

周期之下的波动与回归

——从财政政策的角度

摘要

- 疫情后的全球财政背离。**2020年至今，全球财政扩张的节奏不同，其中2021年为差异最大的一年，此后延续分化。2020年，全球赤字明显上升，发达经济体主要由于财政支出的增长和财政收入的下降双重影响，而新兴市场的赤字上升主要原因在于财政收入的下降。美国在发达经济体中财政发力更加积极，而中国财政发力相对稳健。2021年和2022年，发达经济体和新兴市场经济体的财政赤字有所下降，但各收入国家的财政赤字仍高于疫情前的水平。中国方面，疫情后财政延续积极基调，但每年侧重方面不同，2021年开始有所转向，2022年留抵退税和疫情影响下财政收支表现较弱。
- 拉长时间看经济与财政周期。**中国方面，1998年之后，财政政策定调延续“积极”或“稳健”，但在不同的经济背景下，财政政策的侧重并不相同。1998年后，我国经历了6轮完整的短周期，财政政策也大约经过了六次政策调整，整体来看我国财政政策并不是简单的量入为出，赤字率更能体现财政政策的逆周期调节作用，且财政政策既注重需求侧管理也注重供给侧管理。美国上世纪60年代之后，财政预算赤字占GDP的比重大多在衰退期间或者衰退后不久增加较多，从赤字占GDP的比重也能看出一定的周期变化特点。联邦政府支出波动高于州和地方政府，财政支出占GDP的比重高于中国，但州和地方政府投资的波动往往更大。美国的财政政策同样是运用税收和政府支出来调节，在居民端工具使用更多，侧重于促消费，但长期也有三方面问题。
- 财政政策之未来时。**2024年，中国财政政策将延续积极态势，预算赤字率有望继续突破3%，且后续转移支付管理的规范性、有效性和透明度有望进一步提高。美国2024年的财政政策或中规中矩，2024年整体支出总量上仍将较大，但增速减慢，收入端或有所修复，赤字规模或有所减少，整体财政政策对于经济的拉动效果或有所减弱，财政政策的高光时刻已逐渐过去。
- 风险提示：**地缘政治风险超预期，全球经济增长低于预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

- 又是一轮“虚幻的黎明”？——关于日本疫后物价上行持续性的探究 (2024-01-04)
- 云涌之时，风起之势——2024年宏观经济与政策展望 (2023-11-26)
- 新视角、多维度说化债——海外化债借鉴及央地问题探究 (2023-11-05)
- 风已起，全球基建轮动 (2023-10-25)
- 从消费信贷看美国家庭资产负债表 (2023-09-30)
- 涵煦徐行，蓄势而动——周期叠加下的转型节点与政策布局 (2023-09-01)

目 录

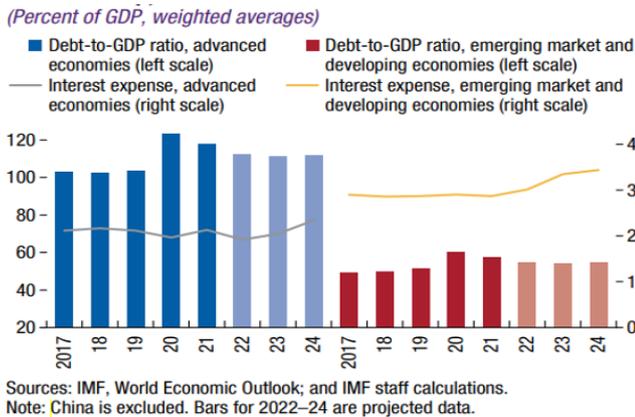
1 疫情后的全球财政政策	1
2 拉长时间看经济与财政周期	3
2.1 中国积极财政政策背后的需求和供给拉动.....	3
2.2 美国财政政策的周期性与长期问题.....	6
3 财政政策之未来时	8

我们曾在专题《新视角、多维度说化债》中阐述过对于国内财政政策的看法，央地债务结构有望优化，化债之后财政加力可期，货币协同性有望增强；也在《他山之石：美国、日本财政政策对比》梳理过美国的财政政策。疫情之后，全球财政政策扩张节奏有明显区别，本篇专题我们从近几年财政政策入手，进而探索较长周期财政与经济的关系，展望后续财政政策走势。

1 疫情后的全球财政政策

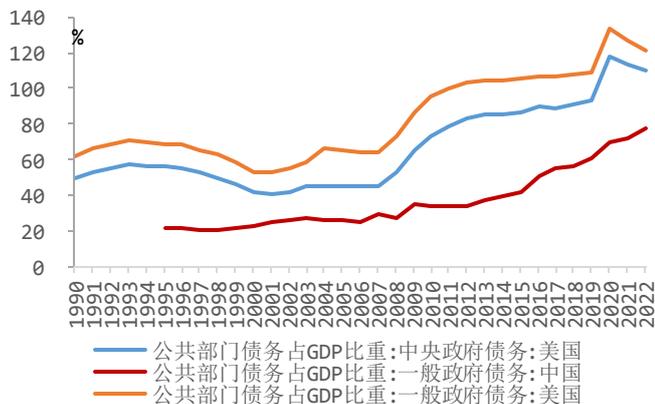
2020年至今，全球财政扩张的节奏不同，其中2021年为发达市场与新兴市场差异最大的一年，此后延续分化。2020年，受疫情影响，世界整体财政政策处于扩张中，但发达国家扩张更明显。根据国际货币基金组织（IMF）发布的2022年度和2023年度财政监测报告显示，为应对疫情对经济造成的冲击，各国出台一系列大规模经济刺激计划，全球公共债务在2020年底达到226万亿美元，创历史新高，其中发达经济体债务规模攀升幅度更高，增幅为20%。2020年，发达经济体财政赤字占GDP的比重平均为11.7%，发展中国家为9.8%，而低收入发展中国家为5.5%；2020年，全球公共债务占GDP的比例攀升至97.3%，约比疫情前的水平高出13个百分点，为此大多发达经济体和一些新兴市场经济体的央行降低了政策利率并购买政府债券，对于发达经济体，财政支出的增长和财政收入的下降双重影响下，赤字明显上升，而新兴市场的赤字上升主要原因在于财政收入的下降。2020年，美国一般政府债务占GDP的比重及中央政府债务占GDP的比重分别为121.38%和118.42%，较2019年上升24.74和25.35个百分点，较2010至2019年的均值上升29.34和32.89个百分点；2020年，中国一般政府债务占GDP的比重为70.14%，较2019年上升9.73个百分点，上升幅度明显低于美国。2020年，发达经济体、美国、新兴市场和发展中经济体、中国的政府总支出占GDP的比重分别为46.36%、44.82%、31.03%和32.69%，分别较2019年占比回升7.67、8.85、2.18和1.25个百分点。总的来看，中美在2020年财政都有所扩张，但美国在发达经济体中财政发力更加积极，而中国财政发力相对稳健。2021年和2022年，发达经济体和新兴市场经济体的财政赤字有所下降，但各收入国家的财政赤字仍高于疫情前的水平。在全球通胀上行的同时，发达经济体和新兴市场经济体(不包括中国)的平均赤字明显萎缩。此外，由于石油收入的增加，许多石油出口国2021年开始有财政盈余。2022年，全球政府债务达到GDP的91%，比疫情前的水平高出约7.5个百分点。2021年和2022年，食品和能源价格的上涨也给政府带来压力，根据联合国粮农组织的数据，2022年8月的食品价格指数比2019年高出45%。为此，各国实施了价格补贴、减税和现金转移支付等措施帮助家庭部门，但同时很多国家更加关注债务问题和偿债压力问题。2021年和2022年，美国的一般政府债务占GDP的比重，及中央政府债务占GDP的比重较前一年都有所减少，2021年分别降至126.43%和113.71%，2022年分别降至121.38%和110.15%；但2021年和2022年，中国一般政府债务占GDP的比重持续上行，分别较上一年上升1.7和5.26个百分点至71.84%和77.1%。

图 1：2014-24 年，DM 和 EM 国家总债务占 GDP 的比重



数据来源：IMF 财政监测报告，西南证券整理

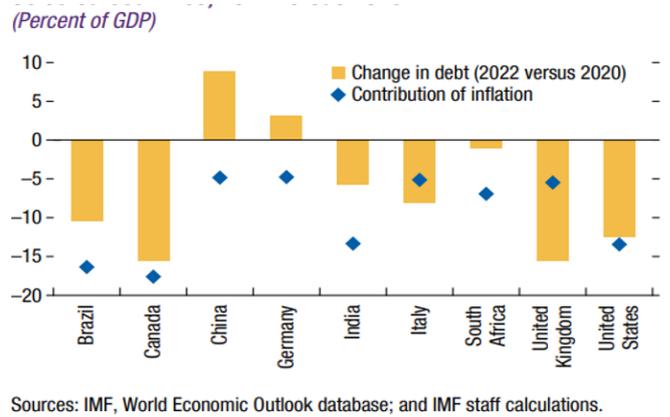
图 3：中美公共部门债务占 GDP 比重对比



数据来源：Wind，西南证券整理

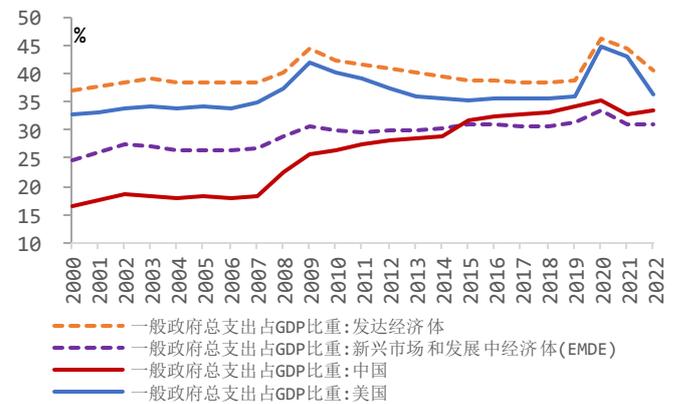
具体看中国方面，疫情后财政延续积极基调，但每年侧重方面不同，2021 年开始有所转向，2022 年留抵退税和疫情影响下财政收支表现较弱。从 2020 年以来，政府工作报告对于财政的表态看，2020 年为“积极的财政政策要更加积极有为，赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债”，2021 年为“积极的财政政策要提质增效、更可持续。考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，赤字率拟按 3.2% 左右安排、比 2020 年有所下调，不再发行抗疫特别国债”，2022 年为“提升积极的财政政策效能，赤字率拟按 2.8% 左右安排、比 2021 年有所下调，有利于增强财政可持续性”，2023 年为“积极的财政政策要加力提效，赤字率拟按 3% 安排。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”。从表态的积极程度看，最积极的为疫情暴发的 2020 年，其次为中外货币政策明显分化的 2023 年，再次是 2022 年和 2021 年注重在收入自然回升下的效率提升。从财政收支总数据看，2020 年至 2022 年及 2023 年 1-11 月，我国公共财政支出同比增速分别为 2.8%、0.3%、6.1%、4.9%；我国公共财政收入的同比增速分别为 -3.9%、10.7%、0.6%、7.9%。2021 年，公共财政支出增速明显低于公共财政收入，实际财政支出的力度有所保留。从新增地方专项债发行节奏看，2020 年专项债发行前置，但 2021 年前多后少，2022 年发行整体集中在上半年，2023 年节奏较为平均，2020 年上半年和下半年新增专项债的发行额分别是 22313 亿元和 13706.08 亿元，2021 年上半年和下半年新增专项债的发行额分别是 10143.95 亿元和 25700 亿元，2022 年

图 2：2022 比 2020 年不同国家通胀对于债务率的影响变化



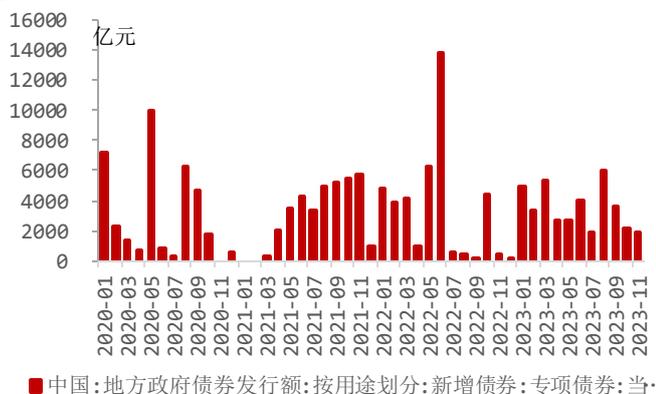
数据来源：IMF 财政监测报告，西南证券整理

图 4：不同经济体一般政府总支出占 GDP 比重对比



数据来源：Wind，西南证券整理

上半年和下半年新增专项债的发行额分别是 34063 亿元和 6322 亿元,2023 年上半年和 6-11 月新增专项债的发行额分别是 23008 亿元和 15626 亿元。从土地出让金收支的变化看,2020 年后基本延续回落态势,其中 2022 年回落较多。2017 年 5 月,财政部、国土资源部联合发文关于印发《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》的通知,指出 2017 年先从土地储备领域开展试点,发行土地储备专项债券,规范土地储备融资行为;2019 年 9 月,国常会指出专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目;2020 年 3 月,明确 2020 年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域。地方本级土地使用权出让收入同比增速在 2017 年达到峰值 40.7%后,逐渐回落,到 2020 年回落至 15.9%,2021 年和 2022 年分别为 3.5%和-23.3%,2023 年 1-11 月累计同比增速为-17.9%。从央地看,2020 年以来中央财政对地方施以援手的比重逐年加大,2022 年尤为明显,2023 年延续中央财政主要承担加杠杆责任。2023 年赤字规模 38800 亿元,这是连续两年的赤字规模下降后首现回升,但增加的 5100 亿元全部来自中央赤字规模增加,地方赤字规模维持 2022 年的 7200 亿元。此外,2020 年后,中央对地方的转移支持持续在高位,对比 2019 年的 7.44 万亿元和 2016-2019 年平均的 6.14 万亿,2020 年、2021 年和 2022 年中央对地方转移支付分别为 8.32 万亿元、8.22 万亿元和 9.69 万亿元,都在较高水平,且较疫情前都有较大程度的增长。从决算和预算对比看,2020 年后,只有 2022 年财政收支不及年初预算,在疫情冲击和留底退税背景下,2022 年财政收入规模仅录得年初预算值的 96.9%,为近年同期的最低水平,2022 年公共财政支出进度只有 97.6%,也为近年较低水平。

图 5: 我国新增专项债发行节奏有明显不同


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 我国中央对地方转移支付的力度近年加强

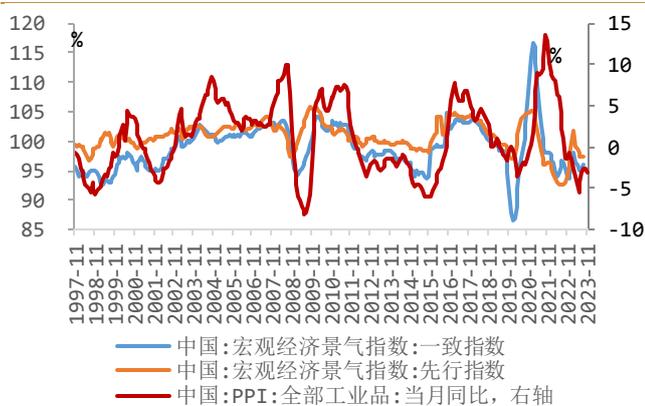

数据来源: Wind, 西南证券整理

2 拉长时间看经济与财政周期

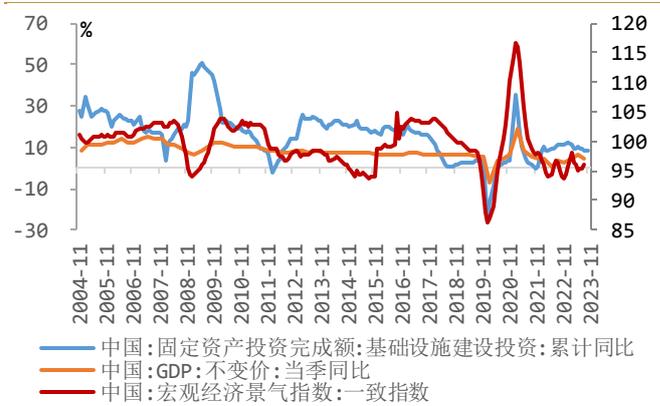
2.1 中国积极财政政策背后的需求和供给拉动

1998 年之后,我国财政政策定调延续“积极”或“稳健”,但在不同的经济背景下,财政政策的侧重并不相同。经历过 1997 年亚洲金融危机爆发,1998 年至 1999 年很多亚洲国家陷入严重的金融和货币危机,我国也面临外需低迷、内需不足、产能过剩等问题,且处于轻工业向现代化工业转型的关键节点。综合宏观经济景气指数和物价水平看,1998 年后,我国经历了 6 轮完整的短周期,疫情前的 5 轮短周期平均长度为 41 个月,与 40 个月的存货

周期基本一致；如果从中周期看，经历了两轮中周期（时间大约 9-10 年），与投资周期的时间基本可以扣合。从财政政策看，自 1998 年以来，也大约经过了六次政策调整。为抵御亚洲金融危机冲击以及克服国内有效需求不足，1998 年至 2004 年，财政政策的定调为“积极”，配合“稳健”的货币政策；在经济恢复势头较好下，2005 年，财政政策转变为“稳健”，货币政策依然维持“稳健”，2007 年 12 月初召开的中央经济工作会议提出了“双防”，即要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务，对此我国继续实行稳健的财政政策，而稳健的货币政策则转向较为严厉的从紧的货币政策；在 2008 年全球金融危机，宏观政策调控更加注重“保增长”下，2009 年至 2010 年，货币政策转变为“适度宽松”，财政政策也变为“积极”；2011 年后，财政政策维持积极定调，货币政策维持稳健基调，但其中表述上有细微差别和侧重。

图 7：从宏观景气和物价看我国短周期


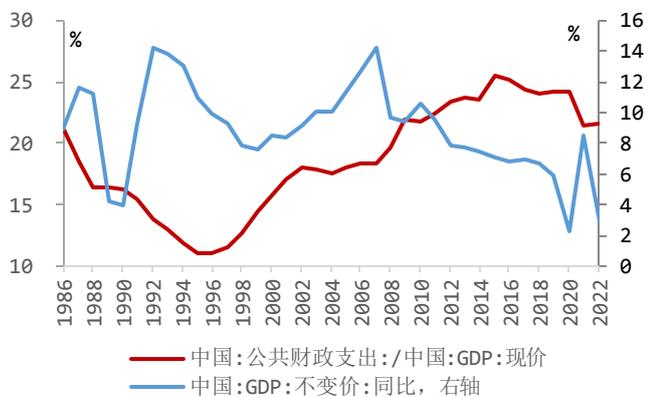
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：从投资和经济增速看我国周期


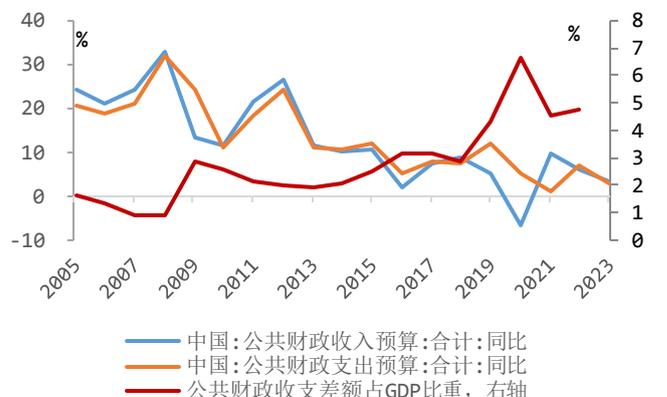
数据来源：Wind, 西南证券整理

我国财政政策并不是简单的量入为出，赤字率更能体现财政政策的逆周期调节作用。从公共财政支出占同期 GDP 的比重看，1998 年至 2002 年间，占比持续回升，从 12.67% 升至 18.12%，随后在 2003 年至 2007 年间，占比稳定在 18% 左右；2008 年至 2015 年间，在积极定调下，公共财政支出占 GDP 的比重持续攀升，从 19.6% 上升至 25.53%；后续占比回落，2016 至 2020 年间，稳定在 25% 左右，但 2021 年和 2022 年回落至 21% 以上水平。从公共财政预算收入同比增长率和财政预算支出增长率的变化看，1998 年后，除了疫情影响较严重的 2020 和 2021 年，两者变化趋势呈现出高度一致性，且呈现较明显的周期性，与财政政策边际变化的节奏对应，这在一定程度上说明我国财政政策有量入为出的特征。但另外，公共财政预算收支差额占 GDP 的比重变动趋势与收支增速变动差距较大，1998 年至 2003 年，财政收支差额占 GDP 的比重逐渐上升，但 2003 年至 2007 年，占比回落明显，2008 年之后，占比整体呈现波动上行趋势。相比财政收支增速，预算赤字率具有更明显的逆周期趋势。在 1994 至 1999 年复式预算体系初步形成的背景下，经常性预算不列赤字，但建设性预算赤字可以在不突破年初确定规模的前提下，发行长期建设国债，加强预算平衡与赤字控制和债务管理；2000 至 2013 年，预算管理制度以部门预算改革为中心，以支出预算管理为重点，统筹预算内外资金；2013 年至今，预算管理制度按照全面规范、公开透明的总体方向进行改革；2014 年 6 月中央政治局会议审议通过《深化财税体制改革总体方案》；2014 年和 2021 年，国务院先后印发了深化预算管理制度改革两个重要文件。1998 年发行 1000 亿元长期建设国债用于基础设施建设；1999 年发行 1100 亿元长期建设国债，除用于基础设施建设外，又扩展用于支持国有企业技术改造；2000 年发行 1500 亿元长期建设国债，除用于基础设施建设和支持国有企业技术改造外，还用于加大西部开发、生态环境建设和发

展科技教育投入；2001年和2002年各发行了1500亿元长期建设国债重点用于在建项目和西部开发。

图 9：财政支出占 GDP 的比重变化


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10：我国赤字变化更具有逆周期特性


数据来源: Wind, 西南证券整理

我国的财政政策既注重需求侧管理也注重供给侧管理。财政政策需求侧管理有明显体现的是1998-2003年以及2008-2013年，期间我国宏观总体供给过剩、家庭部门消费需求不足、企业投资意愿不足，经济下行压力较大，因此积极财政政策的主要目的是拉动内需增长，更多的是逆周期调节。注重需求侧管理的财政政策多是采用增加政府采购、出口退税来增加企业收入，以及发放消费券等增加居民消费等措施。此外，我国财政政策也注重供给侧管理，主要采取减税降费降低企业成本，营改增，财政补贴、政府采购、资源税改革等途径和手段。从财政政策看，针对企业的较多，对于居民端的偏少。

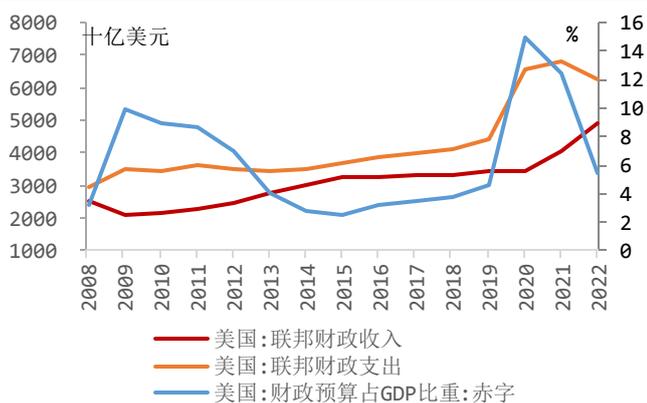
我国财政货币政策协同方面，分税制改革之后，经过诸多变化，当下我国多采用政策性金融工具。1984年，中国人民银行正式开始行使中央银行职能；1995年颁布的《中国人民银行法》中明确规定，中国人民银行不得对政府财政透支，自此我国财政政策与货币政策分而自治，又相互配合联系。总的来说，我国财政货币政策协调是以发改委确立政府鼓励投资的方向和项目，央行掌握货币闸门，中央财政牵头安排赤字、公债、减税和支出政策的方式为主。地方政府在具体实施过程中，地方财政部门既直接安排投资等支出安排，也按照地方发展战略通过投融资平台介入地方投融资。所以，除了国债，地方政府举债和投融资平台，实际上也是2016年以前财政政策与货币政策的主要交汇点之一。2022年6月，国常会首次提出“确定政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的举措”。政策性开发性金融工具是指为实现政府特定政策目标，支持国家战略基础设施项目和特定产业发展而创设的特殊金融工具，主要由政策性银行负责具体实施，相应金融工具有别于普通商业银行金融工具，支持特定战略性产业，项目资金成本低、期限长、资金专用性强，政策性开发性金融工具主要包括设立专项基金、定向发债、补充资本金、过桥贷款、财政贴息、到期退出等规范性程序。从资金投向上看，政策性开发性金融工具主要用于交通、能源、水利等网络型基础设施建设，信息、科技、物流等产业升级基础设施建设，城市基础设施建设，农业农村基础设施建设，国家安全基础设施建设，重大科技创新、职业教育等领域，以及其他可由地方政府专项债券投资的项目建设。2023年12月8日召开的中央政治局会议提出，“要增强宏观政策取向一致性”；随后召开的中央经济工作会议进一步强调，“要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力”。由此，明确了“增强宏观

政策取向一致性”的两层重要含义：一是货币政策和财政政策等宏观政策要增强一致性；二是非经济性政策也要纳入宏观政策取向一致性评估的范畴，进一步强化政策之间的统筹。当面临有效需求不足时，加大财政政策力度虽然有助于扩张总需求，但是也会扩大财政赤字规模并推升名义利率水平，导致政府债务规模和融资成本上升偏快，进而压缩财政政策空间。如果采取货币政策加以配合，将有助于减少财政赤字规模并使得市场利率水平相对稳定，从而降低财政政策实施成本并预留更宽裕的财政政策空间。财政货币协调性增强是大势所趋也是必然要求。

2.2 美国财政政策的周期性与长期问题

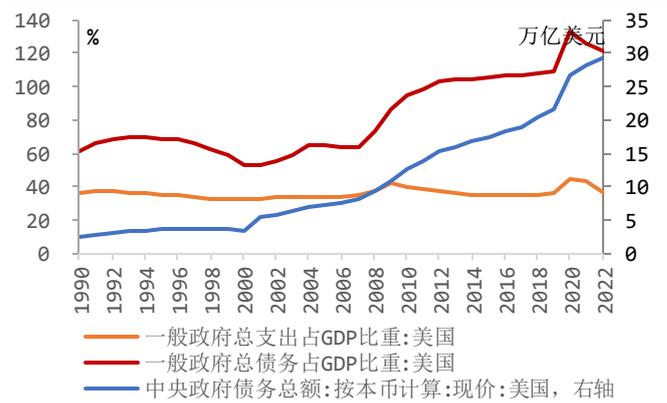
2020年后联邦财政支出和收入都高于疫情之前水平，赤字率在2020年顶点后回落但也仍然明显高于疫情之前水平。2020财年财政赤字率为14.9%，大幅高出2019年的4.6%和2018年的3.8%，该数值也是自1945年以来的历史新高。从财政收入与支出情况分别来看，自1972年以来联邦政府的平均财政收入占GDP比重为17.3%，财政支出占比为20.8%，疫情前美国联邦政府财政收支基本保持在历史平均数值范围内，但2020年财政支出在疫情冲击下大幅跃升至31.3%，而2019年和2018年的财政支出占比为21%和20.2%。2021财年和2022财年，美国财政赤字率分别回落至12.4%和5.5%，2023年重新回升至6%，都高于2015-2019年的平均水平3.52%。美国国会于2020年3月和4月迅速颁布了四项主要联邦法律，以帮助受经济衰退影响的家庭、企业及地方政府，美国国会预算办公室2020年9月发布的报告估算，与疫情相关的立法使得2020财年的联邦赤字增加约2.3万亿美元，并在2021财年增加0.6万亿美元，且2020—2030年期间，这些法律预计将增加2.6万亿美元的赤字（不包括由于法律对经济的影响而导致的预算变化）。此后，美国又陆续推出第五轮财政救助计划、基础设施投资和就业法案、通胀削减法案等。在政策持续刺激下，疫情之后美国财政的底色一直维持宽松积极基调。

图 11：危急时刻，美国赤字率明显抬升



数据来源：Wind，西南证券整理

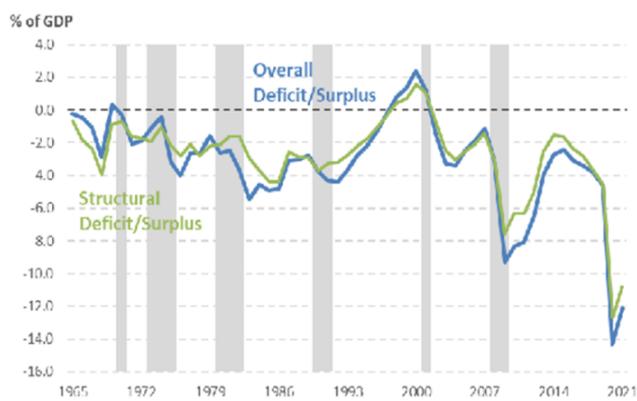
图 12：美国政府债务总额不断攀升



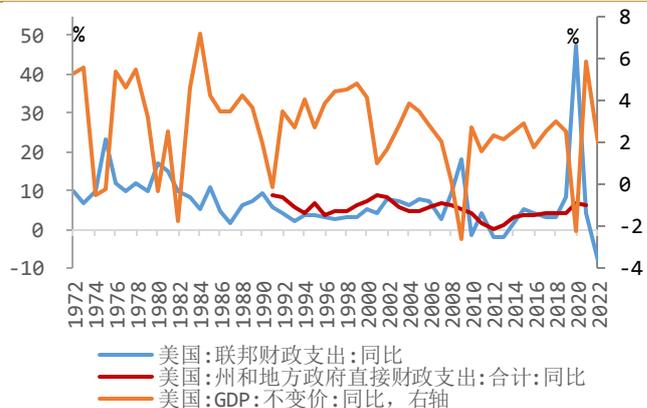
数据来源：Wind，西南证券整理

美国财政政策的逆周期性更加明显，从赤字的角度看得更加清晰。从历史上的经验看，普遍意义上，发达经济体的财政政策更表现出逆周期的特点，但发展中国家的财政政策倾向于顺周期性，这与财政体制或“量入为出”的特点都有较大关系。从财政赤字（盈余）占GDP的比重看，上世纪60年代之后，财政预算赤字占GDP的比重大多在衰退期间或者衰退后不久增加较多，从赤字占GDP的比重也能看出一定的周期变化特点。随着经济进入复苏，财政刺激政策对支持经济增长的必要性降低，预算赤字占随之缩小，此趋势在1965至

2009 年间基本维持。上世纪 70 年代，美国经历了石油危机、经济衰退和通胀，导致 1970 至 1997 财年大部分时间里，联邦预算赤字加速增长，1992 年(按绝对值计算)达到了 2900 亿美元的峰值。1997-2001 财年，财政收入超过支出，导致盈余，但这主要表现在公共预算开支的盈余，但财政部从社会保障信托基金中借入资金。随后，在互联网泡沫破裂，9/11 后，财政支出急剧增加。从 2000 财年的 2360 亿美元财政盈余变成 2004 财年的 4130 亿美元赤字。2005 财年，随着税收收入大幅增加，赤字开始缩小，到 2007 年，赤字减少到 1610 亿美元。2008 年，面对金融危机，美国联邦政府通过了一系列经济刺激计划，2008 财年，赤字增加到 4590 亿美元，2009 财年增加到 1.4 万亿美元。在随后的几年里，美国经济和赤字规模都在一定程度上逐渐修复，陆续出台了对财政预算有重大影响的法律，包括 2010 年的《平价医疗法案》、2011 年的《预算控制法案》和 2012 年的《美国纳税人救助法案》。赤字占 GDP 的比重在 2009 年达到峰值后，到 2014 年开始下降，降至约占 GDP 的 2%。然而从 2016 年开始，尽管经济状况相对稳健，但结构性赤字开始再次上升，2019 年接近 GDP 的 5%。

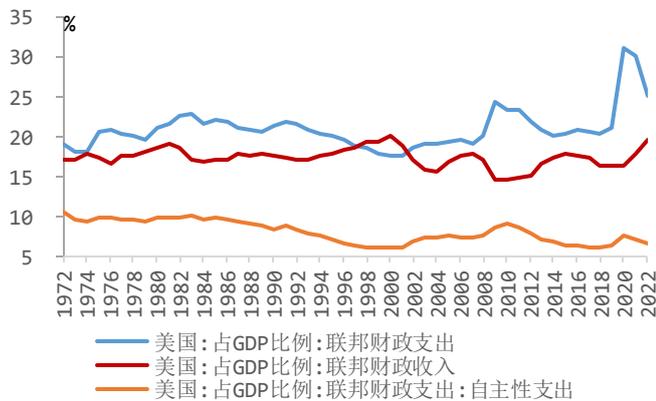
图 13：美国财政赤字在危机期间或之后突增


数据来源：Wind，西南证券整理

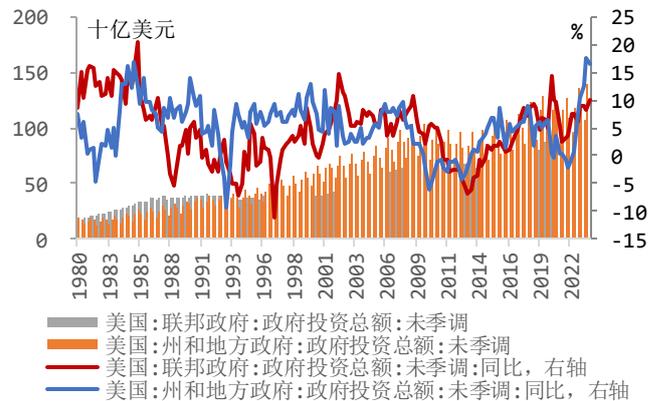
图 14：美国联邦政府支出波动性较州和地方政府更大


数据来源：Wind，西南证券整理

联邦政府支出波动高于州和地方政府。从财政支出占 GDP 的比重也能看出波动，但周期性不及赤字表现得明显，另外联邦支出的波动明显较州和地方政府支出的波动更强，详见《他山之石：美国、日本财政政策对比》。联邦支出占 GDP 的比重和州和地方政府支出占 GDP 的比重基本相当，基本在 16% 到 25% 之间波动，总的占比在 35%-45% 之间，占比较中国更高，此外美国政府债务占 GDP 的比重也较中国更高。相比州和地方政府，联邦财政周期性更强。数据层面，虽然州和地方政府的支出同比波动比联邦政府更小，但州和地方政府投资的波动往往更大，且一定程度上受到政治的影响。一般来说，选举前一年投资支出最高，选举后一年投资支出最低。

图 15：美国联邦与州和地方政府支出占 GDP 的比重


数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：州和地方政府的投资波动更大


数据来源：Wind，西南证券整理

美国的财政政策同样是运用税收和政府支出来调节，在居民端工具使用更多，侧重于促消费，但长期也有三方面问题。在衰退或金融危机期间，最常用的财政政策工具是政府支出和税收政策改变。2022 年联邦政府前三项支出分别是社保、医保和国防，占联邦政府总支出的比重分别为 19.3%、15.5%和 12.0%，州和地方政府支出中占比最高的为教育、员工薪酬和公共福利，2021 年占比分别为 25.4%、23.9%和 19.1%。在经济受到冲击时，美国联邦政府通过调节财政支出力度以刺激经济，其中中小企业和居民是重点对象。然而，财政政策长期积极可能通过三个主要途径对经济产生负面影响。首先，持续的巨额预算赤字导致债务与 GDP 之比上升，使得债务水平不可持续。如果政府对债务违约的感知或实际风险开始上升，债务占 GDP 比重上升可能会带来问题。随着违约风险增加，市场也将要求更高的汇报率来补偿自己。其次，持续的财政刺激可能会挤出私人投资，从而限制长期经济增长，而私人投资是经济长期规模的重要决定因素。第三，不断上升的公共债务将要求联邦预算中用于支付债务利息的部分逐渐增加，这可能会挤占其他优先政策。

3 财政政策之未来时

2024 年，中国财政政策将延续积极态势。2024 年，中美经济和政策周期分化情况或有所减弱。2023 年 12 月中央经济工作会议提出“积极财政政策‘适度加力、提质增效’”，与 2022 年中央经济工作会议中财政政策“加力提效”的提法类似，2024 年财政政策仍将延续积极态势，同时更加强调财政资金的使用效率和政策的效果。支出端，优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障，并合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围，2023 年的新增专项债限额 3.8 万亿元，2024 年在这一基础上或增加至 4 万亿元左右，使用范围上新增支持城中村改造、保障房、旅游、充换电等；收入端，落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。2023 年 1-11 月，全国一般公共预算收入首次突破 20 万亿元关口（20.01 万亿元），同比增长 7.9%。2024 年减费降税将向重点领域倾斜，政策效率也将进一步提升。2023 年 10 月，人大决定在 2023 年四季度增发 1 万亿元国债，赤字率由 3%提高到 3.8%左右，财政政策得到进一步接力。2024 年，在“巩固和增强经济回升向好态势”的目标下，预算赤字率有望继续突破 3%。此外，会议还强调要“严肃财经纪律”，尤其是“严格转移支付资金监管”，2023 年，中央对地方转移支付规模达到 10.06 万亿元，后续转移支付管理的规范性、有效性和透明度有望进一步提高。

美国 2024 年的财政政策或中规中矩，对经济的拉动作用逐渐减弱。2023 财年，是美国宣布新冠肺炎结束后第一个完整财年，在应对新冠疫情的临时性政策支出大部分已到期的情况下，美国联邦政府总支出超过了 7 万亿美元，比上一个财年增长 1.5%，收入冲抵后，美国联邦政府净支出规模 6.13 万亿，联邦政府财政赤字规模达到了 1.69 万亿美元，受财政收入下降规模较大的影响，财政赤字规模比上一个财年增长了 3200 亿美元。分项来看，个税和社保缴费是美国联邦政府两大主要收入来源，2023 财年，美国联邦政府个税总收入 2.55 亿美元，受退税增加的影响，个税净收入下降至 2.176 万亿美元，美国联邦政府个税收入减少了 4567 亿美元，比上一个财年下降了 17%；美国联邦政府社保收入 1.614 万亿美元，比 2022 财年增长了 8.8%。支出方面，卫生与公众服务、社保中心、财政部、国防部是 2023 财年，美国联邦政府财政支出规模最大的 4 个部门。2023 财年，卫生与公共服务部总支出近 2.36 万亿美元，占美国联邦政府财政总支出的比例已经回升至 33%。其中医疗保险和医疗救助中心支出规模超过了 2.14 万亿美元，是美国卫生与公共服务部支出规模最大的部门。与 2022 财年相比，医保中心支出增长 3.86%，高于美国 GDP 的增长速度；养老金支出超过了 1.2 万亿美元，比 2022 财年增加了 1287 亿美元，增长超过接近 12%。2023 财年，尽管财政部总支出规模有所下降，但是国债利息规模支出接近 8.8 千亿美元，比 2022 财年增加了 1.67 千亿美元，增长了 22.5%。2023 财年，美国国防部支出 7775 亿美元，收入冲抵后净支出 7759 亿美元，比 2022 财年增长了 6.82%，实现了近 4 个财年来最快的增长速度。教育部是过去 2 个财年，美国联邦政府财政支出变化最大的部门。在学生贷款下降和公众捐助收入双重增长的影响下，2023 财年，美国教育部财政支出比 2022 财年减少了 6800 亿美元。当地时间 1 月 7 日，美国国会众议院议长约翰逊表示国会两党领导人当天就一项总额达 1.59 万亿美元的支出协议达成一致，为联邦政府避免在 1 月晚些时候陷入部分“停摆”铺平道路，该协议为 2024 财年（2023 年 10 月 1 日至 2024 年 9 月 30 日）制定了支出计划，其中 8860 亿美元用于国防支出，7040 亿美元用于非国防支出，但美国联邦政府大部分机构即将在 1 月 19 日因运转资金耗尽而陷入“停摆”，剩余机构的运转资金将在 2 月 2 日耗尽，协议未能完全解决全部问题。美国国会预算办公室预计，到 2024 年以后，赤字将大致持平，表明整体财政立场保持中立。从当下美国经济情况及财政收支结构看，预计 2024 年整体支出总量上仍将较大，但增速减慢，收入端或有所修复，赤字规模或有所减少，整体财政政策对于经济的拉动效果或有所减弱，财政政策的高光时刻已逐渐过去。

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn