

算算今年的财政空间

证券研究报告

2023 年 02 月 22 日

2023 年财政政策展望

财政问题，关键是算三笔账——“财政能收多少钱？”，“财政要花多少钱？”，“财政得借多少钱？”。

第一笔账，2023 年财政能收多少钱？

由于 2023 年一般公共预算收入可能会在税收收入增长的带动下增加 1.1 万亿元左右，而土地财政则可能还会拖累政府性基金收入下降 1.2 万亿元左右，因此预计 2023 年综合财政收入可能会小幅下滑 1000 亿元左右。

第二笔账，2023 年财政要花多少钱？

要实现 5% 左右的全年经济增长目标，大致需要 6% 左右的基建投资增速。由此可得，在今年不新增政策性金融工具的情况下，为实现 5% 的增长目标，综合财政支出规模需要增长 4.7%，即较 2022 年增加 1.7 万亿元。

第三笔账，2023 年财政得借多少钱？

在基建增速 6% 的情况下，我们预计财政赤字率或为 3%、新增专项债或为 3.8 万亿元，此外还需要至少新增 4000 亿元的政策性金融工具。政策性金融工具高度灵活，也适合在今年相机抉择使用。如果经济表现不及预期，需要更高的基建增速来实现 5.0% 左右的经济增长目标，届时可能投放更多的政策性金融工具；反之，如果其他分项表现超预期，投放力度也有可能放缓。

最后，在发力节奏方面，在经济开门红已经取得较好成绩的情况下，我们认为起到平衡作用的财政政策可能在上半年不会完全发力，到年中前后根据经济内生复苏状况再相机抉择。

风险提示：文中测算依赖部分假设，可能会导致测算结果存在误差，仅供参考；房地产、出口、消费等可能会影响对基建投资的诉求，进而影响财政加杠杆的规模。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-行业 ESG 评价关注什么指标？——医药》2023-02-21
- 2 《宏观报告：行业 ESG 评价关注什么指标？》2023-02-13
- 3 《宏观报告：风险定价-政策躁动期风格或转向中小盘成长-2 月第 2 周资产配置报告》2023-02-12

中央经济工作会议提到要实施“积极的财政政策和稳健的货币政策”、“财政政策要加力提效”¹，可见今年财政政策的力度和方向将是影响经济复苏和市场风格的重要的变量。

财政问题，关键是算三笔账——“财政能收多少钱？”，“财政要花多少钱？”，“财政得借多少钱？”。

一、第一笔账

关于 2023 年财政能收多少钱，先了解一个简单的公式：**综合财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入。**

其中，**一般公共预算收入=税收收入+非税收入。**

税收收入是 2023 年财政收入的主要增长点，而税收收入受到两个因素的影响：

税收收入=名义 GDP × 宏观税负率

其中，**名义 GDP=实际 GDP × GDP 平减指数。**

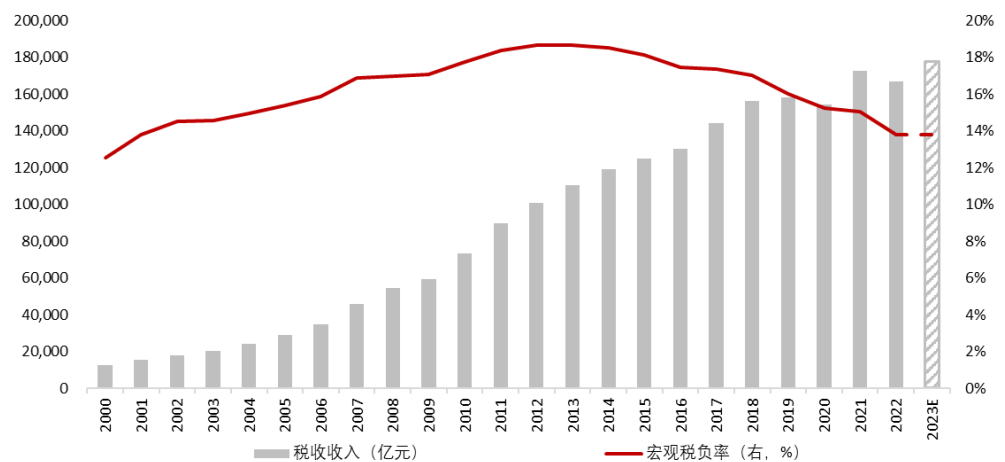
2023 年，预计实际 GDP 增速目标约为 5.0%（详见报告《从各地两会看今年的政策思路》），GDP 平减指数约为 1.09，则名义 GDP 增速在 6.7% 左右，对应名义 GDP 规模约为 129 万亿元。

宏观税负率=税收收入 ÷ 名义 GDP。

2012 年以来，我国宏观税负率从 18.7% 下降到了 2022 年的 13.8%，平均每年下降 0.5 个百分点，与持续推进减税降费有较大的关系。由于 2022 年出台了大规模留抵退税政策，宏观税负率回落了 1.3 个百分点，而 2023 年减税降费力度大概率有所下降，预计宏观税负率或持平于 2022 年，即 13.8% 左右。

综合以上名义 GDP 和宏观税负率预测，2023 年税收收入有望达到 17.8 万亿元，较 2022 年增加约 1.1 万亿元。

图 1：2012 年以来，我国宏观税负率趋于下降



资料来源：WIND，天风证券研究所

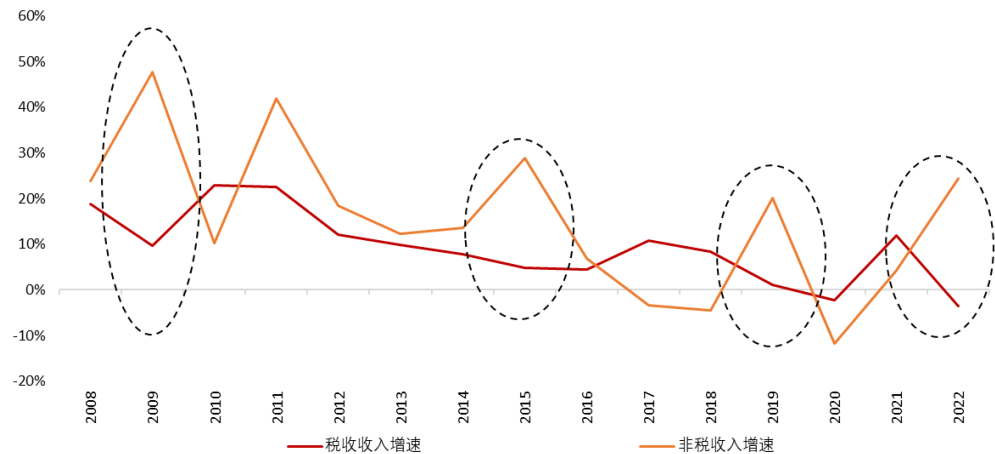
非税收入=专项收入+国有资源（资产）有偿使用收入+行政事业性质收费+罚没收入等

非税收入是税收收入的补充项，在税收收入承压的年份，非税收入通常表现较好。比如 2022 年，税收收入下滑了 3.5%，非税收入大幅增加了 24.4%，较 2021 年增加了 7281 亿

¹ http://www.news.cn/2022-12/16/c_1129214446.htm

元。考虑到 2023 年税收收入有望恢复增长，预计 2023 年非税收入大概率与 2022 年持平，即 3.7 万亿左右。

图 2：2022 年非税收入大幅增长，对冲了税收收入的下滑（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

综合财政收入的另一个来源是政府性基金收入。

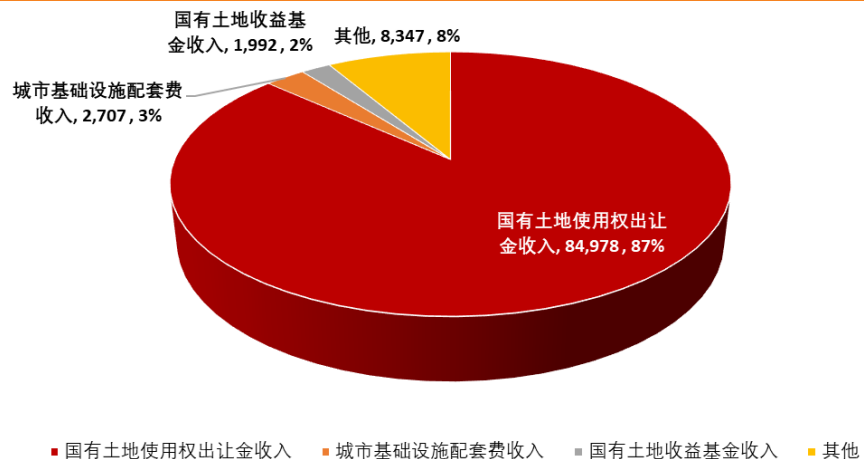
根据财政部数据显示，政府性基金收入由 25 个分项构成，其中国有土地使用权出让收入（即“卖地收入”）占比在 87%左右，是分析的重点。土地出让收入可以分为源自房企的部分和源自非房企的部分：

政府性基金收入=房企贡献的土地出让收入+非房企贡献的土地出让收入+其他

土地出让收入中源自房企的部分又可以用统计局房地产投资完成额中的土地购置费来估计，比如 2022 年土地出让收入约为 6.7 万亿元，其中房企贡献了 4.1 万亿元，占比 61.4%，非房企贡献 2.6 万亿元。

房企贡献的土地出让收入≈房地产投资完成额中的土地购置费

图 3：2021 年全国政府性基金收入构成情况（单位：亿元，%）

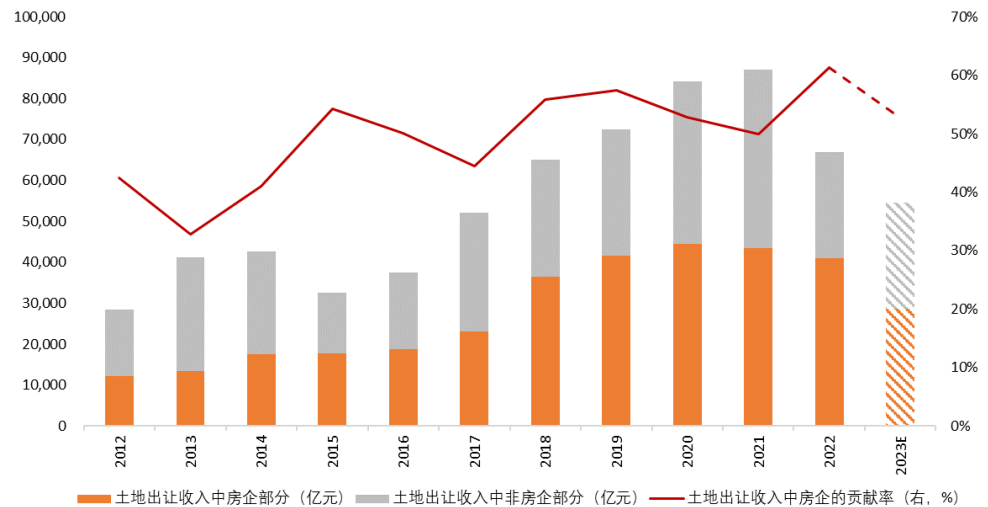


资料来源：财政部，天风证券研究所

我们预计 2023 年房地产投资中的土地购置费可能下滑超过 30%（详见《对直觉的背离——2023 年房地产市场展望》），假设非房企贡献的土地出让收入、其他政府性基金收入与 2022 年基本持平，那么 2023 年土地出让收入在 5.5 万亿元左右，较 2022 年减少 1.2 万亿元，下滑幅度约为 18%。

也就是说，2023 年政府性基金收入可能会在 2022 年的基础上进一步减少 1.2 万亿元左右。

图 4：预计 2023 年土地出让金收入可能在 5.5 万亿元左右

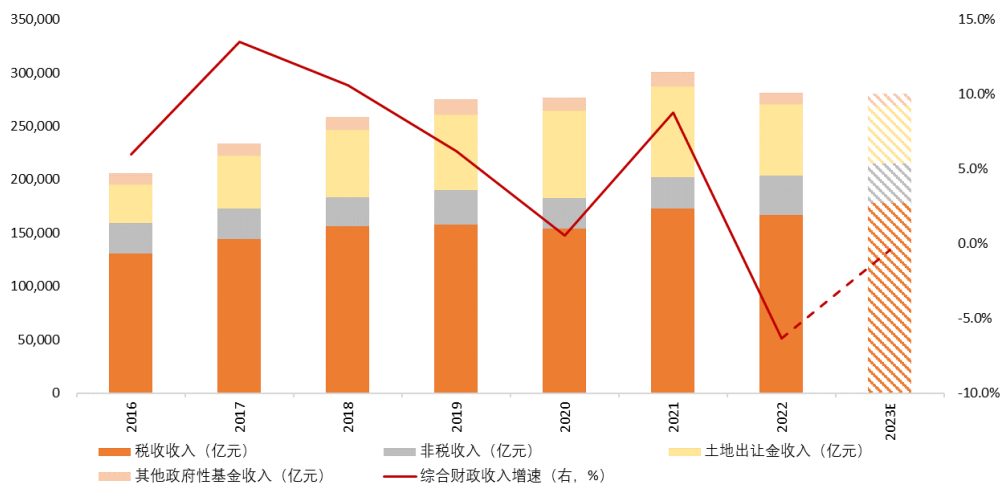


资料来源：WIND，天风证券研究所

再回到开头的公式：综合财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入。

2023 年一般公共预算收入可能会在税收收入增长的带动下增加 1.1 万亿元左右，而政府性基金收入可能受土地出让收入的拖累下降 1.2 万亿元左右，因此 2023 年综合财政收入可能小幅下滑 1000 亿元左右。

图 5：预计 2023 年综合财政收入与 2022 年基本持平



资料来源：WIND，天风证券研究所

二、第二笔账

算完第一笔账（2023 年财政能收多少钱？），我们继续算第二笔账（2023 年财政要花多少钱？）。

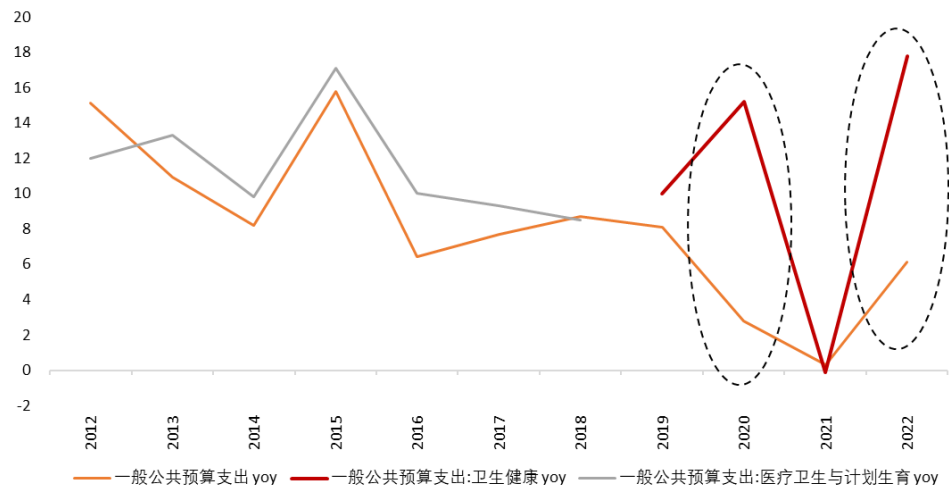
逻辑上讲，2023 年的宏观场景和 2022 年有很大不同，我们认为影响财政支出的明显边际变化，或是防疫政策优化调整可能将节省出一笔资金。

2020 年以前，一般公共预算中的医疗卫生相关支出²与整体支出增速基本持平或略高，但是 2022 年，卫生健康相关的支出增速显著超过了一般公共预算支出增速。根据超出正常水平的幅度进行测算，我们预计 2022 年因疫情影响而产生的超额财政支出大致为 3700

² 由于财政预算口径的调整，2018 年及以前为“医疗卫生与计划生育”，2019 年及以后为“卫生健康”。

亿元，这是今年可能节省出来的财政资金。

图 6：2020、2022 年，一般公共预算中卫生健康支出增速明显超出一般公共预算支出增速（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

而今年的财政支出预算，核心还是与经济增长目标对于基建投资增速的诉求有关，准财政工具会起到调节作用。因此可以通过完成经济增长目标所必须的基建投资增速，来估算财政支出规模。

基建投资和财政支出之间的关系，可以用公式来表达：**基建投资=综合财政支出×综合财政支出中基建的占比×财政撬动倍数+政策性金融工具×政策性金融工具撬动倍数。**

根据模型估算，2022 年的财政撬动倍数约为 6 倍，政策性金融工具的撬动倍数约为 1.8 倍，综合财政支出中基建的占比约为 8.9%。我们预计 2023 年财政撬动倍数、综合财政支出中基建的占比大概率与 2022 年基本持平。

但今年的政策性金融工具投放时间可以更早，对应的撬动倍数可能更高，预计约为 2.0 倍。另外 2022 年投放的 7400 亿元政策性金融工具也能够在 2023 年撬动约 1.67 万亿元的基建投资。

因此 2023 年基建投资和财政支出的关系为：

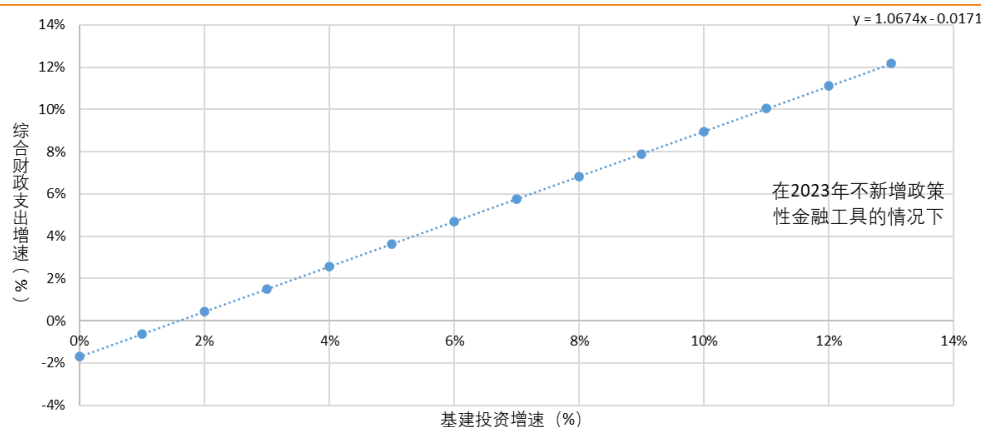
$$2023 \text{ 年基建投资} = 2023 \text{ 年综合财政支出} \times 8.9\% \times 6 + 2023 \text{ 年新增政策性金融工具} \times 2 + 16700$$

换言之，2023 年综合财政支出取决于政策对基建投资的要求以及政策性金融工具的投放规模：

$$2023 \text{ 年综合财政支出} = (2023 \text{ 年基建投资} - \text{政策性金融工具规模} \times 2 - 16700) / (8.9\% \times 6)$$

关于 2023 年基建投资增速，我们在报告《奠定不强刺激基调——中央经济工作会议解读》中推测，要实现 5% 左右的全年经济增长目标，大致需要 6% 左右的基建投资增速。由此可得，在今年不新增政策性金融工具的情况下，为实现 5% 的增长目标，综合财政支出规模需要增长 4.7%，即较 2022 年增加 1.7 万亿元。

图 7：在不新增政策性金融工具的情况下，6%的基建增速需要综合财政支出增长 4.7%



资料来源：WIND，天风证券研究所

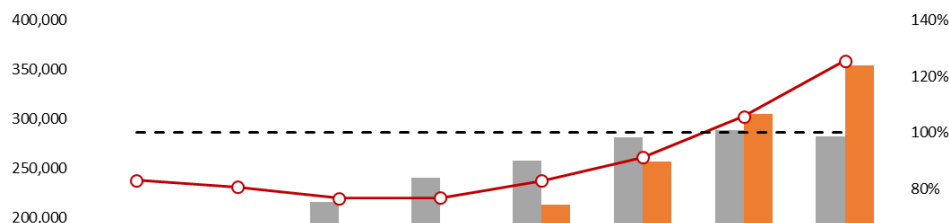
三、第三笔账

关于 2023 年的举债规模，即财政需要借多少钱，既要看财政收支缺口，也需要考虑政府加杠杆的现实约束。

考虑到 2023 年综合财政收入将下降 1000 亿元，2023 年综合财政支出规模需要增加 1.7 万亿元，在不新增政策性金融工具的情况下，2023 年的财政收支缺口将比 2022 年扩大 1.86 万亿元。

而地方政府的债务压力已经较大，2022 年地方政府债务率已经达到 126%，明显超出了 100% 的风险警戒线，另外专项债务付息率也达到了 8%，相比于 2021 年出现了较大幅度的抬升。因此专项债的增长空间或将受限，预计 2023 年新增专项债实际发行规模不超过 2022 年的 4 万亿，甚至可能适度减少发行规模 1000-2000 亿元左右。

图 8：2022 年，地方政府债务率约为 126%，较 2021 年提升近 20 个百分点



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_52377

