



Research and
Development Center

2024 年财政政策展望：结构、力度和工具

2023 年 12 月 2 日

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

2024 年财政政策展望：结构、力度和工具

2023 年 12 月 2 日

摘要：2008 年金融危机以后，我国已实行了 16 年的积极财政政策。这期间，政府债务累积的同时伴随着行业的兴衰，我国经济取得了长足的进步。当前经济面临转型，财政也致力于提质增效。在既要提振经济又要防范债务风险的双重背景下，怎么看明年财政？

如何看待内债高企与需要债务扩张之间的矛盾？在长达十多年的债务积累后，截至 2023 年末，我国地方政府债务率可能高达 140%，全国政府负债率可能会达到 56%，前者已远超国际通行标准，后者已逼近国际警戒线。但世界主要经济体，如美国、日本、欧盟等的负债水平是高于我国的。对此，我们认为未来需要两手抓，一是适度进行债务扩张，但要强化监管，提质增效，避免加重产能过剩和资源浪费；二是牢牢守住风险底线，积极进行债务风险的化解，实现政府举债的长期可持续发展。聚焦明年，在近两年 GDP 增长中枢在 4% 附近的背景下，如果明年继续安排 5% 左右的实际增长率，则需要财政政策进一步提档发力，我们认为明年侧重债务扩张而不是保守少借。

明年财政安排可能有三种情况。我国在 2010-2019 年这 10 年间的赤字率始终没有超过 3%。2020 年国家为了抗疫，将赤字率定在了 3.6%。此后的 2021 年和 2022 年赤字率分别为 3.2% 和 2.8%，赤字率稳定在安全赤字率附近，初衷是为了防范财政风险，但除了经济下行压力不大的 2021 年外，3% 左右的赤字率对于 2022 和 2023 年都是不够的，导致这两年的四季度都有财政增量工具来直接或间接提升赤字，如今年决算赤字率提升到了约 3.8%。对此我们判断明年，第一种情况：年初预算赤字 3% 左右，年中和今年一样调整预算，增发一万亿纳入赤字的作为特别国债管理的国债，年底决算赤字率 3.8% 左右；第二种情况：年初预算赤字 3.8% 左右，包含 1 万亿作为特别国债管理的纳入赤字的国债，年中不调整预算；第三种情况：年初预算赤字 3% 左右，并另外安排 1 万亿纳入政府性基金预算的不计入赤字的特别国债，年中不调预算。

明年用于项目建设的新增专项债预计在 3.8-4 万亿之间。今年 3.7 万亿用作项目建设的新增专项债券发行节奏偏慢，仅快于 2021 年，慢于 2022 年和 2019 年，和 2020 年基本相同，发行高峰在一、三两个季度。广东、山东、浙江、四川等大省发行量较多。我们预计明年用于项目建设的新增专项债在 3.8-4 万亿之间，前置发行且节奏快于今年，支出上更加提质增效，体现在三个方面。一是提高用作项目资本金的比例，尤其体现在城中村改造中的供水、供热和供气；二是对专项债项目收益做出更客观真实的估测，从而保障债券资金的未来偿付；三是和符合条件的 PPP 项目进行更多的结合尝试。

明年其他财政工具的展望。我们认为 2024 年可能继续开展化债，年初发行少量特殊再融资债券，而专项债结存限额使用的可能性不大。专项债结存限额和特殊再融资债的额度有些相似也有不同。相似之处在于二者都属于地方债限额和余额的差值空间的一部分，其发行都会占用地方债的发行空间。不同之处在于前者不涉及到中央专门给额度，其额度需要靠地方自行结存到一定水平；后者需要中央专门下达额度，不存在地方结存。从历史情况看，每年专项债存在实际发行量不及全年限额的情况，剩下的可以结存到未来年份。鉴于去年已经基本发完了 5000 多亿的结存限额，所以我们认为再次集中使用可能需要再等三年甚至更长时间。

风险因素：万亿国债落地不充分，化债政策落地不充分

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

目录

一、狭义财政趋于扩张.....	3
1.1 明年财政需要扩张.....	3
1.2 财政风险整体可控.....	3
1.3 2024 年决算赤字率可能在 3.8%左右.....	6
二、广义财政趋于稳健.....	9
2.1 土地财政退潮.....	9
2.2 明年可能继续化债.....	10
2.3 明年专项债更加提质增效.....	12
2.4 明年广义赤字率可能在 8%左右.....	15
三、其它增量工具展望.....	16
四、投资建议.....	17
风险因素.....	22

图目录

图 1: 2022 年 6 月以来的 GDP 两年年均复合增长率中枢在 4%附近.....	3
图 2: 截至今年末, 我国政府负债率仍在警戒线内.....	4
图 3: 我国政府负债率远低于世界主要经济体.....	4
图 4: 我国地方政府债务率已远高于国际通行标准.....	5
图 5: 明年地方赤字可能达到 9000 亿元.....	7
图 6: 地方政府杠杆率远高于中央政府.....	7
图 7: 明年中性赤字率在 3.8%左右.....	8
图 8: 地产行情变差导致土地财政退潮.....	9
图 9: 今年土地财政明显退潮.....	10
图 10: 今年化债开启后各省特殊再融资债券发行额.....	10
图 11: 每轮化债周期各月特殊再融资债发行额.....	11
图 12: 2023 年新增专项债券发行进度偏慢.....	12
图 13: 2023 年各省新增专项债发行额.....	12
图 14: 2023 年各省新增专项债投向领域分布 (%).....	13
图 15: 2023 年各省新增专项债用作重大项目资本金额.....	13
图 16: 2023 年各省新增专项债项目资本金投向分布 (%).....	14
图 17: 2024 年广义赤字率可能在 8.1%左右.....	16
图 18: PSL 提供资金情况.....	17
图 19: Wind 城中村改造指数.....	17

表目录

表 1: 特殊再融资债数据库 (亿元).....	11
表 2: 2024 年新增专项债投向领域表.....	15
附表 1: 2023 年各月新增专项债投向 (亿元).....	18
附表 2: 2023 年各月专项债用作重大项目资本金投向 (亿元).....	18
附表 3: 1995-2004 年财政政策梳理.....	19
附表 4: 2005-2014 年财政政策梳理.....	20
附表 5: 2015-2023 年财政政策梳理.....	21

一、狭义财政趋于扩张

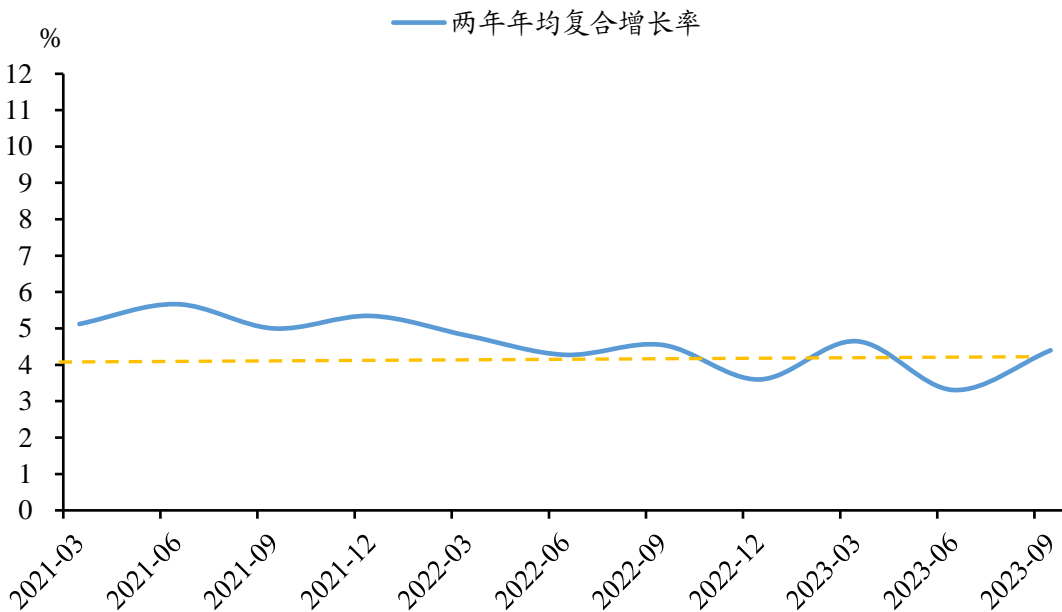
自 2008 年四季度财政政策从稳健转为积极以来，我国已经连续 15 年实施积极的财政政策。但同样是积极财政，不同年份的表现程度不同，本文将依次从明年的经济目标、财政风险、地方财政赤字（一般债）、中央财政赤字（国债）、全国赤字率、广义赤字（专项债）、其他增量工具来展望明年财政大局。

1.1 明年财政需要扩张

2024 年经济增长目标可能定到 5%，需要稳增长政策进一步发力提效。2019 年到 2021 年 GDP 年均复合增长率为 5.3%。我们基于今年 GDP 增速可能略高于 5% 的假设测算，2021 年到 2023 年 GDP 年均复合增长率约为 4.1%。也就是相邻的两个两年，GDP 年均复合增速下降了约 1 个百分点。国际货币基金组织和世界银行对我国今年 GDP 增长率的预测分别为 5.01% 和 5.6%，对明年的预测分别为 4.16% 和 4.6%。我们还观察到，自 2022 年 6 月以来的六个季度，两年年均复合增长率也都在 5% 以下。据此，**明年可能还和今年一致，即设立 5% 左右的 GDP 增长目标，我们认为实现或接近实现这一目标需要稳增长政策继续提档，保持发力。**

财政扩张是提振经济的重要一环，明年有望继续发力。稳增长政策包括货币政策、财政政策、产业政策、外贸政策等。今年我国货币政策有降准降息，财政政策有增发万亿国债，产业政策有一揽子地产刺激，外贸政策有加强与周边国家，一带一路国家的贸易合作等。**就财政单方面看，我们认为明年还有较大的发力空间，但基于财政风险的考虑，并不会盲目扩张，即不会无限制扩张。**

图 1：2022 年 6 月以来的 GDP 两年年均复合增长率中枢在 4% 附近



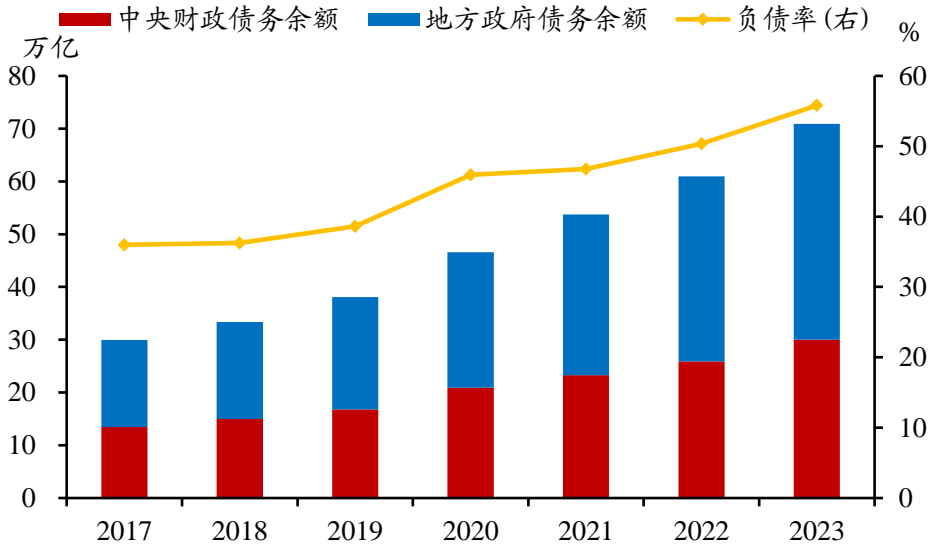
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 财政风险整体可控

我国政府在制定政策时会考虑财政风险。财政部于 10 月底表示，“增发国债后我国政府负债率仍处于合理区间”。具体看，衡量财政风险或政府债务风险的常用指标是**全国政府负债率**和**地方政府债务率**。前者是全国政府债务余额（国债余额+地方政府债务余额）和全国名义 GDP 的比值，也叫政府部门杠杆率。后者专门衡量地方财政风险，是地方政府债务余额（一般债余额+专项债余额）和地方政府综合财力（地方税收收入+非税收入+土地财政收入+中央对地方转移支付）的比值。**我们测算的截至 2022 年末全国政府负债率和地方政府债务率的数值分别为 50% 和 125%。前者仍在警戒线内，后者略高于国际通行标准。**

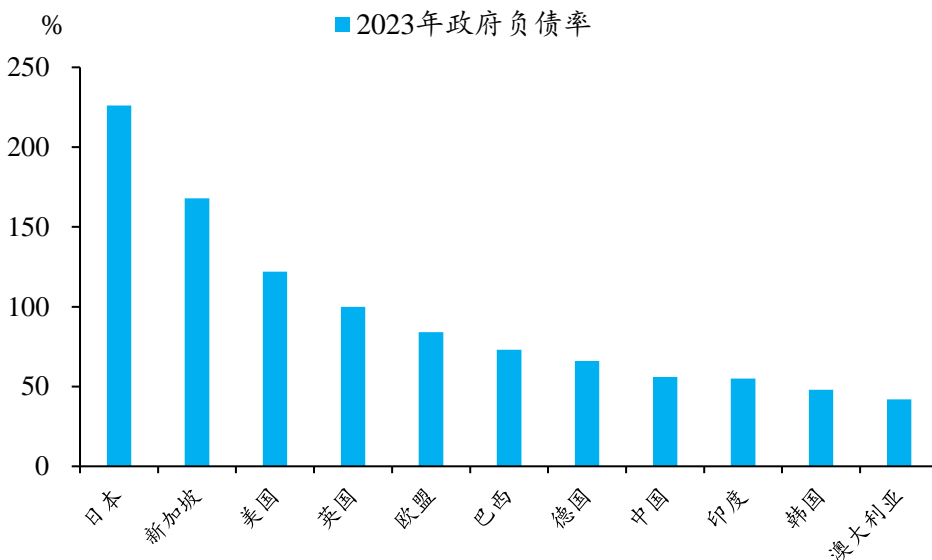
首先看我国政府负债率，2023年末可能达到56%，仍在警戒线内，未来一两年可能会超过警戒线，但仍远低于世界几个经济大国的水平。我们测算出：2017年全国政府负债率为36.0%，2020年以前还处在40%以内，但自2020年该指标增长较快，截至去年末已达到50.3%。今年10月财政部指出，增发国债后我国政府负债率仍处于合理区间。结合今年披露的计划新增国债和地方债，我们测算的截至今年末此数值可能会达到55.7%，仍低于60%的国际通行警戒线，即“整体风险可控”。需要提示的是，自2020年以来我国负债率指标已经逐年逼近警戒线，我们认为在未来一两年可能会超过警戒线。虽然如此，主要市场经济国家和新兴市场国家的负债率仍远高于我国，比如在2016年财政部就指出日本政府负债率超过200%、美国超过120%、法国120%左右、德国80%左右、巴西100%左右。

图2：截至今年末，我国政府负债率仍在警戒线内



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图3：我国政府负债率远低于世界主要经济体



数据来源: CEIC 数据库, 信达证券研发中心

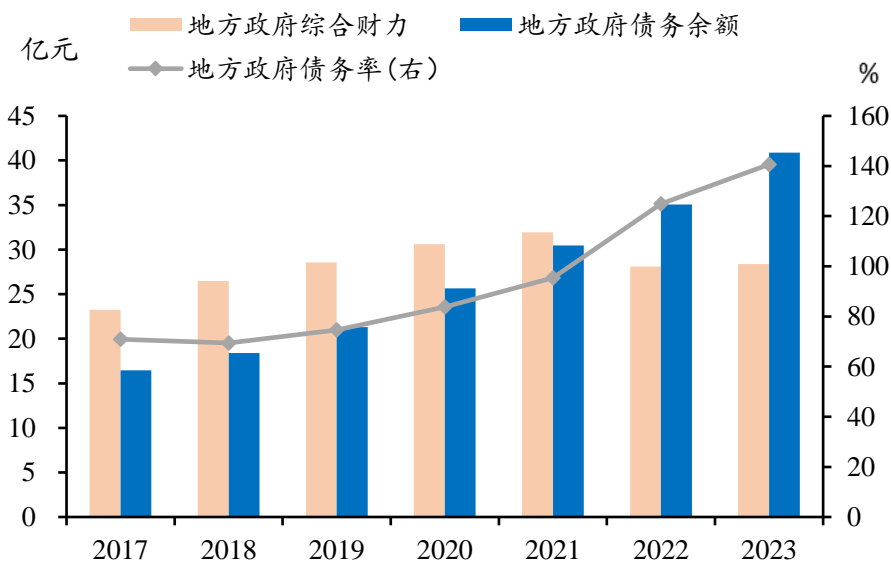
再看地方政府债务率，截至今年末可能高达 140%，已高于国际通行标准。地方债务率的国际通行标准在 100%到 120%之间，我国在 2022 年以前还处在这一区间，但从去年开始，也就是在地产市场下行导致土地成交量下降，继而地方政府土地出让收入大幅减少后，地方财力的下滑致使该指标上升较快，截至去年末该指标已经达到了 125%。未来在地方债务继续增加的情况下，要提升地方财力才能稳住高企的地方债务率。我们认为，稳住即体现在指标已高于国际标准背景下，要牢牢守住不发生系统性风险。

进一步看，要提升地方财力，一是增加中央对地方的转移支付，比如今年四季度增发万亿国债全部转移支付给地方。我们测算这 1 万亿可以帮助截至今年末的地方政府债务率下降约 5 个百分点（140%是下降之后的）。需要提示的是，虽然这 1 万亿的功能是支持防汛工程建设，但债务率的分子是“综合财力”，不是单用于偿债的那部分财力，换句话说地方政府在获得工程建设的国债资金后，相当于可以腾出一部分政府财力来偿债，类似于经济学的“机会成本”概念。除了增加转移支付，我们认为地方政府自身财力的提高主要还是取决于后续地产市场的表现，即需要看土地成交量上升——地方土地出让金增加——地方政府财力增强——地方债务风险下降这一传导链条能否实现。

需要提示的是，在对截至今年末地方债务余额的测算中，地方政府债务余额已经考虑到隐性债务显性化后的增量，即特殊再融资债券的增量部分。

综上，我国财政风险指标虽然近两年有升高的趋势，但整体还处于可控区间。具体到明年财政，我们认为赤字规模仍有提升的空间，只是长期下若债务攀升，财力下滑，在考虑财政风险下我国可能会开展进一步的财税体制改革。

图 4：我国地方政府债务率已远高于国际通行标准



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 2024 年决算赤字率可能在 3.8%左右

首先，本文对明年预计的赤字率如不加特别说明，都是指明年的决算赤字率，不是明年初预算安排的赤字率。我们判断，明年中性赤字率约 3.8%，保守赤字率约 3.5%，激进一些的赤字率可能高达 3.9%甚至 4%，有以下三点理由：

- 第一，今年 3 月初预算草案安排的赤字率为 3%，这个水平是国际通行的安全赤字率，我国在 2010-2019 年这 10 年间的赤字率始终没有超过 3%。2020 年国家为了抗疫，将赤字率定在了 3.6%。此后的 2021 年和 2022 年赤字率分别为 3.2%和 2.8%，赤字率稳定在安全赤字率附近，初衷是为了防范财政风险，但实际执行下来，除了经济下行压力不大的 2021 年外，3%左右的赤字率对于 2022 年和 2023 年都是不够的，导致这两年的四季度都有财政增量工具来直接或间接提升赤字，如今年四季度增发万亿国债后决算赤字率提升到约 3.8%。所以我们认为 2024 年赤字率当较过去两年激进一些，而不是总依靠年底的增量工具补缺口，对此，我们判断明年偏中性的水平和今年增发万亿国债后的决算赤字率持平，约 3.8%。
- 第二，前文已经提到，明年 GDP 增长目标仍有可能定在 5%左右，而剔除基数干扰的复合增长率中枢仅在 4%左右。结合今年四季度的万亿国债和后续可能使用的增量流行性工具形成的实物工作量基本都在明年初形成，所以相当于今年的增量赤字和工具对明年经济也有贡献，故在考虑到今年四季度的跨年贡献后，且前文也指出我国在今年底负债率已逼近警戒线，债务率已高出国际标准，所以赤字率也不适合定得过高。
- 第三，和今年调整预算类似，从实际出发，不排除明年 3 月份的财政预算草案也定一个相对保守一些的，比如 3.5%甚至更低的赤字率，之后根据年中的季度 GDP 表现再做预算调整，加到 3.8%甚至更高。且若明年也是四季度再调整预算，那相应的资金对后年的经济也会有贡献。需要强调的是，稳增长工具箱里的增量工具很多，就如同 2022 年，下半年诸多增量工具的出台都不涉及调整当年财政预算，所以我们认为高于 3.8%的赤字率就算是比较激进的水平了。进一步看，明年决算 3.9%甚至 4%的赤字率可能性虽有，但我们认为是小概率事件。我们判断，明年初的预算赤字率安排在安全赤字率 3%左右，后面根据实际情况，再调增赤字，到年底决算赤字约 3.8%；或者年初直接定在 3.8%左右。

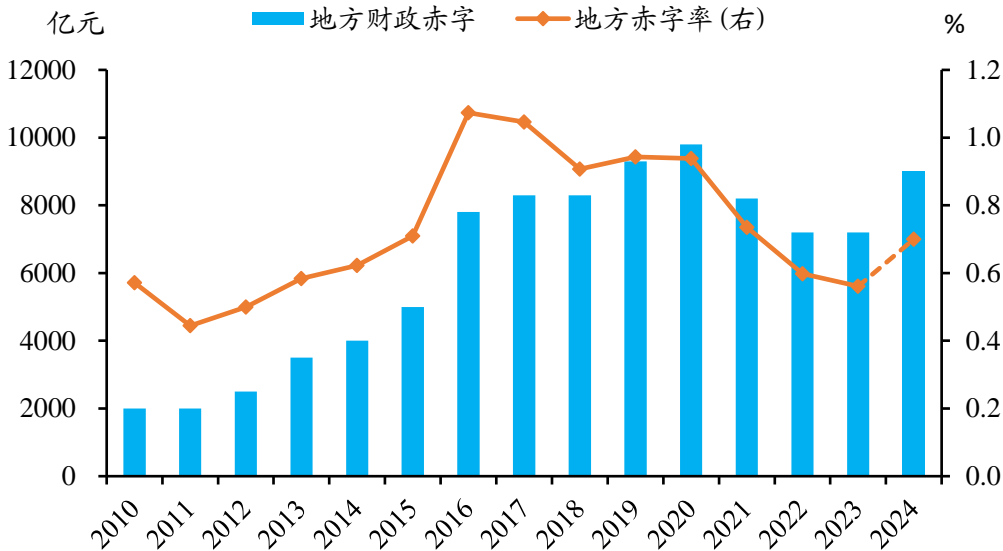
下文对中央和地方具体赤字规模的测算，都基于中性赤字率 3.8%的假设。

按 3.8%的决算水平估算，我们判断明年地方赤字规模可能达到约 9000 亿元。今年初安排的地方赤字规模为 7200 亿元，和去年一致，在近 8 年中处于较低水平，我们推测的原因是 2020 年后地方政府债务率高企，基于财政风险的考虑，所以适度调降了地方赤字。虽然规模降低了，但在地产市场下行背景下，这两年地方土地收入下降，本身财力又是不足的，因此去年四季度和今年四季度都有动用增量工具来支持地方财力（专项债结存限额、政策性开发性金融工具、转移支付给地方政府的万亿国债）。这些工具并不能从根本上解决地方财力不足的问题。我们认为，在没有找到代替土地出让收入的财力来源之前，未来是有可能适度调增地方赤字的。具体到明年，可能会适度调升地方赤字到 9000 亿元左右，对应明年地方政府新增一般债约 9000 亿元。

需要提示的是今年 10 月和 11 月特殊再融资债券的大规模发行并没有增加今年的地方政府赤字，并且是狭义赤字和广义赤字都没有增加。因为特殊再融资债券的发行量占用的是地方债限额和余额的差值空间。每年对应地方狭义赤字规模的是当年新增一般债发行量，对应广义赤字规模的是当年新增一般债和新增专项债发行量之和，并不涉及再融资债券部分。在再融资债券中，常规的再融资债券是偿还到期的旧政府债券本金，发行一笔新债对应偿还一笔旧债，所以连地方债发行空间也不会占用；特殊再融资债券用于偿还存量债务，存量债务并不属于到期旧债券的范畴，相当一部分债务是以非标形式存在，所以特殊再融资债券的发行会占用地方债的发行空间。

赤字增加的背后是收支差的扩大，我们认为明年地方财政支出重心有“三大工程”（城中村改造、保障房和平急两用）、化解存量债务风险等。需要强调的是，新增专项债和特殊再融资债的额度是相对固定的，地方一般公共预算支出可以适当辅助两大债券来支持保障性工程建设和化解存量债务风险（用财政资金化债一般是通过设立区域稳定基金来为融资平台偿债提供流动性支持）。

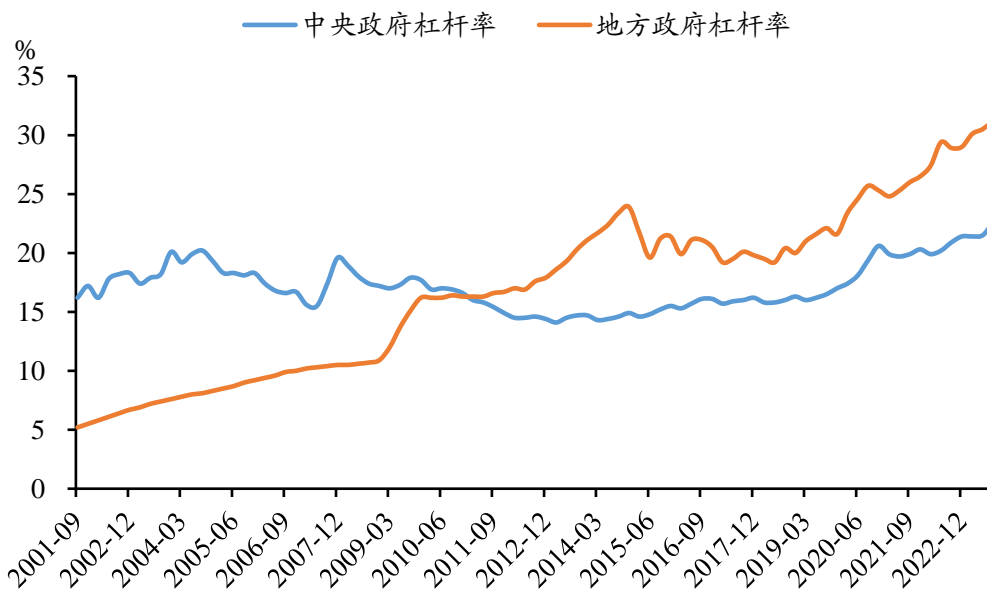
图 5：明年地方赤字可能达到 9000 亿元



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2024 年地方财政赤字和地方赤字率均为预测值

9000 亿的地方赤字规模对应明年地方赤字率约 0.7%，这个水平并不算高。且去年和今年在地方财力不足背景下，都有其他方式来弥补，所以并不需要把地方赤字定得太高。在地方债务率高企，地方政府杠杆率比中央政府更高的背景下，我们认为明年主要由中央层面来加赤字，并增加更多对地方的转移支付。换句话说，我们认为明年主要由中央政府加杠杆。

图 6：地方政府杠杆率远高于中央政府



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

按3.8%的赤字率测算，明年中央赤字规模可能达到约4.2万亿元，加上地方赤字约9000亿元，全国赤字约5.1万亿元。今年初安排的中央政府赤字为3.16万亿元，增发万亿国债后赤字将提升到4.16万亿元，这个规模已经创下了历史新高。我们认为，明年中央赤字有望提升到4.2万亿元，即略高于今年，加上9000亿左右的地方财政赤字，合计赤字约5.1万亿元，高于今年决算的4.88万亿元，增量赤字规模为2200亿元。中央的4.2万亿赤字可能也类似今年，有1万亿作为特别国债管理，支持具体的工程项目。另外还有一种情况，就是4.2万亿中央赤字中，有1万亿是纳入政府性基金预算的，也就是不“作为特别国债管理”，而是真正的特别国债，财政性质和2020年抗疫特别国债相同。二者区别是，同样是1万亿，一个是作为特别国债管理，但是会纳入财政赤字的，如今年四季度增发的一万亿国债；另一个是不计入财政赤字，如2020年抗疫特别国债。如果是后者，则赤字率约为3%，而不是3.8%。

综上，我们判断明年财政安排可能有三种情况，分别是：

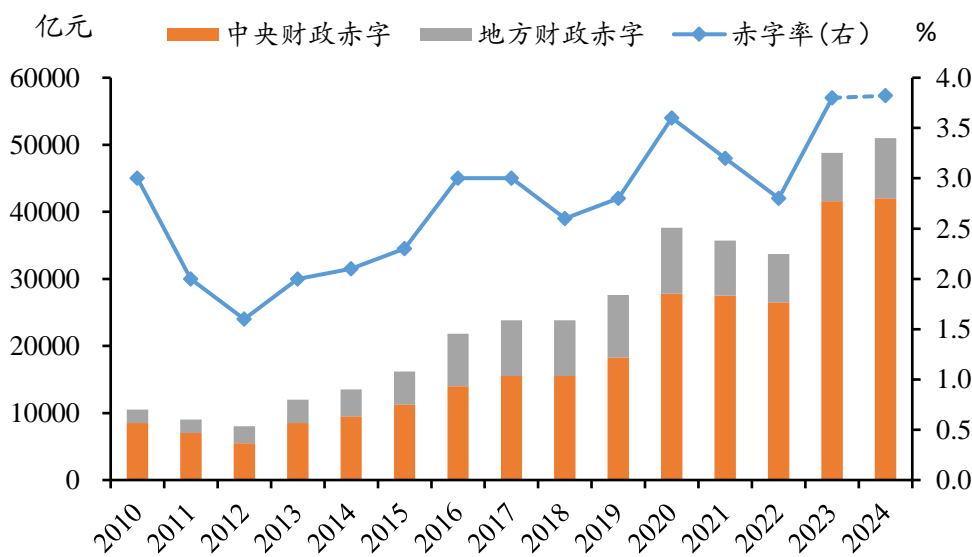
第一种情况：年初预算赤字3%左右，年中和今年一样调整预算，增发一万亿纳入赤字的作为特别国债管理的国债，年底决算赤字率3.8%左右；

第二种情况：年初预算赤字3.8%左右，包含1万亿作为特别国债管理的纳入赤字的国债，年中不调整预算。

第三种情况：年初预算赤字3%左右，并另外安排1万亿纳入政府性基金预算的不计入赤字的特别国债。

我们认为，第三种情况和第二种情况最大的区别就是赤字率的不同，第三种情况对应一个安全赤字率，这个安全水平在2020年被突破一次，还有就是今年调整后的决算赤字率。如果决策部门坚持3%附近的安全水平，那么可以通过第三种情况实现。需要提示的是，不计入财政赤字的特别国债也是纳入国债余额限额管理的，也是需要利息和本金偿还的，但纳入第二大账本，可能对应其资金支出要投向有一定收益的项目领域中，这样其后续的还本付息可能靠一些项目收益来偿还，而不全依靠财政收入，这样利好对债务风险的控制。

图7：明年中性赤字率在3.8%左右



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2024年地方财政赤字和地方赤字率均为预测值

二、广义财政趋于稳健

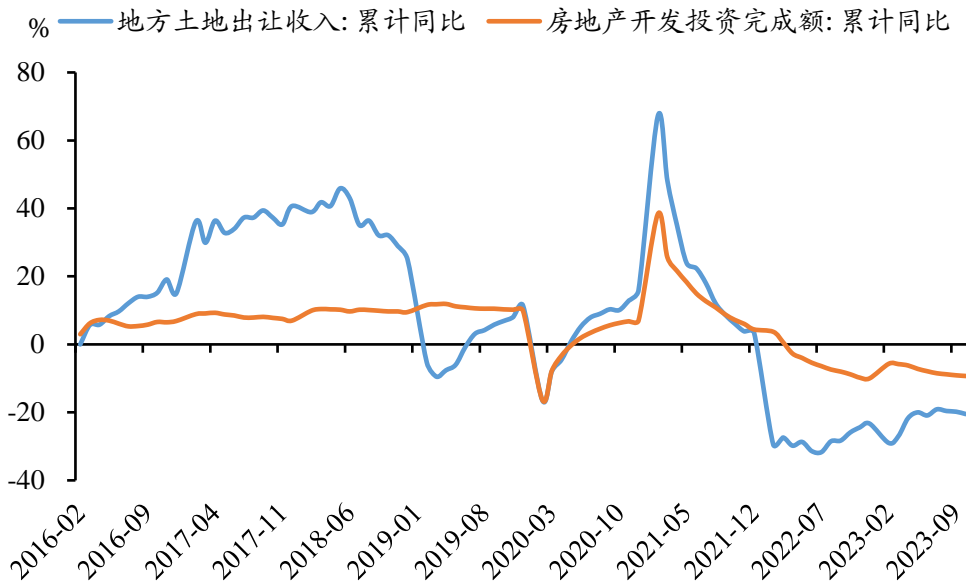
2.1 土地财政退潮

2024 年地方土地出让收入安排可能趋于稳健。前文已经提到，近两年地方政府因地产行情较差，土地出让收入大幅下滑，导致地方财力减弱。这种减弱既体现在同比上，也体现在年初和年底的落差上。近两年在年初预算草案中，对地方土地出让收入安排都比较高，导致到年中和年底，资金难以兑现。展开看，2022 年初和 2023 年初对地方政府性基金预算本级收入的预计安排均是同比增长 0.4%，而去年全年实际同比下降了 21.6%，其中土地出让收入同比下降 23.3%；今年 1-10 月实际同比下降 16.8%，其中土地出让收入同比下降 20.5%。

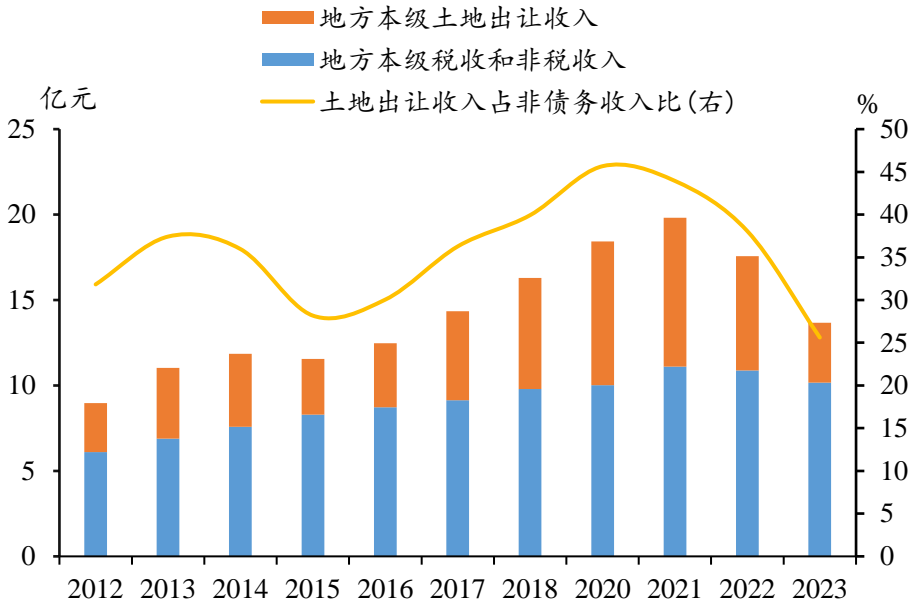
所谓地方“政府性基金预算”就是财政的第二个账本，其主要收入来源一是土地，二是专项债，后者是债务收入，前者是本级非债务收入的主要组成部分，对于地方财政运行有着至关重要的意义。我们认为，在经历了两年的高预期、低兑现后，明年对地方土地收入安排可能趋于稳健，即年初安排一个较低的、相对客观的增长率，这样做的好处在于在以收定支的财政原则下，避免相关支出在年中无法实现，如“三保”支出，偿债支出等。至于具体安排什么水平的增长率，我们认为取决于决策部门对明年地产形势的态度。如果明年 3 月之前地产市场在一系列地产政策刺激之下出现显著的改善回暖，3 月预算草案的收入安排就可能高一些。

从长期看，地方土地出让收入占地方非债务收入的比例已经降至 10 多年来的新低，未来地方财政或需要走开源节流的道路。地方本级政府的非债务收入主要包括一般公共预算收入（税收收入和非税收入）和土地出让收入，2012-2018 年，后者占比基本稳定在 30%到 40%之间，2020 年达到高峰，占比达到了 45%以上，后逐年下降，今年 1-10 月的占比为 26%。在土地财政逐年退潮的背景下，我们认为未来地方可能会优化财政管理，即增收减支，开源节流，资金使用提质增效。短期可能先多发地方债过渡，弥补财力不足。地方债特点是期限长，利率低，再融资（借新债还旧债）成本小，是财力紧张时期稳定必要支出（偿债、基建、民生支出）的重要保障工具。

图 8：地产行情变差导致土地财政退潮



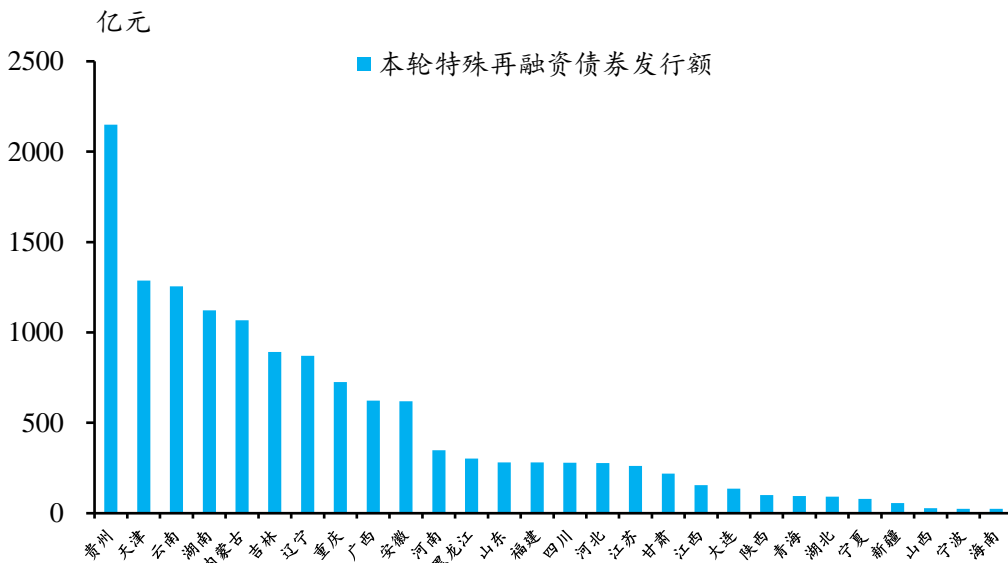
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：今年土地财政明显退潮


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2023 年为前 10 月数据

2.2 明年可能继续化债

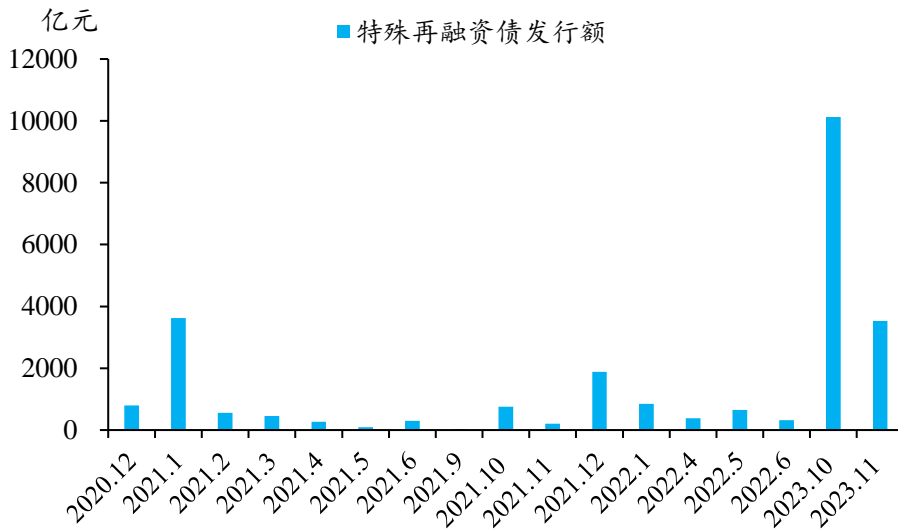
这一轮化债周期可能还未结束。我国一轮化债周期长则 4 年，短则 9 个月（参考《详解地方政府化隐债的重要工具——特殊再融资债》），而今年 10 月和 11 月共 28 个地方政府发行了 13657.16 亿元的特殊再融资债券，节奏之快，金额之多，超过以往。其中贵州省发行量高达 2148.83 亿元，天津、云南、湖南、内蒙古都超过了 1000 亿元，吉林、辽宁、重庆、广西和安徽超过了 500 亿元。我们预计，明年上半年各地方可能还会零星地再发一些，量不如今年四季度多。我国地方政府存量债务包括认定的和未认定的，疫情三年新增的债务可能在未来还会有相应的置换工具或者偿还工具来化解。

图 10：今年化债开启后各省特殊再融资债券发行额


数据来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

地方化解债务风险主要靠债务置换、盘活地方存量资产、成立区域稳定化债基金等方式，同时严禁新增隐性债务。债务置换就是用中长期、成本低的特殊再融资债券置换短期的，高成本的存量债务；盘活资产是指合理且适度出让股权和一些经营性资产来偿债；成立区域化债基金前文已提过，即地方财政出一部分资金成立稳定基金，为城投公司偿债提供流动性资金支持。三季度《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》指出下一步“中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性政策措施，紧盯市县加大工作力度，妥善化解存量隐性债务”，“稳步推进地方政府债务合并监管，推动建立统一的长效监管制度框架”。

图 11：每轮化债周期各月特殊再融资债发行额



数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

表 1：特殊再融资债数据库 (亿元)

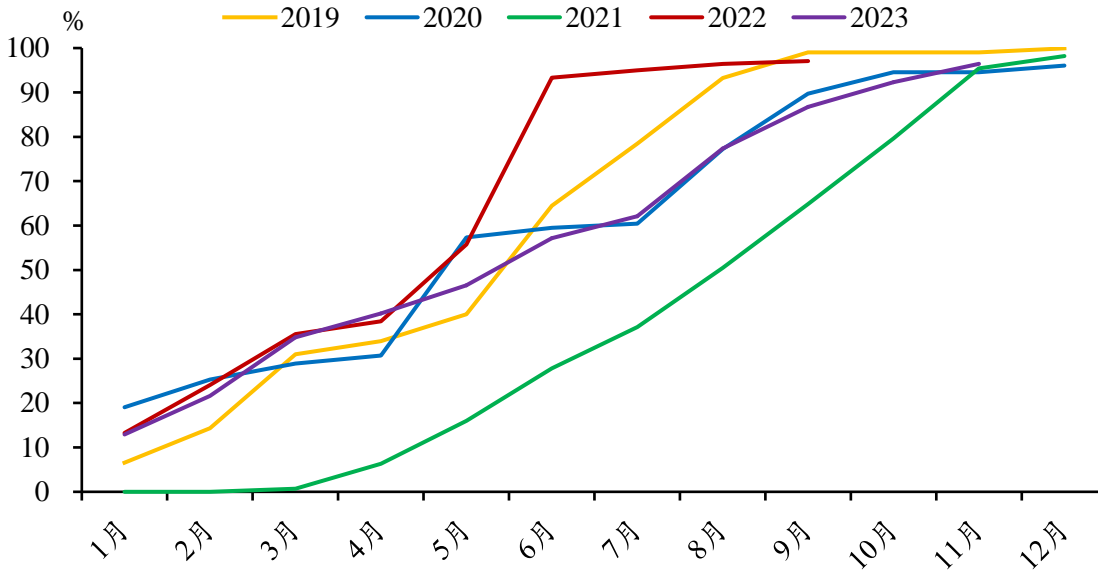
省份	2020.12	2021.1	2021.2	2021.3	2021.4	2021.5	2021.6	2021.7	2021.8	2021.9	2021.10	2021.11	2021.12	2022.1	2022.2	2022.3	2022.4	2022.5	2022.6	2023.10	2023.11	总计	
北京		200.00											1721.12	849.16			377.20		304.78				3452.26
上海																	654.80						654.80
广东											751.63	208.16	113.12						13.64				1086.55
大连		225.00																			135.58		360.58
宁波		112.00																				25.00	137.00
深圳													48.20										48.20
黑龙江																					303.00		303.00
辽宁		193.00		82.00																	870.42		1145.42
重庆		276.00			224.00																421.90	304.10	1226.00
天津	153.00			195.40		20.00	115.60														948.04	338.29	1770.33
贵州	130.61	163.54				69.49				33.36											882.38	1266.45	2545.83
河南				209.24			148.76														255.99	92.01	706.00
兵团				348.00																			348.00
四川		339.00																			280.00		619.00
山东	93.78	195.45					37.77														282.00		609.00
江苏		322.00																			261.00		583.00
福建		302.00																			282.00		584.00
浙江		160.00																					160.00
陕西		248.00																			100.00		348.00
安徽		221.00																				620.00	841.00
湖北																					92.00		92.00
湖南		147.37			45.63																643.26	478.74	1315.00
内蒙古		188.00																			1067.00		1255.00
河北	180.00																				277.00		457.00
江西				154.00																	156.00		310.00
山西	133.00																				28.00		161.00
云南		97.00																			1076.00	180.00	1353.00
新疆		95.00																			56.00		151.00
青海		71.00																			96.00		167.00
吉林		68.00																			690.23	201.77	960.00
宁夏	55.00																				80.00		135.00
广西	30.00																				623.00		653.00
甘肃	24.00																				220.00		244.00
西藏				22.00																			22.00
海南																						24.00	24.00

数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

2.3 明年专项债更加提质增效

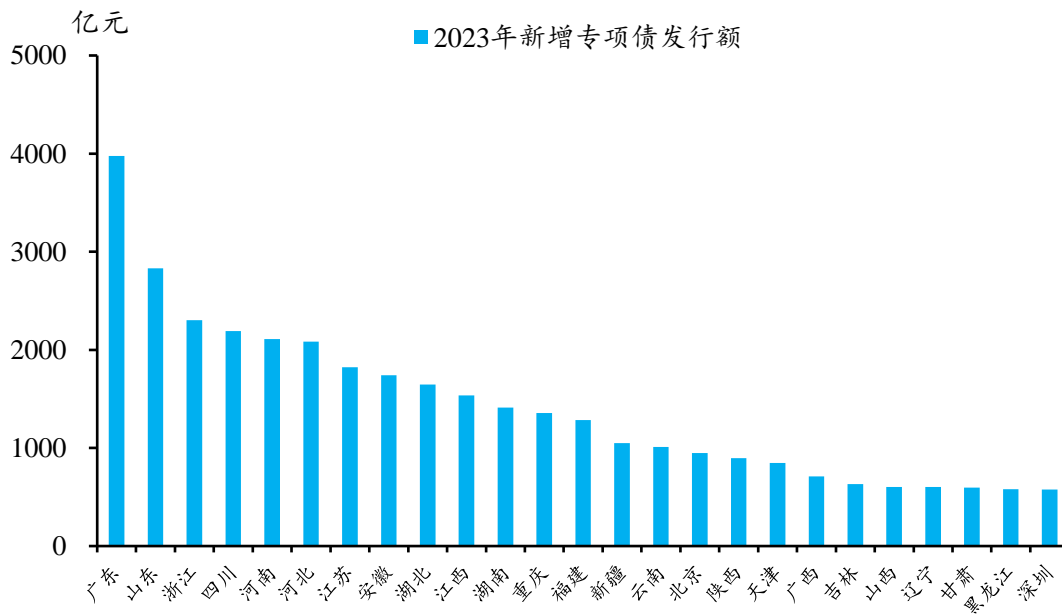
先看今年情况。今年3.7万亿用作项目建设的新增专项债券截至11月30日已发行36651亿元，全年发行节奏偏慢，仅快于2021年，慢于2022年和2019年，和2020年基本相同，发行高峰在一、三两个季度，也就是稳增长压力较大的两个季度。从发行地区看，今年主要是广东、山东、浙江、四川和河南等大省发行量较多。从投向上看，30%左右用在了市政和产业园区领域，18%左右用在了交通基础设施，约8%用在了农林水利，用在新基建的约占1.31%，占比少的原因推测为信息化项目和数据中心等新基建项目盈利性好，多是商业类、产业类项目，不需要政府专项债资金支持。非基建的保障性安居工程领域的投向占比约14%，社会事业约16%。

图 12：2023 年新增专项债券发行进度偏慢

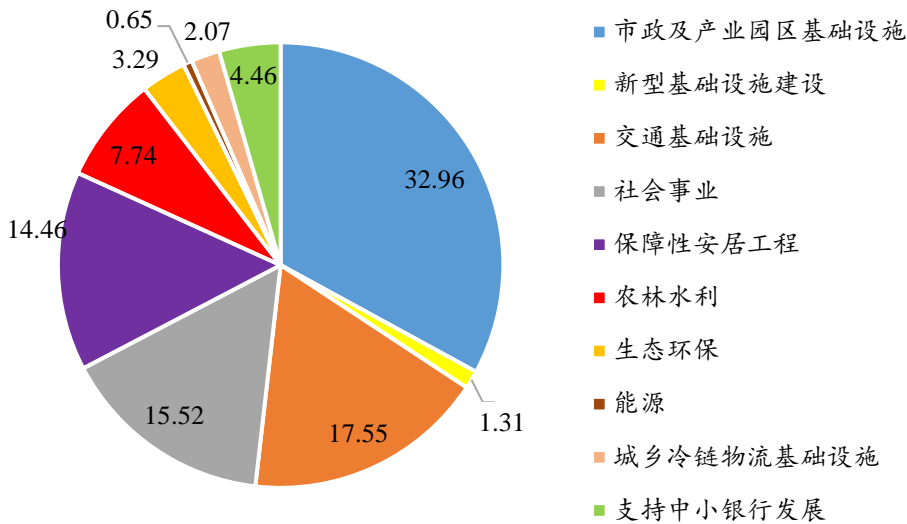


数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

图 13：2023 年各省新增专项债发行额

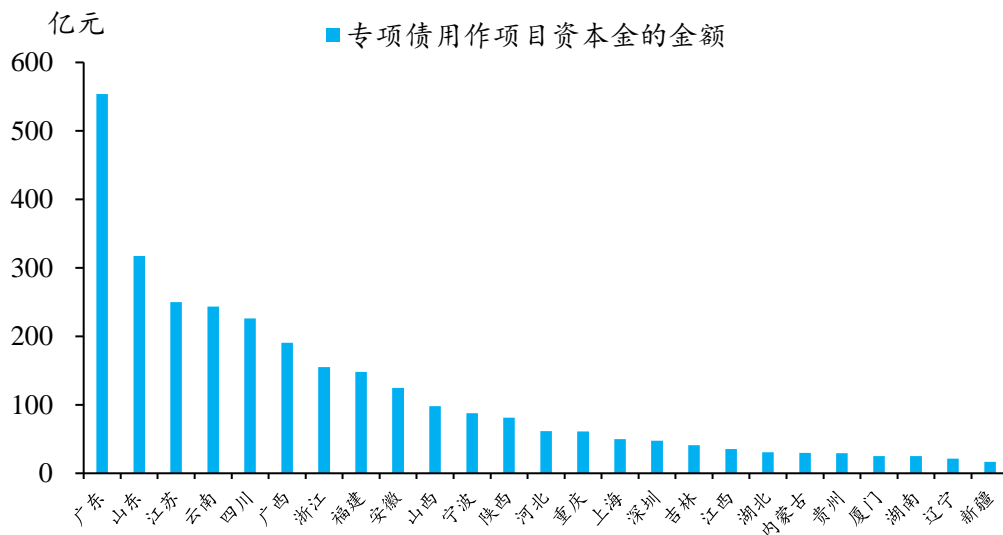


数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心 注：图形大小原因，省略了 500 亿以下发行额的省份地区

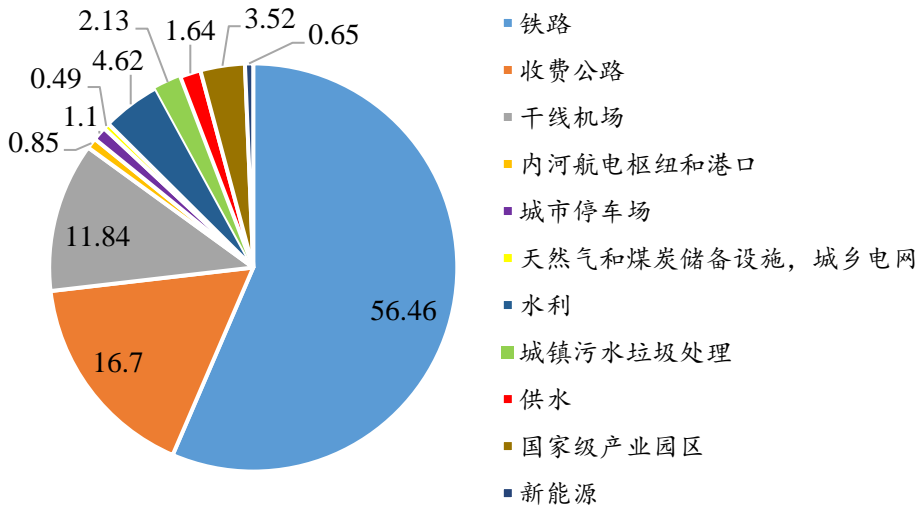
图 14：2023 年各省新增专项债投向领域分布（%）


数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

据我们统计，今年新增专项债用作项目资本金共 2974.98 亿元，占用于项目建设的新增专项债发行规模比重为 8.1%。自 2019 年中央允许地方专项债资金用于符合条件的重大项目资本金以来，每年用作资本金的量占发行总量的实际占比一直都没有明显提升，且远不到 25% 的上限比例（参考《详解地方政府专项债券——项目资本金篇》），今年也是如此，占比和去年基本一致。21 世纪经济报道指出，专项债券用作项目资本金占比较低的原因有三个，一是需要实行项目的分账管理，实操比较麻烦；二是投向领域受限，只能投向规定的领域中；三是一些省份对专项债用作项目资本金的条件管理比较严格。我们认为提高占比短期下可能是难以实现了，即撬动社会投资的能力在短期内难以显著提高，但只要领域有增加，其边际带动作用还是比较明显的，比如今年新增的国家级产业园区、新能源和煤炭储备设施三个领域，分别带动项目资本金增加 104 亿、19 亿和 2.6 亿元。

图 15：2023 年各省新增专项债用作重大项目资本金金额


数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心 注：图形大小原因，省略了 10 亿金额以下的省份地区

图 16：2023 年各省新增专项债项目资本金投向分布（%）


数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心 注：图形设计原因，将天然气管网和储备设施、城乡电网和煤炭储备设施合并

我们预计明年用于项目建设的新增专项债额度在 3.8-4 万亿之间，规模扩大的同时，资金使用会更加提质增效，前置发行且节奏也会比今年更快，我们认为规模扩大主要有三个原因：

首先和今年相比，明年的边际增量主要体现在“三大工程”上，而专项债的支持领域中，和“三大工程”相关的有四个，其中社会事业、农林水利与“平急两用”公共基础设施有重叠关系，保障性安居工程则包含保障性住房和城中村改造，市政基础设施涉及到“三大工程”建设过程中的供水、供热、供气等。今年下半年监管部门明确把城中村改造纳入专项债支持范围，而保障性租赁住房原本就在保障性安居工程中，至于“平急两用”，其涉及到的项目与专项债的多个支持领域都有重叠，没有必要再纳入里面。本着资金需求扩大的角度看，我们认为明年用于项目建设的新增专项债额度大概率会略多于今年。

其次在土地收入下滑的背景下，专项债作为第二个账本的另一大收入来源，所筹资金具有弥补土地财力不足的作用，最明显的体现是去年地方土地出让金收入下滑 23.3%，而地方第二个账本的总支出只下滑 4.7%。前文已经提到，我们认为明年对于土地财政的安排可能趋于稳健，所以相应的，新增专项债安排可能得多一些。

最后，明年专项债额度不宜安排过高，我们认为安排在 4 万亿以上的概率不大。前文也提到了我国地方政府债务率已高于国际通行标准，且今年又新增了 1 万多亿特殊再融资债券的地方显性债务增量。本着财政风险的角度考虑，专项债资金不适合过高安排。另外，安排过高的额度，必要性也不大。前文提到我们认为明年央地可能都会加一般公共预算的杠杆，加上万亿国债和后续央行可能下达的支持城中村改造专项资金对明年项目建设都有支撑作用，所以对应专项债额度不需要安排过多。

专项债资金使用提质增效我们认为会体现在三个方面：

第一，提高用作项目资本金的比例。“三大工程”的建设会对应大量土地一级开发（一级开发指对土地七通一平，收益少的土地初级开发，相对应的是在一级开发后进一步建设土地，收益高的土地二级开发），由于项目收益少，所以更需要地方财政资金去参与支持。专项债作为项目资本金，在支持“三大工程”过程中，可以更多发挥其撬动社会投资的作用。据 21 世纪财经报道，明年专项债作为资本金领域增加了供热和供气，也对应了土地一级开发的部门项目。综上，明年专项债可能在“三大工程”，尤其在城中村改造和保障房建设的供热、供气领域有望发挥其撬动社会投资的作用，并一定程度上带动项目资本金投资的增量。

第二，对专项债项目收益做出更客观真实的估测，从而保障债券资金的未来偿付。地方政府在向上级申报专项债项目的时候，需要提交会计师事务所出具的项目财务评估报告，报告的核心内容就是通过专业的会计分析，论证出该项目的未来收益能覆盖项目的融资成本，包括专项债券的本息（参考《详解地方政府专项债券——发行篇》）。但在现实中，用于项目建设的专项债券本金有相当一部分需要靠发行再融资债券借新还旧，利息也有一部分需要靠地方土地出让金等其他收入来偿付。今年11月，财政部发布了《关于严禁会计师事务所或有收费方式提供审计服务的通知》（财会〔2023〕25号），指出“切实增强会计师事务所独立性，禁止或有收费行为”，未来专项债项目的收益性有望得到更客观的评估，以减少项目收益不及预期情况的发生。

第三，和符合条件的PPP项目进行更好的结合。21世纪经济报道指出，地方上一些符合专项债支持领域且符合相关制度要求的PPP项目，允许申请专项债券作为建设资金。将PPP和专项债结合起来，可能会出现一些实务上财务处理的复杂性，但我们认为总归是可以尝试的新方向。而且我们也发现了今年出现了专项债券拟支持PPP项目的例子，比如在江西省七十六期专项债券的项目投向清单中，就有余江县马鞍岭森林公园PPP项目。

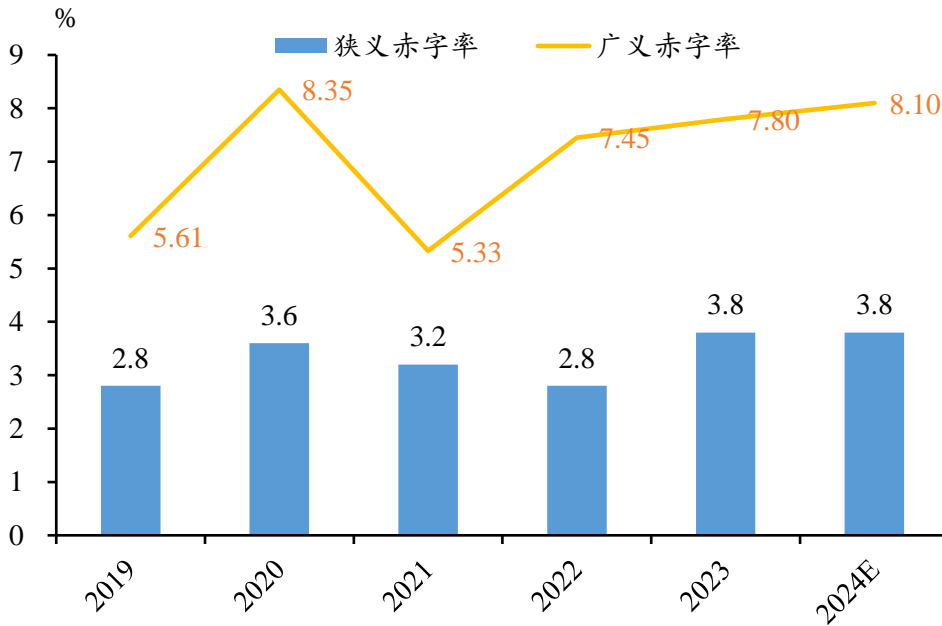
表 2: 2024 年新增专项债投向领域表

2024年新增专项债券投向领域	
一、交通基础设施	铁路、收费公路、干线机场（不含通用机场）、水运、城市轨道交通、城市停车场
二、能源（含新能源）	天然气管网和储气设施；煤炭储备设施；城乡电网（农村电网改造升级、城市配电网、边远地区商网型新能源微电网）；大型风电基地、大型光伏基地、抽水蓄能电站等绿色低碳能源基地（含深远海风电及其送出工程），村镇可再生能源供热；新能源汽车充电桩；公共领域充换电基础设施
三、农田水利	农业、水利、林草业
四、生态环保	城镇污水垃圾收集处理
五、社会事业	卫生健康（含应急医疗救治设施、公共卫生设施）、教育（学前教育和职业教育）、养老托育、文化旅游、其他社会事业
六、城乡冷链等物流基础设施	城乡冷链物流基础设施（含国家物流枢纽、农产品批发市场）、粮食仓储物流设施、应急物资仓储物流设施（含应急物资中转站、生活物资城郊大仓基地）、农产品批发市场
七、市政和产业园区基础设施	市政基础设施（供水、供热、供气、地下管廊）、产业园区基础设施
八、国家重大战略项目	京津冀协同发展、长江经济带发展、“一带一路”建设、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、推进海南全面深化改革开放、黄河流域生态保护和高质量发展
九、保障性安居工程	城镇老旧小区改造、保障性租赁住房、棚户区改造（主要支持在建收尾项目，适度支持新开工项目）、城中村改造
十、新型基础设施	市政、公共服务等民生领域信息化；云计算、数据中心、人工智能基础设施（主要支持国家算力枢纽节点和国家数据中心集群）；轨道交通、机场、高速公路等传统基础设施智能化改造；国家级、省级公共技术服务和数据化转型平台

资料来源: 21 世纪经济网, 中国债券信息网, 信达证券研发中心 注: 红色项目为明年专项债用作项目资本金投向领域

2.4 明年广义赤字率可能在 8% 左右

我们预计，2024 年全国政府广义赤字率约在 8.1% 左右。首先，在广义赤字的测算上，我们剔除了调节项的干扰，如预算稳定调节基金。今年在万亿国债发行后，年底广义赤字率将达到 7.8% 左右，明年基于前文对国债和地方债的预期，我们测算出广义赤字率约在 8.1%，比今年提升约 0.3 个百分点。我们认为，这是一个正常的提升水平，一是对应防范债务风险，不宜将赤字加得过高；二是对应积极财政，适度扩张。在 8% 左右的广义赤字率下，明年底全国政府负债率可能达到 59.4%，也就是达到了警戒线附近。进一步我们判断，明年地产市场能否企稳将至关重要，若地产能企稳，带动地方土地出让收入明显增加，有望大幅减轻财政端的压力。

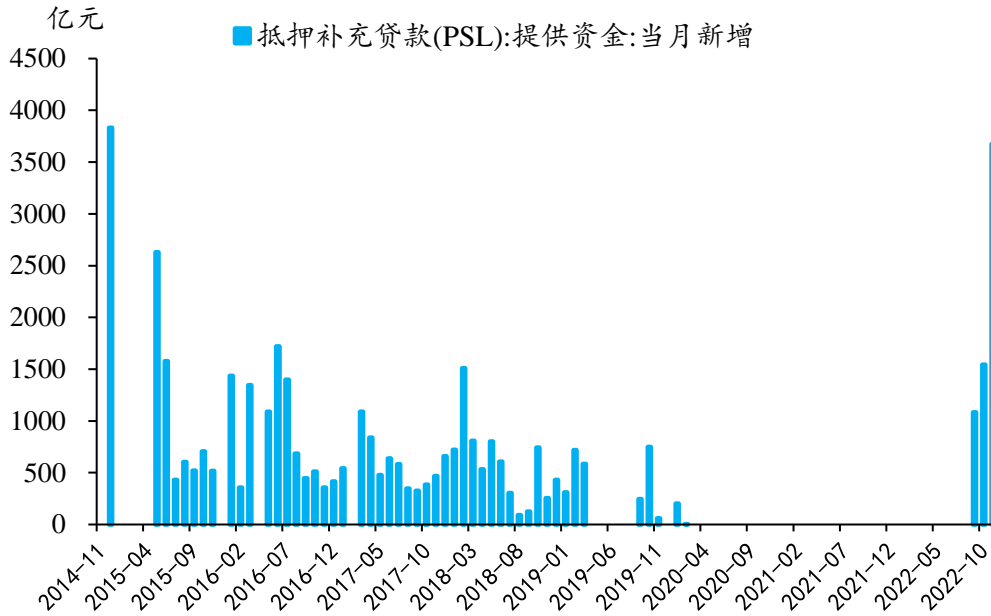
图 17：2024 年广义赤字率可能在 8.1%左右


数据来源：财政部官网，信达证券研发中心

三、其它增量工具展望

专项债结存限额需要积累到一定存量才能再次集中使用，我们认为明年使用的可能性不大。专项债结存限额和特殊再融资债的额度有些相似也有不同。相似之处在于二者都属于地方债限额和余额的差值空间的一部分，其发行都会占用地方债的发行空间。不同之处在于前者不涉及到中央专门给额度，其额度需要靠地方自行结存到一定水平；后者需要中央专门下达额度，不存在地方结存。从历史情况看，每年专项债存在实际发行量不及全年限额的情况，剩下的可以结存到未来年份。鉴于去年已经基本发完了 5000 多亿的结存限额，所以我们认为再次集中使用可能需要再等三年甚至更长时间。

央行的抵押补充贷款（PSL）有望成为支持未来城中村改造的长期政策工具。PSL 这个工具在 2014 年最初创立，是为支持棚改提供“长期稳定、成本适当的资金来源”。之后在棚改政策转向后，停发了三年左右，去年为三大政策行的基础设施基金提供了部分资金来源。今年 9 月份 21 世纪经济报道指出，银行体系会对城中村改造提供专项借款，虽然该借款并不一定是 PSL，但我们认为，即使今年不是，未来这一工具仍有可能成为支持城中村改造的资金来源之一。

图 18: PSL 提供资金情况


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

四、投资建议

结合前文的分析, 明年地方财政在边际上提质增效的重点方向可能是在“三大工程”方面, 同时中央财政支持地方财力的主要发力点可能也在和土地开发相关的领域上。我们认为, 这样的做法有一部分的涵义可能在于提振地产行业, 另一方面也有扩大政府投资空间的考虑, 因为有收益的基建项目, 且能覆盖融资成本的, 并不容易发掘。前文提到, 地方专项债主要支持传统基建, 如市政和交通, 而保障性住房和城中村改造中的拆迁、一二级土地开发也和市政中的供水供热供气关系密切。对此, 我们建议明年可以重点关注“三大工程”相关板块, 尤其是新纳入专项债支持范围的城中村改造。

图 19: Wind 城中村改造指数


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

附表 1：2023 年各月新增专项债投向（亿元）

2023年	市政及产业园区基础设施	新型基础设施建设	交通基础设施	社会事业	保障性安居工程	农林水利	生态环保	能源	城乡冷链物流基础设施	支持中小银行发展	合计
1月	1740.01	56.29	808.65	800.41	784.04	424.07	145.54	53.16	98.67	0	4910.84
2月	1122.31	63.86	485.33	723.22	469.48	263.77	108.06	19.76	61.74	40	3357.53
3月	1179.11	56.23	1327.20	761.22	860.53	290.84	180.65	21.65	94.23	300	5071.66
4月	712.61	17.92	466.84	330.71	168.25	205.23	71.21	13.23	57.60	604	2647.60
5月	919.05	17.71	437.37	346.28	290.60	242.01	107.13	18.78	31.62	344	2754.55
6月	1699.29	44.62	647.29	529.91	637.06	263.37	120.10	21.12	75.29	0	4038.05
7月	712.07	33.26	268.71	336.75	245.01	143.65	60.87	24.06	53.51	85	1962.89
8月	2287.27	102.35	928.83	948.04	548.01	510.53	232.09	39.40	165.01	150	5911.53
9月	1160.93	43.72	653.57	624.86	520.89	337.65	132.31	16.18	65.23	0	3555.34
10月	194.84	11.80	196.00	112.47	74.38	55.24	16.83	2.63	25.78	67	756.97
11月	24.06	18.02	39.15	19.62	559.57	24.95	0.17	0.31	8.29	282	976.14
合计	11751.55	465.78	6258.93	5533.49	5157.82	2761.31	1174.96	230.28	736.96	1872	35943.09

数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

附表 2：2023 年各月专项债用作重大项目资本金投向（亿元）

月份	铁路	收费公路	干线机场	内河航电枢纽和港口	城市停车场	天然气管网和储气设施	城乡电网	水利	城镇污水处理	供水	国家级产业园区	新能源	煤炭储备设施	合计
1月	279.75	50.29	0.00	0.30	3.24	0.00	0.00	24.61	11.58	9.71	9.29	0.30	0.00	389.07
2月	137.86	46.47	10.00	0.00	3.53	1.60	0.50	14.91	2.20	1.51	7.50	0.05	0.20	226.34
3月	261.48	225.50	125.38	9.22	7.91	0.60	0.20	13.75	9.89	9.16	2.00	1.15	0.00	666.24
4月	163.55	12.60	26.10	0.30	2.51	0.00	0.09	1.80	7.23	0.86	6.50	0.74	0.00	222.28
5月	173.81	15.11	74.26	5.47	0.51	0.00	0.00	4.08	13.68	1.54	27.70	0.00	0.00	316.16
6月	133.15	53.28	17.37	0.56	6.34	0.00	0.00	25.45	6.00	8.43	22.90	3.33	0.00	276.80
7月	56.74	7.70	0.00	0.10	0.35	0.36	1.28	7.53	4.63	2.23	1.00	0.00	0.00	81.92
8月	257.50	17.28	87.46	1.27	2.10	4.54	0.30	29.57	5.77	7.28	13.40	13.58	2.40	442.45
9月	154.36	20.33	4.83	7.80	3.55	2.33	0.00	12.28	1.20	0.08	13.50	0.00	0.00	220.26
10月	24.75	33.48	4.02	0.00	2.50	0.00	0.10	2.32	0.70	7.70	0.20	0.00	0.00	75.77
11月	33.98	11.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	12.71	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	57.70
合计	1676.94	493.05	349.42	25.02	32.53	9.43	2.47	149.02	62.87	48.49	103.99	19.15	2.60	2974.98

数据来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

附表 3: 1995-2004 年财政政策梳理

年份	基调	重要工具	主要财政政策
1995	实行适度从紧的财政政策, 坚决抑制通货膨胀	1995年国债债务收入1537.69亿元。其中, 用于弥补中央财政建设性预算收支差额664.42亿元, 偿还国内外债务本息869.29亿元, 国家财政借统还贷款用于重点建设支出3.98亿元。	实施《预算法》。深入细致地做好财税改革的完善工作。取消原体制上缴的递增率, 结合解决少数民族地区的财政困难问题, 适当增加对这些地区的补助按照分级负责的管理原则, 继续研究中央与地方事权划分问题, 进一步明确支出管理责任, 继续推进和规范省以下分税制改革, 合理确定各级财政的收入留解比例, 力求从体制上缓解县级财政困难问题。严格依法治税, 强化税收征管。注重经济增长的质量与效益, 狠抓企业扭亏增盈工作。《企业财务通则》和《企业会计准则》的实施以及税制改革的成功, 为企业公平竞争创造了条件, 价格改革的深入, 也为企业面向市场调整经营战略创造了有利条件。
1996	实行适度从紧的财政政策	中央和地方财政基本建设支出885.88亿元, 国债债务收入1967.42亿元, 国内外债务还本付息支出和利用国外借款安排的重点建设支出合计为1314.3亿元。	追加补助地方必需的开支。加大了对农业、教育、救灾等重点支出的投入力度, 增加了对困难地区的补助, 缓解了部分地区公职人员欠发工资的现象, 消化了一部分粮食企业亏损挂账和历年滚存赤字。此外, 为配合全国范围内“严打”斗争的开展, 中央和地方都较多地增加了公检法支出。进一步规范新税制, 对一些行业和产品的增值税过渡性优惠政策进行了清理, 取消了某些不规范的税收减免, 增加了收入。整顿财经秩序。按照国务院的统一部署, 去年在加强经常性监督检查的同时, 重点开展了清理预算外资金、清理“小金库”、整顿会计秩序和财政大检查工作, 查处了一批违反财经纪律的问题。
1997	继续实行适度从紧的财政政策	地方财政总收入7280.03亿元, 地方财政总支出7275.09亿元, 地方财政收支相抵, 结余4.94亿元。	支出结构调整。1997年财政支出增幅继续低于收入增幅, 财政支出增长过猛的势头进一步得到控制, 中央财政赤字有所减少。同时, 新增财政支出的使用着重增加了教育、科学、粮食风险基金、扶贫和国家政权建设方面的投入, 并在弥补地方财政历史滚存赤字和解决其他遗留问题方面安排了较多财力。税收政策调整。为了发挥税收的调控作用, 进一步理顺国家与企业、中央与地方之间的分配关系, 增强中央政府宏观调控能力, 国务院决定, 从1997年1月1日起, 调整金融保险业的税收政策, 将国有金融保险企业的所得税税率, 由目前的55%降为33%, 与其他内资企业的所得税税率相统一; 将金融保险业营业税税率由5%提高到8%。同时, 调整证券交易印花税中央与地方分享比例, 中央为80%, 地方为20%。加强收入征管, 继续保持财政收入快速增长的势头。把支持农业放在财政工作的重要位置上, 按照《农业法》的要求, 确保预算内支农支出的合理增长, 保证资金及时足额到位。建立严格的预算约束机制, 遏制财政支出过快增长的势头。
1998	实施积极的财政政策	财政部向国有商业银行增发1000亿元建设国债, 同时银行配套发放1000亿元贷款, 重点用于农林水利、交通通信、环境保护、城乡电网改造、粮食仓库和城市公用事业等基础设施建设。财政部向工、农、中、建四大行一次性定向发行2700亿元30年期特别国债, 利率为7.2%, 全部用于补充四家银行资本金, 用途不可变更。中央财政共发行国债3891亿元, 转贷给地方用于基础设施建设580亿元。	加大宏观调控力度, 增发相当于80亿元人民币的外债。增加投资、扩大消费、拉动经济增长, 财政部向国有商业银行增发1000亿元国债, 同时银行配套发放1000亿元贷款, 重点用于基础设施建设。优化支出结构, 增加了基础设施建设投入, 中央财政基本建设支出比上年增长90.79%。确保国有企业下岗职工基本生活费和离退休人员养老金及时、足额发放, 中央财政共拨付补助资金和借款168亿元。大力推进粮食流通体制改革, 中央财政用于粮食政策性补贴的支出比上年增长102亿元。落实科教兴国战略, 大力支持抗洪救灾, 共拨付抗洪等各种救灾经费130多亿元。
1999	进一步加大实施积极财政政策力度	发行1100亿元长期建设国债。	保持经济回升的良好势头, 在年初预算确定的国债发行规模的基础上, 由财政部向商业银行增发长期国债, 其中300亿元列入1999年中央预算, 相应扩大中央财政赤字; 300亿元由中央政府代地方政府举借, 不列入中央预算。较大幅度地增加城镇中低收入居民收入, 提高行政事业单位职工工资, 受益职工和居民达8400多万人。调整外贸出口退税政策和国内税收政策。由此影响财政增收增支的部分, 通过增加财政收入和调整支出结构解决, 不扩大中央财政赤字。批准了国务院提出的增发国债用于增加固定资产投资和中央预算调整方案的议案。着力调整支出结构, 重点项目的保障程度不断提高。
2000	继续实施积极的财政政策	发行1500亿元长期建设国债。	加强工程监理, 提高工程质量, 并对国债资金使用实行了全过程的监督检查和追踪问效, 防止和减少了损失浪费。认真落实1999年中央确定的调整收入分配政策, 以及鼓励投资、刺激消费、支持出口等一系列政策措施, 加大了重点支出保障力度, 税费改革稳步推进, 分配秩序得到进一步规范。
2001	继续实施积极的财政政策	发行建设国债1500亿元, 主要用于支持西部大开发战略的实施, 安排西气东输、西电东送、南水北调、青藏铁路、生态建设等项目, 全部列入中央预算。	加大基础设施建设力度, 支持西部大开发战略实施。增加机关事业单位职工工资, 有效刺激消费需求。在各级政府的共同努力下, 2001年县乡工资拖欠问题已经得到一定程度的缓解, 有些省份保证当年不发生“新欠”, 还在逐步解决2000年以前的工资“陈欠”问题。社会保障投入继续增加, 社会保障体系逐步完善。中央财政用于社会保障性支出完成982亿元, 是1998年的65.18倍。农业投入力度进一步加大, 农业基础地位不断巩固。推进和完善农村税费改革试点工作, 认真落实受灾地区农业税灾歉减免政策, 加大扶贫投入力度, 中央财政安排扶贫支出100亿元, 安排资金42亿元, 支持退耕还林和在宜林荒山荒地造林。科教投入逐步增加, 中央财政教育支出完成213亿元。
2002	继续坚持扩大内需的方针, 实施积极的财政政策, 适当扩大财政支出规模	发行长期建设国债1500亿元, 其中1250亿元列入中央预算, 250亿元代地方政府发行。	调整支出结构, 确保了各项重点社会事业发展的资金需要。2002年中央财政用于社会保障方面的支出达到1362亿元, 比上年增长38.6%。增加农业和科教投入, 促进重点事业发展。中央财政为此给试点地区的转移支付补助资金达到245亿元, 保证了试点地区基层政权的正常运转, 支持了农村义务教育的发展, 中央财政安排资金72亿元, 重点支持了国家重点基础研究、知识创新工程和国家“863”计划, 取得了一大批科研成果, 进一步提升了我国科技整体水平。搞好所得税收入分享改革, 促进地区经济协调发展。
2003	坚持扩大内需的方针, 继续实施积极的财政政策, 努力促进国民经济持续快速健康发展	发行1400亿元建设国债, 其中, 1150亿元纳入中央预算, 250亿元代地方政府发行。	安排国债项目资金1400亿元, 在严格资金管理的同时, 积极调整和优化了国债投资的使用方向和结构, 重点向农村倾斜, 向结构调整倾斜, 向中西部倾斜, 向科技教育和生态环境建设倾斜, 向公共卫生建设倾斜。加大了财政转移支付力度。中央财政用于地方的财力性转移支付1912亿元, 比上年增长17.9%; 社会保障、农业、科技、教育、卫生、扶贫等专项转移支付2577亿元, 比上年增长7.3%。出台了一系列财税优惠政策, 帮助受非典冲击较大的旅游、餐饮、民航、铁道、旅店、出租车等行业尽快克服困难, 恢复生产, 渡过难关。设立了20亿元非典防治基金, 明确了对农民和城镇困难群众中的非典患者提供免费救治的政策, 为有效防止疫情蔓延特别是向农村蔓延发挥了重要作用。全面推进了农村税费改革试点工作。试点范围由20个省份扩大到了全国, 农民平均负担减轻30%以上。支持就业和社会保障工作力度加大, 社会事业投入明显增加, 出口退税机制改革方案顺利出台。
2004	继续实施积极的财政政策	发行1100亿元建设国债, 其中950亿元纳入中央预算, 150亿元代地方政府发行, 同时增加中央预算内经常性建设投资50亿元。适当调减国债项目资金规模, 调整和优化国债使用结构。	增加对“三农”的投入, 加大了投入力度, 实施了一系列优惠政策。增加就业和社会保障投入, 增加再就业补助资金22.25亿元, 用于下岗职工基本生活保障补助资金144亿元, 用于养老保险专项转移支付资金524亿元。增加教育、卫生、科技、文化、体育等事业投入, 促进社会各项事业发展。增加对地方的转移支付, 支持推进税制和其他方面的体制改革。加大行政政法投入, 促进政权建设。2004年中央财政安排政法专款补助31.3亿元, 支持改善贫困地区基层政法单位办案条件; 安排专项经费4亿元, 支持深圳、珠海、广东、北京、天津、上海等地“大通关”建设; 安排资金2.5亿元, 支持开展全国第一次经济普查工作; 安排专款9.2亿元, 支持在14个省(市)进行监狱体制改革试点。

资料来源: 中国政府网, 信达证券研发中心

附表 4: 2005-2014 年财政政策梳理

年份	基调	重要工具	主要财政政策
2005	实施稳健的财政政策	安排长期建设国债800亿元，比上年减少300亿元；同时增加中央预算内经常性建设投资200亿元。	大力支持解决“三农”问题，促进城乡协调发展。全年仅中央财政用于“三农”的支出就达2975亿元，比2004年实际执行数增加349亿元。进一步增加财政投入，促进社会各项事业发展。支持就业再就业和社会保障工作。2005年全国财政就业和社会保障支出3649.27亿元。支持加快教科文卫事业发展。2005年全国教育支出3951.59亿元。促进医疗卫生体系建设和制度创新。2005年，全国财政医疗卫生支出1026.99亿元，增长20.2%。保障国家政权建设。2005年中央财政安排政法支出48.1亿元。加大转移支付力度，促进基本公共服务均等化。积极创新缓解县乡财政困难的机制。从2005年起，按照“明确责任、综合治理、激励约束、分类指导”的总体思路，中央财政安排150亿元资金，实施了以“三奖一补”为核心的政策措施，大幅度增加转移支付。2005年除税收返还和体制性补助4143.71亿元外，中央财政安排各类转移支付补助达到7329.97亿元，比2004年增长21.6%。
2006	继续实施稳健的财政政策	中央财政安排长期建设国债600亿元，比2005年减少200亿元（其中取消代地方政府发行国债100亿元），同时增加中央预算内经常性建设投资100亿元。	增强财政经济发展的可持续性。增加社会保障支出241亿元；增加石油特别收益金专项支出372亿元，用于对农渔林等行业因油价上涨增支的补助，以及能源开发、节能、环保等方面的重大项目支出；增加预算内经常性投资100亿元，主要用于支持社会主义新农村建设；增加支出135亿元，用于公路建设、购置储备油和大中型水库移民后期扶持；增加“三奖一补”资金、对西藏农牧民补助、军转安置补助、口岸专项转移支付35亿元；增加出口退税指标613亿元，用于解决剩余额度出口退税历史陈欠；减少中央财政赤字200亿元；预留2007年调整工资及相关支出130亿元。为更加科学合理地编制预算，保持中央预算的稳定性和财政政策的连续性，安排500亿元新建立中央预算稳定调节基金。积极调整和完善相关税收政策，相机调整中央政府投资规模并优化使用结构，加大财政支持力度，2006年中央财政用于“三农”的各项支出共3397亿元（不包括石油特别收益金安排的种粮农民综合直补120亿元），比2005年增加422亿元，增长14.2%。财政支出重点向社会事业倾斜，突出加强社会发展的薄弱环节，促进经济社会协调发展。
2007	继续实施稳健的财政政策	安排长期国债500亿元。财政部发行15500亿元人民币特别国债用于购买2000亿美元外汇，减少了外汇占款，减轻了货币政策的操作压力。	较大幅度地削减财政赤字，优化中央建设投资结构。财政赤字在年初预算比2006年减少300亿元的基础上，执行中又削减450亿元，中央财政赤字2000亿元，占GDP的比重下降到0.8%。实施缓解流动性过剩的财税措施。将储蓄存款利息所得个人所得税适用税率由20%调减为5%，增加了居民存款收益，降低了因物价上涨对居民储蓄存款利息收益的影响。调整完善促进国际收支平衡的财税措施。强化支持节能减排的财税措施。大力支持科技进步和自主创新。支持社会主义新农村建设力度加大，大幅增加涉农补贴资金，改善农村生产生活条件，中央财政支出194.6亿元，加强农村“六小”工程建设。支持抗灾救灾和扶贫开发，促进农村社会事业发展。调整完善“三奖一补”政策，增加了对地方调节级财力差距和保障重点支出的奖励。
2008	年中在实施稳健财政政策，10月份后进一步明确实施了积极的财政政策	中央建设投资安排1521亿元，其中，国债资金安排300亿元，比去年减少200亿元。	保持中央政府公共投资适度增长，年初适当减少中央财政赤字和国债项目资金，同时增加中央基建投资。预算执行中，根据抗震救灾需要，调整支出规模和结构，建立中央地震灾后恢复重建基金，大力支持灾区恢复重建。第四季度，为应对国际金融危机影响，积极筹措资金，新增中央政府公共投资1040亿元，用于加快灾区恢复重建，实施保障性安居工程等重大民生工程和农业基础设施建设，促进稳定物价和缓解价格矛盾。大幅度增加农资综合补贴和良种补贴，减轻企业和居民负担。实施企业所得税新税法，提高个人所得税工薪所得减除费用标准，暂免征收储蓄存款和证券交易结算资金利息个人所得税。实施促进廉租住房、经济适用房建设和住房租赁市场发展的财税扶持政策。下调证券交易印花税税率并改为单边征收。调整汽车消费税政策。允许困难企业阶段性缓缴社会保险费，降低四项社会保险费率等。扶持中小企业发展。中央和省级财政支出286.4亿元，促进中小企业技术创新、产品升级和国际市场开拓。支持稳定出口。四次调高了纺织、服装等劳动密集型产品、附加值和技术含量较高产品的出口退税率。取消部分钢材、化工品和粮食的出口关税，降低部分化肥出口关税并调整征收方式。
2009	实施积极的财政政策	2008年四季度到2010年底，4万亿元投资的重点投向和资金测算：廉租住房、棚户区改造等保障性住房：约4000亿元；农村水电路气房等民生工程和基础设施：约3700亿元；铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造：约15000亿元；医疗卫生、教育、文化等社会事业发展：约1500亿元；节能减排和生态工程：约2100亿元；自主创新 and 结构调整：约3700亿元；灾后恢复重建：约10000亿元。地方财政收支相抵，差额2000亿元，经国务院同意由财政部代理发行地方政府债券弥补。	增加政府公共投资，加强各项重点建设。通过统筹使用公共财政预算拨款、政府性基金收入、国有资本经营收益等，中央政府公共投资支出9243亿元。优化税制，实行结构性减税。在全国范围内实施消费型增值税，调整增值税小规模纳税人的划分标准，并降低征收率，促进企业增加自主创新和技术改造投入。实施成品油税费改革，公平税费负担，推动节能减排。对1.6升及以下排量乘用车暂减按5%征收车辆购置税。4次提高纺织、服装、石化、电子信息等产品的出口退税率，多次调整部分商品进出口关税政策。取消和免征100项行政事业性收费。继续实施原有的税费减免政策。增加城乡居民收入，增强居民消费能力。进一步加大对农民的补贴力度，较大幅度提高粮食最低收购价格，促进农民增收。提高城乡低保对象、企业退休人员及优抚对象等群体的补助水平。实施家电、汽车摩托车下乡以及家电、汽车以旧换新政策，并不断完善操作办法，提高财政补贴使用效率。初步统计，家电下乡产品销售达3450万台。
2010	继续实施积极的财政政策	相应增加国债发行规模。地方财政收支相抵，差额2000亿元，国务院同意由财政部代理发行地方政府债券弥补，并列入省级预算管理，优先用于公益性项目建设和收尾。	提高城乡居民收入，扩大居民消费需求。增加财政补助规模；安排使用好政府公共投资，着力优化投资结构。2010年中央财政用于“三农”的支出合计8579.77亿元，增长18.3%；落实结构性减税政策，引导企业投资和居民消费。对部分小型微利企业实施所得税优惠政策。对1.6升及以下排量乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税。
2011	继续实施积极的财政政策	地方财政收入合计81170亿元，地方财政支出83170亿元，收支相抵，差额2000亿元，国务院同意由财政部代理发行地方政府债券弥补，并列入省级预算管理。	提高城乡居民收入，扩大居民消费需求；着力优化投资结构，加强经济社会发展的薄弱环节。有序启动“十二五”规划重大项目建设。同时，进一步鼓励和引导民间投资健康发展。中央财政用于“三农”的支出安排合计9884.5亿元，增长15.2%。；调整完善税收政策，促进企业发展和引导居民消费。开展增值税改革试点，完善消费税制度。
2012	实施积极的财政政策	中央代地方发债2500亿元。发行地方债比上年增加500亿元，主要是考虑保障性安居工程需加大投入，规范地方政府融资平台公司债务管理后公益性在建项目需要安排一部分后续资金等。	完善结构性减税政策，减轻企业和居民负担。落实新的个人所得税法，加大结构性减税力度，营改增试点由上海扩大到北京等9个省（直辖市）和3个计划单列市；增加居民收入，提高消费能力。实施更加积极的就业政策，落实最低工资制度。扩大财政补助规模；加大教育投入力度，确保实现国家财政性教育经费支出占国内生产总值4%的目标；大力促进文化发展繁荣，保证公共财政对文化建设的投入增长幅度高于财政经常性收入增长幅度。增强基层政府履行职能的财力保障，中央财政奖补资金达到1075亿元，比2011年增加300亿元。
2013	继续实施积极的财政政策	地方财政收支差额3500亿元，国务院同意由财政部代理发行地方政府债券弥补，并列入省级预算管理。	适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度。中央和地方财政相应增加发债数量，中央财政用于“三农”的支出安排合计13799亿元，增长11.4%。；结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整。继续扩大营改增试点范围，交通运输业和部分现代服务业营改增试点顺利推向全国，全年减轻企业税负超过1400亿元，促进了服务业发展和产业结构优化；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生；推动经济发展方式转变，提高经济发展质量和效益
2014	实施积极的财政政策，适当扩大财政赤字，保持一定的刺激力度，同时赤字率保持不变，体现宏观政策的稳定性和连续性，促进经济持续健康发展 and 财政平稳运行	2014年继续发行地方政府债券4000亿元，在10个地区顺利开展了地方政府债券自发自还试点。扩大了国债发行试点条件，健全了关键期限国债定期发行和续发机制，首次发布了关键期限国债收益率曲线	优化财政支出结构，提高财政资金使用效益，将专项转移支付项目由2013年的220个减少到150个左右。中央国有资本经营预算调入一般公共预算的资金规模由2013年的65亿元增加到184亿元。全国社会保险基金预算首次编入预算草案；完善有利于结构调整的税收政策，促进经济提质增效升级。对300种资源、能源和高耗能产品实施税率2%—40%的出口关税；切实加强地方政府债务管理，有效防控财政风险。建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制，推广运用政府与社会资本合作模式（PPP），鼓励社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施等的投资和运营。

资料来源: 财政部官网, 信达证券研发中心

附表 5: 2015-2023 年财政政策梳理

年份	基调	重要工具	主要财政政策
2015	继续实施积极的财政政策并适当加大力度	动用以前年度结转资金1124亿元。地方财政赤字5000亿元，比2014年增加1000亿元。国务院同意发行地方政府一般债券1000亿元，国务院同意新增发行地方政府专项债券1000亿元，用于有一定收益的公益性事业发展。置换3.2万亿元地方政府到期存量债务，降低了利息负担。	加大支出力度 推动结构优化。 适当扩大财政赤字规模和动用以前年度结转资金，加大支出力度。全国安排财政赤字16200亿元。纳入政府性基金预算管理的地方政府专项债务增加1000亿元。中央对地方以前年度结转资金1124亿元，进一步加大支出力度。置换3.2万亿元地方政府到期存量债务，降低了利息负担，缓解了当期偿债压力，为地方腾出资金用于重点项目建设创造了条件； 注重减轻税费负担 激发市场活力。 国务院两次扩大享受减半征收企业所得税优惠政策的小微企业范围，受惠小微企业范围不断扩大。2015年税务部门全面落实各项税收优惠政策，全年支持“双创”减免税3000亿元以上； 盘活存量资金 引导社会资本。 各级财政将已收回沉淀和违规资金2500多亿元，加快统筹用于急需领域；国务院将239亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。国家还在公共服务领域大力推广运用政府和社会资本合作模式（PPP），中央财政大力推进PPP示范项目建设，评审确定了两批233个、总投资8146亿元的PPP示范项目。 保持一定的政府投资规模，发挥好引导作用。 2015年安排中央基建投资4776亿元，比上年增加200亿元
2016	继续实施积极的财政政策并加大力度	地方政府专项债券收入4000亿元	扩大财政赤字规模。 全国财政赤字拟安排21800亿元，比2015年增加5600亿元，赤字率为3%，比2015年提高0.6个百分点；化解过剩产能及人员安置方面，中央财政安排1000亿元奖补资金，其中2016年500亿元，根据地方任务完成情况（主要与去产能规模挂钩）、需安置职工人数、地方困难程度等因素，实行梯级奖补，由地方政府和中央企业统筹用于符合要求的职工安置工作； 调整优化支出结构。 严格控制“三公”经费预算，压缩会议费等一般性支出。优化转移支付结构，重点压减专项转移支付数额，相应提高均等性转移支付以及老少边穷地区转移支付规模，专项转移支付项目数量进一步减少到94项，一般性转移支付占比提高至60.6%。中央基建投资集中支持属于中央事权的公益性基础设施建设，减少小、散项目支出，2016年安排5000亿元，比2015年增加224亿元； 加大财政资金统筹使用力度。 对2015年末财政存量资金规模较大的地区或部门，适当压缩2016年预算安排规模。继续发行地方政府债券置换存量债务4.9万亿元，加上2015年置换的3.2万亿元，累计置换8.1万亿元，全年降低利息成本约4000亿元。
2017	财政政策要更加积极有效。	地方政府专项债券收入8000亿元	继续实施减税降费政策，进一步减轻企业负担；赤字率保持在3%，适度扩大支出规模；突出保障重点，提高支出的有效性和精准度。 新增财力以及调整存量腾出的资金，优先用于支持推进供给侧结构性改革，适度扩大有效需求；教育方面，从春季学期开始统一城乡义务教育学生“两免一补”政策；扶贫方面，中央财政安排补助地方专项扶贫资金861亿元，比上年增加200亿元，增长30.3%；中央基建投资方面，中央基建投资安排5076亿元，进一步优化支出结构，减少小、散项目投资补助，集中用于易地扶贫搬迁、重大水利工程及灾后水利重建、城市排水排涝设施建设、新一轮农村改厕、中西部铁路建设、棚户区改造等方面； 扎实推进供给侧结构性改革。 落实“三去一降一补”重点任务。拨付专项奖补资金222亿元，支持钢铁、煤炭行业超额完成2017年化解过剩产能任务，妥善安置分流职工。两次拨付援建煤电产能6500万千瓦。拨付资金566.7亿元，支持中央企业重组“僵尸企业”以及解决国有企业“三供一业”等历史遗留问题。国家农业信贷担保保险有限公司和33家省级农业信贷担保公司完成组建，累计为超过4.9万个农业项目提供贷款担保，担保总额442.5亿元，缓解了农业经营主体融资难、融资贵、融资慢问题。
2018	积极的财政政策取向不变，要聚力增效。	地方政府专项债券收入13500亿元。	支持打好三大攻坚战。 2018年安排地方政府专项债券13500亿元，比2017年增加5500亿元，落实地方政府债务限额管理和预算管理，地方政府存量债务置换基本完成。中央财政补助地方专项扶贫资金安排1060.95亿元，比2017年增加200亿元，增长23.2%，增量重点用于“三区三州”等深度贫困地区。中央财政安排大气、水、土壤三项污染防治资金合计405亿元，比2017年增加64.65亿元，增长19%，投入力度是近年来最大的； 深化供给侧结构性改革。 用好中央财政专项奖补资金，支持钢铁、煤炭行业去产能； 落实创新驱动发展战略。 设立国家融资担保基金，完善普惠金融发展专项基金政策，优化小微企业、“三农”主体融资环境。
2019	积极的财政政策要加力提效，发挥好逆周期调节作用，增强调控的前瞻性、针对性和有效性，加强政策协调，推动经济高质量发展。	地方政府专项债券收入21500亿元。实施更大规模减税降费，全年减税降费2.36万亿元，其中新增减税1.93万亿元。	实施更大规模的减税降费和加大支出力度。 为支持实施大规模减税降费，要想方设法筹集资金，中央财政将增加特定国有金融机构和央企上缴利润，地方财政也将主动挖潜，多渠道盘活各类资金和资产。加大支出力度方面，继续增加财政支出规模，安排全国财政赤字27600亿元，比2018年增加3800亿元，赤字率由2.6%适度提高到2.8%。同时，安排地方政府专项债券21500亿元，比2018年增加8000亿元； 着力支持深化供给侧结构性改革。 大幅放宽可享受企业所得税优惠的小型微利企业标准并加大所得税优惠力度； 继续支持打好三大攻坚战。 新增地方政府债务限额30800亿元，其中一般债务9300亿元、专项债务21500亿元。中央财政专项扶贫资金安排1260.95亿元，增长18.9%，增量主要用于深度贫困地区； 促进形成强大国内市场。 发挥投资关键作用，中央基建投资安排5776亿元，比2018年增加400亿元。2019年地方政府新增一般债务限额5800亿元、新增专项债务限额8100亿元，合计13900亿元。
2020	积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，因势做好“六稳”工作、落实“六保”任务，以更大的政策力度对冲疫情影响，真正发挥稳定经济的关键作用。	地方政府专项债券收入36500亿元。发行抗疫特别国债1万亿元。新增增加的财政赤字和抗疫特别国债全部安排给地方。地方政府新增专项债券3.75万亿元，从新增地方政府专项债券额度中安排2000亿元，支持化解中小银行风险。实施阶段性大规模减税降费，与制度性安排相结合，全年为市场主体减负超过2.6万亿元。中央对地方转移支付达到8.33万亿元，比上年增长8955亿元，增长12%，增量和增幅为近年来最高，并重点向中西部和困难地区倾斜，确保基层财力增长。	加大减税降费力度；多渠道筹集资金。 将赤字率从2.8%提高至3.6%以上，财政赤字规模比去年增加1万亿元，积极对冲疫情影响造成的减收增支影响，稳定并提振市场预期； 支持打好三大攻坚战。 中央财政补助地方专项扶贫资金安排1461亿元，连续五年每年增加200亿元，并通过结转资金再一次性增加300亿元； 支持实施扩大内需战略。 中央财政发行10000亿元抗疫特别国债，全部留给地方主要用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出； 大幅增加地方政府专项债券。 坚持“资金跟着项目走”的原则，统筹考虑地方政府债务风险水平和项目准备情况进行合理分配。中央预算内投资安排6000亿元，比上年增加224亿元。中央财政向中国国家铁路集团注资500亿元，支持发行500亿元铁路建设债券用作资本金，加大沿海干线高铁、城际铁路和沿江高铁项目建设力度； 完善基本住房保障体系。 中央财政城镇保障性安居工程补助资金安排707亿元，重点支持城镇老旧小区改造和发展租赁住房，加强城市困难群众住房保障，继续支持棚户区改造。中央财政农村危房改造补助资金安排185亿元，继续推进农村危房改造和农房抗震改造。 推动降低企业生产经营成本。 国家融资担保基金2020年新增担保业务规模不低于4000亿元。
2021	积极的财政政策要提质增效、更可持续，努力保持经济运行在合理区间。一方面，保持宏观政策的连续性、稳定性，保持对经济恢复的必要支持力度，兼顾稳增长和防风险需要，合理安排赤字、债务、支出规模，不急转弯，把握好时度效。另一方面，政策操作上更加精准有效，以更大力度调整优化支出结构，进一步完善政策实施机制，切实提升政策效能和资金效益。	地方政府专项债券收入36500亿元。持续推进减税降费，全年新增减税降费超过1万亿元。在部分具备条件的地区率先开展全域无隐性债务试点，稳步推进隐性债务清零。稳妥推进专项债合理补充中小银行资本金，增强中小银行风险抵御能力。落实税收法定原则，推进增值税等税收立法，印花税法正式公布。	保持适度支出强度。 全国一般公共预算支出安排超过25万亿元，增长1.8%，财政支出总规模比去年增加，重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度； 合理确定赤字率。 考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，赤字率按3.2%左右安排，比去年有所下调，赤字规模为3.57万亿元，比2020年减少1900亿元，其中中央和地方分别为2.75万亿元和8200亿元； 增加中央对地方转移支付规模。 对地方转移支付安排83370亿元，比2020年略有增加，其中一般性转移支付增长7.8%，增幅明显高于去年； 适度减少新增地方政府专项债券规模。 新增专项债券安排3.65万亿元，比上年减少1000亿元。主要是已发行的专项债规模较大，政策效应在今年仍会持续释放，适当减少新增专项债规模有利于防范地方政府法定债务风险； 支持实施扩大内需战略。 中央预算内投资安排6100亿元，增加100亿元，继续支持推进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”等重大工程建设。外经贸发展资金安排117亿元，增长10.2%，促进贸易创新发展。
2022	实施积极的财政政策，加强对财政经济运行的分析研判，强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续，为稳定宏观经济出力。	特定国有金融机构和专营机构上缴利润16500亿元、地方专项债券收入36500亿元。实施大规模增值税留抵退税政策，全年新增减税降费及退税缓税缓费超4.2万亿元，其中累计退税纳税人账户的增值税留抵退税款2.46万亿元，超过2021年办理留抵退税规模的3.8倍；新增减税降费超1万亿元，其中新增减税超8000亿元，新增降费超2000亿元；缓税缓费超7500亿元。支持稳投资促消费，特殊再融资债2200亿元化解地方政府隐性债务。	加强对市场主体支持，着力稳企业保就业。 实施新的组合式税费支持政策，综合考虑为企业提供现金流支持、促进消费投资、大力改进增值税留抵退税制度，今年对留抵退税实行大规模退税。优先安排小微企业，对小微企业的存量留抵税额于6月底前一次性全部退还，增量留抵税额足额退还； 充分挖掘内需潜力，推进区域协调发展和新型城镇化。 地方政府专项债券适当提高使用集中度，向项目准备充分地区倾斜，并加快债券发行使用，对专项使用专项债券的地区实施和减新增限额、暂停发行使用、收回退回资金等处罚。中央预算内投资安排6400亿元，增加300亿元，优化投资结构，加强与专项债衔接，鼓励和引导社会资本参与基础设施和公共服务项目建设，加大水利、社会保障、转移支付等调节力度，增强居民消费意愿和能力，落实新能源汽车购置税补贴、免征车辆购置税政策，中央财政农业转移人口市民化奖励资金安排400亿元，向农业转移人口流入地倾斜，推动健全常住地提供基本公共服务制度，促进农业转移人口更好融入城市。
2023	积极的财政政策要加力提效，注重精准、更可持续。积极的财政政策要加力提效，在合理增加和优化支出上再下功夫，注重与货币政策、产业政策、科技政策、社会政策等协同发力，更直接更有效地发挥积极财政政策作用。	地方政府专项债券收入38000亿元。特殊再融资债约1.5万亿元化解地方政府隐性债务。四季度增发10000亿元特别国债，当年使用5000亿	发挥财政稳投资促消费作用，着力扩大国内需求。 中央预算内投资安排6800亿元、增加400亿元，支持关键领域补短板。中央引导地方科技发展资金安排65亿元，增加20亿元，推进建设各具特色的区域创新高地。产业基础再造和制造业高质量发展专项资金安排133亿元，增加44亿元，着力支持集成电路等关键产业发展； 进一步优化政策实施方式，持续增强各类企业活力。 进一步完善减税降费退税缓税政策，将小规模纳税人增值税征收率阶段性降至1%，继续对月销售额10万元以下的小规模纳税人免征增值税，对生产、生活性服务业纳税人分别实施5%、10%增值税加计抵减。

资料来源：财政部官网，信达证券研发中心

风险因素

- 1、万亿国债落地不充分：增发的万亿国债资金形成的实物工作量不明显，进而影响提振经济的效果。
- 2、化债政策落地不充分：地方化债的实际效果不明显，一揽子化债方案执行不充分。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究地方债和财政政策。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。