业方面，1-10月累计支出增速为7.4%，其中7-10月支出当月同比增速均维持在10%以上的高增速区间；卫生健康方面，今年疫情持续扰动下，各地疫情防控压力加大，卫生健康支出持续处于较高增速；债务付息方面，1-10月累计支出增速为8.5%，年内地方政府债务付息压力较大。

图 3：2022 年，增值税、企业所得税等对税收拖累较大



资料来源：wind，光大证券研究所

图 4：2022 年下半年，财政支出对基建的扶持逐步退坡



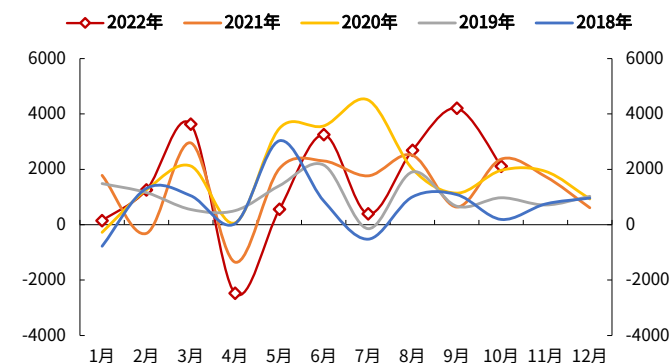
资料来源：wind，光大证券研究所（图中数据为当月同比数据）

1.4 广义财政：准财政逐步发力，托起下半年基建

我们一般所提到的财政支出只是统计了政府所谓的“预算内”和“预算外”支出情况，但是我国的很多准政府机构出于拉动经济增长的目的，依赖准政府信用，通过各种方式进行投融资，因此我们在分析财政支出力度时有必要把“准财政”工具纳入其中。为此，我们构建涵盖范围更广的“广义的财政支出”以全面反映政府支出项目。“广义财政支出”=“一般公共预算支出”+“政府性基金预算支出”+“城投债融资支出”+“政策性银行金融债融资支出”+“抵押补充贷款融资支出”（PSL）+“铁路建设债融资支出”+“专项建设债券融资支出”。

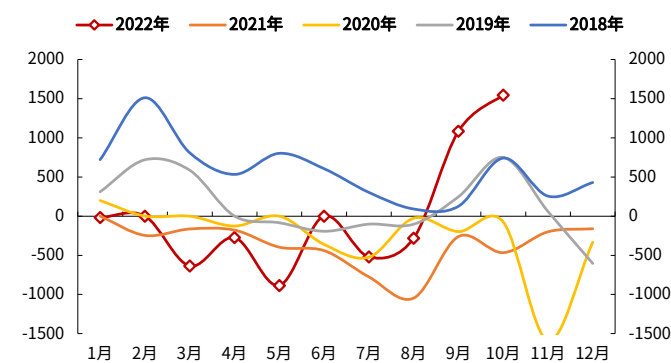
从 2022 年财政支出情况来看，上半年主要靠狭义财政支撑，下半年是广义财政的高光时刻。无论是 8000 亿政策性银行信贷、6000 亿政策性金融工具还是 5000 亿专项债限额，均指向广义财政的积极发力。今年 8-10 月，政策性银行债净融资 9007.5 亿，比上年同期增加 3484 亿；抵押补充贷款方面，9-10 月抵押补充贷款净增加 2625 亿元，相比去年同期增加 3352 亿元。在上述广义财政支撑下，2022 年下半年基建增速有望维持高位。我们预计，全年基建增速达 10% 以上。

图 5：政策性银行债净融资历年表现情况



资料来源：wind，光大证券研究所（单位：亿元，数据截至 2022 年 10 月）

图 6：抵押补充贷款（PSL）净融资历年表现情况



资料来源：wind，光大证券研究所（单位：亿元，数据截至 2022 年 10 月）

二、2023 年财政：向需求侧加杠杆

展望 2023 年，财政同样是稳增长的重要抓手，预计政府杠杆空间或进一步打开，需求侧将成为财政发力的重心。

一则，相比 2022 年初面临的三重压力，2023 年经济面临的挑战主要来自需求侧恢复疲弱与外部环境的复杂多变，财政发力的重心将有所调整；二则，相比 2022 年的财政背景，2023 年的财政资源更加稀缺，为稳住财政支出增速，更好发挥财政的跨周期调节作用，需要政府杠杆的进一步打开来作为支撑；三则，2022 年减税降费等一系列举措主要面向供给侧与企业端，企业成本压力明显缓解，但对有效需求并未起到明显拉动作用，预计 2023 年需求侧与居民端将成为财政发力重点，保就业与促消费或成为重要发力领域。

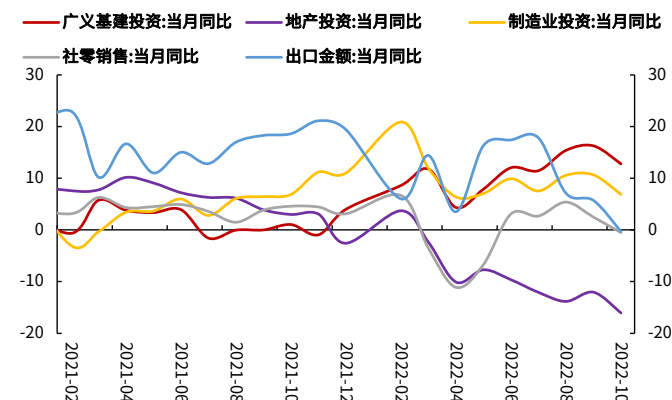
2.1 与 2022 年相比，2023 年的财政背景有何不同？

第一，宏观经济方面，2023 年经济面临的需求侧与外部环境的挑战更为凸显。

一则，2022 年下半年以来，需求恢复持续疲弱成为经济面临的主要挑战。从“三驾马车”的角度看，除基建投资需求持续高增外，受疫情扰动，消费需求的复苏存在较大不确定性；投资需求中，地产投资持续为负，制造业投资虽有一定韧性，但是民间投资资本开支仍显疲弱，企业信贷扩张动力不足。

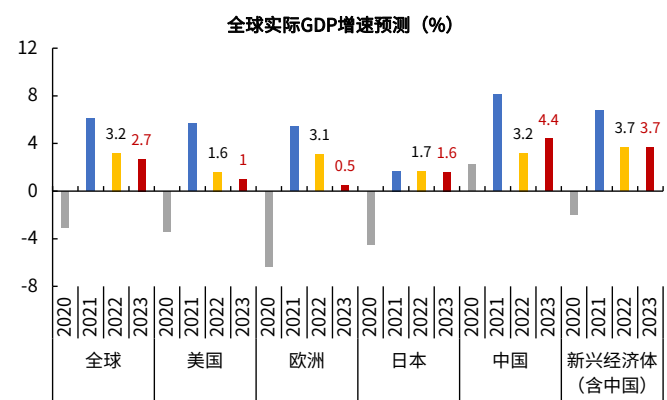
二则，2023 年全球经济面临衰退风险升温，国际环境形势在某种程度上比 2022 年初更复杂，全球总需求下降或持续拖累国内出口。根据 10 月份 IMF 对全球经济的预测，预计 2023 年全球 GDP 同比增长 2.7%，相比 2022 年的 3.2% 下滑 0.5 个百分点，其中美国、欧洲 2023 年的 GDP 分别较 2022 年下滑 0.6、2.6 个百分点。在此背景下，今年年底到明年，中国的出口将会明显承压。因此，如何实现增长动力的转换，着力扩大内需，这可能是 2023 年经济工作的重点。

图 7：2022 年，除基建与制造业投资外，内需复苏持续疲弱



资料来源：wind，光大证券研究所；单位：%

图 8：2023 年，全球经济面临衰退风险升温



资料来源：IMF 预测，光大证券研究所

第二，财政资源方面，2023 年财政资源更为稀缺，政府杠杆格局或进一步打开。

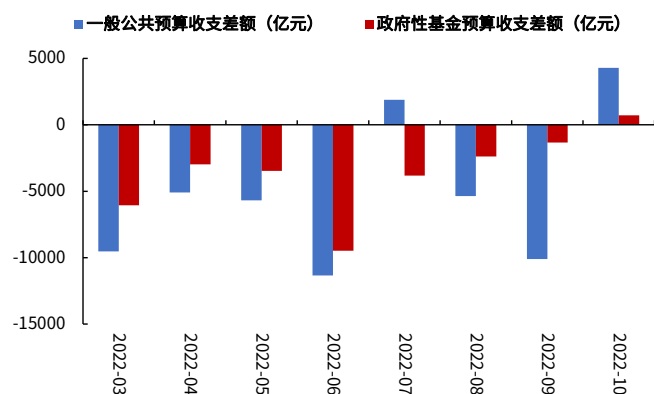
2022 年财政的积极发力得益于往年丰富的财政结余资金与各种增量工具的接连启用。一方面，过去几年的“超收歉支”为 2022 年财政发力创造了丰富的结余

资金；另一方面，2022 年二季度以来，为对冲疫情导致的经济下行压力，财政的增量工具空间被依次打开，包括政策性银行信贷额度、政策性金融工具，以及专项债限额，成为下半年财政发力的重要支撑。

展望 2023 年，财政资源或更为稀缺。一方面，2022 年财政收支不平衡压力持续加大，因此预计 2022 年财政结余相比往年大幅减少，这导致相比 2022 年，预计 2023 年可调入的结余资金将明显不足。另一方面，2022 年启用的很多增量工具是一次性的，并不可持续，包括 1.1 万亿的央行上缴结存利润、5000 亿专项债限额等。

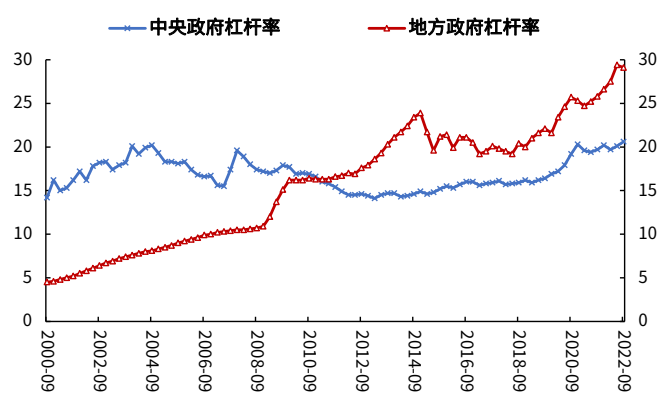
因此，2023 年财政的积极发力更倚赖政府加杠杆空间的打开。回顾 2020 年以来的政府杠杆率变化，2020 年财政整体加杠杆，目标赤字率上调、发行抗疫特别国债，使得 2020 年末我国宏观杠杆率上行至 270.1%；2021 年，国内经济处于“稳增长压力较小的窗口期”，财政收缩背景下，推动宏观杠杆率快速下行至 263.8%；2022 年，虽然经济下行压力较大，但积极财政的发力更多依赖结余资金与准财政工具，中央政府杠杆率并未大幅上行。因此 2023 年，在财政资源更为稀缺而中央政府杠杆率并不高的背景下，政府存在一定的加杠杆空间。

图 9：2022 年以来，财政收支不平衡压力较大



资料来源：wind，光大证券研究所

图 10：2023 年，中央政府仍存在一定的加杠杆空间



资料来源：wind，光大证券研究所（单位：%）

第三，发力领域方面，2023 年企业端继续大规模减税降费的空间较为有限。

2022 年财政发力的重点在供给侧与企业端，通过实施大规模的存量留抵退税政策，持续为市场主体减负，带动企业部门成本费用持续下降，营业收入稳步回升。

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_49221

