



宏观专题

聚焦产业升级，促进高质量发展

2024年地方两会观察与全国两会前瞻

证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005

邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **预计2024年GDP增速目标在5%左右**：2024年31省、自治区、直辖市GDP加权平均增速目标为5.4%。但近年来各地增速目标的实现难度在扩大，我们预计，2024年全国GDP增速目标定在5%左右可能比较合适。
- **重点化债省份是经济增长压力的观察样本，困难主要来自投资下降和消费潜力不明朗**：重点化债省份实现增长目标的难度比其他省份更大，12个重点化债省份多数在2024年调降了经济增速的政府预期目标，化债约束下，重点省份投资可能面临不小压力，同时消费增长的潜力仍不明朗。
- **产业升级和区域协调发展是2024年地方政府工作重视的两个方面**：产业升级是2024年各地政府工作报告关注的方向。由于地产行业持续疲软，各地亟需寻找替代房地产的经济增长新引擎，也由于中国经济逐步向高质量发展转变，各地政府对经济增长的质的关注增加，产业升级可能成为中国经济下一个阶段的主线。
- **2024年财政政策展望**：预计2024年赤字率将安排在3%左右，对应赤字规模在4万亿以上；专项债规模有望略增，预计安排在3.9万亿左右，且专项债发行有望相对前置；预计今年有望发行1万亿的长期建设国债或者特别国债。此外，PSL、专项建设基金、PPP等“准财政”政策工具也有望配合发力。
- **类似1998年的“长期建设国债”有望再次发行**：去年年中增发的1万亿国债纳入中央赤字并分两年安排，与1998-2008年的长期建设国债有相似之处，我们预计2024年若重启类“长期建设国债”的发行，则规模有望在1万亿左右。
- **财政政策发力效果受到地方政府财力的影响**：预计地产拖累下，仍将进一步制约地方政府性基金预算支出。预计2024年地方本级政府性基金收入约为56862亿元，较2023年减少约9425亿元，这是制约地方财政发力的重要因素。
- **2024年货币政策展望**：当前财政积极发力的紧迫性在于总需求不足，旨在通过增加财政支出、利用杠杆效应增加社会总投资、消费规模。央行或将通过加强信贷管理、提高信贷使用效率积极配合财政发力。
- **货币政策“和价格水平预期目标相匹配”的指向**：货币政策基调表述新提法核心指向或还是落在通胀本身，2024年货币政策或将着力促使通胀回归温和上升，而这或仍将通过货币政策保持灵活宽松、刺激需求扩张来实现。
- **制约国内货币政策的外部因素有望在2024年下半年缓解**：过去两年中，我国央行货币政策“内外均衡”目标的实现难度不小，中美名义利率倒挂导致汇率贬值压力经常阶段性加剧。2024年，美国大概率转向降息周期，首次降息或将发生在6月，届时掣肘我国货币政策的汇率压力或将得到缓解。
- **全国两会关键词预测**：结合地方两会关注的要点，我们认为，全国两会可能有以下五大关键词：新质生产力、高质量发展；绿色发展、“双碳”目标；扩大内需；统一大市场；深化改革。
- **风险提示**：政策支持力度不及预期；政策落地执行不及预期；经济复苏进程不及预期

内容目录

1. 从地方增长目标看全国增长目标.....	4
1.1. 增长目标设定的逻辑	4
1.2. 增长压力的观察样本：重点化债省份的目标与实际	7
1.3. 政府工作的方向与路线：地方政府工作报告蕴含哪些信息	9
2. 财政货币政策展望	11
2.1. 财政政策展望	11
2.1.1. 长期建设国债往事	11
2.1.2. 还有哪些财政工具可以期待？	15
2.1.3. 财政政策发力效果受到地方政府财力的影响	18
2.1. 货币政策展望	20
2.1.1. 关注积极的财政政策与货币政策的配合	20
2.1.2. 货币政策要匹配通胀水平预期目标的含义	21
2.1.3. 汇率制约有望在下半年逐渐缓解	23
3. 两会“关键词”预期.....	24
4. 风险提示.....	27

图表目录

图 1: 2023 年 31 省、自治区、直辖市过半数实现 GDP 增速超过全国 GDP 增速	4
图 2: 2024 年 31 省、自治区、直辖市 GDP 增速目标加权平均在 5.4%	5
图 3: 防范预期走入弱循环	6
图 4: 1997 年下半年开始央行转向宽松的货币政策, 但宽货币政策传导受阻	12
图 5: 政府杠杆率明显提升	14
图 6: 基建投资增速及占固定资产投资比例	14
图 7: PSL 为代表的“准财政”政策工具也有望发力	18
图 8: 土地出让收入继续拖累地方政府性基金收入	19
图 9: 2023 年全国土地和房地产相关的五大地方税收收入情况	19
图 10: 土地出让收入占政府性基金收入的比例约九成	19
图 11: 2022 年以来企业盈利能力下降	21
图 12: 2022 年以来居民主要金融资产收益率下降	21
图 13: 2023 年央行频繁表态稳定汇率预期	23
图 14: 利率期货交易隐含市场预期全年美联储大概率降息 50-100bps	23
图 15: 31 个省份政府工作报告部分高频词	24
表 1: 31 省、自治区、直辖市过去五年 GDP 增速目标与实现情况	5
表 2: 12 个重点化债省份近年来 GDP 增速目标与实际结果对比	7
表 3: 12 个重点化债省份近年来固投增速目标与实际结果对比	8
表 4: 12 个重点化债省份近年来社零增速目标与实际结果对比	8
表 5: 各地方政府 2024 年政府工作报告首要任务梳理	9
表 6: 12 个重点化债省份产业升级方向	10
表 7: 1998-2000 年年中增发长期建设国债相关情况	13
表 8: 1998-2008 年期间长期建设国债发行情况和列入赤字情况	14
表 9: 1998-2008 年期间发行期限超 10 年的国债情况	15
表 10: 特别国债与长期建设国债特征对比	15
表 11: “超长期特别国债”被多地会议提及	16
表 12: 历史上 3 次新发特别国债	17
表 13: 1998-2008 年期间长期建设国债发行规模	17
表 14: 中央经济工作会议增加了“和价格水平预期目标相匹配”表述	22
表 15: 历年政府工作报告预期目标	22

目前，31个省、自治区、直辖市地方政府两会已经全部结束，全国两会召开在即，地方两会释放了什么信号，对全国两会有何前瞻意义，本文对此进行探讨。

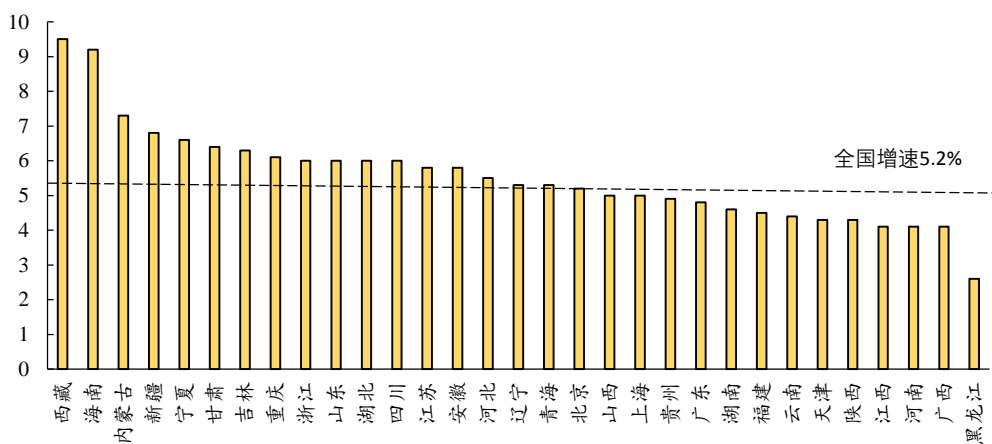
1. 从地方增长目标看全国增长目标

1.1. 增长目标设定的逻辑

各地2024年GDP增速目标多在5%以上。GDP增速是政府工作目标中最重要的一项，中国目前仍是发展中国家，发展是解决一切问题的总钥匙，各地政府有必要也有意愿实现合理的GDP增速水平。2023年，全国GDP增速目标定在5%，最终实现增速5.2%，顺利完成了政府工作目标；2024年，31个省、自治区、直辖市2024年GDP增速目标绝大多数在5%以上，仅天津一市目标小于5%，定在了4.5%。

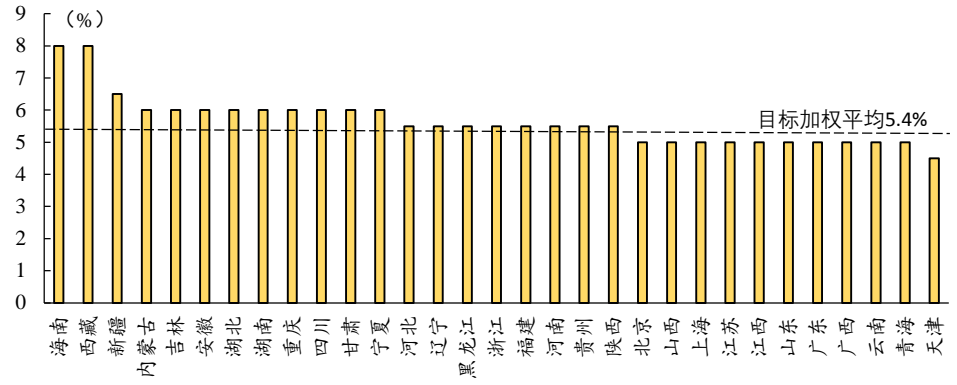
预计2024年GDP增速目标在5%左右。以各地GDP占全国GDP比例为权重，测算2024年31省、自治区、直辖市GDP加权平均增速目标为5.4%。但需注意到，近年来由于疫情扰动和地产行业周期下行，各地GDP增速目标的实现情况并不乐观，2023年，31省、自治区、直辖市中的17个未能完成增速目标，如果观察过去五年的情况，各地完成增速目标的难度明显增加，即使剔除掉2020年和2022年两个疫情冲击较大的特殊年份，其他三年也有不少省份没有完成年初既定目标。以2023年各地实现GDP增速占增速目标的比例，结合2024年各地GDP增速目标值推算，预计2024年各地能够实现增速加权平均约为5.2%，低于增速目标的加权平均值。我们预计，地产行业周期下行或仍将继续拖累2024年经济增长，各地增速目标的实现情况可能较2023年改善幅度有限，在此基础上，2024年全国GDP增速目标定在5%左右可能比较合适。

图 1：2023 年 31 省、自治区、直辖市过半数实现 GDP 增速超过全国 GDP 增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2024 年 31 省、自治区、直辖市 GDP 增速目标加权平均在 5.4%



资料来源：各地方政府网站，Wind，德邦研究所

表 1：31 省、自治区、直辖市过去五年 GDP 增速目标与实现情况

	19 目标	19 实际	20 目标	20 实际	21 目标	21 实际	22 目标	22 实际	23 目标	23 实际
北京	6.5	6.1	6.0	1.2	6.0	8.5	5.0	0.7	4.5	5.2
天津	4.5	4.8	5.0	1.5	6.5	6.6	5.0	1.0	4.0	4.3
河北	6.5	6.8	6.5	3.9	6.5	6.5	6.5	3.8	6.0	5.5
山西	6.3	6.2	6.1	3.6	8.0	9.1	6.5	4.4	6.0	5.0
内蒙古	6.0	5.2	6.0	0.2	6.0	6.3	6.0	4.2	6.0	7.3
辽宁		5.5	6.0	0.6	6.0	5.8	5.5	2.1	5.0	5.3
吉林	6.0	3.0	6.0	2.4	7.0	6.6	8.0	-1.9	6.0	6.3
黑龙江	5.0	4.2	5.0	1.0	6.0	6.1	5.5	2.7	6.0	2.6
上海	6.5	6.0	6.0	1.7	6.0	8.1	5.5	-0.2	5.5	5.0
江苏	6.5	6.1	6.0	3.7	6.0	8.6	5.5	2.8	5.0	5.8
浙江	6.5	6.8	6.5	3.6	6.5	8.5	6.0	3.1	5.0	6.0
安徽	8.0	7.5	7.5	3.9	8.0	8.3	7.0	3.5	6.5	5.8
福建	8.5	7.6	7.5	3.3	7.5	8.0	6.5	4.7	6.0	4.5
江西	8.5	8.0	8.0	3.8	8.0	8.8	7.0	4.7	7.0	4.1
山东	6.5	5.5	6.0	3.6	6.0	8.3	5.5	3.9	5.0	6.0
河南	7.5	7.0	7.0	1.3	7.0	6.3	7.0	3.1	6.0	4.1
湖北	8.0	7.5	7.5	-5.0	10.0	12.9	7.0	4.3	6.5	6.0
湖南	8.0	7.6	7.5	3.8	7.0	7.7	6.5	4.5	6.5	4.6
广东	6.5	6.2	6.0	2.3	6.0	8.0	5.5	1.9	5.0	4.8
广西	7.0	6.0	6.5	3.7	7.5	7.5	6.5	2.9	5.5	4.1
海南	7.5	5.8	6.5	3.5	10.0	11.2	9.0	0.2	9.5	9.2
重庆	6.0	6.3	6.0	3.9	6.0	8.3	5.5	2.6	6.0	6.1
四川	7.5	7.5		3.8	7.0	8.2	6.5	2.9	6.0	6.0
贵州	9.0	8.3	8.0	4.5	8.0	8.1	7.0	1.2	6.0	4.9
云南	8.5	8.1		4.0	8.0	7.3	7.0	4.3	6.0	4.4
西藏	10.0	8.1	9.0	7.8	9.0	6.7	8.0	1.1	8.0	9.5
陕西	8.0	6.0	6.5	2.2	6.5	6.5	6.0	4.3	5.5	4.3
甘肃	6.0	6.2	6.0	3.9	6.5	6.9	6.5	4.5	6.0	6.4
青海	7.0	6.3	6.5	1.5	6.0	5.7	5.5	2.3	5.0	5.3
宁夏	7.0	6.5	6.5	3.9	7.0	6.7	7.0	4.0	6.5	6.6
新疆	5.5	6.2	5.5	3.4	6.5	7.0	6.0	3.2	7.0	6.8

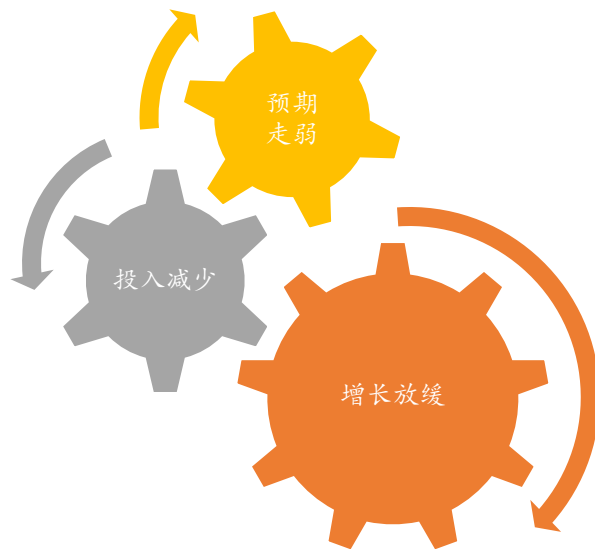
资料来源：Wind，德邦研究所

注：各地 GDP 增速目标取政府工作报告表述中“XX 左右”、“XX 以上”所对应的“XX”数字点位，若目标为区间制，则取区间上限。数字标红为当年当地未完成增速目标。

5%左右的增速目标有压力也有必要。虽然面临经济动能切换、外部环境制约、国际地缘政治风险等不利因素，经济增长的难度扩大，但实现5%左右的增速存在必要性。

一是保持经济增速稳定有助于提振信心、稳定预期。经济学理论认为，经济预期往往有自我实现功能，对经济预期的快速走弱可能会使得未来稳增长的压力明显加大。近年来疫情扰动、地产周期下行和地方政府债务负担加剧等对我国经济增长的不利因素受到较多关注，市场信心亟待提振，市场预期有走入弱循环的风险，或需要在政府预期目标层面加以维护，阶段性维持稳定的增速目标有助于打破外部对中国经济“唱空”的错误论调，并在实际工作中争取到更好的结果。

图 3：防范预期走入弱循环



资料来源：德邦研究所

二是保持中高速的经济增长有助于衔接 2035 年远景目标。十九大报告提出，到 2035 年我国的目标是“基本实现社会主义现代化”；《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中指出，到 2035 年的远景目标包括“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”，目前距离 2035 年这一关键节点还有 12 年，我国正处于努力奋斗实现现代化和远景目标的关键时期，若以远景目标提出时点的 2020 年人均 GDP 到 2035 年翻一番测算，2024-2035 年的 12 年期间我国人均 GDP 复合增速需达到 4.7%，以此衡量现阶段保持 5% 的 GDP 增速对于远景目标的实现有着必要性，随着整体经济规模的扩大，数量增长的难度会逐步增大，十四五期间保持高于整体复合增速的增长能够降低后续年份的压力，为远景目标的实现开一个好头。

三是设定合理的增速目标有助于实现高质量发展。当前我国正处于经济转型、产业升级阶段，2023 年中央经济工作会议提出“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”，为后续的经济工作定下了积极的基调，保持适当的经济增速能够为产业升级提供必要的空间，避免在增长动能的切换进程不顺，地产行业疲软的风险外溢至其他行业和经济部门。

1.2. 增长压力的观察样本：重点化债省份的目标与实际

地方政府债务问题是当前我国宏观经济运行的主要压力之一，主要分布在东北、中西部地区的 12 个重点省份债务化解压力较大，2024 年在努力发展的同时要付出更大力度化解债务风险，这些省份实现增长目标的难度可能比其他省份更大，我们通过观察 12 个重点化债省份来分析 2024 年我国经济增长的困难因素。

从增长目标和实现结果来看，重点化债省份多数在 2024 年调降了政府预期目标，天津更是连续两年低于全国目标。2023 年，12 个重点化债省份加权平均增速与全国增速一致，为 5.2%，而这些省份 2024 年增速目标加权平均水平在 5.5%，相当于在化债压力之下，12 个重点省份增速目标较去年实际结果要有所上升，但单纯从目标层面，2021-2023 年，重点化债省份加权平均增速目标逐年下降，且与全国增速目标的差值也在逐渐缩小，若 2024 年全国增速目标定在 5% 左右，则重点化债省份加权平均增速目标高出全国目标 0.5 个百分点，2021 年高出 0.8 个百分点，增速的压缩空间在收窄。

表 2：12 个重点化债省份近年来 GDP 增速目标与实际结果对比

地区	GDP 增速							与去年目标比
	21 目标	21 实际	22 目标	22 实际	23 目标	23 实际	24 目标	
宁夏	7%以上	6.7%	7.0%	4.0%	6.5%左右	6.6%	6%左右	下降
重庆	6%以上	8.3%	5.5%左右	2.6%	6%以上	6.1%	6%左右	下降
甘肃	6.5%	6.9%	6.5%以上	4.5%	6.0%	6.4%	6.0%	持平
吉林	6%到 7%	6.6%	6%左右	-1.9%	6%左右	6.3%	6%左右	持平
黑龙江	6%左右	6.1%	5.5%左右	2.7%	6%左右	2.6%	5.5%左右	下降
内蒙古	6%左右	6.3%	6%左右	4.2%	6%左右	7.3%	6%以上	上升
云南	8%以上	7.3%	7%左右	4.3%	6%左右	4.4%	5%左右	下降
贵州	8%左右	8.1%	7%左右	1.2%	6%左右	4.9%	5.5%左右	下降
广西	7.5%以上	7.5%	6.5%以上	2.9%	5.5%左右	4.1%	5%以上	下降
辽宁	6%以上	5.8%	5.5%以上	2.1%	5%以上	5.3%	5.5%左右	上升
青海	6%以上	5.7%	5.5%左右	2.3%	5%左右	5.3%	5%左右	持平
天津	6.5%	6.6%	5%以上	1.0%	4%左右	4.3%	4.5%左右	上升

资料来源：各地方政府网站，Wind，德邦研究所

投资下降或是重点化债省份完成增长目标的最大困难。由于化债工作的要求，重点化债省份在基建等方向上的举债、投资受到更严格的限制，作为传统拉动经济增长的三驾马车之一，投资受阻势必会影响到经济增长动能。重点化债省份政府工作报告显示，除内蒙古外，2024 年各地固定资产投资增速目标均较 2023 年下降，6 个省市固投目标出现较大幅度缩减。投资目标的下调既适应化债压力，也符合实际情况，除内蒙古外，重点化债省份 2023 年固投增速均明显不及预期目标，甚至有 6 个省市明显负增长，地方政府债务负担给重点化债省份发展带来的压力不小。

表 3：12 个重点化债省份近年来固投增速目标与实际结果对比

地区	固投增速							与去年目标比
	21 目标	21 实际	22 目标	22 实际	23 目标	23 实际	24 目标	
宁夏	/	2.2%	8.0%	10.2%	10.0%	5.5%	6%左右	下降
重庆	6.0%	6.1%	6%左右	0.7%	10.0%	4.3%	4.0%	下降
甘肃	7.0%	11.1%	9.0%	10.1%	10.0%	5.9%	6%左右	下降
吉林	/	11.0%	7%左右	-2.4%	7%左右	0.3%	3%以上	下降
黑龙江	6%以上	6.4%	10%以上	0.6%	8%以上	-14.8%	7%以上	下降
内蒙古	/	9.8%	/	17.6%	10%以上	19.8%	15%左右	上升
云南	11.0%	4.0%	7%以上	7.5%	9%左右	-10.6%	/	/
贵州	6%左右	-3.1%	/	-5.1%	5%左右	-5.7%	4.5%左右	下降
广西	15%以上	7.6%	10.0%	0.1%	8.0%	-15.5%	3%以上	下降
辽宁	10%左右	2.6%	10%左右	3.6%	10%以上	4.0%	10.0%	下降
青海	6.0%	-2.9%	/	-7.6%	/	-7.5%	/	/
天津	8.0%	4.8%	5.5%左右	-9.9%	3%左右	-16.4%	正增长	下降

资料来源：各地方政府网站，Wind，德邦研究所

地区经济增长或更加依靠消费，但消费增长潜力尚不明朗。在投资受限的基础上，地区经济增长需要更多依赖于消费，2023 年重点化债省份中半数社零增速高于政府预期目标；2022 年受疫情扰动明显，线下场景受影响较重，各地社零多数收缩；2021 年重点化债省份中制定了社零目标的 8 个省市中有 5 个实际增速高于预期目标，近三年各地社零增速似乎表现尚可，但基数因素是很重要的扰动，2021 年和 2023 年社零增速都存在上年度疫情扰动较大导致的低基数因素，消费增长的潜力仍不明朗。

表 4：12 个重点化债省份近年来社零增速目标与实际结果对比

地区	社零增速							与去年目标比
	21 目标	21 实际	22 目标	22 实际	23 目标	23 实际	24 目标	
宁夏	8%左右	2.6%	8.0%	0.0%	5.0%	1.2%	5%左右	持平
重庆	7.0%	18.5%	7%左右	-0.3%	6.0%	8.6%	7.5%	上升
甘肃	7.0%	11.1%	8.0%	-2.8%	10.0%	10.4%	8.5%	下降
吉林	/	10.3%	6.5%左右	-9.7%	7%左右	9.0%	6%以上	下降
黑龙江	/	8.8%	7.0%	-5.7%	6%以上	8.0%	6.5%左右	上升
内蒙古	/	6.3%	/	-1.8%	/	8.1%	/	/
云南	10%以上	9.6%	8%以上	1.0%	10%以上	7.0%	7%左右	下降
贵州	8%左右	13.7%	10%左右	-4.5%	7.5%以上	6.8%	6%左右	下降
广西	12%以上	9.0%	8.0%	0.0%	6.5%以上	0.0%	5%以上	下降
辽宁	7%左右	9.2%	8%左右	-2.6%	7%左右	8.1%	8.0%	上升
青海	/	8.0%	/	-11.2%	/	17.3%	/	/
天津	5.0%	5.2%	7%左右	-5.2%	6%左右	7.0%	6.0%	持平

资料来源：各地方政府网站，Wind，德邦研究所

1.3. 政府工作的方向与路线：地方政府工作报告蕴含哪些信息

产业升级和区域协调发展是 2024 年地方政府工作较多重视的两个方面。相较于 2023 年，2024 年各地政府工作报告中，产业升级取代稳增长成为最多关注的方向。2023 年地方两会召开时间处于防疫优化初期，在 2022 年疫情扰动导致地区经济发展压力较大的情况下，2023 年初各地稳增长诉求较高；而到了 2024 年，由于地产行业持续疲软，各地亟需寻找替代房地产的经济增长新引擎，也由于中国经济逐步向高质量发展转变，各地政府对经济增长的质的关注增加，产业升级可能成为中国经济下一个阶段的主线，各地政府纷纷发力支持产业升级，力图通过构建现代化产业体系，在向着高质量发展目标迈进的同时提振经济增长动能，产业升级是当下中国经济发展一石二鸟的最佳选项。

表 5：各地方政府 2024 年政府工作报告首要任务梳理

地区	首要任务	任务类别
北京	持续提升首都功能，推动京津冀协同发展取得新的更大进展	区域发展
天津	全力推动京津冀协同发展走深走实，在取得更多成果成效上展现新作为	区域发展
河北	深入实施重大国家战略，推动京津冀协同发展和雄安新区建设迈上新台阶	区域发展
山西	坚持扩大需求和优化供给相结合，着力巩固增强经济回升向好态势	稳增长
内蒙古	全力以赴抓政策落地	政策落实
辽宁	统筹扩大内需和优化供给，全力推动经济稳中向好	稳增长
吉林	坚持以科技创新推动产业创新，加快构建具有吉林特色优势的现代化产业体系	产业升级
黑龙江	培育壮大具有龙江特色优势的现代化产业体系	产业升级
上海	进一步加快建设“五个中心”，提升城市能级和核心竞争力	区域发展
江苏	全力推动经济持续回升向好	稳增长
浙江	聚焦聚力提升政策引导保障成效	政策落实
安徽	一体推进教育强省、科技强省、人才强省建设，强化高质量发展基础支撑	科教创新
福建	全面提升产业体系现代化水平	产业升级
江西	深入推进新型工业化，加快构建体现江西特色和优势的现代化产业体系	产业升级
山东	抓实抓好以科技创新引领现代化产业体系建设	产业升级
河南	提升创新能级，建设国家创新高地	科教创新
湖北	聚焦塑造发展新动能新优势，切实做强科技创新硬核支撑	科教创新
湖南	着力推动经济持续回升向好	稳增长
广东	加快建设世界级的大湾区，更好发挥粤港澳大湾区支撑带动作用	区域发展
广西	全力做好强产业文章，加快构建现代化产业体系	产业升级
海南	更大力度推动经济回升向好	稳增长
重庆	纵深推进成渝地区双城经济圈建设，合力打造带动全国高质量发展的重要增长极。	区域发展
四川	推动成渝地区双城经济圈建设走深走实，牵引和带动区域协调发展	区域发展
贵州	全力建设现代化产业体系	产业升级
云南	在加快经济转型升级中实现质与量的协调增长	高质量发展
西藏	坚持聚人心促团结，全力维护和谐稳定	和谐稳定
陕西	紧盯高质量发展不动摇	高质量发展
甘肃	加大统筹实施力度，促进发展质量和综合实力整体跃升	高质量发展
青海	聚焦创建美丽中国先行区，奋力推动更高水平保护	生态环保
宁夏	坚持稳中求进，突出经济发展质量效益。	高质量发展
新疆	坚持农业农村优先发展，扎实推进乡村全面振兴	乡村振兴

资料来源：各地方政府网站，德邦研究所

重点化债省份政府工作报告任务体现出淡化投资目标、注重投资质效、详细布局产业升级支持方向的特征。对于重点化债省份而言，在平衡债务压力的基础上促发展、提质量是 2024 年地区经济发展的主要难点，反映在政府工作报告中，我们发现重点化债省份 2024 年政府工作报告集中体现了投资更注重效益而非数量、更注重明确支持方向引导区域内产业升级等内容。从产业升级方向来看，各地政府积极把握本地产业优势，引导发展适合当地的特色产业链和产业集群，其中，新能源汽车及其配套设备、高端装备制造是高频出现的重点产业，或将成为重点化债省份经济增长的新动能。

表 6：12 个重点化债省份产业升级方向

地区	重点支持产业	产业升级方向
天津	网络安全、集成电路、生物医药、高端工业母机、现代物流、冷链增值、跨境电商、化工新材料、绿色石化、精细化工	信息技术、高端制造、生物医药、物流、化工
内蒙古	新能源发电	新能源
辽宁	船舶与海洋工程装备、海洋生物医药、海洋新材料、海洋信息、航运服务、新材料、航空航天、低空经济、机器人、生物医药和医疗装备、新能源汽车、集成电路装备	装备制造、海洋开发、新能源汽车
吉林	汽车集群、轨道交通、新能源装备、碳纤维、药物、光电、卫星制造	汽车制造、装备制造、医药
黑龙江	高端精细化学品、化工新材料、生物农业、生物制造、航空航天	精细化工、生物、高端装备
广西	钢铁、有色金属、石化精深加工、汽车、机械装备关键零部件、现代轻工纺织、高端绿色家居、海洋工程装备、船舶、深远海养殖、海产品精深加工	石化、材料精深加工、装备零部件、轻工纺织、家居、海洋装备、高端渔业
重庆	新能源汽车、智能装备及智能制造、新一代电子信息制造	新能源汽车、智能制造
贵州	煤层气、页岩气、矿产资源精深加工、磷化工、煤化工、铝加工、锰加工、新能源汽车本地配套、动力电池+储能电池、新能源整车、白酒、航空航天及装备制造、新能源装备、中医药、生态特色食品	现代能源、精细化工、新能源汽车配套、新能源整车、白酒、高端装备、医药
云南	绿电、铝加工、硅光伏、储能电池、中医药、稀贵金属	新能源汽车配套、材料、医药
甘肃	石化化工、冶金有色、新能源及新能源装备制造、数字经济、生物医药	能源、医药
青海	碳酸锂、基础锂盐、清洁能源、储能	新能源汽车配套、现代能源
宁夏	高性能金属、储能材料、硅基材料	材料、化工、装备制造、轻工纺织

资料来源：各地方政府网站，德邦研究所

2. 财政货币政策展望

2.1. 财政政策展望

2023 年底中央经济工作会议提出，积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。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。

我们预计 2024 年财政政策重点在于中央适度加杠杆的同时提高资金效益和政策效果，预计赤字率将安排在 3% 左右，对应赤字规模在 4 万亿以上，但是考虑到：一是专项债规模有望略增安排在 3.9 万亿左右，且专项债发行有望相对前置；二是去年 10 月发行的 1 万亿国债，有 5000 亿元将转结至今年使用；三是借鉴 1998-2008 年以及 2023 年长期建设国债占 GDP 的比重，预计今年有望发行 1 万亿的长期建设国债或者特别国债。因此，预计 2024 年财政增量将超过 1.6 万亿，占 2023 年 GDP 和固定资产投资和基建投资的比例分别约为 1.3%、3.2% 和 9.2%。此外，PSL、专项建设基金、PPP 等“准财政”政策工具也有望配合发力。

2.1.1. 长期建设国债往事

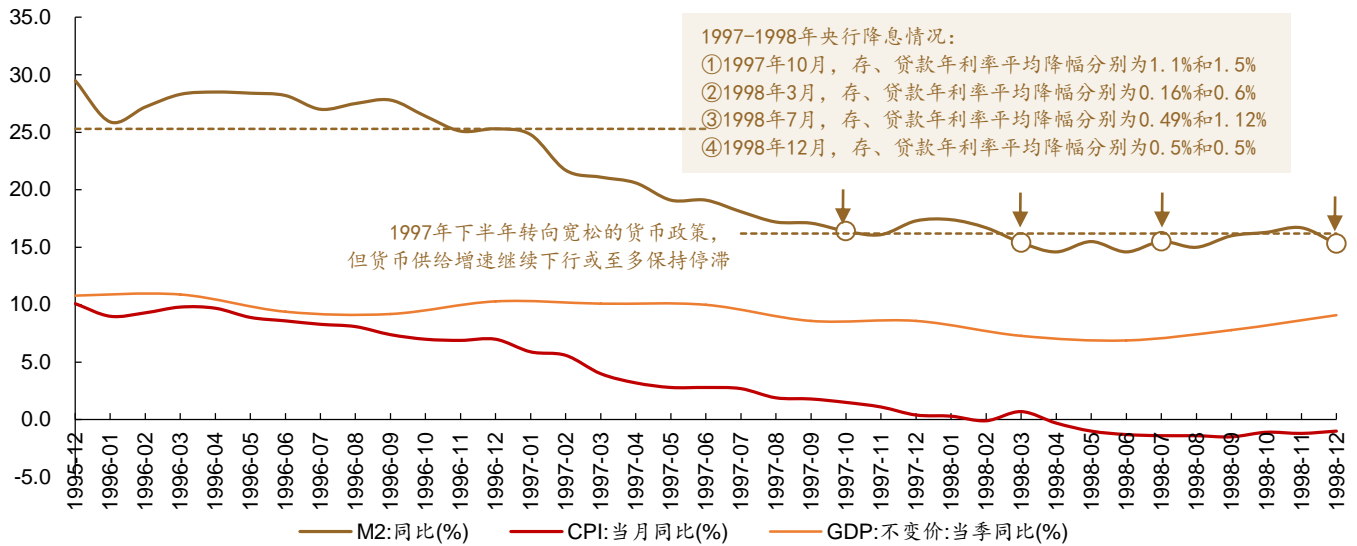
1998 年宏观经济面临的组合是“当前宏观经济中存在的主要问题是有效需求不足，就业压力大，经济有下滑趋势以及真实利率趋高所导致的内生性通货紧缩的危险”¹，这与当下也有颇多相似之处，以史为鉴，在货币政策传导受阻的情况下，积极的财政政策的重要性更加凸显。

1997 年下半年开始，中国经济和通胀同时快速下行，面对亚洲金融危机的冲击，1998 年的宏观政策转向刺激有效需求。值得一提的是，由于货币政策在 1993 年以来治理通货膨胀过程中发挥的关键作用，政府首先采取了扩张性的货币政策，包括：（1）取消信贷额度，（2）多次降息，（3）取消超额准备金，（4）存款准备金率从 13% 降至 8%，（5）允许商业银行使用存款准备金进行结算，（6）存款准备金利率从 7.8% 下调至 3.5%。

1997 年下半年开始，央行转向宽松的货币政策，央行进行了多次降息：1997 年 10 月，存、贷款年利率平均降幅分别为 1.1% 和 1.5%；1998 年 3 月，存、贷款年利率平均降幅分别为 0.16% 和 0.6%；1998 年 7 月，存、贷款年利率平均降幅分别为 0.49% 和 1.12%；1998 年 12 月，存、贷款年利率平均降幅分别为 0.5% 和 0.5%。但货币供应量增长却不及预期，货币供给增速继续下行或至多保持停滞。到 1998 年 8 月，M2 同比增速已降至 15.0%，这一数字在 1995 年 12 月还高达 29.5%。

¹ 易纲、赵晓：《寻求多重经济目标下的有效政策组合：1998 年中国宏观经济形势分析与建议》，1998

图 4：1997 年下半年开始央行转向宽松的货币政策，但宽货币政策传导受阻



资料来源：Wind，德邦研究所

在这种情况下，有学者提出用财政手段启动经济“财政政策与金融政策是市场经济体制下政府宏观调控的最重要手段，金融政策自身机理决定了时滞较长，而财政政策时滞较短，故财政政策一般成为多数市场化国家启动经济的有效手段。”²

1998 年下半年开始，政府将调控重心瞄向财政政策。1998 年-2000 年，连续三年在年中由国务院提交全国人大常委会审议批准增发长期建设国债，此后逐步常态化发行，在年初就安排发行规模并列入中央财政预算，而随着地方政府被逐渐赋予举债资格，长期建设国债也在 2009 年退出了历史舞台。

1998-2000 年，分别发行长期建设国债 1000、1100、1500 亿元，其中 1998 年年中增发 1000 亿元，1999 年年中增发 600 亿元，2000 年年中增发 500 亿元。有统计表明，这三年的 3600 亿元长期建设国债直接带动各种投入配套资金和银行贷款约 7500 亿元。³据国家计委测算，国债项目投资分别带动经济增长 1.5 个、2 个和 1.7 个百分点。

² 刘福垣、杨大侃等：《1998 年上半年宏观经济形势分析和建议》，1998 年 10 月

³ 曾培炎：《关于 2000 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2001 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，2001 年

表 7：1998-2000 年年中增发长期建设国债相关情况

日期	长期建设国债年初安排	长期建设国债年中增发	赤字变化	相关表述
1998		1000 亿元	460+500 亿元	1998 年大事记 “财政部拟增发 1000 亿元长期国债的议案由国务院提交九届全国人大常委会审议。这笔国债将在 1998、1999 两年列入国家预算，作为国家预算内基础设施性建设专项投资，用于国民经济和社会发展急需的基础设施建设投入。”
1999	500 亿元	600 亿元	1503+300 亿元	1999 年大事记“各级财政部门以高度负责的态度，完成了增发 600 亿元国债、落实调整收入分配政策” 1999 年中央预算安排 “需要说明的是，去年增发 1080 亿元国债时已到下半年……当时向全国人大常委会建议增发的国债分两年纳入国家预算，其中 580 亿元准备列入今年的财政赤字。但实际操作中这部分资金全部用于地方项目……中央决定将这部分国债资金转贷给地方，由地方逐年归还。由于这部分资金不属于中央财政本级支出，因此不再列入中央预算，也不作扩大中央财政赤字处理。” 1999 年中央和地方预算执行情况 “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 600 亿元长期国债，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筹措，不列入中央预算。”
2000	1000 亿元	500 亿元	2299+500 亿元	2000 年大事记 “国务院向全国人大常委会提出议案，拟由财政部在 2000 年下半年向商业银行增发 500 亿元长期建设国债，用于增加基础设施投资。同时，相应调整 2000 年中央预算。” 2000 年中央和地方预算执行情况 “调整了中央预算，增加建设性支出 500 亿元，中央财政赤字相应增加 500 亿元。”

资料来源：中国政府网，财政部，德邦研究所

1998-2002 年，共发行 6600 亿元长期建设国债，带动银行配套贷款和其他社会资金形成 3.28 万亿元的投资规模，到 2002 年底累积完成投资 2.46 万亿元⁴，以此测算，长期建设国债对投资的拉动倍数为 4~5 倍左右。根据我们的梳理，1998 年-2008 年，累计发行长期建设国债 1.13 万亿，其中，约 9350 亿元的部分纳入中央财政赤字，约 1950 亿元由中央转贷给地方，不纳入中央财政赤字。

⁴ 2003 年一季度货币政策执行报告

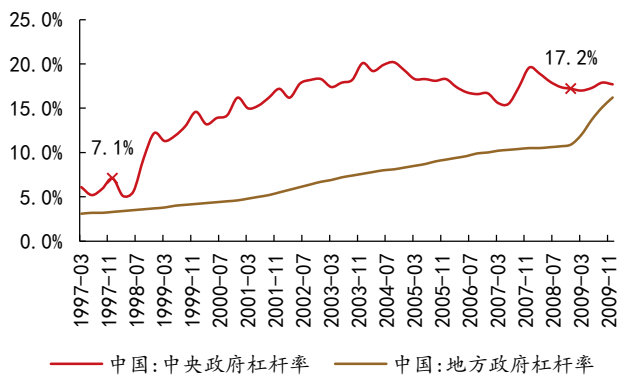
表 8：1998-2008 年期间长期建设国债发行情况和列入赤字情况

日期	长期建设国债发行规模	列入中央财政赤字规模	列入地方财政赤字规模
1998 年	1000 亿元	500 亿元	—
1999 年	1100 亿元	800 亿元	800 亿元
2000 年	1500 亿元	1500 亿元	—
2001 年	1500 亿元	1100 亿元	400 亿元
2002 年	1500 亿元	1250 亿元	250 亿元
2003 年	1400 亿元	1150 亿元	250 亿元
2004 年	1100 亿元	950 亿元	150 亿元
2005 年	800 亿元	700 亿元	100 亿元
2006 年	600 亿元	600 亿元	—
2007 年	500 亿元	500 亿元	—
2008 年	300 亿元	300 亿元	—
合计	11300 亿元	9350 亿元	1950 亿元

资料来源：中国政府网，财政部，德邦研究所

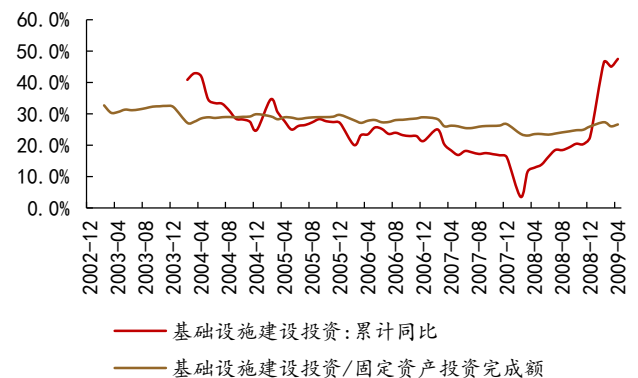
积极的财政政策效果显著，1998 年-2008 年，中央政府杠杆率明显增长，宏观杠杆率由 1997 年的 7.1% 大幅上升至 2008 年的 17.2%。长期建设国债带动基建投资维持较高强度，基建投资占固定资产投资比例维持在 30% 左右。

图 5：政府杠杆率明显提升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：基建投资增速及占固定资产投资比例



资料来源：Wind，德邦研究所

表 9：1998-2008 年期间发行期限超 10 年的国债情况

序号	债券简称	发行起始日期	发行面额 (亿元)	利率	期限 (年)	发行对象	序号	债券简称	发行起始日期	发行面额 (亿元)	利率	期限 (年)	发行对象
1	98国债6	1998年12月	300	5.20%	10	国有商业银行	31	03国债02	2003年4月	260	2.80%	10	全国银行间债券市场成员
2	98国债3	1998年9月	700	5.50%	10	国有商业银行	32	04国债06	2004年8月	242	4.86%	10	全国银行间债券市场成员
3	98国债2	1998年8月	2,700	20041130前票面利率7.20%;20041201始票面利率2.25%	30	国有商业银行	33	05国债12	2005年11月	344	3.65%	15	全国银行间债券市场成员
4	99国债02	1999年4月	160	4.72%	10	全国银行间债券市场成员	34	05国债04	2005年5月	339	4.11%	20	全国银行间债券市场成员
5	99国债06	1999年9月	600	一年定存利率+0.3%	10	国有商业银行	35	05国债01	2005年2月	300	4.44%	10	全国银行间债券市场成员
6	99国债08	1999年9月	200	3.30%	10	国有商业银行	36	06国债19	2006年11月	300	3.27%	15	全国银行间债券市场成员
7	00国债09	2000年10月	500	一年定存利率+0.3%	10	国有商业银行	37	06国债16	2006年9月	300	2.92%	10	全国银行间债券市场成员
8	00国债07	2000年9月	200	一年定存利率+0.47%	10	全国银行间债券市场成员	38	06国债09	2006年6月	311	3.70%	20	全国银行间债券市场成员
9	00国债4	2000年5月	140	一年定存利率+0.62%	10	全国银行间债券市场成员	39	06国债03	2006年3月	340	2.80%	10	全国银行间债券市场成员
10	00国债02	2000年4月	280	一年定存利率+0.55%	10	全国银行间债券市场成员	40	07特别国债08	2007年12月	263	4.41%	10	全国银行间债券市场成员
11	01国债12	2001年10月	200	3.05%	10	全国银行间债券市场成员	41	07特别国债07	2007年12月	7,500	4.45%	15	全国银行间债券市场成员
12	01国债10	2001年9月	200	2.95%	10	全国银行间债券市场成员	42	07特别国债06	2007年11月	356	4.69%	15	全国银行间债券市场成员
13	01国债09	2001年8月	200	一年定存利率+0.52%	10	全国银行间债券市场成员	43	07特别国债05	2007年11月	350	4.49%	10	全国银行间债券市场成员
14	01国债01	2001年3月	200	一年定存利率+0.57%	10	全国银行间债券市场成员	44	07特别国债04	2007年9月	363	4.55%	15	全国银行间债券市场成员
15	01国债12	2001年10月	200	3.05%	10	全国银行间债券市场成员	45	07特别国债03	2007年9月	351	4.46%	10	全国银行间债券市场成员
16	01国债11	2001年10月	160	3.85%	20	全国银行间债券市场成员	46	07特别国债02	2007年9月	320	4.68%	15	全国银行间债券市场成员
17	01国债10	2001年9月	200	2.95%	10	全国银行间债券市场成员	47	07特别国债01	2007年8月	6,000	4.30%	10	全国银行间债券市场成员
18	01国债09	2001年8月	200	一年定存利率+0.52%	10	全国银行间债券市场成员	48	07国债13	2007年8月	280	4.52%	20	全国银行间债券市场成员
19	01国债7	2001年7月	240	4.26%	20	全国银行间债券市场成员	49	07国债10	2007年6月	351	4.40%	10	全国银行间债券市场成员
20	01国债04	2001年6月	120	4.69%	15	全国银行间债券市场成员	50	07国债06	2007年5月	300	4.27%	30	全国银行间债券市场成员
21	01国债01	2001年3月	200	一年定存利率+0.57%	10	全国银行间债券市场成员	51	07国债03	2007年3月	300	3.40%	10	全国银行间债券市场成员
22	02国债09	2002年7月	173	2.70%	10	全国银行间债券市场成员	52	08国债25	2008年12月	254	2.90%	10	全国银行间债券市场成员
23	02国债03	2002年4月	200	2.54%	10	全国银行间债券市场成员	53	08国债23	2008年11月	240	3.62%	15	全国银行间债券市场成员
24	02国债01	2002年3月	200	2.70%	10	全国银行间债券市场成员	54	08国债20	2008年10月	240	3.91%	30	全国银行间债券市场成员
25	02国债13	2002年9月	240	2.60%	15	全国银行间债券市场成员	55	08国债18	2008年9月	244	3.68%	10	全国银行间债券市场成员
26	02国债05	2002年5月	260	2.90%	30	全国银行间债券市场成员	56	08国债13	2008年8月	240	4.94%	20	全国银行间债券市场成员
27	03国债14	2003年12月	1,664	1.64%	30	全国银行间债券市场成员	57	08国债10	2008年6月	267	4.41%	10	全国银行间债券市场成员
28	03国债09	2003年10月	220	4.18%	15	全国银行间债券市场成员	58	08国债06	2008年5月	280	4.50%	30	全国银行间债券市场成员
29	03国债08	2003年9月	164	3.02%	10	全国银行间债券市场成员	59	08国债03	2008年3月	279	4.07%	10	全国银行间债券市场成员
30	03国债03	2003年4月	260	3.40%	20	全国银行间债券市场成员	60	08国债02	2008年2月	280	4.16%	15	全国银行间债券市场成员

资料来源：Wind，德邦研究所

2.1.2. 还有哪些财政工具可以期待？

除了具有历史借鉴意义的长期建设国债，特别国债、专项建设债、PSL、PPP等也是潜在的重要财政政策工具。尤其是特别国债与长期建设国债，二者都是期限超过 10 年的长期国债，但也有诸多不同之处：

表 10：特别国债与长期建设国债特征对比

特征	长期建设国债	特别国债
资金用途	弥补赤字，用于基础设施建设、企业技术改造、西部开发、生态建设等	应对重大危机或服务于重大政策，补充银行资本金、购买外汇、公共卫生等基础设施建设和其他特殊支出等
发行背景	全年长期，可滚动续发	基于特殊背景
发行审议	由国务院于每年年初提请人大审议年度发行额度，财政部制定全年发行计划并根据实际确定每期发行额	由国务院提请人大常委会审议增发，并相应调整国债余额管理限额，由财政部根据议案规定执行发行工作
发行期限	中长期为主	中长期为主
发行方式	一般为定向发行	公开发行为定向发行相结合
纳入财政赤字	是	通常否
参照国债余额管理	是	是
收支管理	纳入一般公共预算	纳入政府性基金预算

资料来源：中国财经报，德邦研究所

近一段时间以来,有多个地方政府在会议和公开文件中提到了即将发行的“超长期特别国债”,四川省、吉林省均在政府工作报告中有相关表述。“超长期”意味着发行期限大于10年,“特别国债”则指满足特定时期特定需求而发行的国债。

表 11: “超长期特别国债”被多地会议提及

时间	地区	文件/会议	相关表述
2024年1月	四川省	政府工作报告	抢抓国家增发国债、扩大中央预算内投资、发行超长期特别国债等政策机遇,合理扩大专项债券用作资本金范围,大力鼓励民营企业积极参与政府和社会资本合作新建项目。
2024年1月	吉林省	政府工作报告	争取万亿国债、超长期特别国债分配额度,专项债券资金分配跟着项目走,与项目建设进度挂钩。
2024年2月	浙江省	《浙江省扩大有效投资“千项万亿”工程2024年重大建设项目实施计划》	紧盯超长期特别国债、地方政府专项债券、中央预算内投资等资金渠道,抓好重大建设项目常态化储备,力争更多项目纳入国家盘子。
2024年1月	内蒙古	内蒙古自治区经济工作会议	推动产业结构优化升级:要瞄准保障提档,统筹用好今年增发国债、中央预算内投资、地方政府专项债券、超长期特别国债,全力做好项目储备和资金争取工作。
2024年1月	江西省	工业和信息化厅	准确把握国家政策方向和资金投向,积极争取地方政府专项债券、中央预算内投资、超长期特别国债等资金支持,积极营造大抓项目的浓厚氛围。
2024年2月	甘肃省兰州市	市发展改革委党组会议	全力做好新增国债、超长期特别国债、地方政府专项债券和中央预算内投资、省级预算内资金的申报工作,最大限度的吸引社会资本,缓解项目建设资金短缺难题。
2024年2月	黑龙江省哈尔滨市道外区	政府工作报告	积极研究中央预算内、增发国债、超长期特别国债、政府专项债券重点领域和投向,提高项目与政策契合度。
2024年1月	湖南省津市市	2024年政府工作报告	围绕国省预算内投资、专项债、增发国债、超长期特别国债等领域,实施立项争资联合作战,形成浓厚的争资争项比学赶超氛围,力争向上争资总额再创历史新高。
2024年2月	安徽省淮北市	发展改革委2023年工作总结和2024年工作计划	紧紧围绕中央预算内投资、地方政府专项债券、超长期特别国债等资金投向,精准谋划储备项目,完善前期工作,全力争取上级资金支持。
2024年2月	河南省平顶山市	关于明确政府工作报告提出的2024年重点工作责任单位的通知	抢抓国家增加中央预算内投资、扩大专项债券规模和支持范围、增发超长期特别国债、扩大债券资金用作资本金比例的机遇,积极争取政策资金支持。
2024年2月	浙江省宁波前湾新区	《宁波前湾新区关于进一步扩大需求强动能优品质推动经济高质量发展的若干政策》(征求意见稿)	争取地方政府专项债券、增发国债、超长期特别国债等资金对重大项目的支持,力争地方政府专项债券额度较2023年有新的突破。
2024年1月	河北省石家庄市多个区县	区发展和改革局会议、超长期特别国债项目谋划工作调度会、超长期国债县政府专题会议	围绕省市重点项目、万亿国债,特别是当前超长期特别国债项目,积极向上沟通协调,组织专班推进,确保争取更多项目资金落地落实……切实提高项目的针对性、可操作性,有效提升项目申报质量和成功率,确保超长期特别国债项目谋划申报工作取得扎实成效。
2024年2月	河北省邢台市	《邢台市项目建设攻坚年活动实施方案》	紧盯超长期特别国债、中央预算内投资等国家政策,精准匹配并储备一批符合规划、贴合政策的高质量发展项目……在争取上级资金方面,最大限度争取超长期特别国债资金支持。
2024年2月	河北省张家口桥西区	《桥西区2023年国民经济和社会发展计划执行情况与2024年国民经济和社会发展计划的报告(草案)》	紧紧抓住今年国家发行超长期特别国债机遇,建立重大项目谋划储备机制,超前研究谋划,加强项目论证,抓紧做好对接省市部门争跑和项目前期工作,争取更多项目列入国家和省级支持范围。

资料来源:各地政府网,德邦研究所

2023 年以前，我国国债发行的历史上共有 3 次新发特别国债，其中 2007 年特别国债到期后分别在 2017 和 2022 年进行了续作。

表 12：历史上 3 次新发特别国债

	1998 年	2007 年	2020 年
资金用途	提高国有行资本充足率	成立中投购买外汇	支持抗疫
发行规模	2700 亿	1.55 万亿	1 万亿
发行期限	30 年	10 年、15 年（分别在 2017、2022 年进行了续作）	10 年
发行方式	向四大行定向发行，央行配合降低存款准备金率	分 8 期发行，定向发行 13500 亿元，剩余的 2000 亿元为公开发行	分 4 期发行，公开发行 10000 亿元

资料来源：《风雨同舟稳中进 当立潮头敢扬帆——回眸国债恢复发行四十年中的三次特别国债》，中国财经报官博，德邦研究所

去年年中增发的 1 万亿国债纳入中央赤字并分两年安排，再次唤醒了我们对始于 1998 年、终于 2008 年长达 11 年的长期建设国债发行的记忆。今年会否“复制”1999 年的情况，继续发行国债，以扩大内需，是值得期待的。以史为鉴，在货币政策传导受阻的情况下，积极的财政政策的重要性更加凸显。

参考 1998-2008 年，长期建设国债占 GDP 的比重均值为 0.83%，2023 年这一比例为 0.79%，同时，考虑到国债净融资的空间（国债净融资空间=当年国债限额-上年国债余额-当年中央财政赤字预算），我们预计 2024 年若重启类“长期建设国债”的发行，则规模有望在 1 万亿左右。

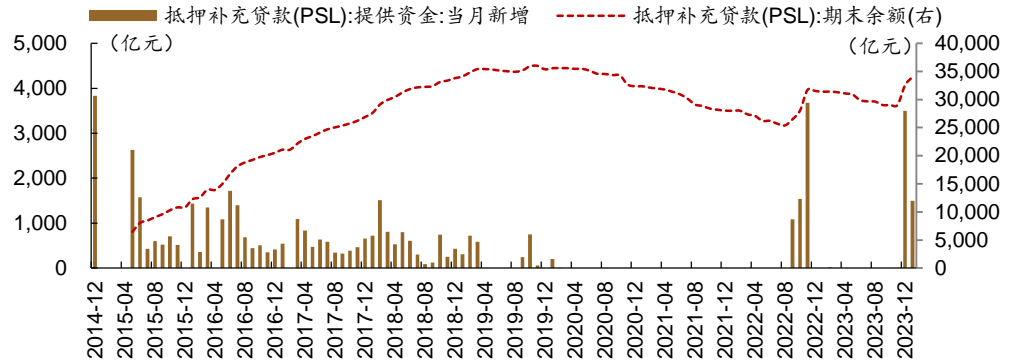
表 13：1998-2008 年期间长期建设国债发行规模

	日期	长期建设国债/GDP 现价	长期建设国债/固定资产投资
	1998 年	1.17%	4.74%
	1999 年	1.21%	4.91%
	2000 年	1.50%	6.19%
	2001 年	1.35%	5.39%
	2002 年	1.23%	4.55%
1998	2003 年	1.02%	3.28%
-2008	2004 年	0.68%	1.88%
	2005 年	0.43%	1.07%
	2006 年	0.27%	0.64%
	2007 年	0.19%	0.43%
	2008 年	0.09%	0.20%
	均值	0.83%	3.02%
	2023 年	0.79%	1.99%
本轮	2024 年	按 0.79% 的比例安排预计约 1.0 万亿	
		按 0.83% 的比例安排预计约 1.1 万亿	

资料来源：中国政府网，财政部，Wind，德邦研究所

此外，PSL、专项建设基金、PPP 等“准财政”政策工具也有望发力，2023 年 12 月 PSL 余额新增 3500 亿元，届时也将带动广义赤字率提升。

图 7: PSL 为代表的“准财政”政策工具也有望发力



资料来源: Wind, 德邦研究所

我们预计 2024 年财政政策重点在于中央适度加杠杆的同时提高资金效益和政策效果, 预计赤字率将安排在 3% 左右, 对应赤字规模在 4 万亿以上, 但是考虑到:

一是专项债规模有望略增, 预计安排在 3.9 万亿左右, 且专项债发行有望相对前置;

二是去年 10 月发行的 1 万亿国债, 有 5000 亿元将转结至今年使用;

三是借鉴 1998-2008 年以及 2023 年长期建设国债占 GDP 的比重 (0.83% 和 0.79%), 预计今年有望发行 1 万亿的长期建设国债或者特别国债。

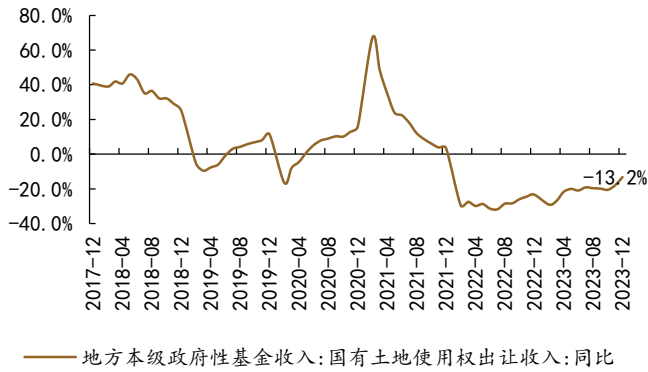
因此, 预计 2024 年财政增量将超过 1.6 万亿, 占 2023 年 GDP 和固定资产投资和基建投资的比例分别约为 1.3%、3.2% 和 9.2%。此外, PSL、专项建设基金、PPP 等“准财政”政策工具也有望配合发力。

2.1.3. 财政政策发力效果受到地方政府财力的影响

近年来, 土地出让收入占政府性基金收入的比例在九成左右, 2023 年全年土地出让收入同比下滑 13.2%, 地产周期偏弱之下, 地方政府性基金收入仍待改善。

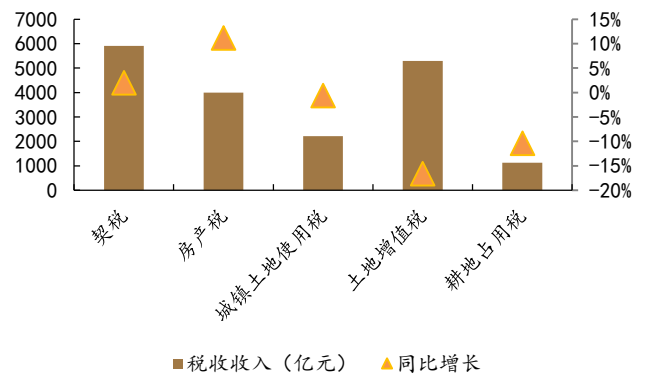
据财政部网站, 2023 年, 全国土地和房地产相关的五大地方税收收入合计 18538 亿元, 同比下降 3.5%, 其中, 土地增值税 5294 亿元, 同比下降 16.6%; 耕地占用税 1127 亿元, 同比下降 10.4%; 城镇土地使用税 2213 亿元, 同比下降 0.6%; 契税 5910 亿元, 同比增长 2%; 房产税 3994 亿元, 同比增长 11.2%。

图 8：土地出让收入继续拖累地方政府性基金收入



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：2023 年全国土地和房地产相关的五大地方税收收入情况

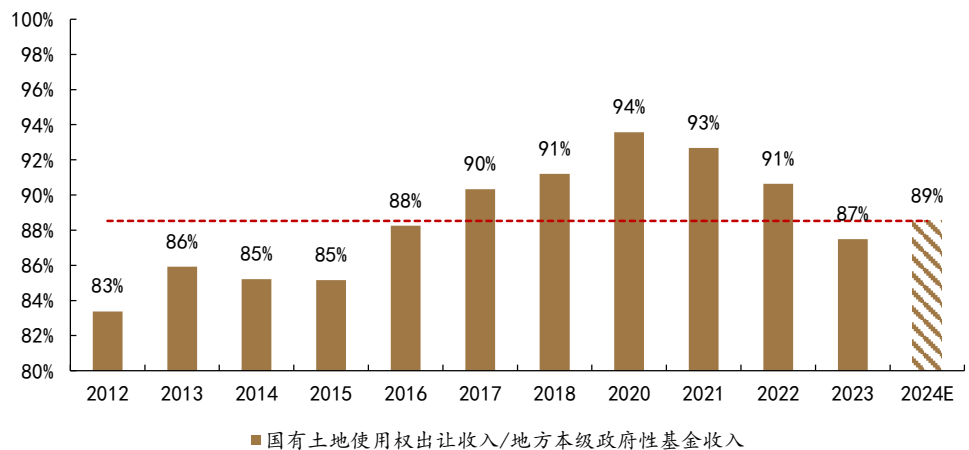


资料来源：Wind，德邦研究所

预计地产拖累下，仍将进一步制约地方政府性基金预算支出。如果按照 2023 年土地出让收入下滑 13% 的幅度测算，2024 年土地出让收入将进一步下行至 50340 亿元。按照 2012-2023 年土地出让占政府性基金收入 89% 的这一比例均值测算，预计 2024 年地方本级政府性基金收入约为 56862 亿元，较 2023 年减少约 9425 亿元，这是制约地方财政发力的重要因素。

不过，若 2024 年能够借鉴 1998-2008 年，发行长期建设国债，由中央“加杠杆”，我们此前测算的 1 万亿左右的长期建设国债，也能够一定程度上为腾挪地方财力发挥积极的作用。

图 10：土地出让收入占政府性基金收入的比例约九成



资料来源：Wind，德邦研究所测算

2.1. 货币政策展望

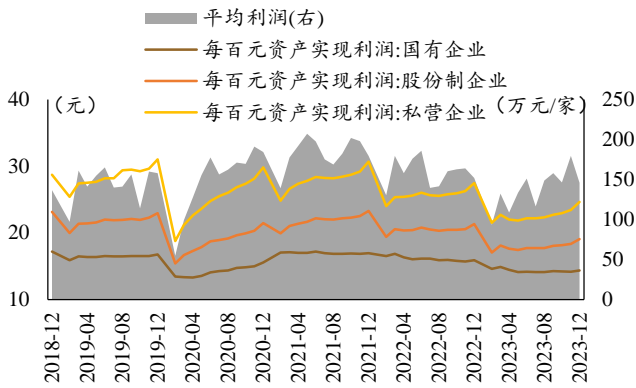
2.1.1. 关注积极的财政政策与货币政策的配合

2023 年 12 月召开的中央经济工作会议对 2024 年货币政策基调确定为“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，作为与财政政策相对的宏观政策的另一面，货币政策也需要与财政政策进行配合，才能够确保财政政策效能的充分释放和金融环境稳定。

2024 年 2 月央行发布的 2023 年第四季度中国货币政策执行报告与中央经济工作会议对货币政策的定调基本一致，在货币政策基调中，中央经济工作会议、四季度货政报告都将货币政策基调从“精准有力”调整为了“灵活适度、精准有效”，在过去几年，由于疫情扰动和地产行业周期下行等影响，央行实行了宽松的货币政策，多次降准、降息，并推出了多种结构性货币政策工具，对降低实体企业融资成本、巩固经济企稳回升起到了重要作用。立足当前，中国经济已度过了防疫优化后的第一个完整年份，经济秩序全面恢复常态，高质量发展诉求提升，产业升级、经济结构转型势在必行，在新的经济环境下，宏观政策也需要适时调整，2024 年的一大变化或将体现为从货币政策积极发力向财政政策积极发力转变，但这并不意味着货币政策要转向紧缩，在财政发力阶段，货币政策需要保持一定的稳定性，维持好金融环境稳定，继续着力推动社会融资成本下降，以支持财政政策效能发挥。

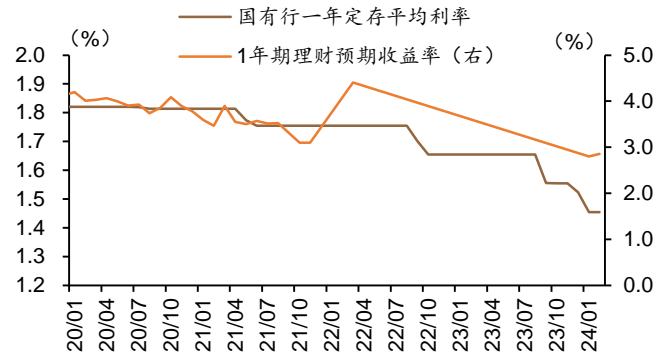
盘活存量、提升信贷使用效率的背后是信贷对增长的前瞻意义在减弱。中央经济工作会议和四季度货政报告都提到了“盘活存量”、“提升效率”，过去几年的金融数据有一个很大的特点，即信贷增量的阶段性放大导致信贷增量同比波动放大。以 2022 年和 2023 一季度为例，信贷增量连续大幅上台阶，虽然一季度是传统的信贷“旺季”，但在经济慢修复的基础上如此大量的信贷投放大概率指向信贷的实际使用效率不及以往，用固定资产投资完成额/企业中长期信贷增加值衡量信贷向投资转化的效率，2023 年一季度比值为 1.6，即 2023 年一季度每单位企业中长贷平均促成 1.6 单位固定资产投资，但在 2020-2022 年一季度每单位企业中长贷平均促成 2.5 单位固定资产投资，疫情前三年 2017-2019 年一季度该比值平均为 3.9，信贷向投资的转化效率明显降低。用社会零售品销售总额/居民和企业部门短期贷款增加值衡量信贷向消费转化的效率，2023 年一季度比值为 1.0，2020-2022 年一季度均值为 1.5，疫情前三年 2017-2019 年一季度该比值平均为 2.3，信贷向消费的转化效率同样明显下降。这表明，过去几年高增的信贷对经济增长的指向意义在减弱，同时，实体企业盈利能力下降、金融资产回报率下降两大现象导致微观主体加杠杆意愿偏弱，反映在金融数据中则出现了 2022 年以来的居民房贷提前还贷潮、企业多存少贷等现象，也从侧面印证了信贷向投资和消费的转化效率在降低。

图 11：2022 年以来企业盈利能力下降



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：2022 年以来居民主要金融资产收益率下降



资料来源：Wind，德邦研究所

在信贷效率下降的情况下，加强信贷管理有助于确保财政支出有效转化为需求扩张。财政支出力度扩大对政府以外的经济部门（企业、居民）投资能够起到撬动作用，财政存款的支出也会流入企业、居民部门，当前财政积极发力的紧迫性在于总需求不足，旨在通过增加财政支出、利用杠杆效应增加社会总投资、消费规模，若微观主体加杠杆意愿偏弱的情况持续，则从财政支出到总需求扩张的杠杆效应可能也较弱，导致资金在金融体系内淤积，也会加剧金融风险。加强信贷管理或成为央行在保持稳健货币政策基调、在货币不大幅“放水”的基础上积极配合财政发力的有效手段。

2.1.2. 货币政策要匹配通胀水平预期目标的含义

今年货币政策的另一大信号是“和价格水平预期目标相匹配”，或指向货币政策着力推动通胀回升。近年来我国货币政策价格型工具和数量型工具均有使用，且数量型工具规模有所扩大，货币政策基调表述的变化或并不意味着货币政策施政方式发生明显转变，新提法核心指向落在通胀本身，在 2023 年低通胀环境下，微观主体对经济的“体感”与宏观数据出现一定“温差”，我们在前期外发报告《如何弥合宏微观的“温差”？——名义 GDP 的重振之路》中对此展开论述，我们认为低通胀问题是产生“温差”的最主要原因，2024 年货币政策或将着力促使通胀回归温和上升，推动整体经济走出 2023 年的“低通胀”环境，而这或仍将通过货币政策保持灵活宽松、刺激需求扩张来实现。

表 14：中央经济工作会议增加了“和价格水平预期目标相匹配”表述

年度	中央经济工作会议对货币政策基调相关表述
2023	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长 和价格水平预期目标 相匹配
2022	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配
2021	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕
2020	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定
2019	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本
2018	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制
2017	稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长
2016	货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定
2015	稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长
2014	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策……货币政策要更加注重松紧适度

资料来源：中国政府网，新华社客户端，共产党员网，德邦研究所

通胀目标细化，注重对低通胀的应对。长期来看，政府工作报告中的通胀目标多数时期定在 3%，属于温和通胀幅度。从实际结果来看，政府工作报告对通胀目标的实现基本保持在目标值以下，我们认为，以往对于通胀的政府工作预期目标或并非希望通胀达到 3%，而是保持温和通胀水平在 3% 以下，若通胀上升超过目标值，则表示当前通胀不符合政府工作目标要求。中央经济工作会议在低通胀环境下的 2023 年年底提出社融、货币供应量与价格水平预期目标匹配，或指向政府工作目标中对通胀的要求更加全面，含义更加精确，通胀过高或过低都不符合政府工作要求。预计 2024 年通胀目标将确定在 3%，并更加注重对低通胀的应对。

表 15：历年政府工作报告预期目标

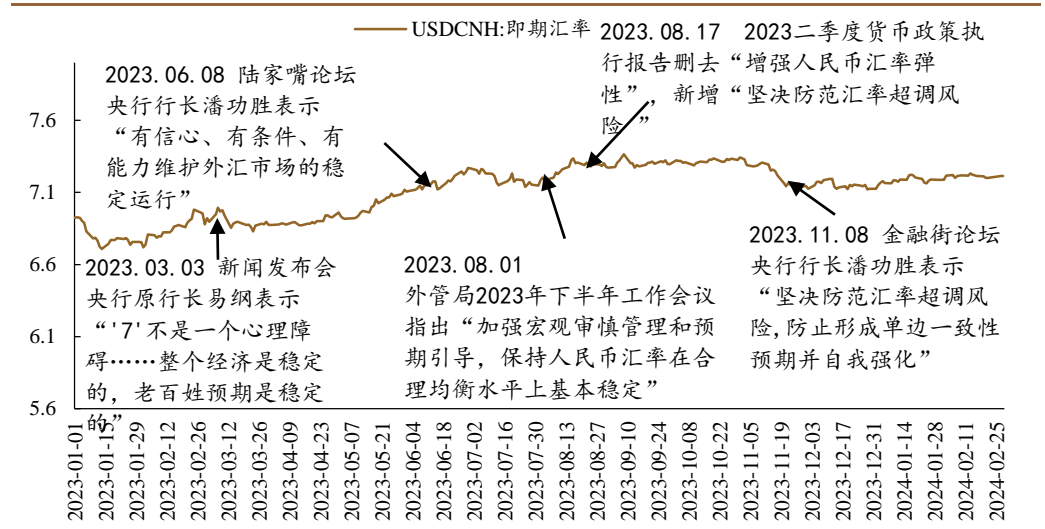
	GDP	CPI	赤字率	M2	社融	失业率	新增就业	新增专项债
2023	5.0%	3.0%	3.8%			5.5%(调查)	1200 万人	38000 亿
2022	5.5%	3.0%	2.8%			5.5%(调查)	1100 万人	36500 亿
2021	6.0%	3.0%	3.2%			5.5%(调查)	1100 万人	36500 亿
2020		3.5%	3.6%			6.0%(调查)	900 万人	37500 亿
2019	6.0-6.5%	3.0%	2.8%			5.5%(调查)	1100 万人	21500 亿
2018	6.5%	3.0%	2.6%			5.5%(调查)	1100 万人	13500 亿
2017	6.5%	3.0%	3.0%	12.0%	12.0%	4.5%(登记)	1100 万人	8000 亿
2016	6.5-7.0%	3.0%	3.0%	13.0%	13.0%	4.5%(登记)	1000 万人	4000 亿
2015	7.0%	3.0%	2.3%	12.0%		4.5%(登记)	1000 万人	
2014	7.5%	3.5%	2.1%	13.0%		4.6%(登记)	1000 万人	

资料来源：中国政府网，德邦研究所

2.1.3. 汇率制约有望在下半年逐渐缓解

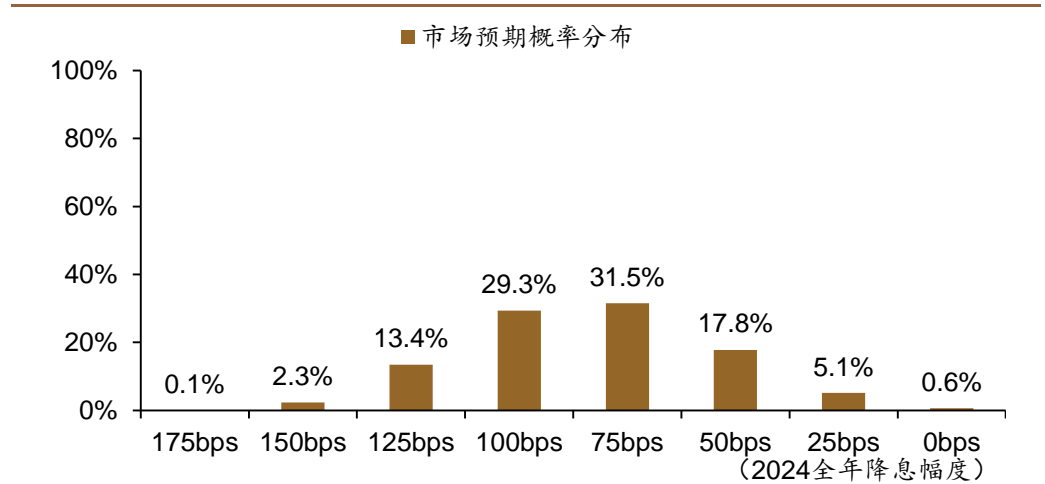
制约国内货币政策的外部因素有望在 2024 年下半年缓解。过去两年中，我国央行货币政策“内外均衡”目标的实现难度不小，内有总需求偏弱，微观主体对宽松的货币政策期待加码；外有海外加息周期，美元升值人民币贬值压力时而升温。美国快速、大幅度的加息导致中美名义利率倒挂，而通胀背离又导致中美实际利率正挂，货币政策存在天然的多目标制，在我国与海外货币政策周期偏离时就要面临多目标平衡的难题。2022-2023 年我国央行多次表态稳汇率，其目的或就在于要妥善应对名义利差倒挂导致的汇率贬值压力，稳定汇率预期。2024 年，美国大概率转向降息周期，从美国利率期货隐含的降息概率来看，2024 年美联储大概率降息 50-100bps，首次降息或将发生在年中，一旦美联储转向降息，掣肘我国货币政策的汇率压力预计将得到缓解，有望释放我国货币政策的更多空间。

图 13：2023 年央行频繁表态稳定汇率预期



资料来源：Wind，人民银行，国家外汇管理局，德邦研究所

图 14：利率期货交易隐含市场预期全年美联储大概率降息 50-100bps



资料来源：CME FedWatch，德邦研究所

注：截止 2024/3/1 当日数据

3. 两会“关键词”预期

我们梳理了 31 个省份的政府工作报告，发现：

(1) 发展和增长仍然是被提及最高的“关键词”，也是各地政府主要的关注目标，今年以来不少地方着重提及了高质量发展；(2) 改革、创新/科技创新或是驱动经济发展的主要动力；(3) 经济、消费、就业、投资等领域预计仍是政策的着力点；(4) 各地政府较为重视基础设施、制造业、产业集群的建设；(5) 对发展和增长提出了要求，是在安全和绿色发展的前提下进行的。

图 15：31 个省份政府工作报告部分高频词



资料来源：各地政府网，德邦研究所

全国两会即将在 3 月 4 日、5 日召开，哪些词有望成为经济发展的“关键词”？

关键词一：新质生产力、高质量发展。

新质生产力是一种依托科技和创新，通过培育新产业和推动产业升级，实现生产力的跃升和高质量发展的新型生产力形态。新质生产力的“新”主要体现在新技术、新模式、新产业、新领域和新动能等方面。同时，新质生产力中的“质”强调物质、质量、本质和品质，它更注重内在的发展质量，通过激发质量变革、效率变革和动力变革，实现生产要素投入少、资源配置效率高、资源环境成本低、经济社会效益好的高质量发展路径。

发展和增长仍然是被提及最高的“关键词”，高质量发展也是各地政府主要的关注目标。当前中国经济处于新旧叙事的“换挡期”，如何在有效需求不足的情况下，推动经济向高质量发展，或将是需要重点明确和统筹规划的。从地方政府工作报告来看，或将主要向战略新兴产业、未来产业、绿色环保产业、科技创新产业等方向提供支持和倾斜。

关键词二：绿色发展、“双碳”目标。

“双碳”目标对我国绿色低碳发展具有引领性、系统性，可以带来环境质量改善和产业发展的多重效应，着眼于降低碳排放，有利于推动经济结构绿色转型，加快形成绿色生产方式，助推高质量发展。实现“双碳”的路径包括提高能源利用效率、发展可再生能源、推动工业绿色低碳发展、推进绿色低碳技术创新等。

根据“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要的安排，十四五期间单位国内生产总值能源消耗要降低 13.5%。2023 年单位 GDP 能耗为同比上升 0.5%，为 0.558 吨标准煤/万元。按当前能耗情况和“十四五”规划目标大致推算，未来两年单位 GDP 能耗每年平均应下降 5.9%才能完成“十四五”规划目标。由于控能耗目标完成难度大，从 2023 年开始“单位 GDP 能耗”指标不再纳入政府工作报告。根据国家能源局印发的《能源工作指导意见》，2023 年能耗强度目标定为单位 GDP 能耗同比降低 2%左右。考虑到衔接远景目标的要求、去年基数效应以及当下能耗下降的难度，我们预计今年能耗指标或定在同比降低 2.5%左右。

关键词三：扩大内需。

去年 12 月的中央经济工作会议提出，要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。

2 月 23 日，中央财经委员会第四次会议提出，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。推动大规模回收循环利用，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展。对消费品以旧换新，要坚持中央财政和地方政府联动，统筹支持全链条各环节，更多惠及消费者。

从各地政府较为重视基础设施、制造业、产业集群建设的角度看，预计积极的财政政策将继续推动基础设施建设和制造业投资的高速增长，而新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新有望带来更多增量需求。

关键词四：统一大市场。

统一大市场是指在全国范围内，建设一个市场基础制度规则统一、市场设施高标准联通、商品和服务市场高水平统一、市场监管公平统一的大市场。统一大市场的建设旨在发挥市场在资源配置中的决定性作用。通过完善市场机制，让价格、供求、竞争等市场要素充分发挥作用，推动资源高效配置和经济发展。

2 月 26 日，国务院进行第六次专题学习，提出建立健全公平竞争制度，加快完善全国统一大市场基础制度规则。会议提出，要坚持目标导向，着眼于真正把

我国超大规模市场、要素资源丰富、产业体系完备等优势充分发挥出来，扎实推进各项重点任务落实，切实打通制约经济循环的关键堵点，促进要素资源合理流动和高效配置。要坚持问题导向，全面清理妨碍统一市场和公平竞争的政策规定。

2月23日召开的中央财经委员会第四次会议提出：要有效降低全社会物流成本。优化运输结构，强化“公转铁”、“公转水”，深化综合交通运输体系改革，形成统一高效、竞争有序的物流市场。优化主干线大通道，打通堵点卡点，完善现代商贸流通体系，鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式。统筹规划物流枢纽，优化交通基础设施建设和重大生产力布局，大力发展临空经济、临港经济。

关键词五：深化改革。

去年12月的中央经济工作会议提出，要深化重点领域改革。深入实施国有企业改革深化提升行动，增强核心功能、提高核心竞争力。促进民营企业发展壮大，在市场准入、要素获取、公平执法、权益保护等方面落实一批举措。促进中小企业专精特新发展。加快全国统一大市场建设，着力破除各种形式的地方保护和市场分割。有效降低全社会物流成本。要谋划新一轮财税体制改革，落实金融体制改革。

2月19日召开的全面深化改革委员会审议通过了《关于改革土地管理制度增强对优势地区高质量发展保障能力的意见》。会议强调，“要建立健全同宏观政策、区域发展更加高效衔接的土地管理制度，提高土地要素配置精准性和利用效率，推动形成主体功能约束有效、国土开发协调有序的空间发展格局，增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力。”会议强调增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力，对一些用地指标比较紧张、经济较为发达的地区形成利好。而高质量发展领域或将主要向战略新兴产业、未来产业、绿色环保产业、科技创新产业等方向提供支持和倾斜。未来有望对土地利用、重点地区城市经济发展以及激发农村地区发展活力起到重要的促进作用。

4. 风险提示

- (1) 政策支持力度不及预期；
- (2) 政策落地执行不及预期；
- (3) 经济复苏进程不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所副所长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。