

## 疫后的财力

### 核心观点：

1. 固本培元。新年伊始各地都表达了积极的稳增长热情。疫后财政发力，确是诸多微观主体的期待。然而现实问题是，“巧妇难为无米之炊”。大疫三年后，财政尤其是地方财政面临挑战，未来财力将如何接续？这直接关乎政策刺激的强度，以及经济复苏的高度。

2. 国际经验表明，财政政策退坡是疫后各国普遍现象，也是内生经济动能修复过程中的必然。从我国来看，三年来受到疫情、地产等多重拖累，政府尤其是地方政府的资产负债率显著抬升。历史上，前期的资产负债表受损都将滞后地掣肘下一年财政支出的力度。

3. 财政收入端来看，疫后经济正常化将促进税收收入的增加，但难“报复性”增长。地产政策调整有助于土地出让收入降幅收窄，但短期对财政仍是负贡献。央行上缴利润及调转资金等难再高增，或成为财政收入的主要“拖累”。整体财政收入增速有小幅回落可能。

4. 展望新年，“以收定支”的财政现实，加之相对审慎的预算赤字安排，或预示着未来财政支出强度是有限的。各地已公布的年度经济增速目标似也隐含了该结论。扩内需可能还是更多地依靠微观主体的内生性改善，外需羸弱下疫后经济复苏或是较为温和的过程。

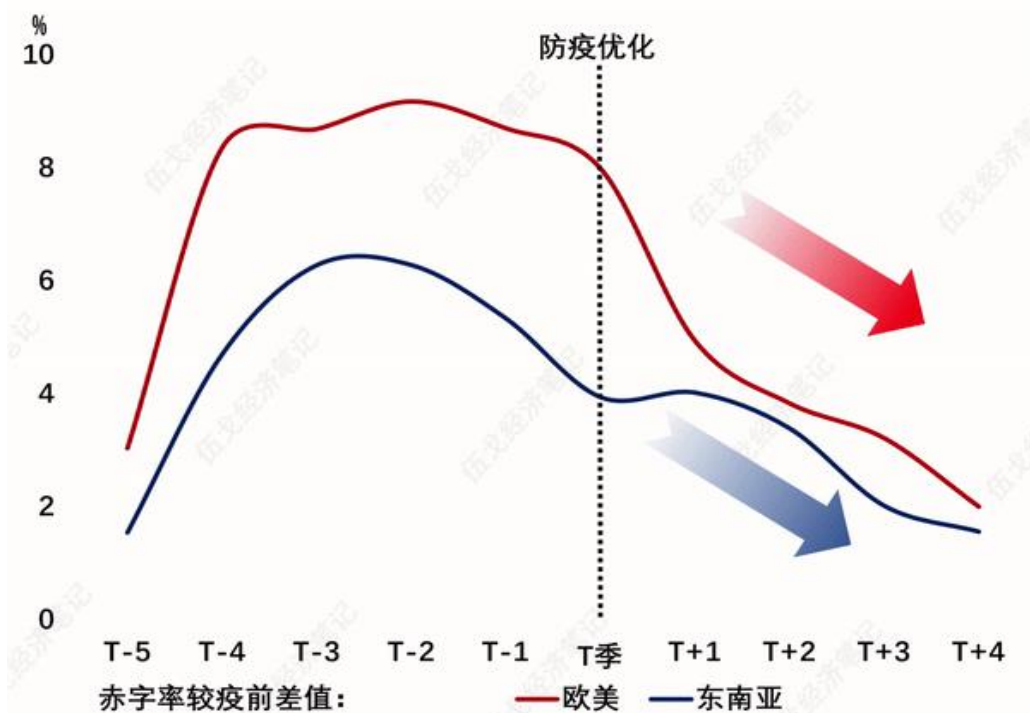
### 正文：

新年伊始，各地都表达了积极的稳增长热情。疫后财政发力，确是微观主体的期待。然而，“巧妇难为无米之炊”。大疫三年后，财政尤其是地方财政面临挑战，未来财力将如何接续？这直接关乎政策刺激的强度，以及经济复苏的高度。

### 一、 疫后的财力如何？

国际经验来看，财政政策退坡是疫后各国普遍现象。一方面，消费、投资等内生性经济动能的修复削弱了政策发力的必要性；另一方面，过长时间的高赤字率也不是各国所愿意维系的。

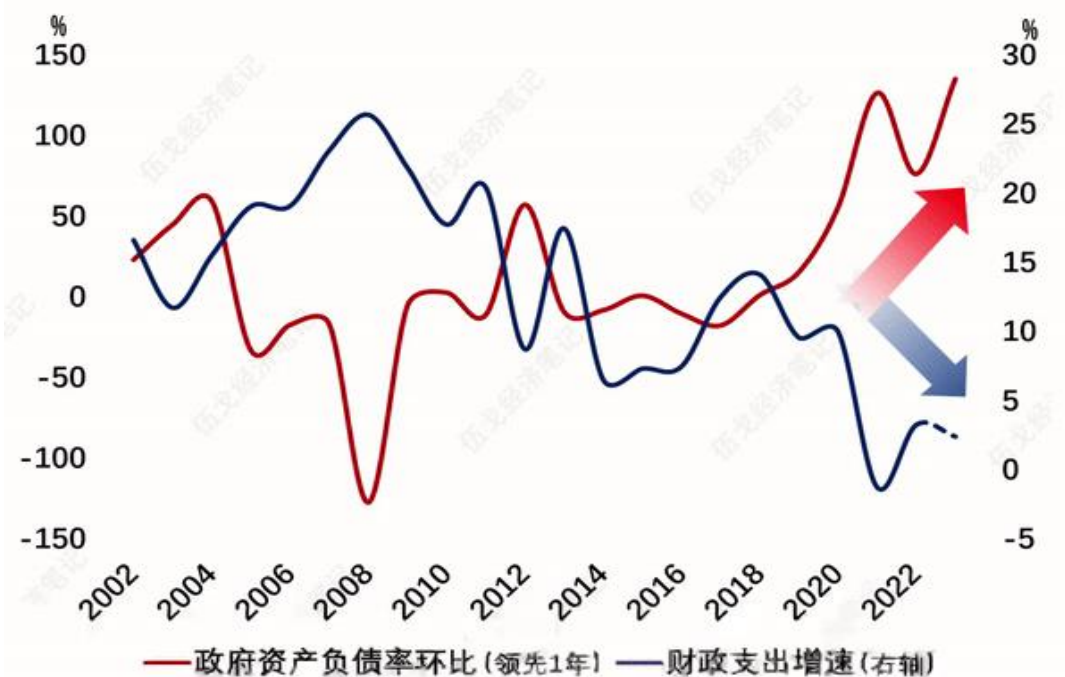
### 图 1. 疫后财政退坡？



来源：CEIC, Our World in Data, 笔者测算

三年来受到疫情、地产等多重拖累，我国政府尤其是地方政府的资产负债率显著抬升并创新高。历史上，前期的资产负债表受损都将滞后地掣肘下一年财政支出的力度。**近期中央强调“着力扩大有收入支撑的消费需求、有合理回报的投资需求、有本金和债务约束的金融需求”，或也预示财政支出的强度。**

图 2. 前期受损，后期支出受掣肘



来源：WIND, 笔者测算

注：资产负债率=政府债余额/累计的新增净资产，其中新增净资产为剔除基建支出后的财政收支总量差额。

## 二、财力如何接续？

财政收入端来看，疫后经济正常化有助于财政正常化，但今年财政收入增速仍有回落可能：

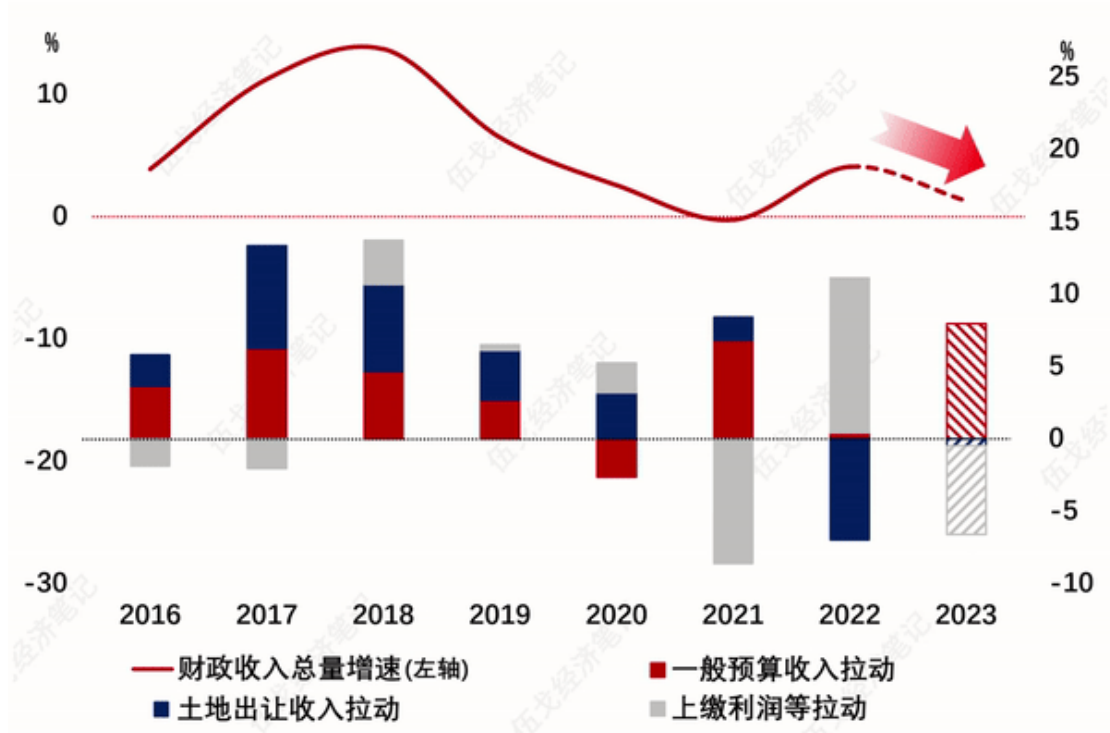
**一般预算方面**，随着疫后经济复苏、大规模减税降费的退出，以及 7500 亿缓缴税费或逐渐补缴，税收收入将成为今年财政收入增长的主要拉动。

**政府性基金方面**，“保交楼”任务将延后房企拿地，国企购地等虚增土地出让收入行为受到抑制。今年土地出让收入降幅收窄但仍会有小幅拖累。

**调入资金方面**，去年央行等上缴的大规模利润主要源于历史的暂停上缴，难以持续。且去年所拥有的过往万亿专项债结余资金也不再，有，“拖累”财政收入。

**加总预计**，广义财政收入整体增速今年或小幅回落 1-2 个百分点至 2% 左右。

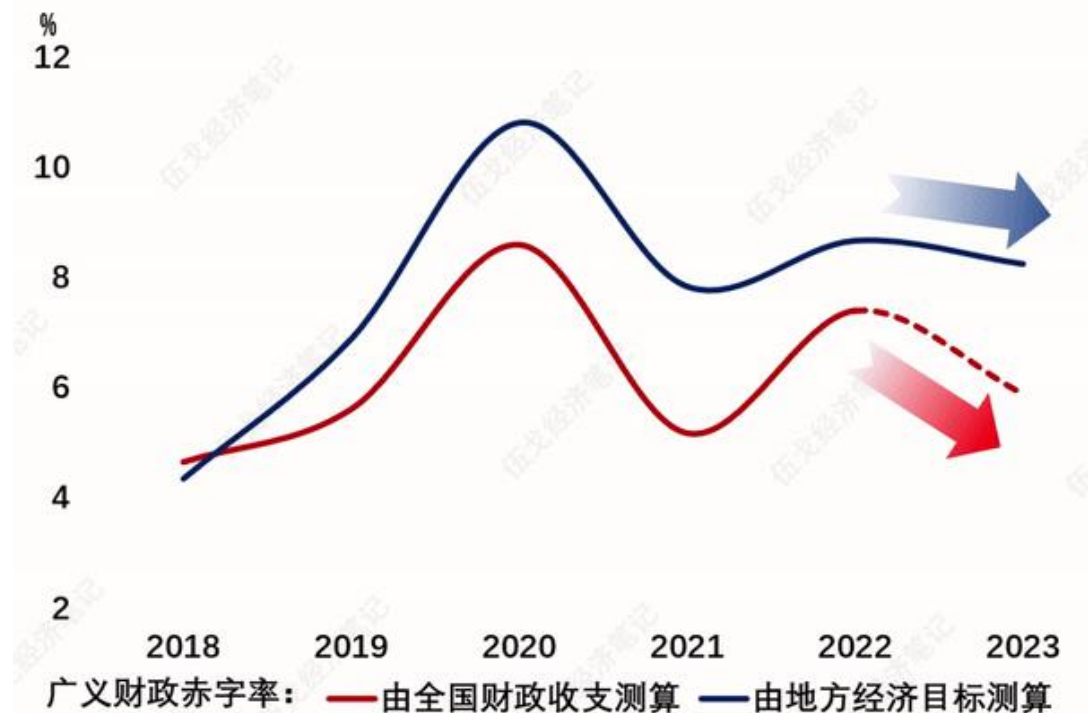
图 3. 财政收入，从何而来？



来源：WIND，笔者测算

“以收定支”的财政现实下，假设今年狭义赤字率目标升至 3.0% 左右、专项债规模增至 3.7-3.8 万亿，最终广义财政支出增速或为 2.5% 左右，较去年略有回落 0.6 个百分点。各地已公布的年度经济增速目标似也隐含了该结论。当然，政策性金融工具等或继续提供增量支持。

图 4. 财政力度，将有多大？



来源：WIND，政府官网，笔者测算

### 三、基本结论

**一是固本培元。**疫后政策发力确是微观主体的期待，但国际经验看，财政政策退坡是疫后各国的普遍现象。三年来受到疫情、地产等多重拖累，我国政府尤其是地方政府的资产负债率显著抬升。历史上，前期的资产负债表受损都将滞后地掣肘下一年财政支出的力度。

**二是财政收入端来看，**疫后经济正常化将促进税收收入的增加，但难“报复性”增长。地产政策调整有助于土地出让收入降幅收窄，但短期对财政仍是负贡献。央行上缴利润及调转资金等难再高增，成为财政收入的主要“拖累”。广义财政收入增速存在小幅回落可能。

**三是展望新年，**“以收定支”的财政现实，加之相对审慎的预算赤字安排，或预示着未来财政支出强度是有限的。各地已公布的年度经济增速目标似也隐含了该结论。扩内需可能还是更多依靠微观主体的内生性改善，外需羸弱下的疫后经济复苏或是较为温和的过程。

#### 【作者】

**伍戈：**博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，蝉联“远见杯”经济预测冠军。

**曹海巍、俞涛、高童：**长江证券研究员。

**齐卓媛、黎苇、刘宏彦：**实习研究员。

#### 【近期研究】

1.经济的归途，2023年1月17日

2.修养，而后生息，2023年1月8日

3.疫后的涨价，2022年12月25日

4.消费，能起来吗？，2022年12月15日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



 伍戈经济笔记