

2024年财政政策展望：积极财政的新内涵

核心观点：

2023年中央经济工作会议提出要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。其中，积极的财政政策要适度加力、提质增效；稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。本报告结合12月21日至22日召开的全国财政工作会议，回顾了過去三轮积极财政政策背后的逻辑演变，特别是2023年逆周期回归的现实原因；在此基础上，我们提出未来一个时期的积极财政政策将具有兼顾防风险与稳增长的新内涵。具体到投资层面，本报告具体测算了2024年财政政策的核心指标，并对二十届三中全会中财税体制改革的内容进行了前瞻。

2023年财政政策已经回归逆周期调节。2023年财政对于经济复苏的重要性显著提升，前三季度财政基建支出力度与GDP增速均呈现U型趋势。而这一表现背后反映出经济复苏初期企业及居民预期的改善有赖于政府端的投资拉动，尤其是疫情之后企业扩张意愿明显受到抑制。为此，今年以“化债”为主的增量政策重点解决了当期现金流问题。而陆续发布的“三大工程”以及专项债扩容则进一步提升了2024年及未来一段时期财政政策的发力空间。以此来看，当前财政政策的逻辑从过去的结构性政策已经再次转向了逆周期调节。

从过去三轮“积极财政”看政策逻辑的转变：回顾过去三轮“积极财政”，前两轮为典型的逆周期政策，而第三轮积极财政时期由于传统产能出现部分过剩，理论上财政政策应以结构性政策配合货币政策“宽货币、紧信用”完成供给出清。但实际上由于“土地财政”的存在，使得地方政府通过广义财政扩张拉动经济增长的动能仍在，客观上造成了隐性债务风险的堆积。而当前土地收入的趋势性降低使得“积极财政”内涵再次调整。为保障地产拐点和经济结构的顺利过渡，需要适度的逆周期政策保障经济转型升级时不出现系统性风险。

积极财政政策新内涵：兼具“防风险”与“稳增长”。“防风险”旨在完成政府债务融资方式的转型，以标准化债务提高财政和货币政策的协同性，降低债务付息规模。“稳增长”旨在重新启用兼具“调结构”和“逆周期”的政策工具，通过“三大工程”及产业政策宽松以承托商业地产的下行趋势，同时有望解决区域间人口流动与地产供给结构性失衡的长期矛盾。增量政策方面，明年需重点关注国债资金利率水平及生产价格指数的变化，从历史经验来看，历次财政扩张性政策出台均伴随两种价格的持续走低。

具体到明年财政政策及数据而言：一是财政倾向支持基建及保障房建设，预计2024年狭义赤字率水平在3.5%左右，对应一般债4.5万亿，专项债小幅提升至4万亿左右，广义赤字率预计在11%左右，较2023年提升1.3个百分点。其中用于基建和保障房的支出总规模在11万亿左右水平，较2023年提升11%左右，支持保障房资金比例大幅提升，拉动2024年新增地产投资8000-10000亿元，部分弥补地产投资缺口。二是支出节奏前置，支撑一季度经济“开门红”。考虑专项债提前下达机制及特殊国债的发行使用，我们测算财政一季度用于基建的支出规模在3.5万亿以上，较2023年的2.76万亿提升15.9%。三是面对明年可能存在的地产和外需冲击的两大风险，财政政策“相机抉择”的灵活性提升，特殊再融资、新增赤字及PSL均是逆周期政策选项。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：010-8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

分析师助理：

聂天奇

风险提示

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

目录

一、 2023 年财政逆周期政策的回归	3
(一) 2023 年财政与经济的双重“U 型回归”	3
(二) 财政加力的重点是企业现金流的改善	4
(三) 多项政策显示财政空间与灵活性提升	5
二、 从过去三轮积极财政看政策逻辑的转变	6
(一) 前两轮：典型的财政逆周期政策，货币协同性较高	6
(二) 第三轮：非典型的结构性调节，政策协同有所降低	7
(三) 地产和债务周期下的新一轮积极财政	8
三、 积极财政新内涵：兼顾防风险与稳增长	8
(一) 新内涵之下的新工具：“三大工程”	9
(二) 增量政策的观测指标：“两种价格”	9
(三) 积极财政如何影响经济和市场走势？	10
四、 2024 年财政政策展望：适度加力，兼具“相机抉择”	11
(一) “适度加力”的政策效果未必弱于“加力提效”	11
(二) 支出结构：倾向“三大工程”，稳经济、防风险、调结构	13
(三) 政策节奏：支出前置，支持年初经济“开门红”	14
(四) 减税降费：重在“落实”，延续优化，提升效能	14
(五) 政策的“相机抉择”：两大风险与三种情景	15
五、 财政体制改革前瞻：强化中央统筹，稳定宏观税负	15
(一) 现代财税体制改革的政策脉络	15
(二) 财政体制深化改革的两大方向	18

2023年财政政策进入了一个重要的转折之年。由于地产周期拐点的到来，致使财政体制改革自1994年分税制改革之后，再次来到了改革的“十字路口”。2021年之后，随着地方土地出让金收入的持续下行，过去对于地方隐性债务风险及“土地财政”转型的思考和研究逐步成为市场关注的焦点。从年初以来对于“股权财政”能否替代“土地财政”的探讨到7月份政治局会议提出的“化债一揽子方案”，其背后反映的是解决地方广义财力缺口的政策思路逐步从短期的“盘活存量”迈向中长期的系统性改革。因此，站在当前时点展望未来的财政政策，既需要以回顾2023年的政策为基础，还需要从更长期的视角审视政策逻辑的转变。

我们总体认为财政政策对于当前经济复苏起到至关重要的引领性作用，财政政策的加力空间和政策灵活性也均有显著提升。未来一段时期或将开启新一轮由财政主导、货币配合的宏观政策周期，其中资金利率生产价格水平是观测增量财政政策出台的重要指标。与此同时，财政体制改革将进一步强化中央统筹，以此加强财政与货币政策的协同。

一、2023年财政逆周期政策的回归

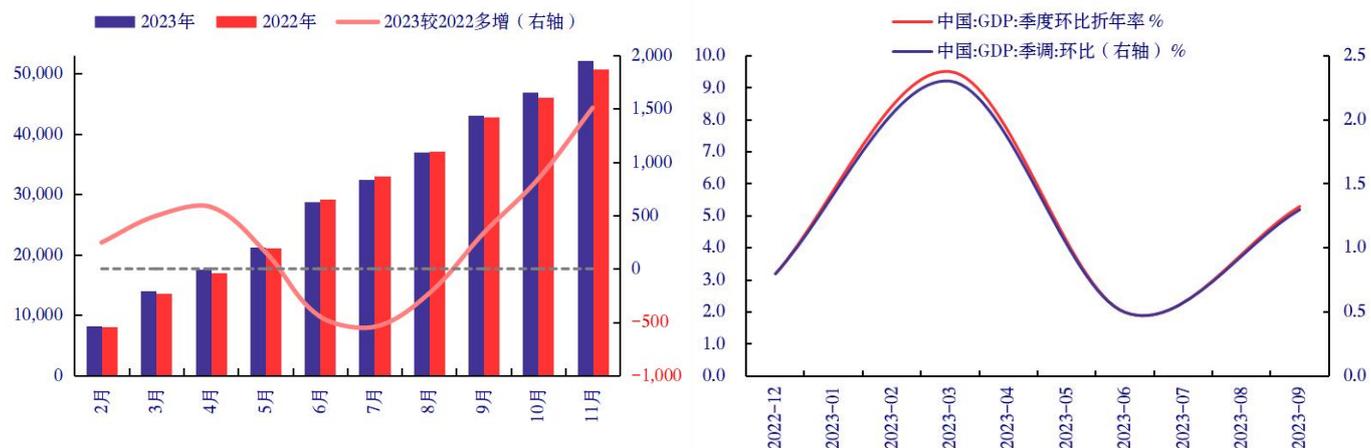
（一）2023年财政与经济的双重“U型回归”

经济经过疫情的外部冲击之后，在今年呈现出典型的“疤痕效应”，居民预期及需求的改善斜率较低是造成对经济复苏判断的重要预期差之一。这一预期差在今年二季度对资本市场产生了较大影响。在经济复苏初期，居民及企业的资产负债表的修复显然有赖于宏观经济的稳定。7月24日中央政治局会议再次提出了“三重压力”仍在，逆周期调节政策再度回归，尤其是对财政政策防范化解风险、稳定经济增长的需求提升。“一揽子化债政策”、加快专项债发行、新增国债等的出台陆续支持了下半年经济的恢复。

财政对于经济复苏重要性显著提升。当前经济“波浪式复苏”，基础仍然不稳，经济的企稳复苏有赖于财政政策先行发力，以保障微观主体的现金流和有效需求的稳定。2023年财政支出力度与经济增速的相关性显著提升，1-11月份一般公共预算用于基建支出与专项债发行合计金额与GDP环比增速显著相关，均呈现U型复苏趋势，如图1-2所示。截止11月公共财政用于基建支出5.2万亿，专项债3.8万亿。

图1：2022年与2023年财政基建支出与专项债发行对比（亿元）

图2：财政基建力度与GDP环比均呈“U”型复苏



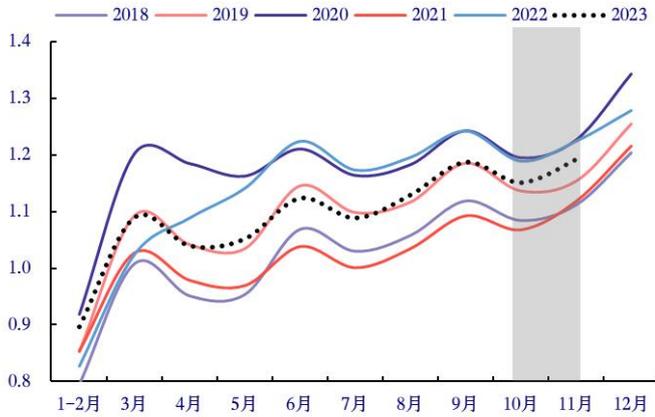
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2023年财政支出强度在三季度之后显著回升。2023年年初财政政策的“加力提效”在5月份之后有所减弱，而7月政治局会议后支出力度再次高于2022年，如图3所示。与此同时财政支出结构上半年整体侧重就业和民生，在下半年增量政策出台及政府债券和税收收入陆续提升之后，再次兼顾基建支出。如图4所示，2023年上半年的社保支出请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

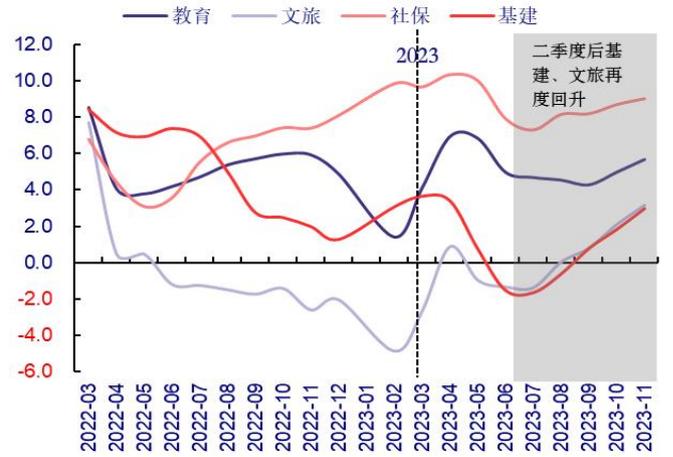
增速持续维持高位，而基建支出在增速4月份之后显著回落，直至7月份之后再度回升。

图3：历年财政支出强度对比（财政支出/财政收入）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：2022-2023年财政支出分项累计同比增速（%）

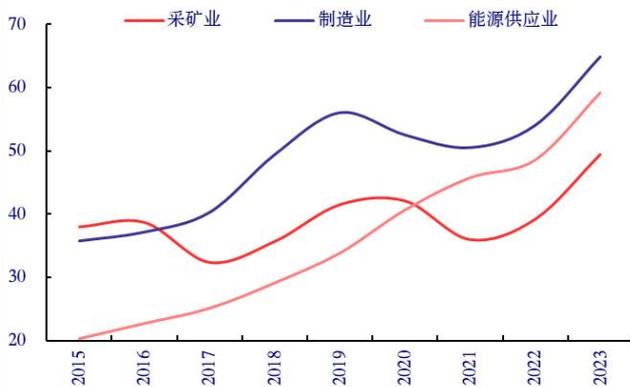


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）财政加力的重点是企业现金流的改善

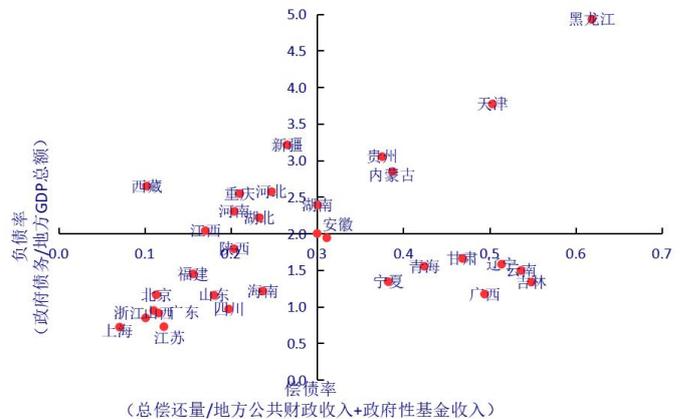
2023年财政政策力度回升的主因，首先是企业现金流紧张所导致的预期不稳。如图5-6所示，自新冠疫情爆发以来我国各类所有制企业的应收账款平均回收周期持续大幅攀升，平均营收账款周期由2018年的47.4天升至目前的63.5天，周期拖长了33.96%。尤其是私营企业和能源供应类（电力、热力、燃气及水的生产和供应业）企业的应收账款周期在疫情后出现了显著跃升。

图5：近年来各类企业应收账款回收周期（天）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：各地方政府负债率及偿债率对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

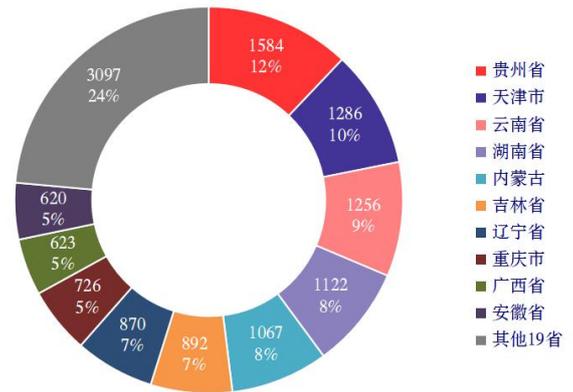
其次，土地收入的降低加速了今年“隐债化解”的进程。过去以来“土地财政”和隐性债务问题一直是中央政府密切关注的重点，根据财政部和审计署的摸排审查，于2108年制定了“十年化债”计划，但过去两年房地产市场的超预期下行显然加速了这一化债计划。以地方整体债务和土地收入的规模来看，2023年前三季度累计收入3.08万亿元，首次低于我们估算的地方政府债务及城投有息债务的合计付息规模（其中地方政府债付息约1万亿，城投有息债务付息约2.3万亿）。为此，我们看到“特殊再融资债券”自10月份开始为地方政府提供了必要流动性支持，从目前再融资债的发行来看，对于贵州、天津、云南、湖南、重庆及东北地区是本轮债务置换的重点支持省份。

图 7：地方土地出让金收入及债务付息规模预测（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：2023 年各地特殊再融资债券发行规模（亿元，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从特殊再融资债券的资金用途也可以见得，2023 年地方政府对于企业拖欠账款的支付压力较大，有相当比例再融资用于偿还企业账款而非债务置换。“特殊再融资债券”在信息披露文件中并未公布具体募集资金投向，但根据部分公开报道整理发现，除了置换部门存量债务之外，本轮化债中有相当比例的资金用于清偿政府账款，尤其是云贵川等重点地区，如表 1 所示。

表 1：部分地方获得的用于偿还拖欠款的特殊再融资债券情况

省份	县市区	额度(万元)	资金使用用途
贵州	平塘县	57,440	用于置换支付政府拖欠企业无分歧账款 366 笔，金额 12355 万元，置换支付存量隐性债务中的供应商应付账款 171 笔，金额 45085 万元。
云南	元江县	17,725.17	2023 年元江县新增地方政府一般债券资金 17725.17 万元，安排用于清偿政府拖欠企业账款。
云南	昆明市五华区	26,100	获批一般债券资金 26100 万元，用于清偿政府拖欠企业账款，已于 10 月 31 日使用完毕。
重庆	南岸区	2,322	2023 年重庆市地方政府再融资一般债券（六期）资金 2322 万元，为 7 年期再融资一般债券，年利率为 2.86%，用于清偿政府拖欠企业账款。
重庆	巫溪县	416	另增加再融资一般债券 416 万元用于清偿政府拖欠企业账款。
重庆	奉节县	4,416	获再融资一般债券资金 19716 万元，拟用于偿还存量隐性债务本金 15300 万元，偿还政府拖欠企业账款 4416 万元
重庆	九龙坡	32,300	再融资债务 3.23 亿元，主要用于偿还存量隐性债务和支付政府拖欠企业账款。
甘肃	张掖市	113,400	支持清理政府拖欠企业账款一般债券资金 11.34 亿元。
甘肃	山丹县	54,380	10 月份，省厅下达我县一般债券支持清理政府拖欠企业账款 50 万元，支持化解 2018 年以来纳入隐性债务系统的政府拖欠企业账款一般债券 54330 万元。
内蒙古	通辽经开区	24,014	安排新增一般债券项目支出增加 24014 万元，主要是上级转贷再融资债券用于化解政府隐性债务和偿还拖欠企业账款等支出。

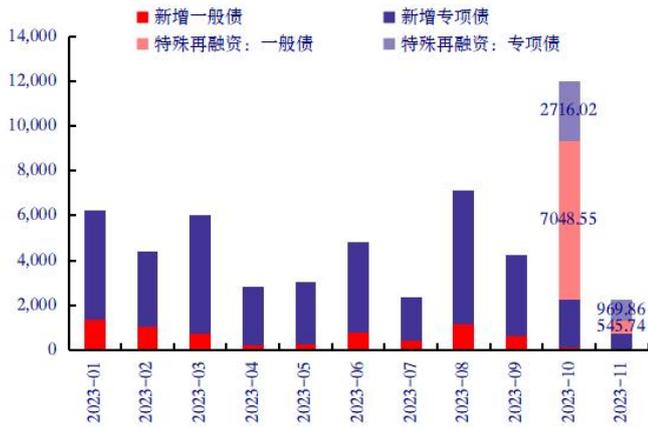
资料来源：21 世纪经济报道，中国银河证券研究院

（三）多项政策显示财政空间与灵活性提升

2023 年 7 月份政治局会议之后，多项结构性政策出台以及财政债务的扩容均指向财政政策在未来一段时期内的发力空间充足。

专项债用途扩容配合“三大工程”拓展财政发力空间。2023 年 8 月份全国人大审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》中明确提出“9 月份月底前发行完毕、10 月底前使用完毕后，并研究扩大专项债用途和使用范围”，旨在为 2023 年的发行前置提供了政策空间和时间窗口。此外，今年陆续公布的“平急两用”、“城中村改造”、“保障房建设”三大工程建中提出“符合条件的项目纳入地方政府专项债支持范围”也指向明年财政的资金用途将更加广泛，拓展了政策支持空间。

图 9：2023 年新增地方政府债务与特殊再融资债券规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：历次专项债资金用途拓展与收益率

2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
交通基础设施	交通基础设施	交通基础设施	交通基础设施（铁路收益率较好、公路次之）
能源	能源	能源	能源（煤炭收益超预期）
农林水利	农林水利	农林水利	农林水利（水利项目收益率较好）
生态环保	生态环保	生态环保	生态环保（收益实现较弱）
民生服务	民生服务	民生服务	民生服务
城乡冷链物流	城乡冷链物流	城乡冷链物流	城乡冷链物流（收益率较好）
市政产业园区	市政产业园区	市政产业园区	市政产业园区（市政收益率较好，产业园较弱）
		国家重大战略项目	国家重大战略项目
		保障性安居工程	保障性安居工程（收益率较弱）
			新型基础设施
			新能源项目

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

特殊再融资券和万亿国债的发行指向 2024 年财政政策的融资端更加灵活。其中 1.5 万亿的“特殊再融资债券”目前已经披露 1.3 万亿元，预计今年大概率发行完毕。但我们注意到当前部门地方政府债务压力仍未完全化解，2024 年或许仍需财政或金融领域提供流动性支持。此外，年底的新增万亿国债将赤字率提升至 3.8%，显著体现了当前狭义“债务观”的转变，当 3% 的赤字率红线或许短期内不再成为财力的约束，根据 2024 年经济复苏情况，新增债务额度和再融资债券均称为年中财政托底经济的重要政策选项。

通过对 2023 年财政政策执行情况的回顾，足以见得财政政策的力度和逻辑发生了根本性转变，尤其是 2023 年下半年以来，“特殊再融资债券”和“新增万亿国债”的先后出台，彻底改变了之前市场对于财政政策“托而不举”的预期判断。因此，在展望明年财政政策时，有必要从过去三轮宏观政策周期中厘清政策逻辑的转变。

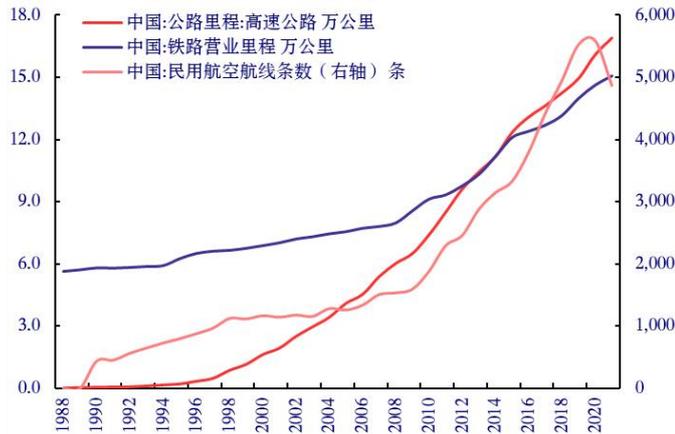
二、从过去三轮积极财政看政策逻辑的转变

财政作为国家治理的支柱，在面对历次外部冲击时均起到了重要的逆周期调节作用，通过“积极财政”对冲了有效需求的不足，降低了经济大幅波动风险。站在当前时点，面对“房地产供需关系发生的重大变化”，我们认为“积极财政”政策有了新的内涵。为此，我们简单回顾过去三轮“积极财政”并对新一轮积极财政内涵进行重新定位，继而展望 2024 年财政政策。

（一）前两轮：典型的财政逆周期政策，货币协同性较高

前两轮积极财政以逆周期政策为主导。我国历史上先后实施过三轮“积极财政”政策，有效平抑了经济波动和结构转型，分别开启于 1998 年、2008 年以及 2015 年。其中前两次积极财政均为典型的逆周期调节政策，通过扩大赤字率及财政支出方式实施了“财政主导，货币配合”的宏观调控政策，以基础设施建设为政策工具缓释了外部冲击对内需的影响，保障了经济增速维持在合理区间。

图 11: 首轮积极财政政策期间我国基础设施处于起步阶段

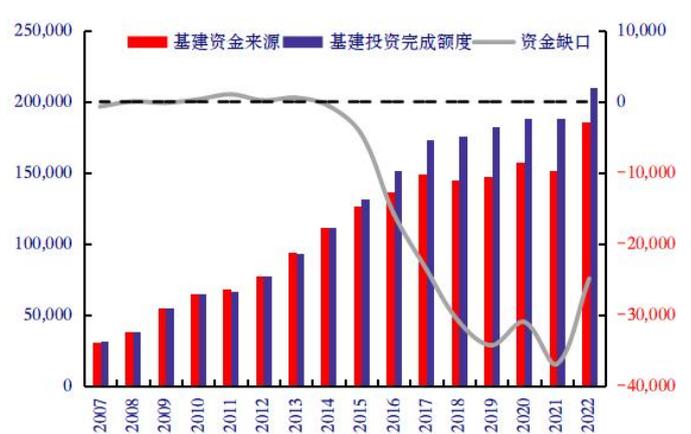


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

前两轮财政扩张主要表现为狭义赤字率的直接扩张, 目标赤字率在积极财政时期, 从 1% 左右水平提升至 3% 左右的高位。以地方城投债为主的政府广义债务规模尚且较低, 2008 年城投债净融资额仅 331 亿元。其次, 这一时期我国基建和地产建设空间较大尚不存在供给过剩, 1994 年我国公路及民航建设刚刚起步, 直至 2008 年其建设规模也不足当前规模的 1/3, 如图 11 所示。因此, 此时基建投资回报率较高, 通过直接政府债务融资的效率也相应较高。

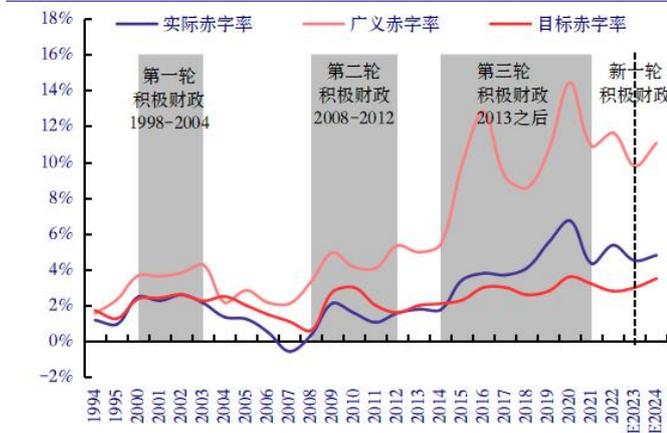
在财政主导的宏观调控时期, 货币政策对标准化政府债务的协同配合度也较高, 这一时期基础设施建设也基本不存在资金缺口, 如图 12 所示, 在 1998 年及 2008 年积极财政扩张期, 货币政策均大幅降准降息配合。

图 12: 我国基建投资资金来源与完成额间的资金缺口 (亿元)



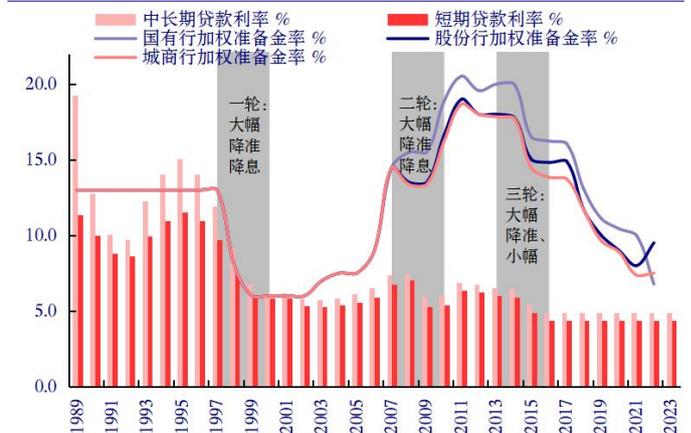
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 1998 年至今的三次积极财政政策扩张



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 过去三轮积极财政期间货币政策的协同配合



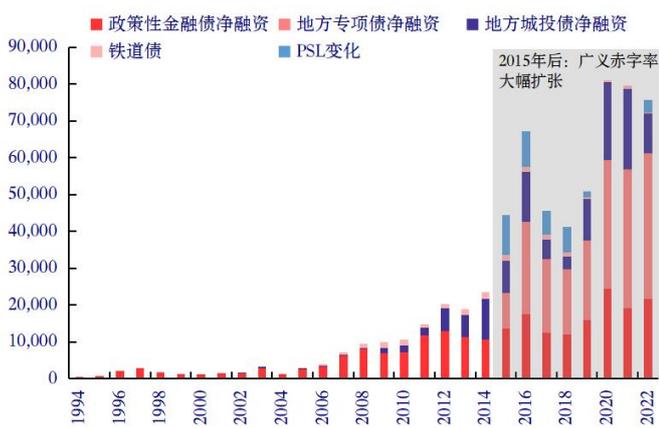
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 第三轮: 非典型的结构性调节, 政策协同有所降低

第三轮积极财政理论上应以结构性政策为主配合货币政策完成供给出清, 但客观上却催生了广义财政的扩张。2008 年以来广义财政的扩张导致传统产能过剩, 经济结构性矛盾和隐性债务风险不断加剧。理论上此时财政政策应该以结构性政策配合货币政策完成“供给出清”, 我们可以看到基建的投资缺口在 2015 年之后开始显著提升, 如图 3 所示。但实际上由于地方政府考核目标仍在, 地方在稳经济过程中实际开启了广义财政的扩张, 而“宽货币、紧信用”的货币政策使得“宽”出的货币进了城投和地产, “紧”的信用又使城投承担了较高的融资成本, 造成了一定隐性债务。为此在 2015 年之后中央也先后开启了三轮债务化解工作, 并在 2018 年制定了“十年化债方案”。

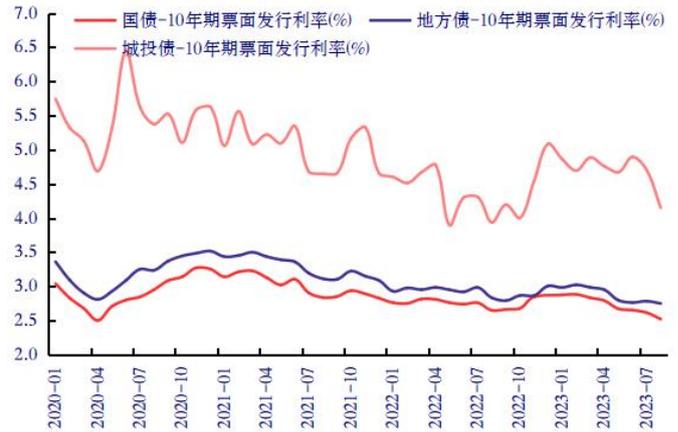
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 15: 1994 年至今广义财政净融资额变化 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 城投债与政府债的融资利差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在第三轮积极财政中财政和货币政策的协同性有所降低。在 2015 年我国提出供给侧结构性改革之后，宏观政策层面财政政策理应“让位”货币政策，财政以“减税降费”配合货币政策“宽货币、紧信用”以完成部分产业的市场化出清。但由于“土地财政”的存在使得地方政府实际拥有了“财政自主权”，以致于在经济增速考核目标之下，以政府信用背书的城投公司成为了加杠杆主体。因此，这一时期货币政策和大型商业银行体系难以直接为“非标准化政府债务”提供流行性支持，催生了“影子银行”的快速发展，财政和货币政策的协同性弱于前两轮“积极财政”。

（三）地产和债务周期下的新一轮积极财政

地产供需关系转变催生新一轮积极财政政策，财政再次主导宏观政策调控。而当房地产供需关系发生深刻改变时，中国经济面临的是“库兹涅茨”长周期拐点的加速下行，这意味着宏观政策调控需要在“调结构”的基础上再次兼具“逆周期”功能，以保障尚在转型的中国经济平稳过渡。因此当前财政政策将再次成为宏观调控的主导，我们也看到在今年 7 月政治局会议对当前房地产形势重新定调之后，过去“渐进”实施的“土地财政转型”和“地方隐性化解”工作均已按下加速键，“特殊再融资债券”以及“新增万亿国债”均已表明新一轮积极财政政策的到来，相对于明年财政政策的预测而言，当下更为重要的是重新理解新一轮积极财政的内涵以及过去固有政策组合的系统性变化。

新一轮积极财政所应对的既有供给侧的结构性问题也有需求问题，但我们认为当前的突出问题首先是要保障需求的稳定，内部体现为由企业和居民部门去杠杆趋势而造成的总需求降低，外部主要是逆全球化和海外经济体经济度降低带来的出口下滑。对于外部冲击，宏观经济政策的可控性较低，但内部问题却可以通过内部资产负债表的平衡解决，即通过政府加杠杆的方式对冲及拉动居民和企业的预期恢复。

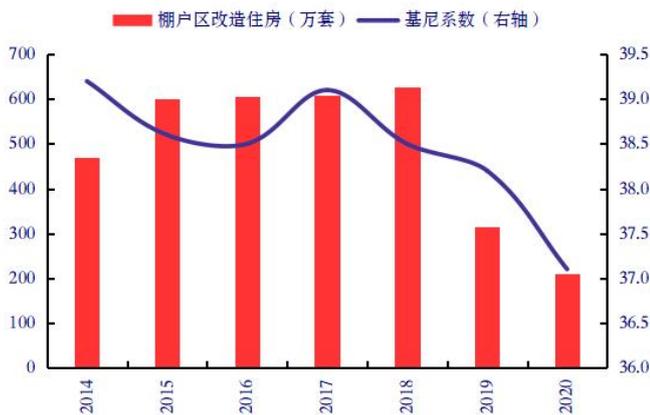
三、积极财政新内涵：兼顾防风险与稳增长

基于上述对过去三轮积极财政政策的回顾，财政政策对当前经济的重要性显著提升，伴随“土地财政”和政府投融资方式的转型，财政政策与货币政策的协同效应机制将进一步强化，届时宏观政策或将再次回归至以财政政策为主导的调节方式。我们总体认为当前资金及物价水平下，财政政策具备较大的扩张空间，在积极财政新内涵与新政策工具下，财政持续发力将有力提振经济及资本市场信心。

（一）新内涵之下的新工具：“三大工程”

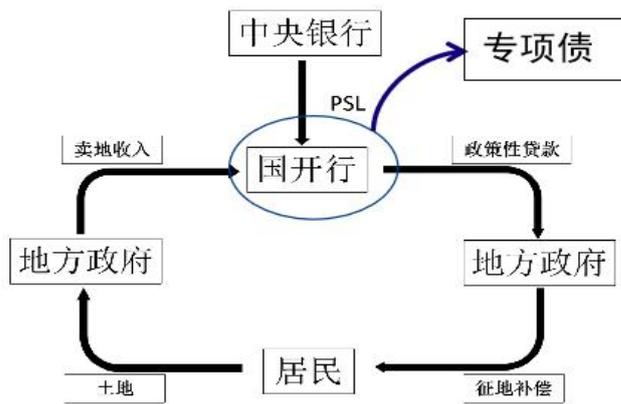
积极财政新内涵：兼顾“防风险”与“稳增长”。我们认为 2024 年或是新一轮积极财政政策的“元年”，在过去财政“提质增效”的基础之上，将进一步兼顾“防风险”与“稳增长”，其中“防风险”政策体现在政府融资方式加速转型中，狭义赤字率及中央赤字率水平有进一步提升的空间，财政与货币政策的协同机制将再次强化。“稳增长”政策旨在通过兼顾“逆周期”与“调结构”的工具使用，例如“平级两用、保障性住房、城中村改造，三大工程配合专项债扩容，有望在未来一段时期承托商业地产的下行趋势，同时解决区域间人口流动与地产供给结构性失衡的长期矛盾。

图 17：棚改建设与基尼系数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18：借助专项债与 PSL 工具完成政府投融资闭环



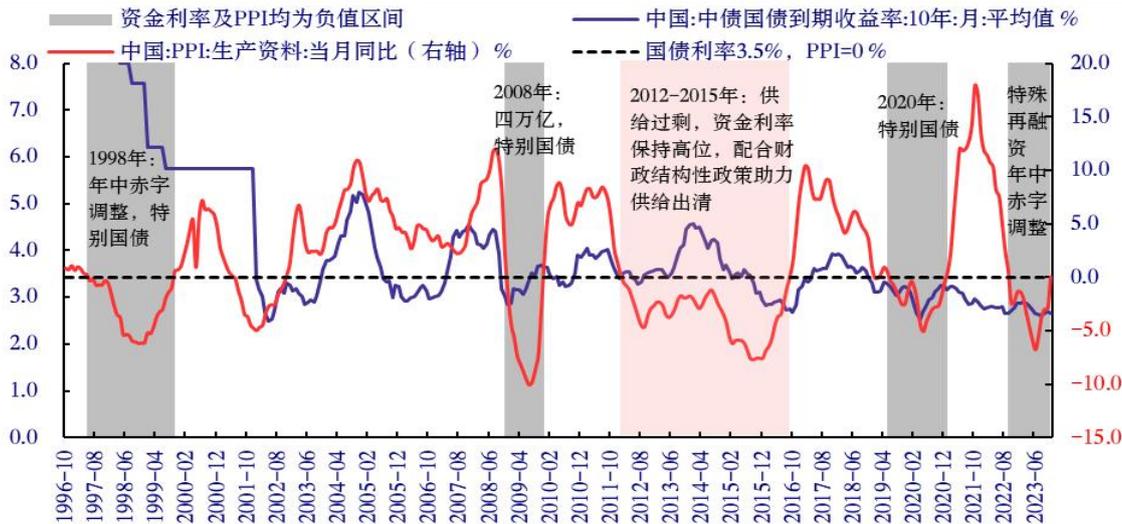
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

新一轮积极财政的主要政策工具：兼具“逆周期”与“调结构”。相对于减税降费 and 财政补贴而言，例如“棚改”的城中村改造和保障性住房建设对于居民端收入的调节作用不容忽视，其能够直接形成居民和企业现金流，既能形成有效需求，又能调整当前住房结构性失衡的现状，如图 17 所示，棚改期间显著降低了我国基尼系数。目前国务院关于城中村改造及保障性住房的指导意见中，均提出“符合条件的项目纳入地方政府专项债支持范围”。使用专项债配合过去的 PSL 及土地财政，能够通过项目收益率及财政预算约束，避免债务无序扩张，同时货币政策得以更好协同（如图 18 所示）。

（二）增量政策的观测指标：“两种价格”

当前资金利率和工业品价格水平显示财政政策具备较大扩张空间。对于政府债券发行而言，如果债务融资用于资本性支出既基建和保障性住房建设，那么债券发行利率和工业品价格水平是决定政府投融资性价比的关键指标。债券发行利率决定了政府债务融资的长期付息成本，而工业品价格决定了政府用于基础设施建设和保障房建设的资金价格。从历史几次财政扩张来看，基本均处于 PPI 同比大幅负增长，且国债收益率较低的时间区间（如图 19 所示）。其中 1998 年和 2008 年受到外部需求冲击，国内 PPI 及资金利率均大幅降低，彼时财政政策分别通过年中赤字率调整和特别国债的发行，在融资利率和工业品价格低点进行了财政基建扩张。

图 19: 历次财政扩张的资金利率及工业价格水平



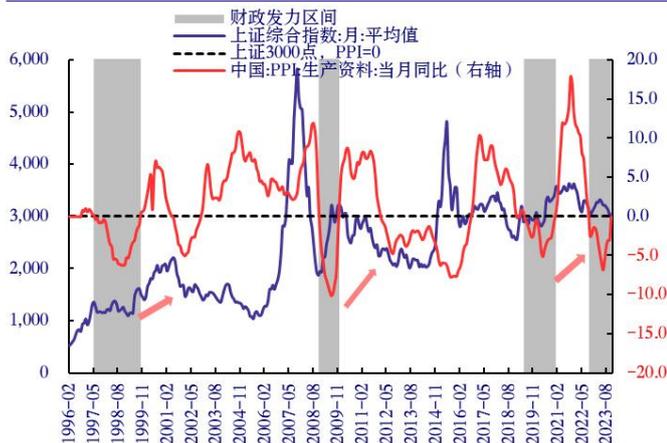
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院, 备注: 2002 年前资金利率水平使用基准贷款利率替代十年国债收益率

当前, 面对 2020 年新冠疫情的外部冲击以及 2021 年人口负增长带来的地产周期下行, 资金利率和工业品价格再次触底, 我们认为当前财政政策有较大的扩张区间, 新一轮积极财政或将再次主导逆周期政策, 助力经济复苏。

(三) 积极财政如何影响经济和市场走势?

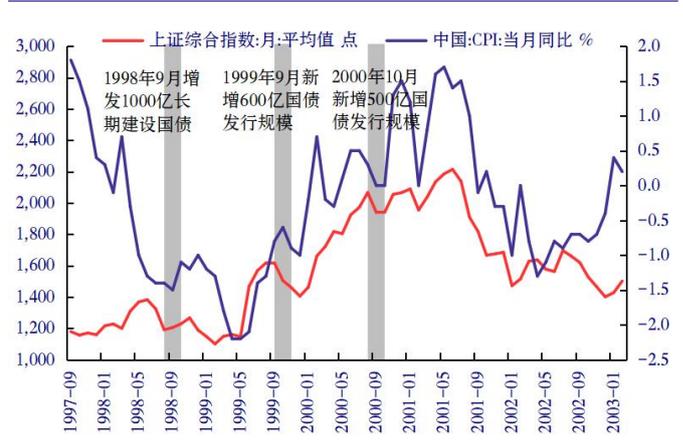
历次积极财政政策均对经济及资本市场起到了重要作用。对应上述三次年中调整赤字及特别国债的财政发力时间区间, 其均对后续资本市场起到了持续的拉动作用, 如图 20 所示, 1998 年、2008 年及 2020 年的年中调整赤字和特别国债的发行, 均在此后一段时期内对上证综合指数起到了显著提振作用。此外, 参照年中调整赤字率的情况, 我国在 1998 年至 2000 年三年间三次财政政策发力有效拉动了内需的复苏, 对 CPI 和股票市场均起到了积极作用, 如图 21 所示。

图 20: 历次财政扩张对国内价格及资本市场的拉动作用 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 1998-2000 年年中赤字调整对经济的拉动作用



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从资金投向来看, 之前三次均主要用于基础设施建设。从货币和财政政策的协同配合来看, 1998 年 8 月首次调整预算前, 货币政策提供了流动性支持, 于 1998 年 3 月将存款准备金率由 13% 大幅降低至 8%, 随后年内三次调降贷款基准利率, 调整后中长期贷款利率及短期贷款利率分别大幅降低了 2.97%、2.25%。在货币先行发力打开政策空间后, 财政政策发力有效拉动了内需的复苏, 对 CPI 和股票市场均起到了积极作用 (如图 20 所示)。

四、2024 年财政政策展望：适度加力，兼具“相机抉择”

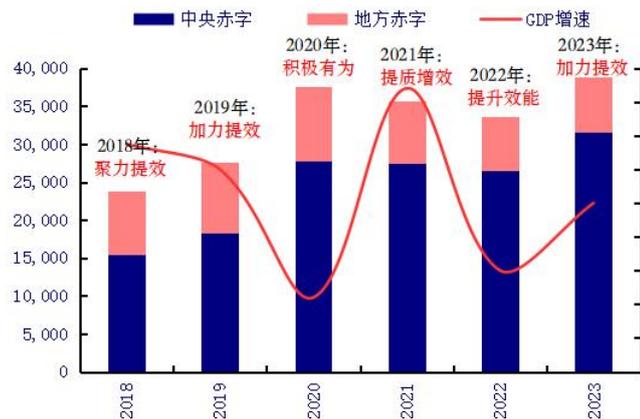
在 2023 年 12 月召开的中央经济工作会议及全国财政工作会议中，财政政策总基调从“加力提效”转为“适度加力，提质增效”。

“适度加力”在直观感受上虽然弱于去年中央经济工作会议的定位“加力提效”，但财政及货币协同强化后，政策效果未必会弱于去年。其次，“适度加力、提质增效”的内涵一方面“加力”逆周期调节，保障经济平稳运行，重点托底地产和地方债务风险，另一方面是“适度”兼顾跨周期调节，体现财政在经济高质量转型中的引领作用，不搞大水漫灌造成传统产能过剩。此外，会议还提出要“强化国家重大战略任务的财力保障”，主要是对应到财力向经济转型和“三大工程”的倾斜。而减税降费方面重在“落实”，即在过去结构性减税降费基础上进一步延续优化、提升效能。

（一）“适度加力”的政策效果未必弱于“加力提效”

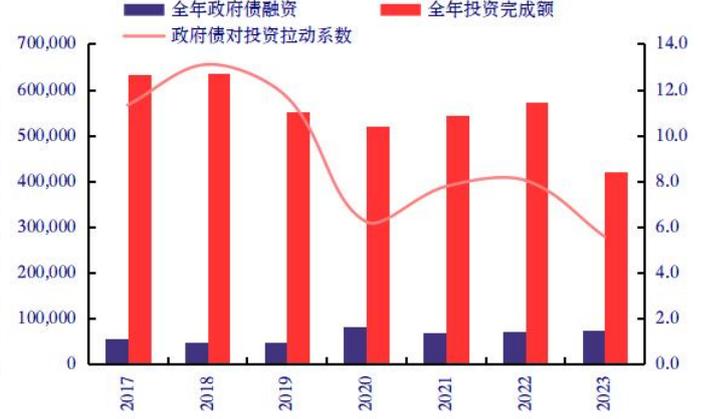
理解本次中央经济工作会议对于财政政策的表述，需要结合会议中再次提及的“加大宏观调控力度”及“增强宏观政策取向一致性”综合分析。“适度加力”在直观感受上虽然弱于去年中央经济工作会议的“加力提效”，但财政及货币协同强化后，政策效果未必弱于去年。

图 22：近年来历次财政政策取向及赤字率（亿元，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 23：政府债务对基建拉动系数（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

实际上，我国自 2013 年供给侧结构性改革以来，财政与货币政策协同效应有所降低，“宽”出的货币较多流向了地产、基建和城投，“紧”的信用又积累了成本较高的广义政府债务。当前我国基础设施建设需求已逐步降低，过去传统的财政逆周期政策对于投资和经济的拉动效果有所减弱，如图 23 所示。而财政和货币的协同是金融，我们认为加大协同意味着明年通过金融领域的“降本增效”能够实施更加精准、科学的宏观调控。

狭义赤字率及财政支出增速方面：从历年中央经济工作会议对财政政策的表述来看，自 2018 年以来财政政策基调基本为“加力提效”和“提质增效”。其中 2018 年及 2022 年均以“加力提效”为主，赤字率及专项债水平均有显著提升，预算支出增速分别为 6.49%、5.59%，2019-2021 年以“提质增效”为主，赤字率及专项债水平维持平稳或小幅下降。而本次会议提出“适度加力，提质增效”，基于 2023 年考虑到新增国债后的赤字率水平已由 3% 提至 3.8%，我们认为明年“适度加力”的赤字率水平大致在 3.5% 左右，预算支出增速在 5% 左右。

表 2：历年中央经济工作会议内容对比

时间	历年中央经济工作会议关于财政政策表述	次年目标赤字率及赤字金额	次年目标专项债规模	次年实际调入资金规模	预算支出增速
2023 年	财政政策要适度加力，提质增效。 优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障，落实好结构性减税降费政策，增强财政可持续性，兜牢基础基层三保底线，党政机关要习惯过紧日子。	2024 年预测目标赤字率：3.5%	预测：4 万亿	/	预测：5%左右
2022 年	要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。 积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度 ，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。	23 年目标赤字率：3.0% 3.88 万亿 (地方 0.72 万亿，中央 3.16 万亿)	3.8 万亿	/	5.59%
2021 年	要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。 实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。	22 年目标赤字率：2.8% 3.37 万亿(地方 0.72 万亿，中央 2.65 万亿)	3.65 万亿	2.45 万亿	8.73%
2020 年	宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。 积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度 ，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。	21 年目标赤字率：3.2% 3.57 万亿(地方：0.82 万亿，中央 2.75 万亿)	3.65 万亿	1.17 万亿	1.81%
2019 年	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出 ，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费“双升级”。	20 年目标赤字率：3.6% 3.76 万亿(地方：0.98 万亿，中央 2.78 万亿)	3.75 万亿	2.61 万亿	3.76%
2018 年	宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求； 积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模；	19 年目标赤字率：2.8% 2.76 万亿(地方 0.93 万亿，中央 1.83 万亿)	2.15 万亿	2.21 万亿	6.49%
2017 年	积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构 ，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。	18 年目标赤字率：2.6% 2.38 万亿(地方 0.83 万亿，中央 1.55 万亿)	1.35 万亿	1.47 万亿	3.32%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）支出结构：倾向“三大工程”，稳经济、防风险、调结构

中央经济工作会议在财政政策方面提及“强化国家重大战略任务财力保障”的同时，提出要“加快推进保障性住房建设，评级两用公共基础设施建设，城中村改造等三大工程，加快构建房地产发展新模式，统筹好地方债务风险化解和稳定发展”。当前地产下行和地方债务风险本是“一体两面”，我们认为明年财政政策对于基建和保障房建设将力度均将有所提升，以稳定经济增长，防范化解地产和债务风险，兼具调节住房结构。

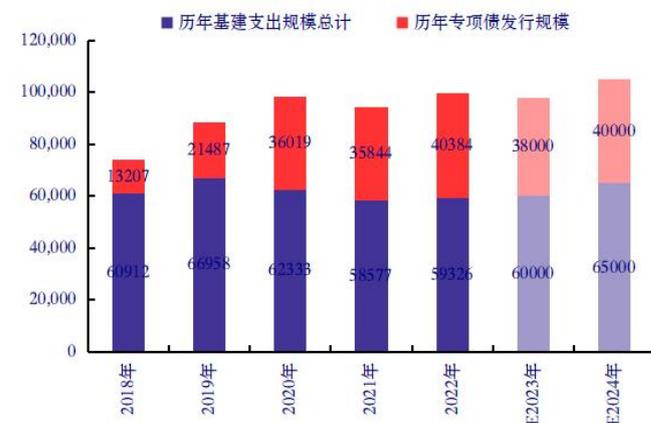
稳经济：基建支出适度回升，稳定经济合理增速。其中一般公共预算用于基建支出比例预计将显著提升（主要考虑疫情期间医疗支出的挤占因素消退，以及平急两用、城中村、保障性住房三大工程建设需要），财政基建支出合计（交通运输、城乡社区、农林水事务、节能环保四项）绝对值预计为 6.5 万亿左右，大致回升至 2019 年相当水平，累计支出略高于 2022 年水平。加上 4 万亿专项债及今年 5000 亿新增国债，2024 年财政合计用于基建投资支出的规模总计大致在 11 万亿左右水平，较 2023 年增长约 11%。

图 24：近年来公共财政收支及预测（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

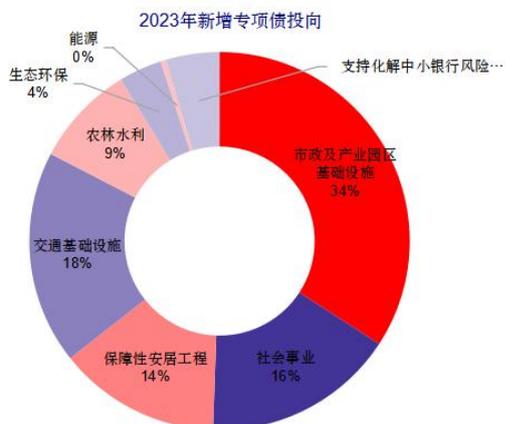
图 25：财政用于基建规模测算（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

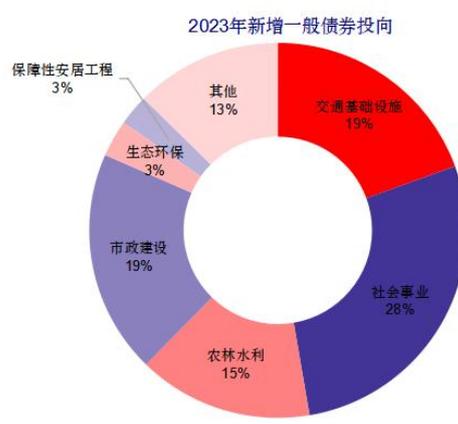
防风险：加大保障房建设支出，对冲地产投资缺口。我们预计 2024 年“一本账”用于保障性住房建设资金应在 8000 亿元以上（2023 年预算数为 7697 亿元），此外新增 4 万亿专项债中用于保障性住房建设的比例有望提升至 20-25%（2023 年为 14%），对应 8000-10000 亿资金，专项债对社会资金撬动比例按照 1:1 保守估计，2024 年保障性住房建设投资金额合计大约在 2.4-2.8 万亿左右，较 2023 年提升 7000-11000 亿左右的投资规模，将能有效弥补明年地产投资的缺口，防范地产领域及地方政府债务风险。

图 26：2023 年新增专项债资金投向



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 27：2023 年新增一般债资金投向



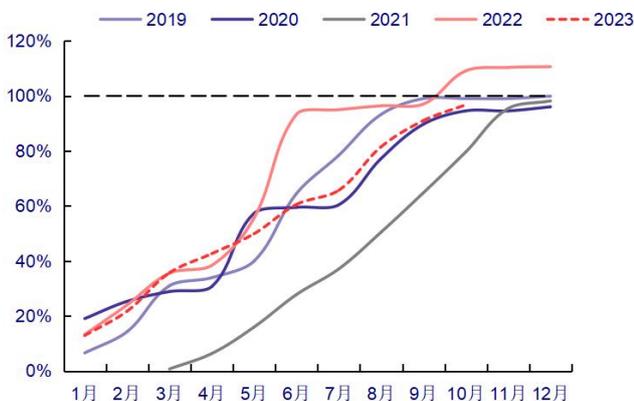
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

调结构：“城中村”和“保障房”拉动有效需求，调节住房结构失衡。今年提出的“保障房建设”及“城中村改造”中均提及“符合条件的项目纳入地方政府专项债支持范围”。而“三大工程”在兼具逆周期属性的同时，也具备较高的结构性调整作用。类比过去的“棚改”政策来看，通过财政和金融协同之下，既能形成有效需求，又能调整住房结构性失衡和城乡收入差距的现状。

（三）政策节奏：支出前置，支持年初经济“开门红”

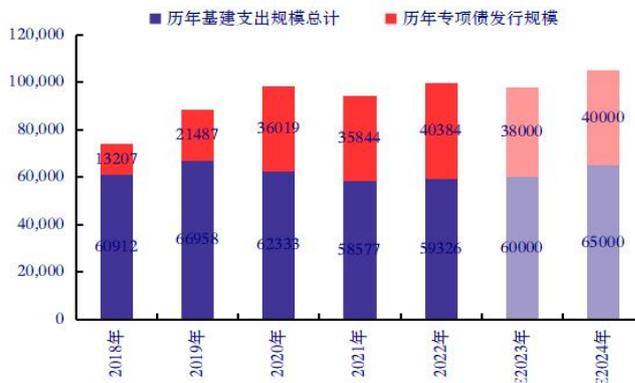
财政“支出前置”的必要性和可行性较高，一季度“开门红”大概率事件。根据我们对于明年美联储货币政策的判断，降息周期预计在2024年二季度后开启，这意味着在此之前我国货币政策仍受一定掣肘，年初的经济“开门红”大概率需要依靠财政的先行发力以带动市场预期的上行。其中“提前下达”机制延续将助力一季度债券发行，按往年经验来看有“提前批”的年份（2019、2020、2022、2023）Q1专项债发行额度普遍在30%左右，较未提前下达的2021年提高20%，如图28所示。

图 28：提前下达机制显著提升一季度专项债发行进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 29：公共预算用于基建支出与专项债发行规模预测（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我们预计明年一季度在提前下达机制下专项债的发行额度或在1.2万亿左右；按照往年财政支出节奏估算一般公共预算中基建支出在一季度合计支出规模约1.5万亿左右，再加上今年新增万亿国债预留的5000亿额度大概率也将明年一季度前下达至各地方政府2024年。一季财政基建相关的稳增长支出规模在3.2万亿，较2023年的2.76万亿提升15.9%，财政稳增长相关支出将显著前置。

（四）减税降费：重在“落实”，延续优化，提升效能

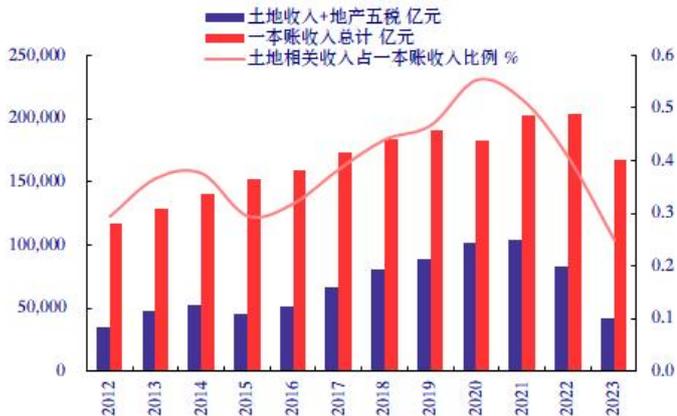
与2021年中央经济工作会议中提出的“实施新的减税降费政策”以及2018年“实施更大规模的减税降费”有所不同，本次会议在减税降费方面提出“落实结构性减税降费政策”。我们认为在减税降费方面疫情期间先后出台了“研发支出加计扣除”、“个税调整”、“购置税减免”等多项政策，2023年对大部分优惠政策也均予以延续。

但同时也要注意，我国整体宏观税负水平近年来已持续大幅降低，继续出台大规模减税降费或将影响财政调节收入分配能力及财政可持续性。因此，明年减税降费政策重点在于“落实”，在过去结构性减税降费基础上进一步延续优化、提升效能。例如进一步调整个人所得税的加计扣除方式，平衡不同区域间的加计扣除方式、优化加计扣除项目，增强居民获得感。

（五）政策的“相机抉择”：两大风险与三种情景

2024年财政或将面临的两大风险和三种情景假设。如前文所述，明年财政政策的灵活性提升，新增“特殊再融资债券”及赤字调整均是政策相机抉择的可选项，而明年可能面临的风险主要来自于两方面：一方面是地产下行与地方财政风险的“一体两面”，明年地产能否企稳既决定广义财政的收支力度也决定了狭义财政是否需要加码以对冲风险（如图32所示）；另一方面是全球经济衰退引发的外部冲击，当前欧美经济体面临的高通胀困扰或将致使2024年美国和欧洲经济陷入不同程度的衰退，中国作为典型的加工制造型外向经济体，海外经济的衰退势必将对内需造成二次冲击。

图 30：地产相关的土地收入降低造成财政收支缺口



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 31：基于不同情景下的 2024 年政府性基金收入预测 (亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

基于以上两种风险因素，我们预计财政政策明年的政策调整或将遵循以下情景假设（可参考图 33 所示）：

“国内地产企稳+海外弱衰退”的基准情景：对应 6.5 万亿左右的政府性基金收入，在海外流动性风险缓释，国内货币政策空间充裕的情景下，金融机构面临的风险冲击减弱，届时政策性金融工具支持基建以及金融化债等准财政政策将成为政策的优先选项；

“国内地产复苏+海外不衰退”的乐观情景：对应 7.5 万亿左右的政府基金收入，则年内无新增债务。如果明年地产及土地市场有显著复苏，地方政府的财政压力将显著缓解，届时对于隐债化解的压力减弱，政策重点将转向“控制新增”，土地出让收入的回补将使得“特殊再融资债券”及赤字调整的必要性大幅降低；

“国内地产下滑+海外强衰退”的悲观情景：对应 6 万亿以下的政府性基金收入（较今年继续大幅降低），财政政策或许年内赤字率调整（或特别国债）+特殊再融资债券。如果明年地产大幅下滑及海外强衰退的悲观组合出现，将对内需造成较大冲击，届时年中赤字率调整及特殊再融资债券的发行都将是政策对冲的可选项。

五、财政体制改革前瞻：强化中央统筹，稳定宏观税负

（一）现代财税体制改革的政策脉络

我国财政体制改革的三个历史阶段：“国家财政”、“公共财政”、“现代财政”我国财税体制发展阶段来看，主要经历了国家财政（1994 年分税制之前）、公共财政（1994 年-2013 年）、现代财政体制（2013 年十八届三中全会至今）三个阶段，其中“国家财政”主要匹配建国初期的计划经济体制。而 1992 年市场经济改革之后的“公共财政”主要解决了“市场与政府的关系”，重要逻辑是市场能干好的交由市场解决，市场解决不

好的交由政府处理。2013 年之后的现代财税体制主要是从法制的角度提出建立与国家治理现代化相匹配的财税体制，目前来看十九大及二十大均是在其基础上进行一系列完善工作（如表 3 所示）。

表 3：历次重要会议对财政体制改革的要求

会议时间	会议主题	关于财政体制的要求
十八届三中全会	全面深化改革	完善立法、明确事权、改革税制、稳定税负、透明预算、提高效率，建立现代财政制度，发挥中央、地方两个积极性。改进预算管理制度、完善税收制度建立事权和支出责任相适应的制度，吹响了新一轮财税改革的号角
十九次全国代表大会	开启现代化新征程	加快建立现代财政制度，建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。建立全面规范透明、标准科学、约束有力的预算制度，全面实施绩效管理。深化税收制度改革，健全地方税体系
二十次全国代表大会	现代化强国建设	健全现代预算制度，优化税制结构，完善转移支付制度

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

2013 年之后建立“现代财税体制”的三方面要求：2013 年十八届三中全会进一步提出“国家治理现代化”，并要求建立相应的“现代财税体制”，其中对建立现代财税体制的要求分别如下：一是对体制要求是“完善立法、明确事权”，二是对收入的要求是“改革税制、稳定税负”，三是对预算的要求是“明确预算、提高效率”，要求调动中央和地方的两个积极性，建立时间的要求是明确在 2020 年全面建立现代财税体制。

十九大及二十大整体是在“现代财税体制”的基础上进一步完善和优化。在十八届三中全会提出建立现代财税体制之后，“十九大”进一步从央地关系和预算制度的角度提出“加快建立现代财税制度”，主要是建立权责清晰、财力协调、区域平衡的央地关系，规范透明、科学有力的预算制度，二十大报告从体制、收入、支付三方面又相继提出“健全现代预算制度，优化税制结构，完善转移支付体制”。目前来看，以上的完善和优化主要体现在税收的立法和对支出责任的详细划分中。

在收入方面的总体改革方向是稳定宏观税负、提高直接税比重以及税收法定。目前我国 18 个税种已有 12 个上升成为法律。自 2013 年十八届三中全会提出“落实税收法定原则”以来我国陆续推动了环保税、车辆购置税、资源税等 9 项税种的立法和实施，目前还有增值税、消费税、关税、房产税、土地增值税以及城镇土地使用税 6 项尚为完成立法（如表 4 所示）。

表 4：18 项税种立法时间及税收规模

税种	立法时间	生效时间	2022 年税收金额	税收占比
个人所得税	1980 年 9 月	1980 年 9 月	14,923.00	8.96%
企业所得税	2007 年 3 月 16 日	2008 年 1 月 1 日	43,690.00	26.22%
车船税	2011 年 2 月 25 日	2012 年 1 月 1 日	1071.96	0.64%
环境保护税	2016 年 12 月 25 日	2018 年 1 月 1 日	211.00	0.13%
船舶吨税	2017 年 12 月 27 日	2018 年 7 月 1 日	53.02	0.03%
烟叶税	2017 年 12 月 27 日	2018 年 7 月 1 日	133.13	0.08%
车辆购置税	2018 年 12 月 29 日	2019 年 9 月 1 日	2,398.00	1.44%
耕地占用税	2018 年 12 月 29 日	2019 年 9 月 1 日	1,257.00	0.75%
资源税	2019 年 8 月 26 日	2020 年 9 月 1 日	3,389.00	2.03%
契稅	2020 年 8 月 11 日	2021 年 9 月 1 日	5,794.00	3.48%
城建稅	2020 年 8 月 11 日	2021 年 9 月 1 日	5,075.00	3.05%
印花稅	2021 年 6 月 10 日	2022 年 7 月 1 日	4,390.00	2.63%
增值税	未立法	未生效	48,717.00	29.24%
消費稅	未立法	未生效	16,699.00	10.02%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

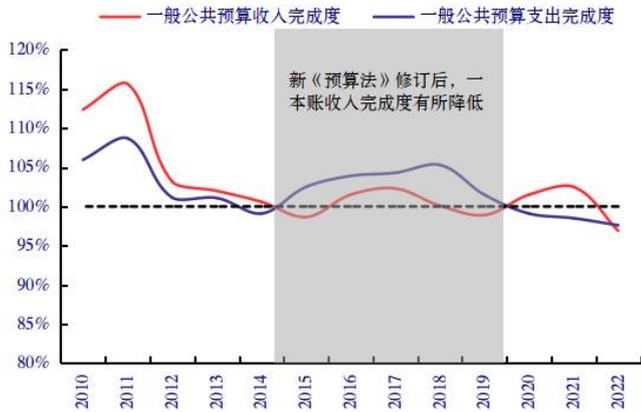
关税	未立法	未生效	2,860.00	1.72%
房产税	未立法	未生效	3,590.00	2.15%
土地增值税	未立法	未生效	6,349.00	3.81%
城镇土地使用税	未立法	未生效	2,226.00	1.34%

资料来源：财政部，wind，中国银河证券研究院

目前增值税立法已进入全国人大“二审”阶段，关税立法进入“一审”（根据相关的法律规定，列入全国人大常委会会议议程的法律案，一般应当经三次审议后交付表决），消费税草案已列入预备审议项目。目前仅房产税、土地增值税、城镇土地使用税尚未进入立法程序。

在预算方面主要是围绕《预算法》的修订，确立了预算编制的各项法定约束，规定了预算支出的“刚性”与预算收入的“弹性”，即政府各项支出需要严格按照预算执行，但预算收入由以往带有计划经济色彩的任务性转变为预期性，避免了税收征管过程中的“操作空间”，有助于加强税收的逆周期调节属性。但这体现到预算执行中的结果一般公共预算的收入完成进度更真实反映实体经济情况，与此同时以“调入资金”为主的预算平衡机制的大幅扩张（如图 32-33 所示）。

图 32：2010-2022 年一般公共预算收支完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 33：预算平衡下调入及结转结余资金大幅提升（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

政府支出方面，主要是进行了央地间事权与支出责任的调整，陆续出台了重点公共服务领域中央与地方事权与支出责任划分的改革政策（如图 34 所示），其次根据 9 项基本公共服务的保障要求，以及各省间的经济与财政能力，将各个地区的中央与地方支付比例按照“86531”的标准分类管理，即第一档地区由中央承担 80% 的支出责任，第二档地区中央承担 60% 的支出，以此类推（如图 35 所示）。

图 34：中国央地财政事权与支出责任改革推进情况

事权与支出责任改革领域	政策发布时间	政策实施时间
基本公共服务领域	2018 年 1 月 27 日	2019 年 1 月 1 日
医疗卫生领域	2018 年 7 月 19 日	2019 年 1 月 1 日
科技领域	2019 年 5 月 22 日	2019 年 1 月 1 日
教育领域	2019 年 5 月 24 日	2019 年 1 月 1 日
交通运输领域	2019 年 6 月 26 日	2020 年 1 月 1 日
生态环境领域	2020 年 5 月 31 日	2020 年 1 月 1 日
公共文化领域	2020 年 6 月 4 日	2020 年 1 月 1 日
自然资源领域	2020 年 6 月 30 日	2020 年 1 月 1 日
应急救援领域	2020 年 7 月 4 日	2020 年 1 月 1 日

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

图 35：九项基本服务保障及五档支出责任划分



资料来源：财政部，中国银河证券研究院

与十八届三中全会之前相比，财税制度改革方面已经出台了诸多制度细则，但仍然有部分问题尚未完全解决，例如央地间事权与支出责任的问题等，这也是导致目前处理地方政府债务风险时面临两难局面的根本原因。

（二）财政体制深化改革的两大方向

我们认为未来财税体制进一步改革方向包括财政体制、税收收入和政府预算三方面，其中与经济发展密切相关的主要是从财政体制改革和政府收入改革：

一是当前财政体制改革面临的核心问题是：中央与地方政府的事权与支出责任不匹配，地方支出政府责任持续加大，造成债务堆积且逻辑上无法“出清”。预计未来改革路径应是“加强中央统筹，规范地方融资”的思路。

2016年的49号文对完善财政体制的要求是“中央统一决策，地方授权执行”。例如当前新一轮的债务置换和地方融资平台转型均指向中央对于地方隐性债务问题坚决的态度。其实过去以来我国由于“土地财政”和地方融资平台的存在，客观上形成了类似于欧洲的“货币统一、财政独立”的体制，该政策体制的弊端在于中央银行在地方债务出现违约风险时，难以提供直接的流动性支持。而当前由于我国房地产供需格局的深刻变化，使得这一风险有所加剧，财政体制及地方债务融资方式转型势在必行。

二是从税收的角度来看，房产税“十四五”期间不具备开征基础，个税立法尚未纳入全国人大五年规划，其次间接税为主的税收体制存在改革需要。

房产税因为当前经济形势、税收的技术问题、以及对财政补充较弱三方面因素，在“十四五”期间不具备开征基础。从宏观形势来看，7月政治局会议已明确提出“房地产供需关系的转变”，房地产行业发展已经进入了重要转折点，房产目前正逐步由投资品转化为消费品。从技术上来看，目前我国实质上已经缴纳了物业税，征收房产税在实现上存在一定争议。此外，从房产税对税收的贡献来看，即使开征房产税其适用范围也决定了税收总量较小，对财力补充的经济意义可能小于其对当前经济的负面影响。

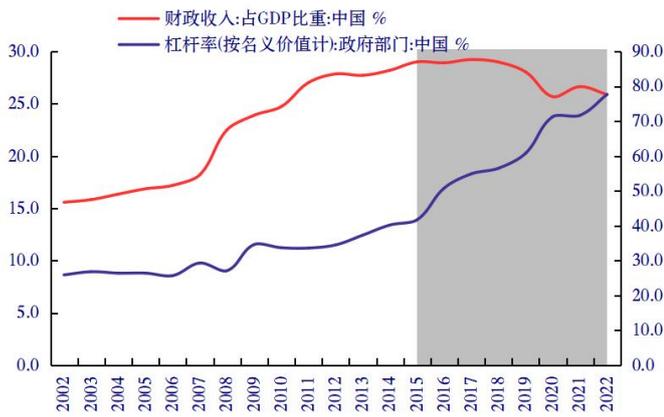
个人所得税改革方面，个税修订法案与房产税同样尚未纳入十四届全国人大常委会立法规划，意味着短期内对其税率及税制要素等大的机制不会出现较大变化，但完善专项扣除比例和专项不无需修法，例如今年新增的“一老一小”专项扣除等边际政策，未来仍有进一步优化和调整空间。

未来优化税制的核心问题是提高直接税比重。

以间接税为主的税收体制可能会加剧经济波动。因为间接税能否转嫁取决于企业的市场话语权，决定了只有经营业绩较好的企业能够完成税负转嫁，而从当前的形势来看，核心问题是大量企业面临经营困难时税负并未大幅降低。如果是在以“直接税”为核心的税收体制内，其需要缴纳的税费应是大幅降低的，但在以增值税为主体的税收体制下因为大量税负难以转嫁，其实际税负并未降低，税收作为调节经济“自动稳定器”的功能不能有效发挥。

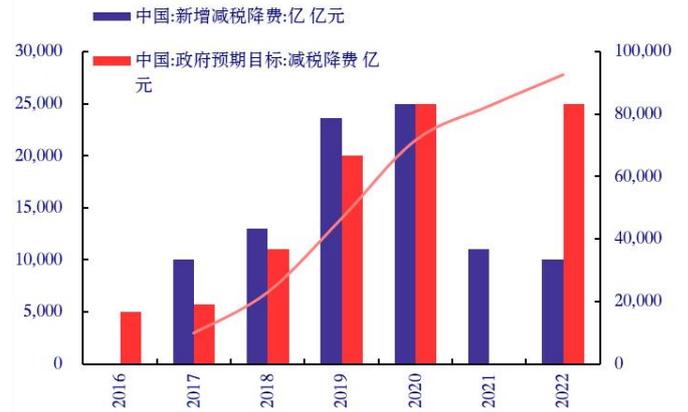
其次，间接税为主体的税制也间接引发了我国近年来财政收入增速的大幅降低（但更主要还有支出边界的不断扩张），随着2010年之后我国经济增速放缓，间接税的顺周期属性导致整体税收收入的增速降低，在2015年之后税收增速已经低于GDP增速（如图34所示），而地方政府的增量税收降低也是引起地方债务问题的重要原因之一。

图 36: 1998 年至今的三次积极财政政策扩张



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 37: 过去历年减税降费规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 2022 年与 2023 年财政基建支出与专项债发行对比 (亿元)	3
图 2: 财政基建力度与 GDP 环比均呈“U”型复苏	3
图 3: 历年财政支出强度对比 (财政支出/财政收入)	4
图 4: 2022-2023 年财政支出分项累计同比增速 (%)	4
图 5: 近年来各类企业应收账款回收周期 (天)	4
图 6: 各地方政府负债率及偿债率对比	4
图 7: 地方土地出让金收入及债务付息规模预测 (亿元)	5
图 8: 2023 年各地特殊再融资债券发行规模 (亿元, %)	5
图 9: 2023 年新增地方政府债务与特殊再融资债券规模 (亿元)	6
图 10: 历次专项债资金用途拓展与收益率	6
图 11: 首轮积极财政政策期间我国基础设施处于起步阶段	7
图 12: 我国基建投资资金来源与完成额间的资金缺口 (亿元)	7
图 13: 1998 年至今的三次积极财政政策扩张	7
图 14: 过去三轮积极财政期间货币政策的协同配合	7
图 15: 1994 年至今广义财政净融资额变化 (亿元)	8
图 16: 城投债与政府债的融资利差	8
图 17: 棚改建设与基尼系数	9
图 18: 借助专项债与 PSL 工具完成政府投融资闭环	9
图 19: 历次财政扩张的资金利率及工业价格水平	10
图 20: 历次财政扩张对国内价格及资本市场的拉动作用 (%)	10
图 21: 1998-2000 年年中赤字调整对经济的拉动作用	10
图 22: 近年来历次财政政策取向及赤字率 (亿元, %)	11
图 23: 政府债务对基建拉动系数 (亿元)	11
图 24: 近年来公共财政收支及预测 (亿元)	13
图 25: 财政用于基建规模测算 (亿元)	13
图 26: 2023 年新增专项债资金投向	13
图 27: 2023 年新增一般债资金投向	13
图 28: 提前下达机制显著提升一季度专项债发行进度	14
图 29: 公共预算用于基建支出与专项债发行规模预测 (亿元)	14
图 30: 地产相关的土地收入降低造成财政收支缺口	15
图 31: 基于不同情景下的 2024 年政府性基金收入预测 (亿元)	15
图 32: 2010-2022 年一般公共预算收支完成进度	17
图 33: 预算平衡下调入及结转结余资金大幅提升 (亿元)	17
图 34: 中国央地财政事权与支出责任改革推进情况	17
图 35: 九项基本服务保障及五档支出责任划分	17
图 36: 1998 年至今的三次积极财政政策扩张	19
图 37: 过去历年减税降费规模	19

表格目录

表 1: 部分地方获得的用于偿还拖欠款的特殊再融资债券情况	5
表 2: 历年中央经济工作会议内容对比	12
表 3: 历次重要会议对财政体制改革的要求	16
表 4: 18 项税种立法时间及税收规模	16

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家

高明：宏观分析师、宏观组组长

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn