

财政有多大发力空间？ ——财政政策的回顾与展望

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002

chenxing@ctsec.com

联系人 刘雅丽

liuy101@ctsec.com

相关报告

1. 《落实政策部署——实体经济图谱 2023 年第 23 期【财通宏观陈兴团队】》 2023-08-05
2. 《加息或宣告结束——7 月非农数据解读》 2023-08-05
3. 《惠誉下调美国信用评级有何影响？》 2023-08-03

核心观点

财政政策在稳增长作用的发挥上被寄予厚望，但政治局会议也强调了，重点领域风险要切实防范化解。那么，上半年财政对经济增长给予了怎样的支持？下半年预计会以什么样的方式来平衡稳增长和防风险两项工作？

- ❖ **上半年财政进度是快是慢？一般公共预算超收少支，进度并不算快。**收入端，留抵退税形成低基数，上半年收入高增长，但收入筹集进度（54.9%）略低，而 2017 年以来同期均值水平为 55.3%。逐月看，收入增速呈现倒 U 型，同步于上半年经济表现。从收入结构看，税收收入贡献提升，非税贡献下降。分税种看，增值税是税收收入同比增长的最大拉动，地产相关税收同比多数仍下跌。**支出端**，地方拖累下，支出增速不及目标值，支出进度（48.7%）不快。逐月看，支出增速呈现前高后低态势。支出投向看，上半年社保就业支出占比创新高，基建相关支出占比创新低。经济增速斜率放缓，稳增长诉求下，6 月基建相关支出占比明显回升，财政端开始发力。**政府性基金方面**，土地成交偏弱拖累政府性基金收入不及目标，且进度较慢；高基数下，支出增速虽不及目标，不过进度尚可。**狭义赤字使用慢，广义赤字使用快。**在赤字补充方面，国债净融资和地方新增一般债发行均偏慢。上半年专项债发行前快后慢，6 月投向基建的占比明显提升。
- ❖ **税费优惠：哪些阶段性政策得以延续？**今年以来的税费优惠政策主要集中在以下几个领域：**一是支持小微企业和个体工商户发展。**此领域税费优惠政策的优化呈现“先紧后松”态势，体现逆周期性。政治局会议后多项优惠集中出台，执行至 2027 年底，其中贷款利息收入免征增值税政策是新增内容，其他均是前序政策的延续或是放松执行。**二是支持科技创新。**主要是今年政策将研发费用 100%加计扣除扩围，并作为制度安排长期实施。**三是促进汽车消费、支持新能源汽车产业发展。**政策在 6 月及早明确了新能源车购置税免税的后续安排，即未来两年延续免税，未来的第三、四年购置税减半，以稳定预期、增强信心。据财政部测算，未来四年年均减车购税 1300 亿元。
- ❖ **下半年财政政策：关注什么？**下半年，财政政策的两大主题是稳增长和防风险。从**稳增长**来看，**一是财税方面**，政策已出，下一步强调落实。**二是专项债方面**，要求 9 月底前发行完毕，预计 8、9 月月均发行超 6000 亿元，发行将提速。**财政端稳增长仍有发力空间。**一方面，国债和地方债发行仍有额度，共计超 2.7 万亿元。**另一方面**，国债和地方债均有结存限额空间。**此外**，扩内需若需财政加力，类财政工具（政策性银行信贷、开发性金融工具）也可使用，可跟踪政金债净融资和 PSL 判断其是否发力。**防风险**自去年底起再受重视，主要是土地出让偏弱，拖累地方财力。从近期重要会议的表态变化上看，预计化债方案或会加快推出。

- ❖ **风险提示：**政策解读偏差；经济恢复不及预期；土地出让超预期下行；地方债压力超预期。

内容目录

1	上半年财政进度是快是慢？	5
1.1	一般公共预算超收少支，支出进度并不算快	5
1.2	卖地拖累基金收入，基金支出进度尚可	10
1.3	狭义赤字使用慢，广义赤字使用快	11
2	税费优惠：哪些阶段性政策得以延续？	12
2.1	支持小微企业和个体工商户发展	13
2.2	支持科技创新	15
2.3	促进汽车消费、支持新能源汽车产业发展	15
3	下半年财政政策：关注什么？	16
3.1	稳增长：政策空间多大？工具还有哪些？	16
3.2	防风险：化债方案有望明确	19

图表目录

图 1. 全国一般公共预算收入进度 (%)	5
图 2. 全国一般公共预算收入增速 (%)	6
图 3. 税收、非税收入增速及非税收入占比 (%)	7
图 4. 2023 年上半年各税种同比增速 (%)	8
图 5. 财政支出增速 (%)	9
图 6. 一般公共预算支出中基建相关支出占比 (%)	10
图 7. 历年上半年政府性基金收入和支出进度 (%)	11
图 8. 上半年赤字使用进度 (%)	11
图 9. 历年 1-7 月国债净融资进度 (%)	12
图 10. 地方政府新增一般债发行进度 (%)	12
图 11. 今年上半年专项债投向占比 (%)	12
图 12. 支持小微企业和个体工商户发展的税费优惠政策.....	14
图 13. 研发费用加计扣除政策演进.....	15
图 14. 中汽协新能源汽车和汽车销量同比增速 (%)	16
图 15. 历年各月地方新增专项债发行额 (亿元)	17
图 16. 中央和地方政府杠杆率 (%)	18
图 17. 政策性银行债净融资和 PSL 当月新增 (亿元)	18
图 18. 历年 1-7 月地方再融资债发行和净融资额 (亿元)	19

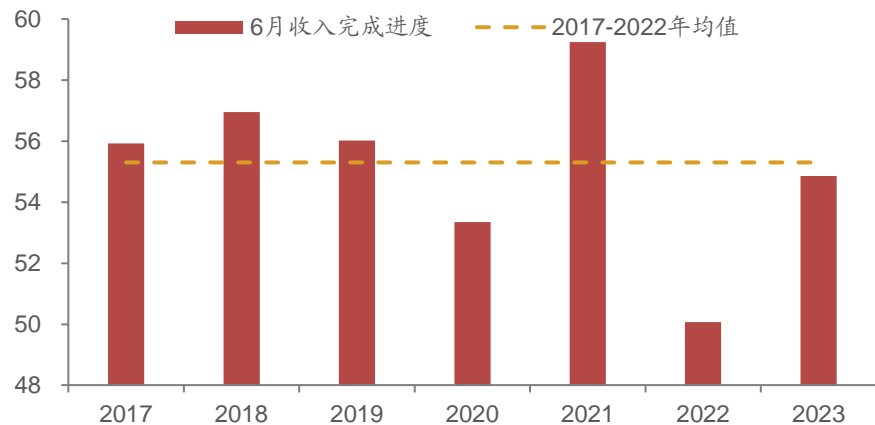
财政政策在稳增长作用的发挥上被寄予厚望，但政治局会议也强调了，重点领域风险特别是地方债务风险要切实防范化解。那么，上半年财政对经济增长给予了怎样的支持？下半年又会以什么样的方式来平衡稳增长和防风险两项工作？本报告对此进行展开分析。

1 上半年财政进度是快是慢？

1.1 一般公共预算超收少支，支出进度并不算快

留抵退税形成低基数，上半年收入高增长，但收入筹集进度略低。2023年上半年，全国一般公共预算收入11.9万亿元，同比增速为13.3%，较去年全年增速(0.6%)明显提升，超过预算目标(6.7%)增速6.6个百分点，主要是因为经济恢复叠加去年留抵退税形成的低基数所致。剔除留抵退税影响，上半年一般预算收入增速为-1.5%，以两年平均增速看，上半年收入增速录得1.8%。从收入筹集进度看，上半年全国一般预算收入筹集进度为54.9%，不及2017年以来同期均值水平(55.3%)，具体来看，不及疫情发生前的2017-2019年(平均56.3%)和2021年(59.3%)，但要高于2020年和2022年这两年。

图1.全国一般公共预算收入进度(%)

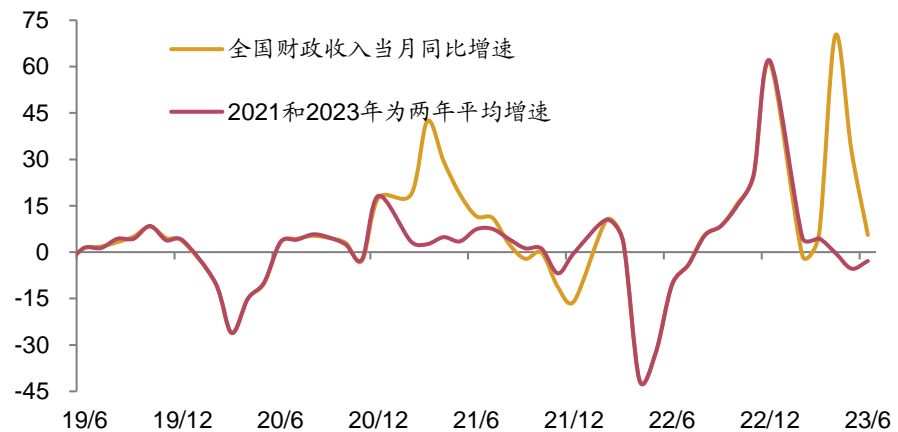


数据来源：wind，财通证券研究所

收入增速呈现倒U型，与上半年经济表现同步。一季度，受益于前期积压需求快速释放，经济增速明显回升，财政收入增速同步上行。4月由于去年疫情态势及大规模留抵退税实施形成低基数，财政收入增速大幅跃升，之后随着去年疫后修复，基数抬升，收入增速逐月回落，6月财政收入增速(5.6%)已降至和今年3月相当的水平。剔除基数影响，以两年平均增速看，收入增速于3月放缓，4月、5月

录得负增长并继续下探，印证今年上半年经济复苏斜率有所放缓。6月财政收入两年平均增速低位改善至-2.9%，6月财政收入特别是税收收入反映的是5月经济的情况，以两年平均增速看，5月生产端已低位回升，对此有所印证。6月投资、消费、生产均有好转，预计7月财政收入的两年平均增速或进一步上行。

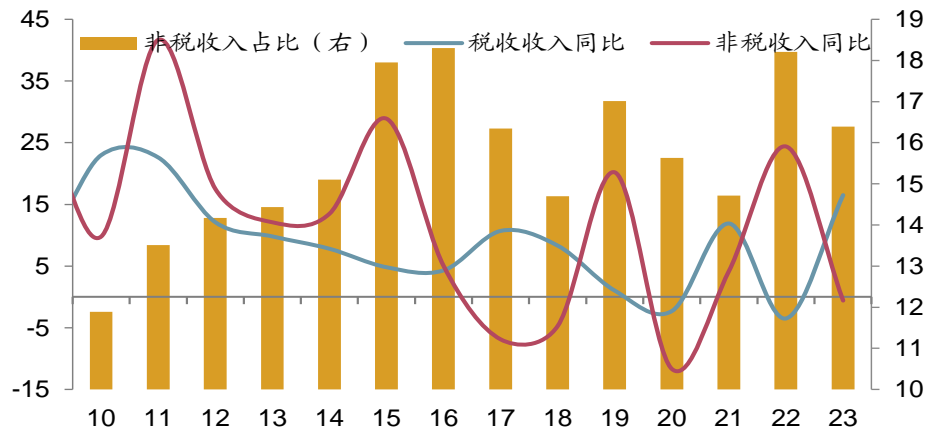
图2.全国一般公共预算收入增速（%）



数据来源：wind，财通证券研究所

从收入结构看，税收收入贡献提升，非税贡献下降。上半年税收收入增速录得16.5%，高于去年末的-3.5%，而非税收入增速为-0.6%，低于去年末的24.4%。上半年非税收入占财政收入的比重为16.4%，较去年高位降低1.8个百分点。我们认为非税收入增速明显下滑（剔除基数影响，两年同比增速也有回落），一方面是国际油价回落，带动相关收益下降，6月布油现货均价同比下跌近40%。另一方面，降费继续推进，全国行政事业性收费收入下降12.5%，罚没收入下降16.2%。而盘活闲置资产是非税及财政收入的重要补充，呈现逆势增长，财政部表示，国有资产（资产）有偿使用收入增长10.7%，主要是地方多渠道盘活闲置资产。逐月来看，随着经济复苏斜率逐渐放缓，制约税收收入增速，非税收入的两年平均增速在5月和6月持续回升。

图3.税收、非税收入增速及非税收入占比 (%)



数据来源: wind, 财通证券研究所, 2023 年为 1-6 月累计同比增速及占比

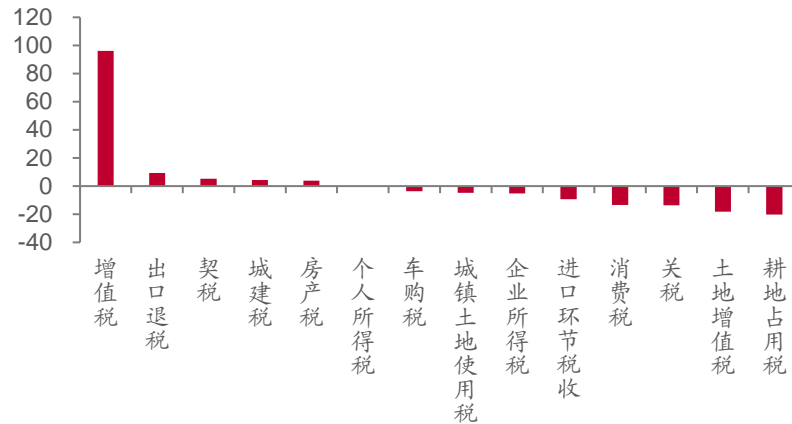
分税种看，增值税是税收收入增长的最大拉动，地产相关税收同比多数仍下跌。上半年增值税同比增长 96%，增速领跑其他税种，主要是去年同期留抵退税形成的低基数，剔除留抵退税影响后增速为 7.2%，两年同比增速为 3.2%，均仍为正增长，且增速均较去年底 (-23.3%) 明显回升，同比多增额占税收收入同比多增的 130.3%，是税收同比增长的最大拉动。

反映内需的消费税、进口环节增值税和消费税同比分别下降 13.4%、9.5%，主要是去年 Q1 高基数拖累，2021 年末部分收入在去年一季度入库；Q2 国内消费税转为正增长，进口货物增值税、消费税降幅也明显收窄。

企业所得税、个人所得税同比分别下降 5.4%和 0.6%，增速较去年末也有走低。企业所得税受企业利润同比负增长拖累；个人所得税同比负增，或有专项附加扣除政策效应持续释放的影响。值得注意的是，6 月个人所得税当月同比增速在高基数下仍有回升，两年平均增速 3 月以来首次转正，或是居民就业和收入改善的证

据。土地和房地产相关税种上半年同比多为负增长，且多数增速较去年末进一步走低。占比较大的土地增值税增速为-18.2%，两年平均增速为-13.1%，契税增速在低基数背景下录得 5.1%，两年平均增速为-13%，与上半年地产销售和土地出让表现偏弱相印证。

图4.2023年上半年各税种同比增速（%）

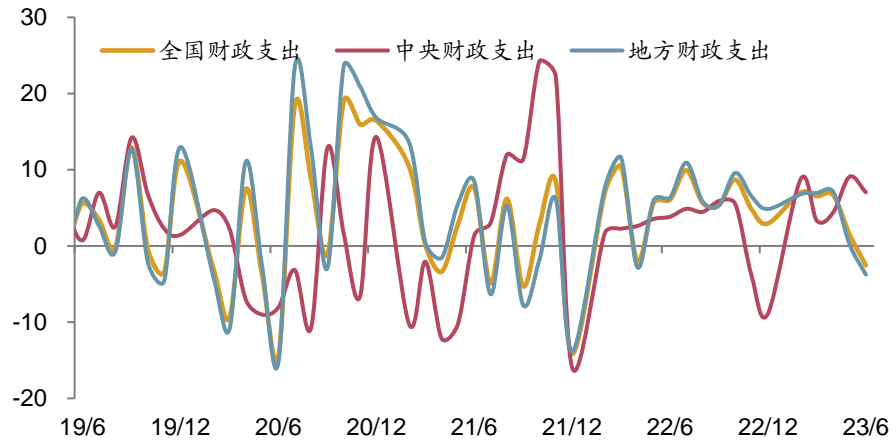


数据来源：wind，财通证券研究所

地方拖累下，支出增速不及目标值，支出进度不快。支出端，上半年全国财政支出 13.4 万亿元，同比增长 3.9%，较去年增速（6.1%）下降，距离预算目标增速（5.6%）差距 1.7 个百分点，主要来自地方财政支出的拖累。其中中央支出增速为 6.6%，高于目标值（6.5%），地方支出增速为 3.5%，不及目标值（5.2%）。**从支出进度看**，上半年财政支出进度为 48.7%，为疫后以来新高，但进度尚不足一半，也不及疫前 2017 年-2019 年同期水平，财政支出进度并不算快，或受到财政跨周期调节及地方隐债压力的制约。

支出增速呈现前高后低态势，是财政跨周期调节的体现，为下半年稳增长留力。今年一季度，稳增长前置发力，金融、财政支持均较强，一季度新增社融、信贷均创历史新高，专项债累计发行创同期新高，财政支出增速也超目标增速 1.2 个百分点。进入二季度，因去年疫情形成低基数，稳增长压力较小，财政端支持力度有所收敛，二季度各月财政支出增速较一季度各月明显回落，即便剔除高基数影响也有显著下滑，且主要来自地方支出部分，地方隐债压力或也对地方支出形成制约。

图5.财政支出增速 (%)

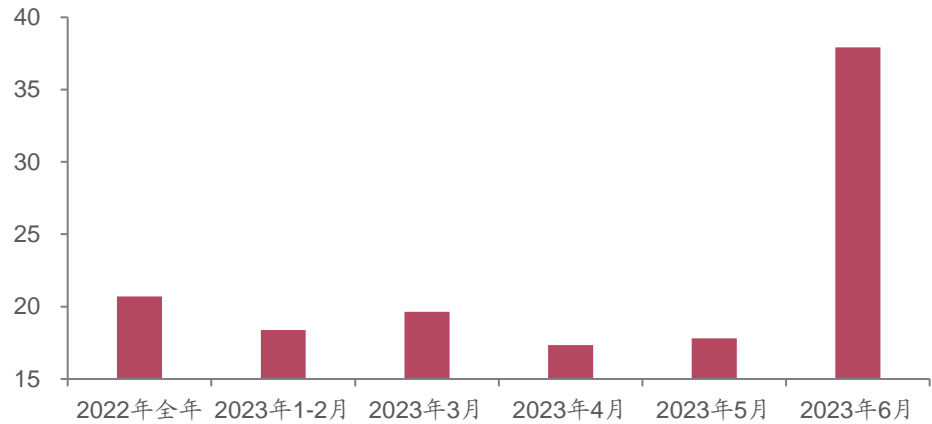


数据来源: wind, 财通证券研究所

支出投向看,上半年社保就业支出占比创新高,基建相关支出占比新低。上半年,社保就业、卫生健康、教育支出增速领跑,分别为7.9%、6.9%和5%,交通运输支出增速领跌,跌幅为-7.4%。上半年,社保就业支出占比为16.3%,与过去各年相比,创历史新高,相应地,基建相关支出(包括城乡社区事务、农林水事务和交通运输)占比为19.7%,与过去各年相比,创2009年以来新低。一方面,今年稳就业压力较大,政策的支持力度更强。4月末国办发布《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》,7月末的政治局会议将稳就业提高到战略高度通盘考虑,另一方面,也是财力偏紧环境下,压减不必要支出、保障重点支出的体现。

经济增速斜率放缓,稳增长诉求下,6月基建相关支出占比明显回升,财政端开始发力。6月基建相关支出占比跃升至38%,基建相关的支出增速多有回升,其中交通运输、农林水分项支出增速回升幅度领跑,均在10个百分点以上,于此相印证的是6月基建投资增速高基数下仍升。4-5月经济复苏斜率有所放缓的情况下,6月降息拉开政策端稳增长序幕,同时财政也有配合发力。

图6.一般公共预算支出中基建相关支出占比（%）



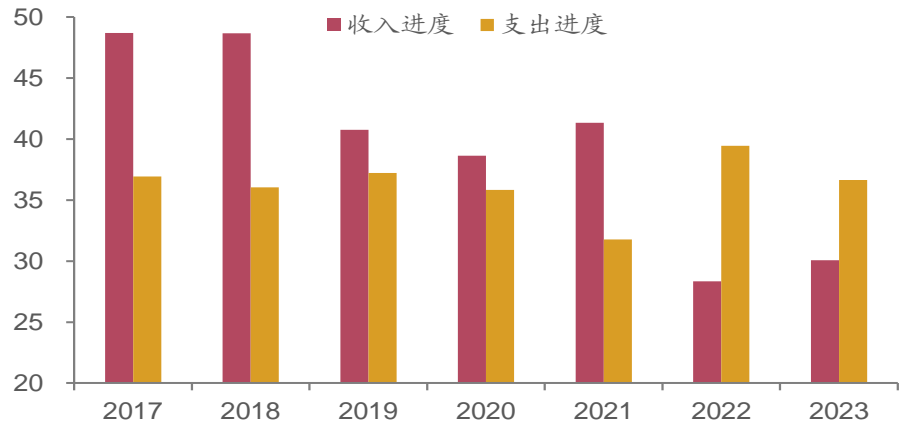
数据来源：wind，财通证券研究所

1.2 卖地拖累基金收入，基金支出进度尚可

土地成交偏弱拖累政府性基金收入，进度明显偏慢。收入端，上半年全国政府性基金收入为 2.4 万亿元，同比下降 16%，而目标增速为 0.4%，其中国有土地使用权出让收入 1.9 万亿元，占比 80%，同比下降 20.9%。从进度上看，上半年政府性基金收入进度为 30%，进度偏慢，主要受土地成交偏弱拖累。逐月看，政府性基金收入及国有土地使用权出让收入当月增速呈现倒 U 型，这有去年 4 月低基数的影响，剔除基数效应，各月两年平均增速跌幅波动不大，多保持在 20% 以上。

高基数下，支出增速虽不及目标，不过进度尚可。支出端，上半年政府性基金支出 4.3 万亿元，同比下降 21.2%，距离目标增速（6.7%）差距近 28 个百分点。不过，从支出进度看，上半年政府性基金支出进度为 36.6%，低于去年同期，略高于 2017 年以来同期均值水平（36.2%），支出进度并未偏低，因此，可以认为支出增速的较大差距，在某种程度上是去年高基数所致。

图7.历年上半年政府性基金收入和支出进度（%）

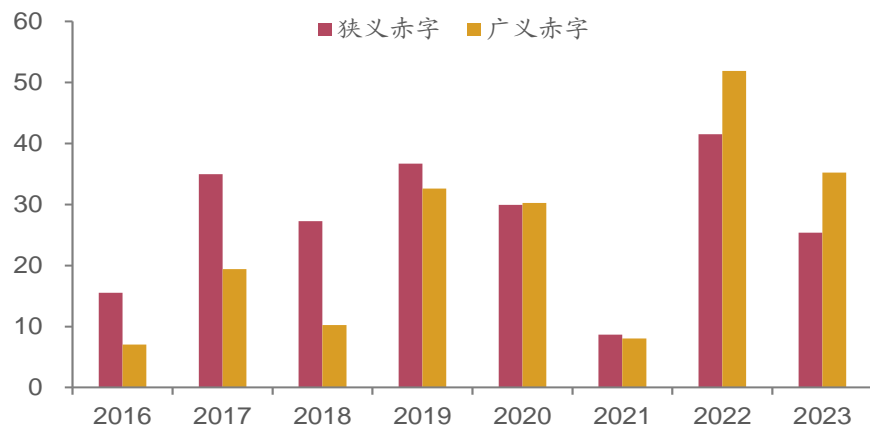


数据来源：wind，财通证券研究所

1.3 狭义赤字使用慢，广义赤字使用快

狭义赤字使用慢，广义赤字使用快。上半年，狭义赤字规模 1.5 万亿元，低于 2019、2020 和 2022 年同期。赤字使用进度（狭义赤字/实际目标赤字）为 25.4%，在 2017 年以来的历年同期中仅快于 2021 年，狭义赤字使用较慢。上半年，广义财政赤字规模 3.4 万亿元，仅低于去年同期，广义赤字使用进度为 35.2%，较狭义赤字使用快 10 个百分点，处 2017 年以来同期次高位，仅低于去年同期。由此可见，当前财政的压力或主要来自于土地财政的拖累，预算内财政压力尚可。

图8.上半年赤字使用进度（%）

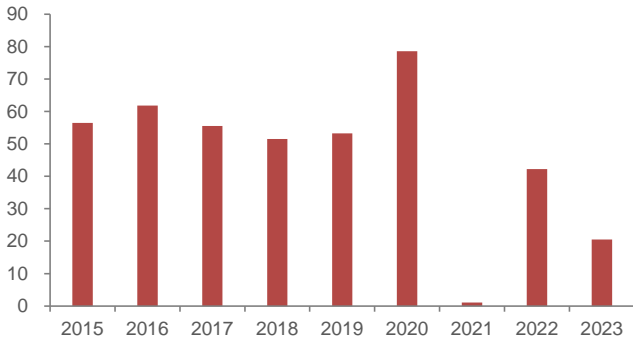


数据来源：wind，财通证券研究所

国债净融资和地方新增一般债发行均偏慢。狭义赤字通过三部分弥补：国债、地方政府新增一般债券和使用结转结余。上半年国债累计净融资额 8741 亿元，占全年中央赤字目标的 28%，进度处 2015 年以来同期低位。上半年地方政府新增一般

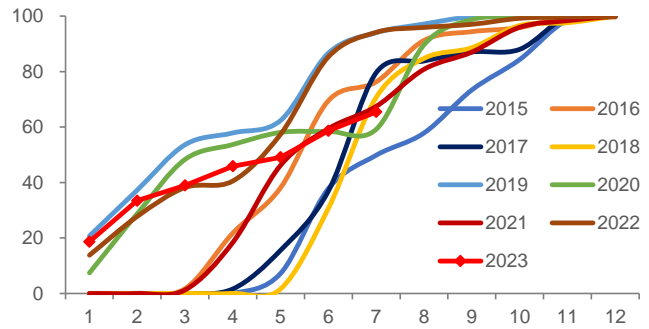
债发行进度 58.7%，也处历年同期低位。国债和地方政府新增一般债都留有余力，印证狭义赤字使用偏慢。

图9.历年1-7月国债净融资进度(%)



数据来源: wind, 财通证券研究所

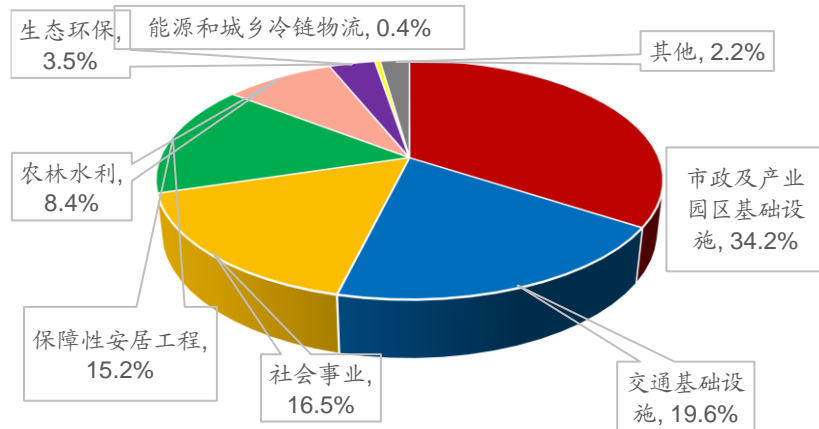
图10.地方政府新增一般债发行进度(%)



数据来源: wind, 财通证券研究所

上半年专项债发行前快后慢，6月投向基建的占比明显提升。受政策跨周期调节影响，今年上半年专项债发行前快后慢，Q1发行1.36万亿元，进度创历年同期新高；Q2发行0.9万亿元，较Q1明显回落。从投向上看，今年上半年，专项债投向基建项目的占比较去年提升1.7个百分点，主要来自于交通基础设施项占比的提升，时间上体现在6月，或是稳增长政策开始发力的表现，与6月基建投资增长主要靠交运、仓储和邮政业拉动相互印证。

图11.今年上半年专项债投向占比(%)



数据来源: wind, 地方政府债券信息披露门户, 财通证券研究所

2 税费优惠：哪些阶段性政策得以延续？

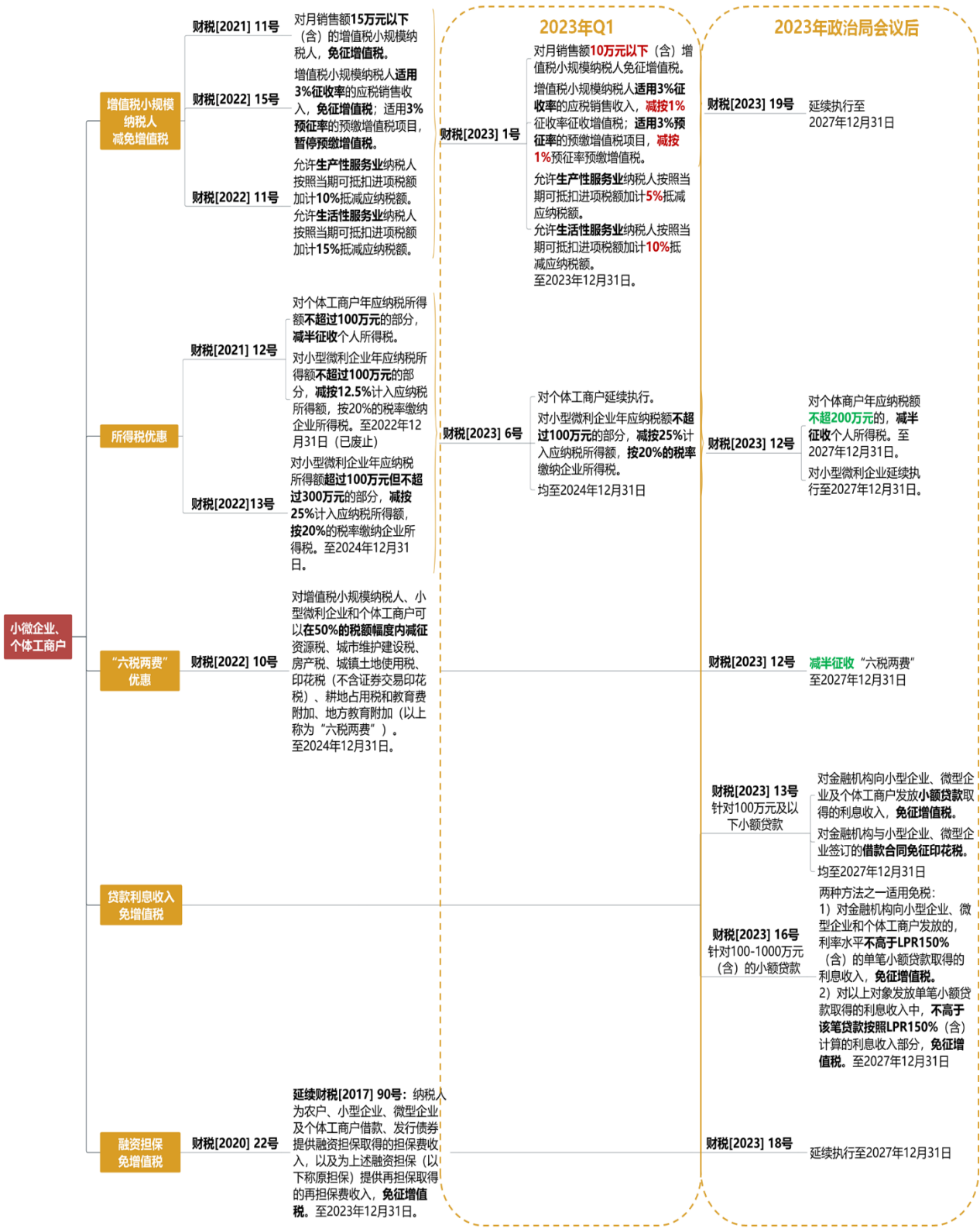
今年上半年，在政策跨周期调节的框架下，财政政策集中在一季度发力，主要体现在地方政府专项债方面。而财政政策对经济增长支持作用的发挥在减税降费上也有体现。不同于去年两会就安排了退税政策，今年两会，财政端对税费政策的

要求是“完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化”。今年以来的税费优惠政策主要集中在以下几个领域：

2.1 支持小微企业和个体工商户发展

此领域税费优惠政策的优化呈现“先紧后松”态势。今年1月财政部关于增值税小规模纳税人减免增值税政策“从紧”优化，比如对增值税小规模纳税人的免税门槛有所提高，从月销售额15万以下，提至10万以下。优惠“收紧”或是政策预期无疫情制约后经济向好，市场主体经营持续改善。不过经济增长在经历一个季度的冲高后，复苏有所放缓，市场亟待政策支持。7月中下旬起政策预期集中兑现，财政部集中发布多项税费支持政策，执行时间均延续至2027年，体现了政策对小微企业和个体工商户发展支持的持续性。这五类政策中，**贷款利息收入免征增值税政策是新增内容**，其他均是前序政策的延续或是放松执行。

图12.支持小微企业和个体工商户发展的税费优惠政策



数据来源：财政部，财通证券研究所，红色为收紧，绿色为放松

2.2 支持科技创新

研发费用 100%加计扣除扩围。研发费用加计扣除政策最早可追溯至财税 2015 年 119 号文件，规定企业研发费用中，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，按照本年度实际发生额的 50%，从本年应纳税所得额中扣除；形成无形资产的，按照无形资产成本的 150%在税前摊销。随后，2018 年政策将两比例阶段性（2018-2020）分别提升至 75%和 175%。2021 和 2022 年，政策分别将制造业、科技型中小企业的研发费用加计扣除比例从 75%提升至 100%，并长期实施。2023 年政策则是将适用范围进一步扩展到除烟草制造业、住宿和餐饮业、批发和零售业、房地产业、租赁和商务服务业、娱乐业等以外的所有其他行业企业，并长期实施，旨在激励企业加大研发投入、更好支持科技创新。

图 13.研发费用加计扣除政策演进



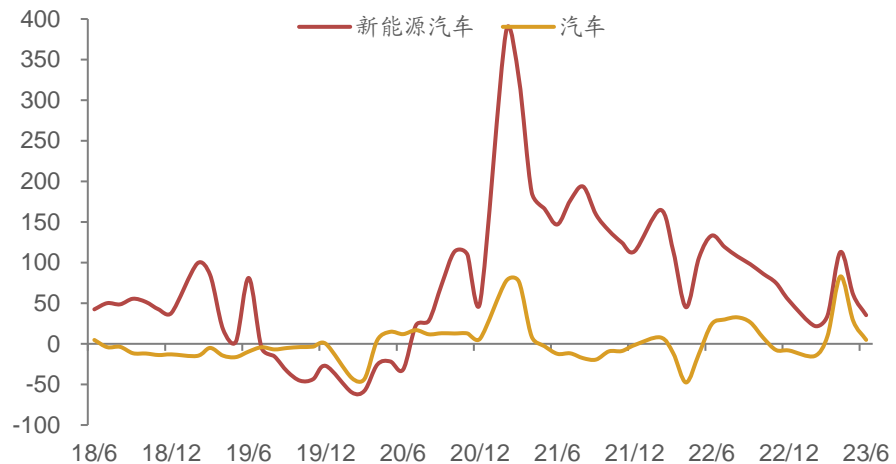
数据来源：财政部，财通证券研究所

2.3 促进汽车消费、支持新能源汽车产业发展

新能源汽车购置税优惠延续、优化。为支持新能源汽车产业发展，促进汽车消费，促进我国交通能源转型，我国最早在 2014 年就出台了新能源汽车免购置税的政策。

策，此后政策一直被延续执行，截止 2022 年，政策执行至 2023 年底。今年二季度以来经济复苏动能有所走弱，市场信心回落，稳增长诉求下，政策要求及早明确到期的阶段性政策的后续安排，以稳定预期、增强信心，其中就包括明确了 2023 年底到期的新能源汽车免购置税政策的后续安排。具体地，对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。据财政部初步估算，实行延长政策，2024—2027 年减免车辆购置税规模总额将达到 5200 亿元，年均减税 1300 亿元，约占近年车购税年收入（约 3500 亿元）的 37%，而 2014 年 9 月至 2023 年 6 月共 8 年多间仅免征新能源汽车车购税超 2600 亿元，可见政策预计我国新能源汽车发展将延续高增。

图 14. 中汽协新能源汽车和汽车销量同比增速 (%)



数据来源：wind，财通证券研究所

3 下半年财政政策：关注什么？

6 月降息拉开了稳增长政策的序幕。7 月中下旬扩内需政策频出。随后的政治局会议定调，下半年经济工作“着力扩大内需、提振信心、防范风险”，宏观政策方面定调“加强逆周期调节和政策储备”。我们认为，接下来，财政政策的两大主题或在于稳增长和防风险。

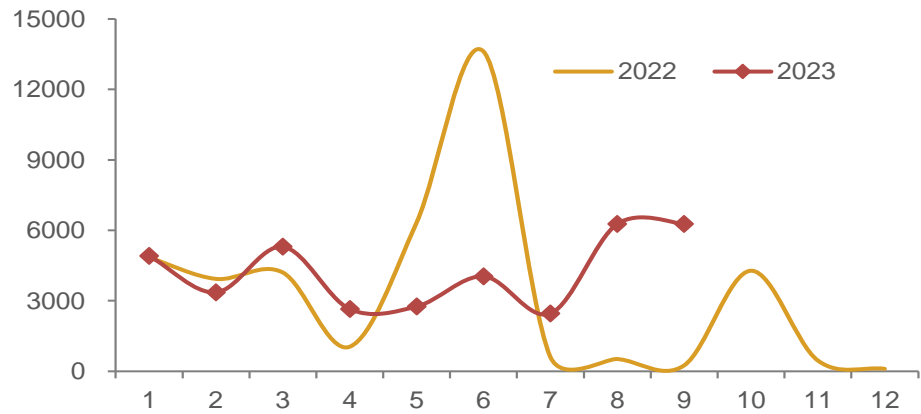
3.1 稳增长：政策空间多大？工具还有哪些？

稳增长方面，财政政策在政治局会议之后已有相关部署落实。财税方面，政策陆续已经推出，下一步或更加强调政策落实。比如 8 月初集中出台了延续和优化支持小微企业和个体工商户的税费政策。财政部在“打好宏观政策组合拳，推动经济高质量发展”主题发布会上也强调，“下一步指导地方财税部门准确把握支持小

微企业和个体工商户发展的各项税费政策内容，落实落细政策举措，不得削弱政策力度”。

专项债方面，要求9月底前发行完毕，我们预计8月、9月月均发行额超6000亿元，发行将明显提速。政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”后，近期相关部门对专项债发行使用时限提出明确要求。据21财经报道，近期监管部门通知地方，要求2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上在10月底前使用完毕。截止7月底，专项债累计发行约2.5万亿元，有1.3万亿元待发行，我们预计8月、9月月均发行超6000亿元，或创年内单月发行新高，发行将明显提速。考虑到去年8-9月是专项债发行的空档期，对政府性基金支出增速形成低基数，我们预计今年8-9月专项债发行提速将推动政府性基金支出增速走高。

图15.历年各月地方新增专项债发行额（亿元）

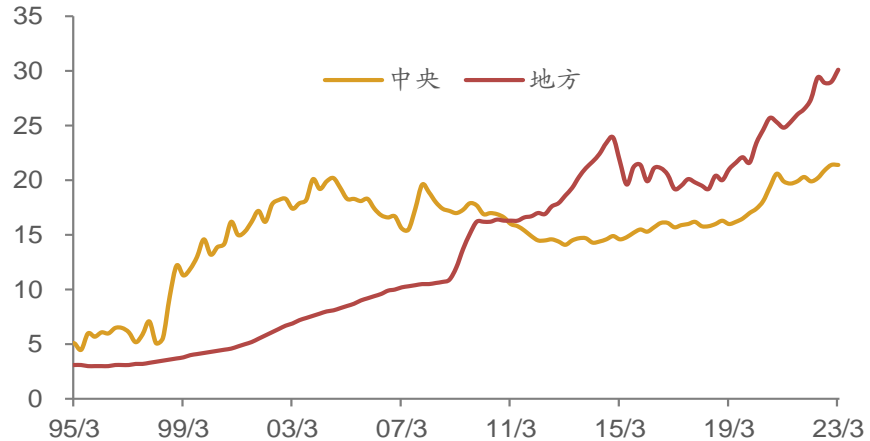


数据来源：wind，财通证券研究所，2023年8、9月为预计值

财政端稳增长仍有发力空间。一方面，国债和地方债发行仍有额度，共计超2.7万亿元。如前文所述，1-6月狭义赤字使用进度偏低。1-7月国债净融资6485亿元，距离全年中央赤字目标31600亿元，差距2.5万亿元。1-7月地方新增一般债发行额4713亿元，距离全年额度7200亿元，差距2487亿元。合计还有超2.7万亿的发行规模。

另一方面，国债和地方债尚有结存限额空间。根据2023年预算报告披露，2022年末，中央财政国债余额258692.76亿元，控制在全国人大批准的债务限额267008.35亿元以内，二者之间的差即为结存限额，约超过8000亿元。地方政府债务余额350651亿元，包括一般债务余额143944.69亿元、专项债务余额206706.31亿元，控制在全国人大批准的债务限额376474.3亿元以内，据此计算地方一般债结存限额为14344.5亿元，专项债结存限额为11478.8亿元。虽然地方的债务限额结存空间较大，但地方杠杆率较中央更高。如若经济波动再超预期，政府需要使用限额空间，我们认为要综合考虑限额空间和杠杆率水平。

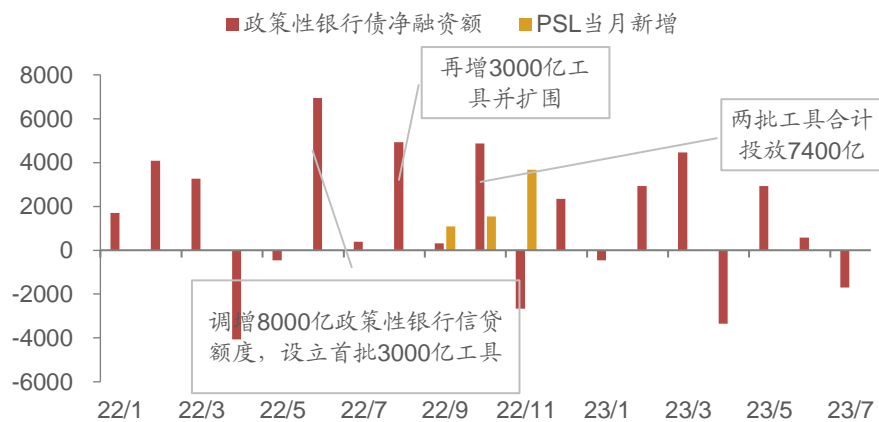
图16.中央和地方政府杠杆率 (%)



数据来源: wind, 财通证券研究所

此外,扩内需若需财政加力,类财政工具(政策性银行信贷、开发性金融工具)也可使用,可跟踪政金债净融资和PSL判断其是否发力。去年重大项目投资挑起稳增长大梁,新创设的政策性、开发性金融工具补充重大项目资本金,在其中发挥了重要作用。全年分两批投放7399亿元,同时调增了8000亿政策性银行信贷额度。据央行介绍,7399亿元政策性开发性金融工具的资金支付使用比例已超过70%。展望下半年,一方面,在隐债压力下,城投融资或仍受限,补充重大项目的配套资金或需要政策性银行信贷加力。另一方面,三季度专项债发力支持基建投资,但四季度专项债额度被用完,同时专项债提前下达授权期限已过,四季度若稳增长压力仍较大,则需要新增政策工具,政策性、开发性金融工具扩容或是选择。央行在2022年Q4货政报告中提到“运用抵押补充贷款(PSL)支持开发性政策性金融机构为基础设施重点领域设立金融工具和提供信贷支持”。从去年的情况看,开发性金融工具和政策性银行信贷后续可关注政金债净融资和PSL新增情况。

图17.政策性银行债净融资和PSL当月新增(亿元)

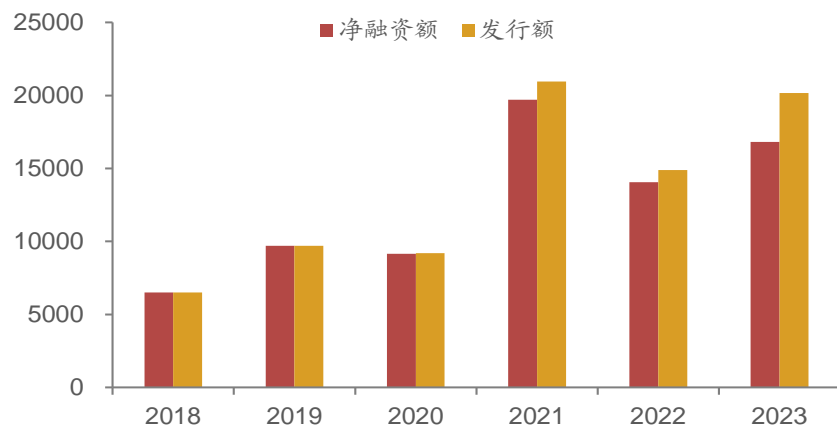


数据来源: wind, 财通证券研究所

3.2 防风险：化债方案有望明确

化债方案有望明确。今年 4-5 月地方债压力有所释出，引发市场关注。其实自去年底的中央经济工作会议起，地方政府债务风险再度受到关注，主要是因为土地出让偏弱，拖累地方政府性基金收入，地方财力有所下滑。去年底的中央经济工作会议表示“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量，化解存量”；今年 4 月的政治局会议表示“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”；7 月的政治局会议则表示“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”；央行在下半年工作会议上也表示，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。我们预计化债方案或会加快推出，或采取债务置换的方式。

图18.历年 1-7 月地方再融资债发行和净融资额（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

风险提示：政策解读偏差；经济恢复不及预期；土地出让超预期下行；地方债压力超预期。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。