

财政“余粮”，有多少留给明年？

事件：

12月20日，财政部公布11月财政数据，1-11月累计，全国一般公共预算收入185518亿元，扣除留抵退税因素后增长6.1%，按自然口径计算下降3%。

点评：

■ 财政余粮支撑全年高强度支出；明年余粮不足下，稳增长或依赖中央加杠杆

广义财政收支放缓，一般财政“超收减支”，政府性基金收支均下滑。11月，广义财政收入同比7%、较上月回落4个百分点，广义财政支出同比5%、较上月下降5个百分点；收入端，政府性基金收入拖累明显，同比下降13%；一般财政收入加速修复、同比增长25%；支出端，一般财政、政府性支出均减弱；政府性基金支出同比下降21%，预算完成度为69%，落后过去五年同期8个百分点。

广义财政累计收支差创新高，主因收入端大幅拖累，而“余粮”使用支撑高强度支出。2022年前11月广义财政收支差达7.8万亿元；其中，政府性基金收入拖累明显，前11月政府性基金收入累计同比下降21.5%，收入预算完成进度仅61%、落后过去五年平均水平近20个百分点。财政稳增长诉求较高下，结转结余、留存利润等余粮使用，使广义财政支出维持高强度、前11月累计增长6%。

年末财政收入整体趋于改善，但“余粮”不足等可能拖累明年财政支出。11月，广义财政收入累计同比下降8%、降幅较上月收窄超1个百分点。展望明年，财政收入或继续改善，但弹性可能相对有限；同时，结转结余与预算稳定调节基金“余粮”或剩近5000亿元、央行等特定金融机构利润上缴或回归4800亿元左右常态。中性情景，明年广义财政收入修复程度或难以弥补“余粮”下滑幅度。

2023年稳增长，预算内中央财政适度加码，预算外依赖“准财政”支持。债务压力下，2023年专项债加码规模可能有限，预算内加码或依靠中央赤字的适当扩张；若赤字率提升至3.5%左右，中央赤字规模或扩张超万亿元。而2023年基建投资若要延续两位数增长，或更依赖“准财政”，用于补充财政资本金的政策性开发性金融工具或加量、配套融资的政策性开发性贷款规模或将继续扩大。

重申观点：“加力提效”定调下，2023年财政或需保持必要支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具的同时保障财政可持续和地方债务风险可控；因而明年财政加力或主由中央赤字扩张、准财政加码，专项债更注重地区分配优化等。

■ 常规跟踪：广义财政收支均放缓，一般财政超收减支，政府性收支双双下滑

政府性收入回落，拖累广义财政收入增速放缓。11月，广义财政收入当月同比6.5%、较上月回落超4个百分点；政府性基金收入拖累明显，同比下降12.7%，较上月降幅走阔近10个百分点；一般财政收入加速修复，同比24.6%、较上月提升近9个百分点。广义财政收入前11月累计同比下降8.3%，政府性基金收入拖累较大、前11月同比下降21.5%，预算完成度仅为61%。

一般财政、政府性支出均减弱，导致广义财政支出强度下滑。11月，广义财政支出当月同比5.4%，较上月下降5个百分点；其中，政府性基金支出同比下降21.2%，降幅较上月走阔3个百分点，前11月累计同比5.5%、进度为69%，落后过去五年同期近8个百分点；一般财政支出当月同比4.8%、较上月下降4个百分点；前11月累计同比6.2%，支出进度85.1%、与过去同期进度基本持平。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

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

侯倩楠 houqiannan@gjzq.com.cn

内容目录

- 1、广义财政收支差创新高，主因收入拖累，而“余粮”使用支撑高强度支出 ..3
- 2、财政收入改善迹象已现，但“余粮”不足等可能拖累明年预算内支出强度 .4
- 3、2023年稳增长，预算内中央财政适度加码，预算外依赖“准财政”支持7

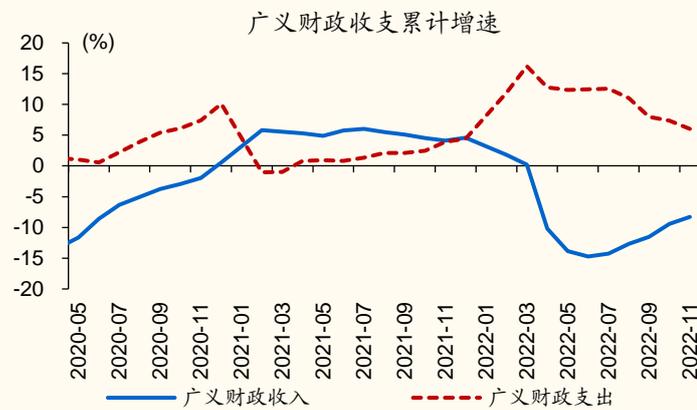
图表目录

图表 1: 2022 年广义财政收支增速背离	3
图表 2: 2022 年前 11 月广义财政收支差达 7.8 万亿元	3
图表 3: 2022 年前 11 月一般财政收支差达 4.2 万亿元	3
图表 4: 2022 年前 11 月政府性收支差达 3.6 万亿元	3
图表 5: 2022 年前 11 月政府性基金收入进度明显较慢	4
图表 6: 2022 年前 11 月政府性基金支出进度明显较慢	4
图表 7: 2022 年国企利润上缴支持财政约 1.9 万亿元	4
图表 8: 专项债结存限额使用阶段性支撑财政支出强度	4
图表 9: 2022 年 11 月一般财政收入加速修复	5
图表 10: 2022 年大规模留抵退税已近尾声	5
图表 11: 一般财政加速修复主因税收收入带动	5
图表 12: 2022 年 11 月消费税、增值税进一步改善	5
图表 13: 2022 年三季度以来政府基金收入缓慢修复	6
图表 14: 2022 年前 11 月土地出让收入拖累放缓	6
图表 15: 百城土地成交总价领先于土地使用权出让收入	6
图表 16: 2022 年年末成交土地溢价率依旧低迷	6
图表 17: 2023 年央行特定金融机构利润上缴或回归常态	6
图表 18: 国有资本经营收入调出资金加力空间有限	6
图表 19: 2023 年基建投资或需加码对冲地产与出口拖累	7
图表 20: 2022 年前 10 月专项债投向基建比例近六成	7
图表 21: 近年来地方新增专项债明显扩张	7
图表 22: 专项债付息压力地区专项债加码空间较小	7
图表 23: 2022 年前三季度地方专项债付息压力凸显	8
图表 24: 专项债额度分配“不撒胡椒面”	8
图表 25: 2023 年预算内或依赖中央加杠杆	8
图表 26: 政策性、开发性银行新增贷款加量支持稳增长	8
图表 27: 政策性开发性金融工具可依据实际情况扩张	8
图表 28: 历次稳增长阶段国企投资明显加码	8

1、广义财政收支差创新高，主因收入拖累，而“余粮”使用支撑高强度支出

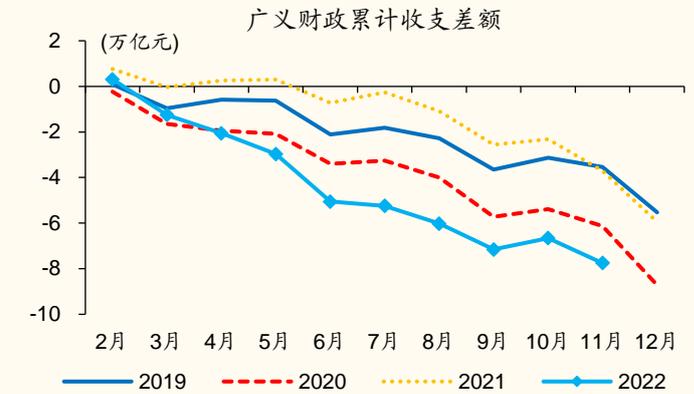
广义财政收支承压下，一般财政、政府性基金收支差均创新高。2022年前11月，广义财政收支增速背离下，前11月广义财政收支差达7.8万亿元；其中，一般财政收支差额达4.2万亿元、与2020年同期收支差额基本持平；政府性基金收支差额达3.6万亿元，明显高于2020年同期的2.3万亿元。中性情景下，今年广义财政收支差或超2020年、至10万亿元左右。

图表 1: 2022 年广义财政收支增速背离



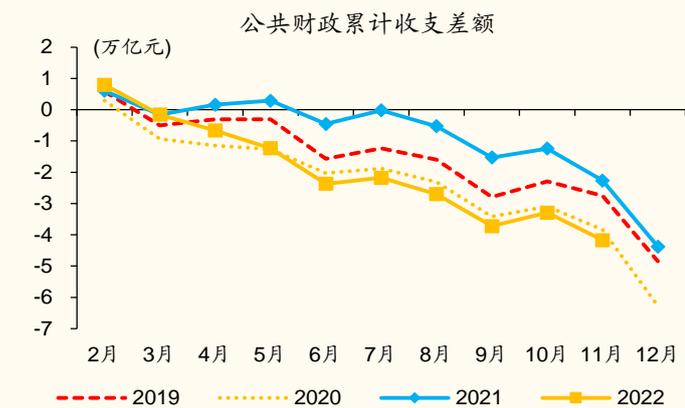
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 2022 年前 11 月广义财政收支差达 7.8 万亿元



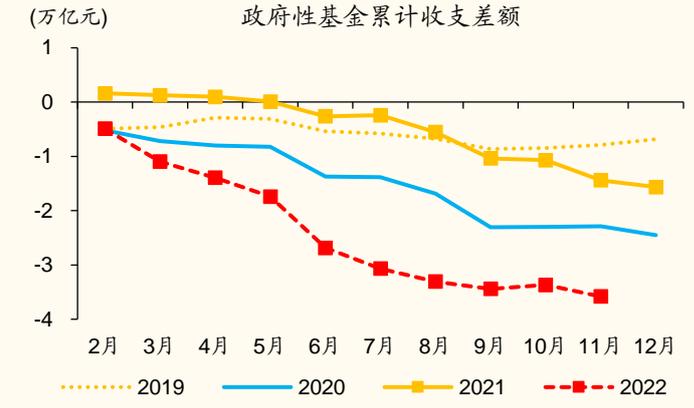
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 2022 年前 11 月一般财政收支差达 4.2 万亿元



来源: Wind、国金证券研究所

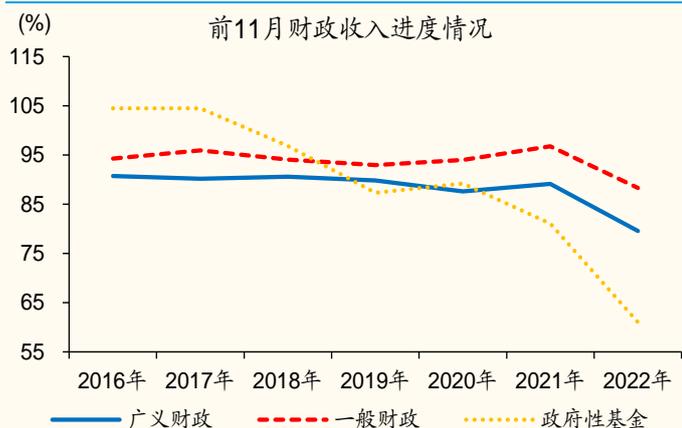
图表 4: 2022 年前 11 月政府性收支差达 3.6 万亿元



来源: Wind、国金证券研究所

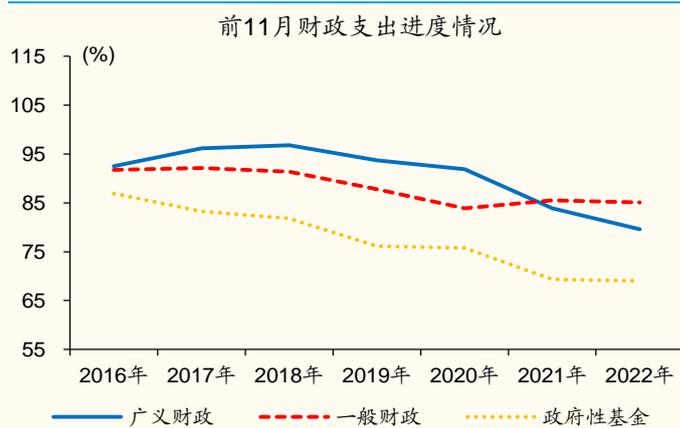
广义财政收支差创新高，主因政府性基金收入拖累，而“余粮”使用支撑高强度支出。2022年前11月，土地出让收入大幅下滑下，政府性基金收入累计同比下降21.5%，收入预算完成进度仅61%、低于过去五年平均水平近20个百分点。经济承压下，结转结余、留存利润等余粮使用，使广义财政支出得以维持高强度、前11月累计同比6%；其中，政府性基金支出累计同比5.5%、进度为69%；一般财政支出累计同比6.2%，支出进度85.1%。

图表 5: 2022 年前 11 月政府性基金收入进度明显较慢



来源: Wind、国金证券研究所

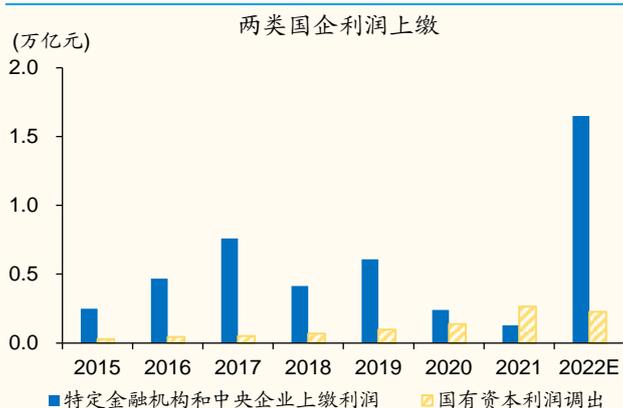
图表 6: 2022 年前 11 月政府性基金支出进度明显较慢



来源: Wind、国金证券研究所

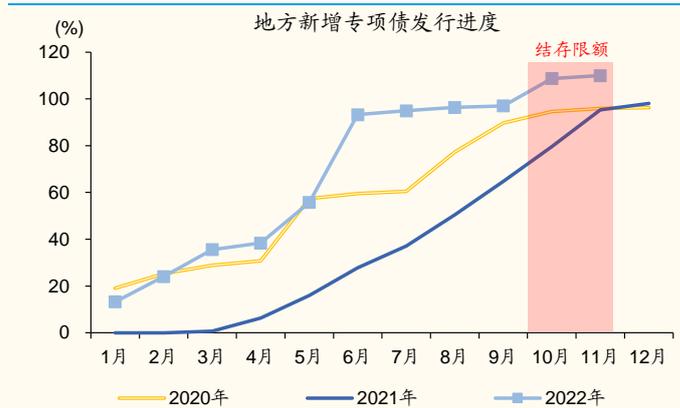
除了结转结余、利润上缴等“余粮”补充，专项债结存限额的首次大规模使用，进一步补充财政收支缺口。按照年初预算，中央和地方结转结余使用约 1.4 万亿元，特定金融机构和央企利润上缴及国有资本经营利润调出近 1.9 万亿元，一般财政赤字和专项债合计 7.02 万亿元，共同补充广义财政收支缺口；但在收入大幅拖累下，10 月起追加使用的 5000 亿元结存专项债额度，亦阶段性支撑财政支出维持高强度。

图表 7: 2022 年国企利润上缴支持财政约 1.9 万亿元



来源: 中国债券信息网站、国金证券研究所

图表 8: 专项债结存限额使用阶段性支撑财政支出强度

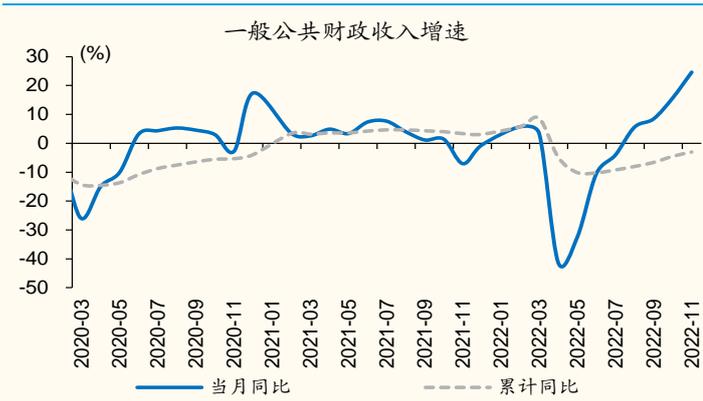


来源: 中国债券信息网站、各地政府网站、国金证券研究所

2、财政收入改善迹象已现，但“余粮”不足等可能拖累明年预算内支出强度

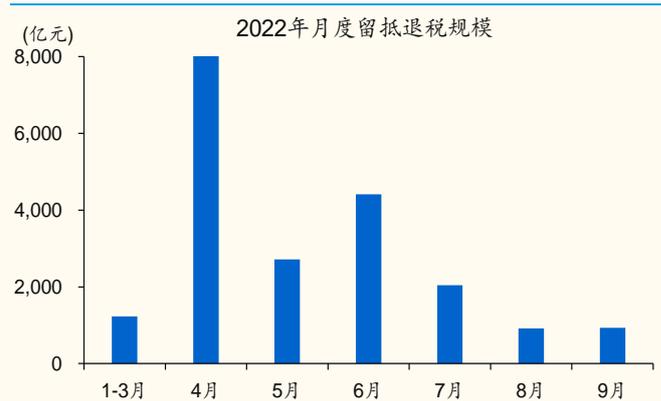
留抵退税影响消退下，年末一般财政收入加速修复，明年可能进一步企稳回升。11 月，一般财政收入同比增长 24.6%、较上月提升近 9 个百分点；其中，税收收入同比 28.4%，较上月提升 13 个百分点。税种分项中，消费税同比 157%、主因低基数效应；增值税同比增 18%，主因留抵退税影响减弱。考虑留抵税额剩余规模已不多，且当前未出台更多减税退税举措，预计明年国内增值税、企业所得税等大概率企稳，带动税收收入进一步修复。中性情景，明年税收收入可能多增超万亿元。（详见《财政稳增长，还有多少“弹药”？》）

图表 9：2022 年 11 月一般财政收入加速修复



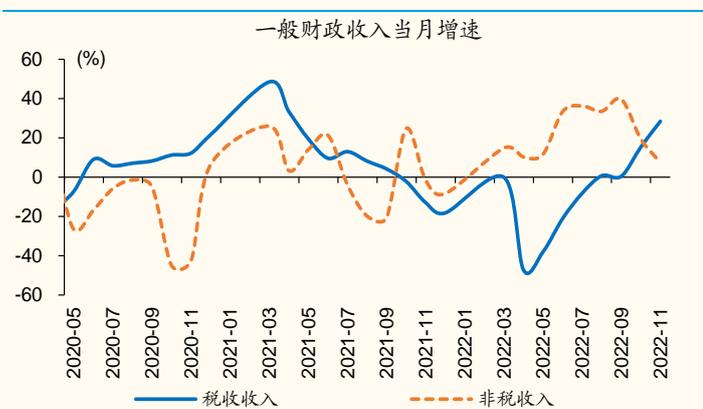
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：2022 年大规模留抵退税接近尾声



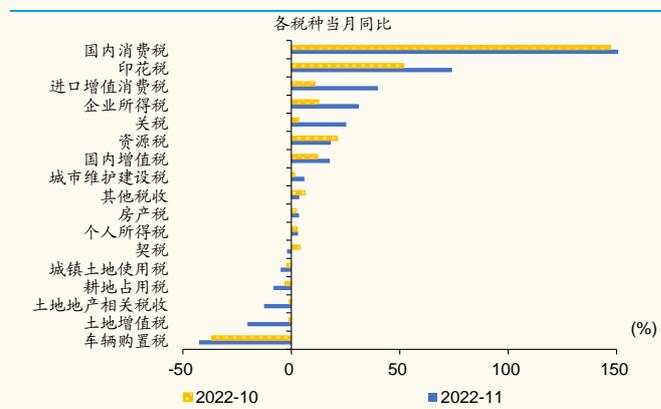
来源：财政部、国家税务总局、国金证券研究所

图表 11：一般财政加速修复主因税收收入带动



来源：财政部、国家税务总局、国金证券研究所

图表 12：2022 年 11 月消费税、增值税进一步改善



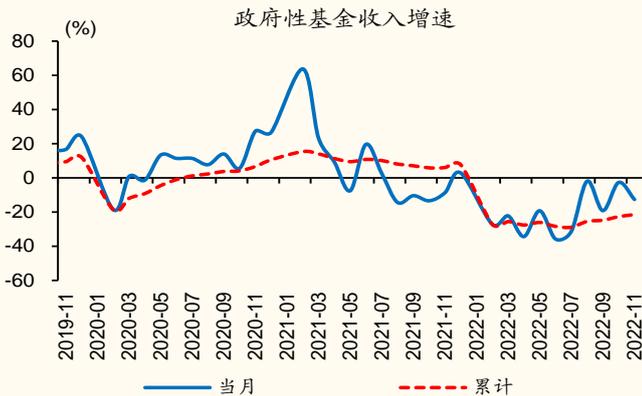
来源：Wind、国金证券研究所

土地出让收入拖累放缓，或指向明年土地财政边际修复，但弹性或有限。11月，政府性基金收入当月同比下降 12.7%、累计同比下降 21.5%。整体来看，土地出让收入拖累或已见底，缓慢修复。土地成交领先土地出让收入 1-2 个季度左右，当前其同比增速已由负转正，或指向明年土地出让收入延续修复。但在成交土地溢价率低迷，国企拿地“托底”受限下¹，明年政府性基金收入修复或更多缘于低基数效应，修复弹性程度或有限。中性情景，2023 年政府性基金收入或仅弥补今年政府性基金收入下滑的五分之一左右。

¹ http://yss.mof.gov.cn/zhengceguizhang/202210/t20221008_3844654.htm

10月8日财政部发文指出，严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收入，弥补财政收入缺口。

图表 13: 2022 年三季度以来政府基金收入缓慢修复



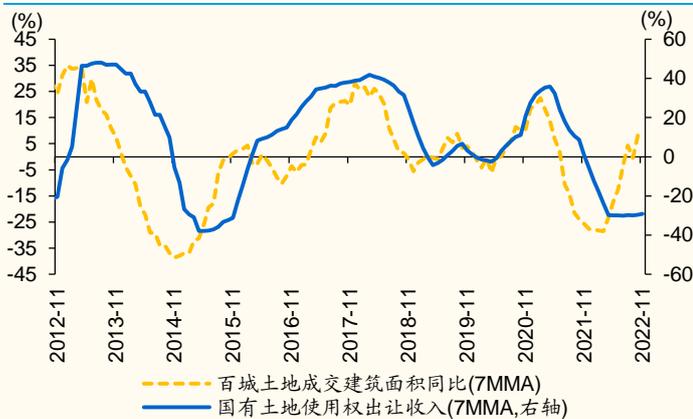
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 2022 年前 11 月土地出让收入拖累放缓



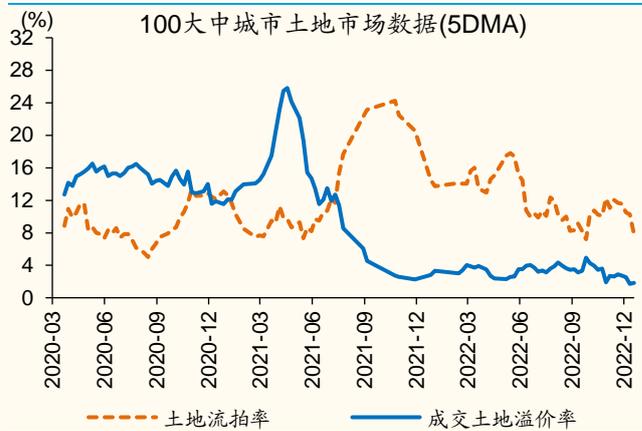
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 百城土地成交总价领先于土地使用权出让收入



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 2022 年年末成交土地溢价率依旧低迷



来源: Wind、国金证券研究所

2023 年结转结余、利润上缴等预算内补充收入空间或大幅下降。2022 年调入资金及使用结转结余预算安排 2.33 万亿；按照预算规模推算，2022 年剩余结转结余与预算稳定调节基金余额或近 5000 亿元。此外，今年 1.65 万亿元利润上缴中，1.1 万亿元来源于央行 2021 年以前部分外汇储备经营收益，或更多为一次性补充政府性基金收入；而特定金融机构和中央企业每年上缴利润计入一般财政的非税收收入中，过往平均规模在 4800 亿元左右。中性估计，明年结转结余、利润上缴等或减少近 3 万亿元。

图表 17: 2023 年央行特定金融机构利润上缴或回归常态

图表 18: 国有资本经营收入调出资金加力空间有限

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_50404



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn