



“大国财政”系列十七

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

联系人：侯倩楠
houqiannan@gjzq.com.cn

被“低估”的财政

2024年财政稳增长哪些领域可能被“低估”？本文从支出力度、地方“化债”影响、政策转型等方面梳理，可供参考。

一、被低估的力度：结转结余、万亿国债等支撑下，广义财政支出力度有保障

若仅从目标赤字率及地方专项债新增额度来看，2024年财政发力可能“相对保守”，但从广义财政收支视角看，2024年广义财政预算收支差达11.1万亿元、高于2023年的8.8万亿元，处于历史最高水平；广义财政赤字率达8.2%、仅低于2020年的8.6%。同时，2024年还有万亿超长期特别国债发行开启，政府债新增额度创新高、达9.9万亿元。财政“余粮”增长，万亿国债多为2023年底、2024年初下达等，或可有效支撑2024年广义财政支出力度。2024年财政“余粮”规模明显增长、达2.1万亿元，较2023年增加4000多亿元。同时，2023年调增的万亿国债实际资金使用落地大概率在2024年。因此，若从实际资金使用角度看，2024年广义财政支出力度或超10%。

在财政“余粮”、万亿国债确定性支撑下，财政收入端预算完成度对支出端影响或相对有限。根据2023年情况测算，若名义GDP增速下滑1%，税收收入减少1700亿元，对应广义财政支出下降约0.5%；国有土地财政收入下降10%，广义财政支出增速下降近2%。假设名义GDP为5.5%、国有土地出让收入下滑10%，广义财政支出增速仍在5%左右。

二、被高估的风险：地方“化债”影响或被高估、中央“扩表”或可一定程度对冲

地方债务风险化解加快推进背景下，当前对基建投资的担忧或集中于资金支持、地方投资意愿、实物工作量形成等方面。地方“化债”工作持续推进下，重点化债省市工作重心转向隐债化解，其基建投资受到一定约束。同时，2024年初，地方政府工作报告显示，除内蒙古、山西外，海南、安徽等多地固定资产投资目标较2023年目标下调。

2023年实物工作量形成滞缓背景下，重点化债省市部分基建投资受限对经济的影响或相对有限。2023年基建高频指标与宏观指标明显背离，或指向资金落地情况不佳。因此，2024年部分重点化债省市基建类项目停缓建对经济影响或有限。且多地向民间资本推介项目、中央预算增加对民间投资项目的支持等或一定程度上对冲地方政府投资放缓。地方债加码空间较为有限下，财政支出结构变化，中央持续“扩表”或在一定程度上对冲地方“化债”掣肘。2023年10月下旬，中央调增国债赤字预算、增发一万亿元国债。春节后，中央财政亦对民间投资项目、新一轮大规模设备更新、消费品以旧换新等领域支持加码，万亿超长期特别国债等待发行。

三、被忽视的转型：本轮财政发力不走老路，向产业转型、财税改革要增长

相比过往，本轮稳增长重心明显更向科技创新、产业发展领域倾斜。2024年全国“两会”及地方“两会”均显示，现代化产业体系建设为当前经济工作的首要任务；财政资金、重大项目规划等均向产业领域倾斜。2024年万亿超长期特别国债首要支持科技创新等领域；2024年一般财政预算中，科学技术支出增速达6.6%、高于总体的4%。

新一轮设备更新待落地，中央财政与货币政策或协同加力、支持企业设备更新升级。相比过往，本轮设备更新政策重视度或更高。近期发布的推动大规模设备更新行动方案目标明确，到2027年工业等领域设备投资规模较2023年增长25%以上，且规模以上企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%、75%。

2023年底以来，新一轮财税体制改革在高层会议中频频提及。新一轮财税改革开启，或可缓解地方财政压力、打通落地堵点。政府间财政关系，如中央与地方支出责任划分、转移支付制度完善，省以下财政体制改革、省以下地方政府间事权与支出责任的界定，税制改革，如税收征管、税种优化调整等，或是新一轮财税体制改革重点关注领域。

风险提示：

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

一、被低估的力度：结转结余、万亿国债等支撑下，广义财政支出力度有保障.....	4
（一）财政的两大焦点：3%的赤字率是否足够、收支预算能否完成.....	4
（二）结转结余、万亿国债等支撑下，2024 广义财政支出力度有保障.....	5
二、被高估的风险：地方“化债”影响或被高估、中央“扩表”或可一定程度对冲.....	7
（一）地方债务风险化解加快推进下，对基建投资的三重“担忧”.....	7
（二）地方“化债”影响或被高估、中央“扩表”或可一定程度对冲.....	9
三、被忽视的转型：本轮财政发力不走老路，向产业转型、财税改革要增长.....	11
（一）财政稳增长不走老路，更多向科技创新、产业发展等领域倾斜.....	11
（二）新一轮财税改革开启，或可缓解地方财政压力、打通落地堵点.....	13
风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 2024 年财政预算赤字率为 3%.....	4
图表 2： 2024 年地方新增专项债额度 3.9 万亿元.....	4
图表 3： 历年一般财政收支预算完成度.....	4
图表 4： 税收收入增速与名义 GDP 增速走势较为吻合.....	4
图表 5： 历年政府性基金收支预算完成度.....	5
图表 6： 全国百城土地成交情况.....	5
图表 7： 2024 年广义财政预算赤字率达 8.2%.....	5
图表 8： 2024 年政府债券新增达 9.9 万亿元.....	5
图表 9： 历年财政调入资金及结转结余.....	6
图表 10： 历年广义财政“赤字”规模.....	6
图表 11： 2024 年广义财政收支预算及预测情况.....	6
图表 12： 历年财政调入资金及结转结余.....	7
图表 13： 历年广义财政“赤字”规模.....	7
图表 14： 1998-2000 年 8 月人大常委会均调增国债规模.....	7
图表 15： 2023 年各地债务限额余额差.....	7
图表 16： 2018 年前基建投资增速与城投带息债增速相似.....	8
图表 17： 2020 年后基建投资增速与财政支出增速趋同.....	8
图表 18： 2022 年重点化债地区基建占全国比例约 25%.....	8
图表 19： 2024 年多地下调固定资产投资增速目标.....	8
图表 20： 2024 年 2 月挖机开工小时数环比减少.....	9



图表 21:	2024 年春节后沥青开工率不及 2023 年同期.....	9
图表 22:	2024 年春节后劳务上工率低于 2021-2023 同期.....	9
图表 23:	2024 年春节后建筑类资金到位率不足五成.....	9
图表 24:	可比口径下, 2023 年重大项目增速超 20%.....	10
图表 25:	2023 年基建类宏观微观指标背离.....	10
图表 26:	2023 年 10 月以来中央财政持续加力.....	10
图表 27:	新增万亿国债项目投向.....	10
图表 28:	债务限额内置换相关政策.....	11
图表 29:	城投债与地方政府债到期收益率差距较大.....	11
图表 30:	2024 年专项债提前批额度向经济大省倾斜.....	11
图表 31:	部分经济大省债务压力较小.....	11
图表 32:	近年政府工作报告高频词.....	12
图表 33:	发展新质生产力或是现代产业体系建设核心.....	12
图表 34:	2024 年超长期特别国债重点支持科技创新.....	12
图表 35:	2024 年一般财政对科学技术领域支持加码.....	12
图表 36:	可比口径下产业发展类重大项目数量占比提升.....	13
图表 37:	2024 年 1-2 月专项债近四成投向市政产业园.....	13
图表 38:	2022 年以来, 财政政策持续支持企业创新、设备更新等.....	13
图表 39:	财税体制改革围绕税制改革、政府间财政关系、地方债务等方面进行.....	14
图表 40:	部分中央、地方共同事权明确改革方案.....	14
图表 41:	2021 年主要财政支出资金来源结构.....	14
图表 42:	过往税收改革涉及税种、征管、分成等方面.....	15
图表 43:	当前中央、地方重要税种划分.....	15

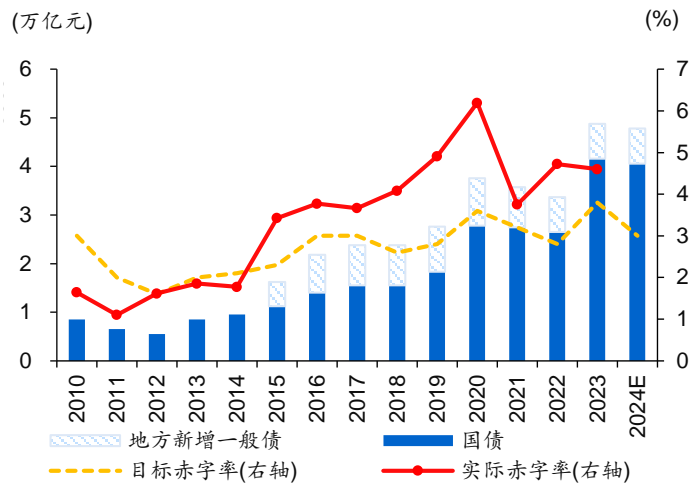


一、被低估的力度：结转结余、万亿国债等支撑下，广义财政支出力度有保障

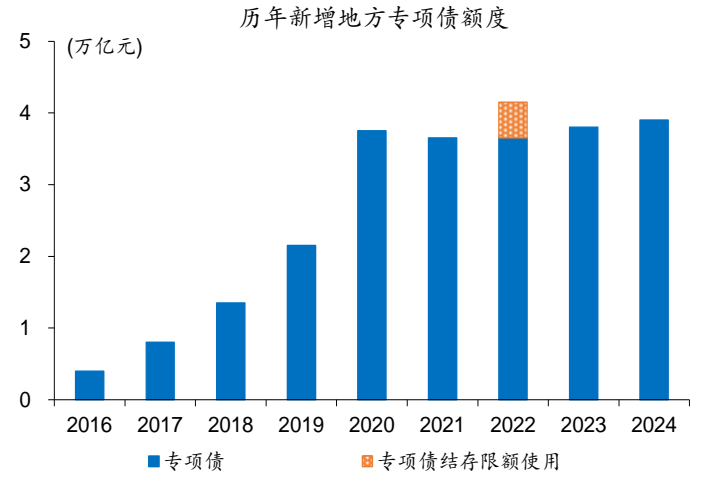
(一) 财政的两大焦点：3%的赤字率是否足够、收支预算能否完成

2024年3%的赤字率是否足够支撑财政发力、财政收支预算能否完成是近期市场关注的重点之一。若仅从目标赤字率及地方专项债新增额度来看，2024年财政发力可能“相对保守”，2024年财政预算赤字率为3%、低于2023年全年的3.8%；同时，地方新增专项债额度为3.9万亿元、较2023年略微增长1000亿元。

图表1：2024年财政预算赤字率为3%



图表2：2024年地方新增专项债额度3.9万亿元

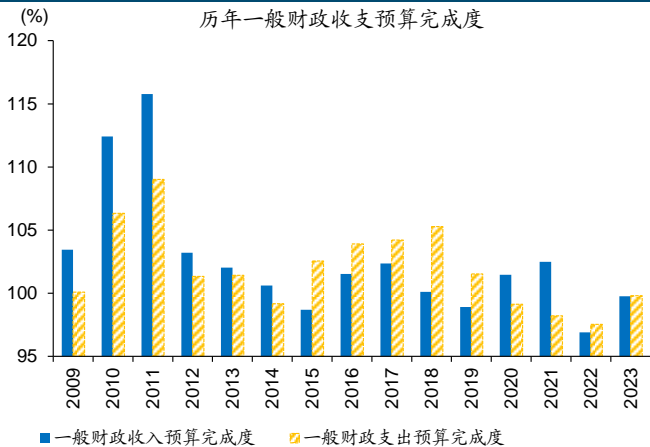


来源：财政部、Wind、国金证券研究所

来源：财政部、Wind、国金证券研究所

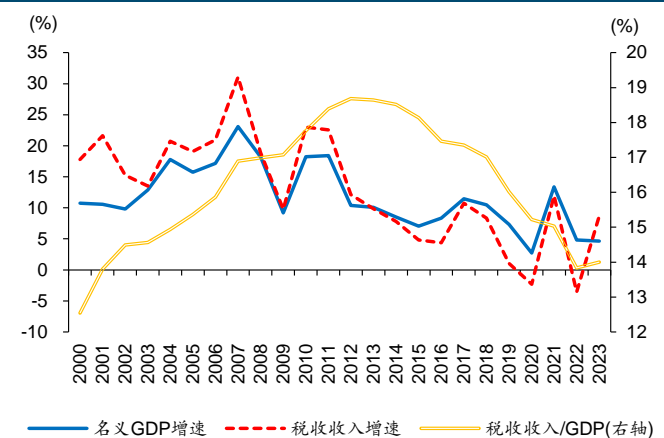
2024年广义财政预算支出增速能否完成7.9%的同比增速，或与收入端预算完成情况密切相关。2024年广义财政支出增速达7.9%、明显高于2023年的1.3%。财政收支平衡下，支出端预算完成度与收入端密切相关。因此，收入端占比较高的税收收入、土地财政收入预算完成情况或对广义财政支出力度产生影响。考虑税收收入增速与名义GDP增长走势较为一致，而3%赤字率隐含假设2024年名义GDP增速为7.4%，因此名义GDP若不及预期或对税收收入产生拖累。

图表3：历年一般财政收支预算完成度



来源：财政部、Wind、国金证券研究所

图表4：税收收入增速与名义GDP增速走势较为吻合

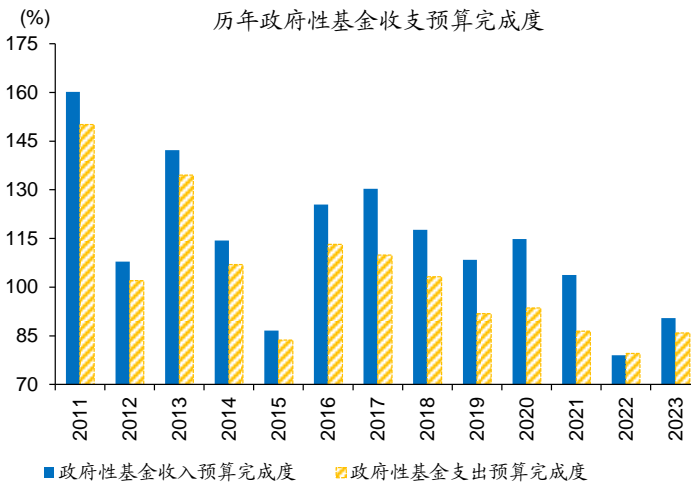


来源：财政部、Wind、国金证券研究所

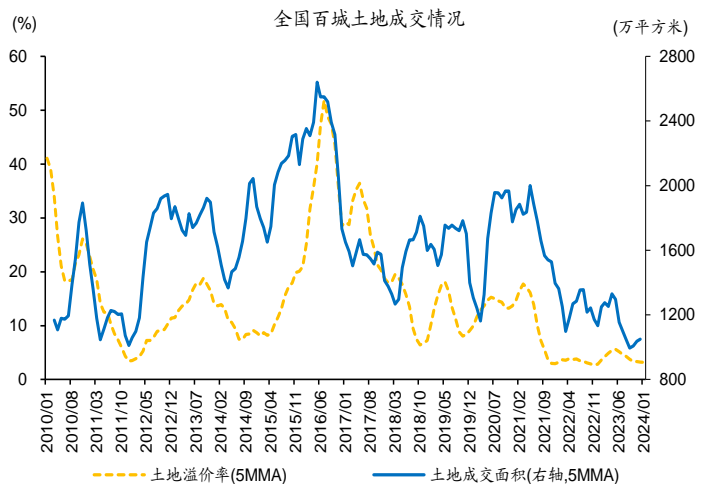
政府性基金收入能否企稳亦需持续观察。2024年政府性基金收入增长目标设定为0.1%。过往经验显示，政府性基金收入中国有土地出让收入占比近85%。2023年初政府性基金收入增长目标设定为0.4%，但由于土地财政收入持续低迷、全年同比下降-13.2%，拖累全年政府性基金收入同比下滑9.2%。而从2024年年初全国百城土地交易情况来看，土地成交溢价率、土地成交面积仍处过往较低水平，全年政府性基金收入增长目标能否完成仍需跟踪。



图表5: 历年政府性基金收支预算完成度



图表6: 全国百城土地成交情况



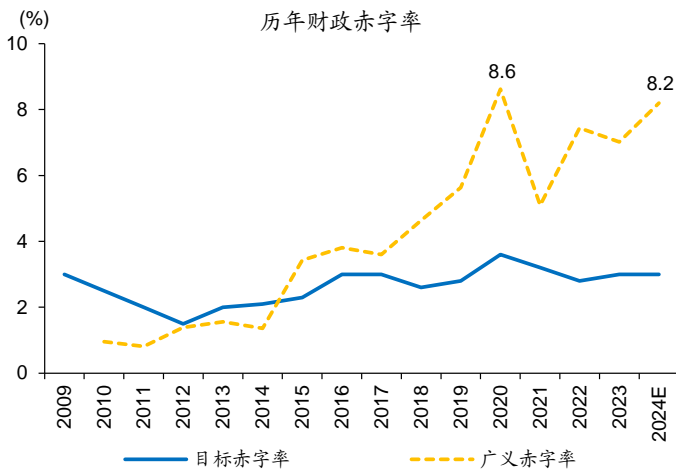
来源: 地方政府网站、国金证券研究所

来源: 地方政府网站、国金证券研究所

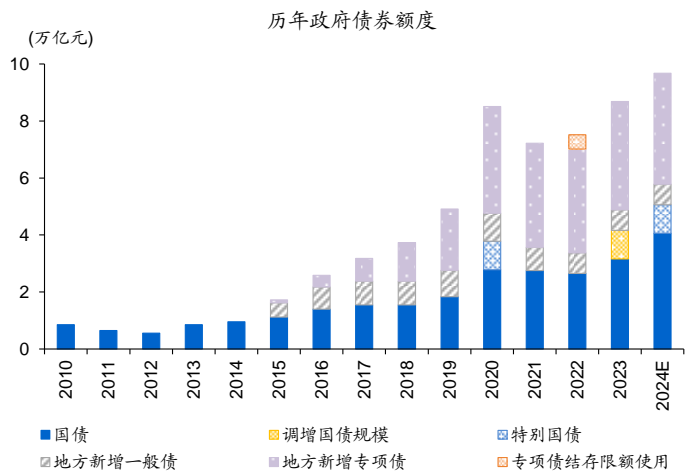
(二) 结转结余、万亿国债等支撑下, 2024 广义财政支出力度有保障

仅从赤字率、地方专项债新增限额判断财政力度或有偏颇。从广义财政收支视角看, 2024 年广义财政预算收支差达 11.1 万亿元、高于 2023 年的 8.8 万亿元, 处于历史最高水平; 广义财政赤字率达 8.2%、仅低于 2020 年的 8.6%。同时, 2024 年还有万亿超长期特别国债发行开启, 叠加国债、地方政府债券新增额度, 当前政府债新增额度创新高、达 9.9 万亿元。

图表7: 2024 年广义财政预算赤字率达 8.2%



图表8: 2024 年政府债券新增达 9.9 万亿元



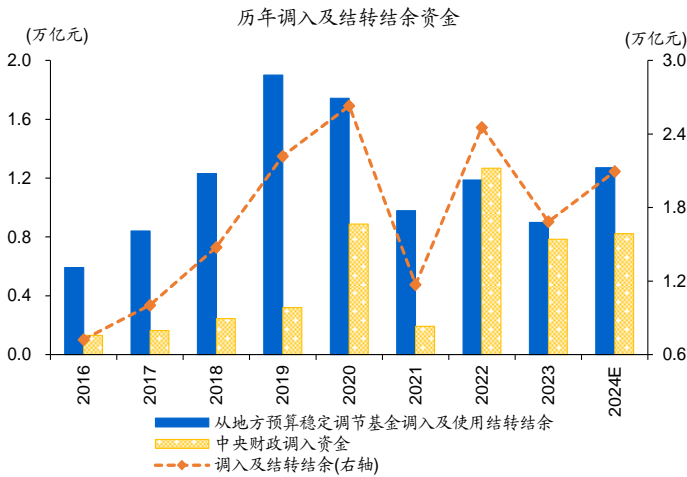
来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

财政“余粮”明显增长, 万亿国债多为 2023 年底、2024 年初下达等, 或可有效支撑 2024 年广义财政支出。2023 年前三季度财政蓄力下, 财政“余粮”规模明显增长、达 2.1 万亿元, 较 2023 年增加 4000 多亿元, 确定性的财政资金调入及结转结余或可有效支撑广义财政支出加码。同时, 2023 年调增的万亿国债于 2023 年 12 月-2024 年 2 月分三批次下达资金及预算, 实际资金使用落地大概率在 2024 年。因此, 若从实际资金使用角度看, 2024 年广义财政支出增速或超 10%。

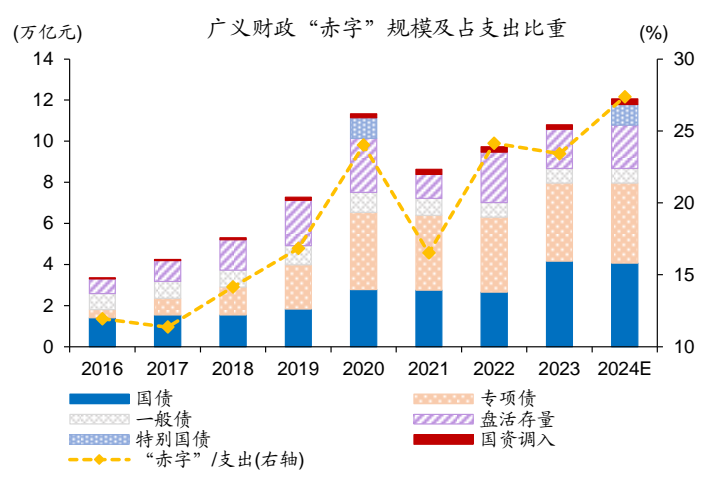


图表9: 历年财政调入资金及结转结余



来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

图表10: 历年广义财政“赤字”规模



来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

在财政“余粮”、万亿国债确定性支撑下, 财政收入端预算完成度对支出端影响或相对有限。根据 2023 年财政完成情况测算, 若名义 GDP 增速下滑降 1%, 税收收入减少 1700 亿元, 对应广义财政支出下降约 0.5%; 国有土地财政收入下降 10%, 对应政府性基金收入下滑 9%, 广义财政支出增速下降近 2%。悲观情景下, 假设名义 GDP 为 5.5%、国有土地出让收入下滑 10%, 广义财政支出增速仍在 5%左右。

图表11: 2024 年广义财政收支预算及预测情况

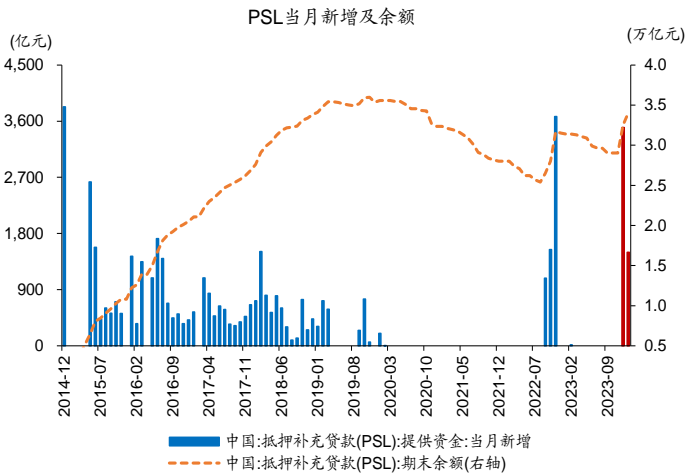
财政收支项	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023预算	2023实际	2024悲观	2024中性(预算情景)	2024乐观
名义GDP (%)	11.5	10.5	7.3	3.0	12.6	5.3	15.0	4.6	5.5	7.4	8.5
一般财政收入 (%)	8.1	6.2	3.8	-3.9	10.7	0.6	6.7	6.4	0.7	3.3	8.1
预算赤字率 (%)	3.0	2.6	2.8	3.7	3.1	2.8	2.8	3.9	3.0	3.0	3.0
预算赤字规模 (万亿元)	2.4	2.4	2.8	3.8	3.6	3.4	3.9	4.9	4.1	4.1	4.1
调入资金及使用结转结余 (万亿元)	1.0	1.5	2.2	2.6	1.2	2.5	1.9	1.7	2.1	2.1	2.1
实际赤字率 (%)	3.7	4.1	4.9	6.2	3.8	4.7	4.2	4.6	4.6	4.5	4.5
一般财政支出 (%)	8.2	8.8	8.1	2.9	0.3	5.8	5.6	5.4	1.9	4.0	7.8
政府性基金收入 (%)	31.8	22.8	12.0	10.6	4.8	-20.6	0.4	-9.2	-9.2	0.1	1.9
特别国债 (万亿元)	/	/	/	1.00	/	/	/	/	1.0	1.0	1.0
地方政府专项债收入 (万亿元)	0.8	1.35	2.15	3.75	3.65	4.15	3.80	3.80	3.90	3.90	3.90
政府性基金支出 (%)	30.1	32.2	13.7	28.8	-3.7	-2.7	6.7	-8.4	12.1	18.6	19.8
广义财政收入 (%)	13.5	10.6	6.2	0.5	8.7	-6.3	4.9	2.1	-1.7	2.5	6.6
广义财政赤字 (万亿元)	3.0	4.3	5.6	8.7	5.9	9.0	9.8	8.8	11.1	11.1	11.1
广义财政赤字率 (%)	3.6	4.6	5.6	8.6	5.2	7.4	7.0	7.0	8.3	8.2	8.1
广义财政支出 (%)	12.5	14.2	9.6	10.1	-1.0	3.1	5.9	1.3	4.7	7.9	11.0

来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

同时, PSL 等“准财政”工具推出、落地相对灵活, 可对广义财政支出形成补充。过往经验显示, PSL, 政策性开发性银行金融工具、新增贷款额度等落地快、流程短, 或可依据经济修复情况适时推出; 预算内财政政策亦可加码, 例如: 1998-2000 年、2023 年均调增国债额度, 2022 年地方专项债结转额度批准使用等。当前, PSL 已然加码, 2023 年 12 月-2024 年 1 月 PSL 余额新增 5000 亿元。

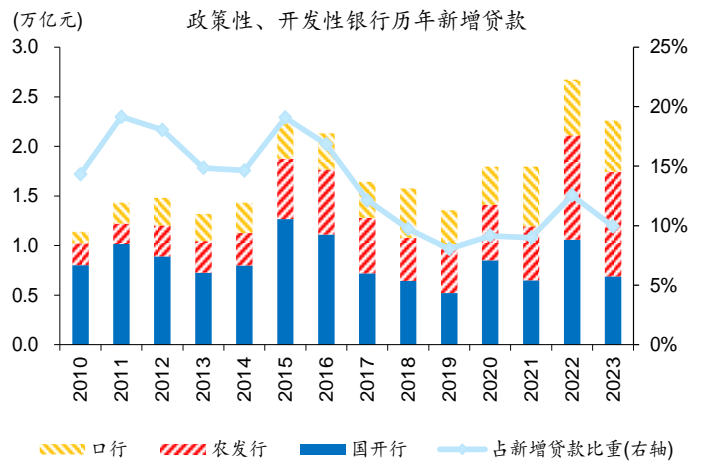


图表12: 历年财政调入资金及结转结余



来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

图表13: 历年广义财政“赤字”规模



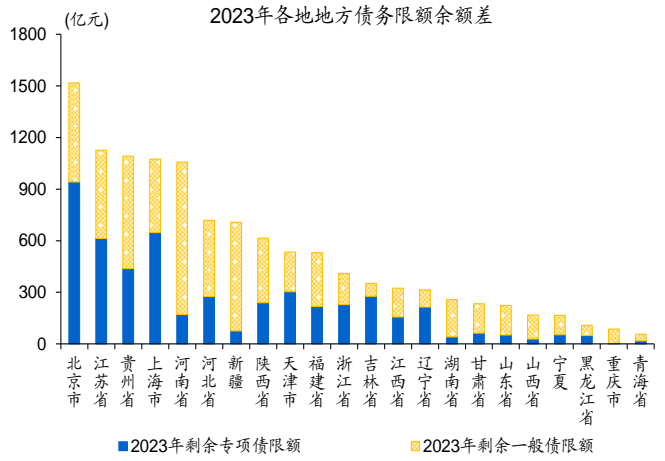
来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

图表14: 1998-2000年8月人大常委会均调增国债规模

长期建设国债发行	当年全国“两会”	当年8月人大常委会
1998年	未提及发行长期建设国债	为扩大国内需求、拉动经济增长、促进国民经济持续快速健康发展, 财政部拟增发1000亿元长期国债, 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年	继续由财政向商业银行发行长期国债, 主要用于加强基础设施建设, 同时采取多种办法, 拓宽融资渠道...	增发的600亿国债中, 300亿元将列入今年中央财政预算, 相应扩大中央财政赤字... 其余300亿元国债, 由中央政府代地方政府举借, 不列入中央财政预算。新增国债资金项目安排的重点是: 基础设施建设... 企业技术进步和产业升级; 环保与生态建设; 教育文化设施
2000年	一是发行1000亿元长期国债, 重点投向水利、交通、通信等基础设施建设, 科技和教育设施建设, 环境整治与生态建设和企业技术改造, 并向中西部地区倾斜。	会议同意国务院提请审议的议案, 决定: 批准增发长期建设国债500亿元和2000年中央财政预算调整方案

来源: 中国政府网站、国金证券研究所

图表15: 2023年各地债务限额余额差



来源: 地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

二、被高估的风险：地方“化债”影响或被高估、中央“扩表”或可一定程度对冲

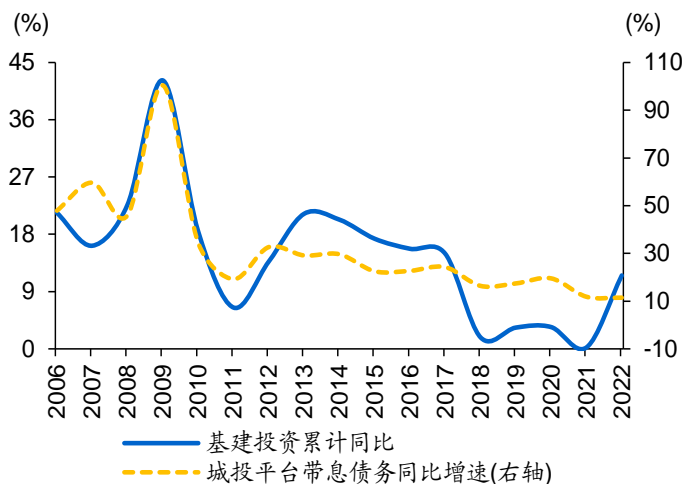
（一）地方债务风险化解加快推进下，对基建投资的三重“担忧”

地方债务风险化解加快推进背景下，当前对基建投资的担忧或集中于资金支持、地方投资意愿、实物工作量形成等方面。

地方隐性债务化解对基建投资影响路径之一，为城投平台带息债务减少可能影响地方基建资金力度。2019年及之前，地方城投平台带息债务为基建投资提供较大支撑，二者均呈现高增长、走势较为一致。2019年后，随着遏制新增隐债监管加强，广义财政支出增速与基建投资增速逐渐趋同，成为基建投资的重要资金来源。因此，当前地方“化债”工作进入“深水区”，城投平台带息债务增速下滑或在一定程度上掣肘基建投资；广义财政支出预算完成情况或也对基建投资产生一定影响。

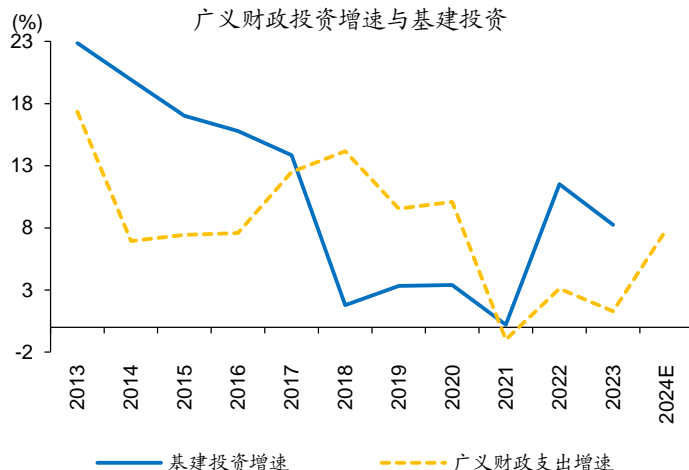


图表16: 2018年前基建投资增速与城投带息债增速相似



来源: Wind、财政部、国金证券研究所

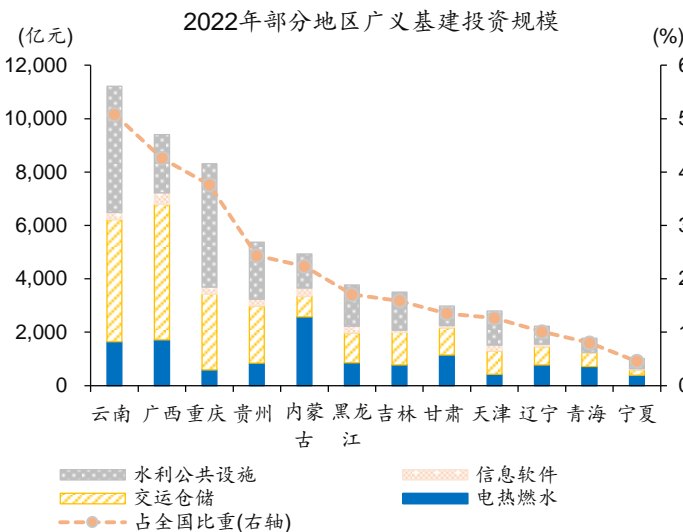
图表17: 2020年后基建投资增速与财政支出增速趋同



来源: Wind、财政部、国金证券研究所

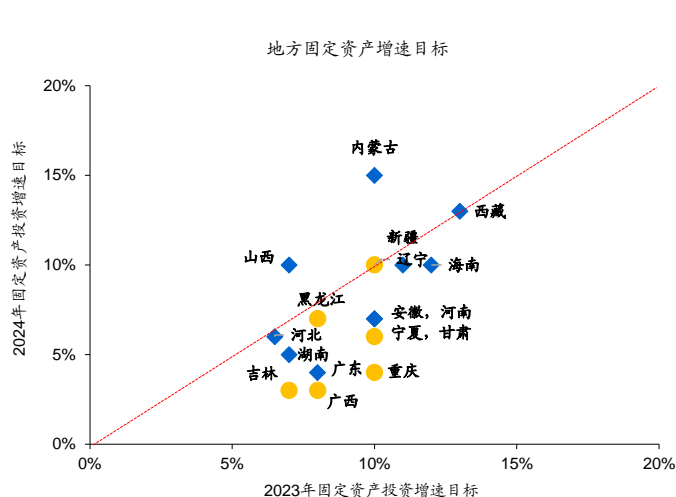
地方“化债”工作持续推进下，重点化债省市工作重心转向隐债化解，其基建投资受到一定约束。2022年云南、广西、重庆等12个重点化债省市¹广义基建投资占比达25%，其工作重心转向“化债”可能对当地基建投资产生约束。同时，2024年初，地方政府工作报告显示，除内蒙古、山西外，海南、安徽等多地固定资产投资目标较2023年目标下调。

图表18: 2022年重点化债地区基建占全国比例约25%



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表19: 2024年多地下调固定资产投资增速目标



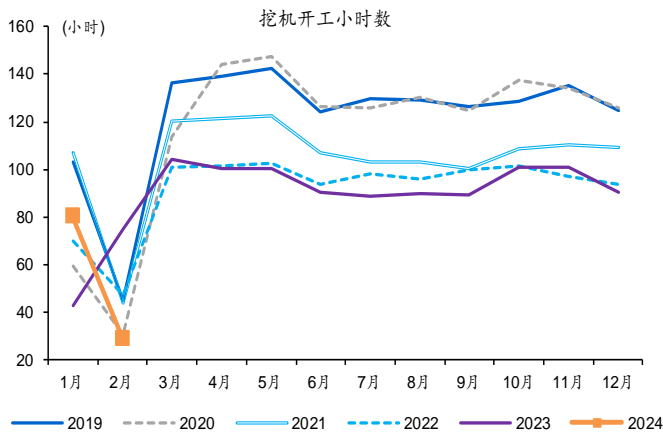
来源: 各地政府网站、国金证券研究所

而年初基建类高频数据亦显示，春节后基建落地情况不及2023年同期。从月度数据看，2024年2月挖机开工小时数环比减少63.9%、为29小时；1-2月合计开工小时数较去年回落6.9%、为109小时；高频数据看，春节后第四周沥青开工率有所回升，环比增加3.5个百分点、达32.5%，为去年农历同期的89%。

¹ 12个重点化债省市分别为天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏。

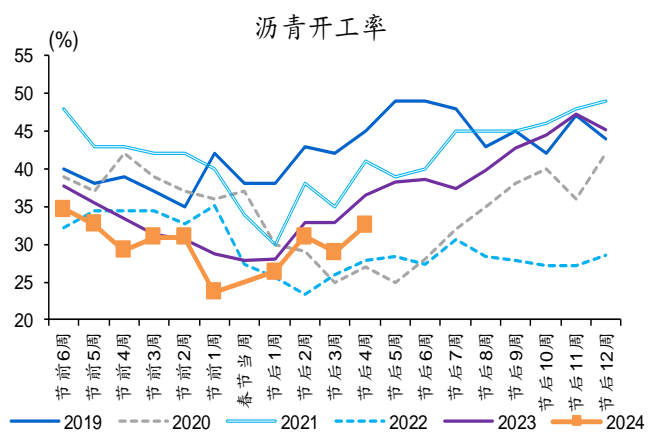


图表20: 2024年2月挖机开工小时数环比减少



来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 2024年春节后沥青开工率不及2023年同期

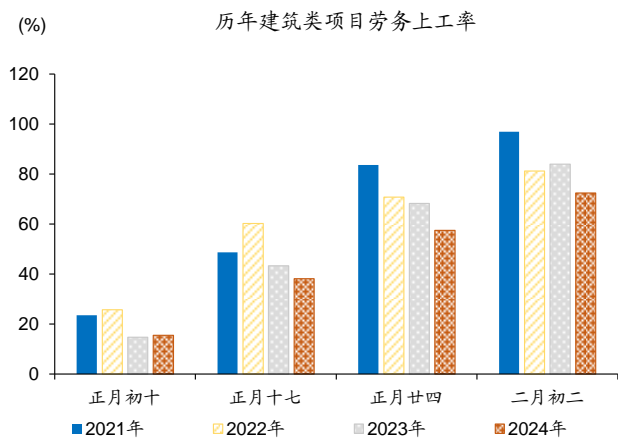


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 地方“化债”影响或被高估、中央“扩表”或可一定程度对冲

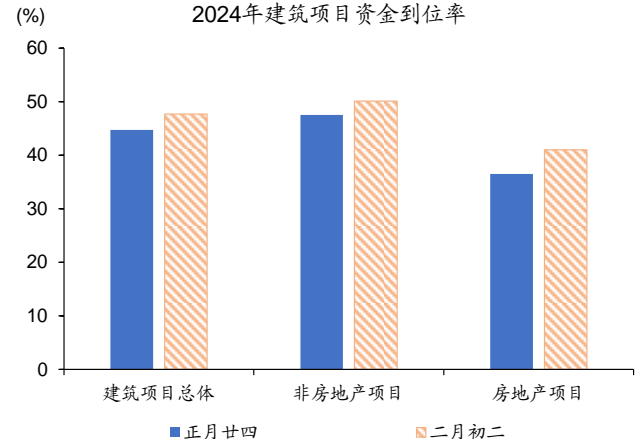
年初基建类高频数据表现不及去年同期，或主因劳务上工率、资金到位率较低等短期因素影响。据百年建筑网调研数据，相比2023年春节后第三周、第四周，2024年建筑类项目劳务上工率明显较低，低于2023年同期超10个百分点，非地产类建筑项目资金到位率仅在五成左右。而劳务上工率较低或缘于春节后冻雨等极端天气扰动，而基建资金到位率较低或部分缘于年初专项债发行较慢等。(详见《极端天气，如何影响复苏节奏?》)

图表22: 2024年春节后劳务上工率低于2021-2023年同期



来源: 百年建筑网、国金证券研究所

图表23: 2024年春节后建筑类资金到位率不足五成



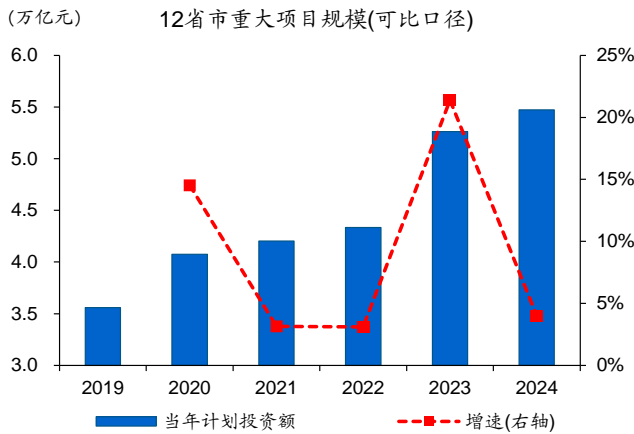
来源: 百年建筑网、国金证券研究所

在2023年基建资金实物工作量形成滞缓背景下，重点化债省市部分基建投资受限对经济的影响或相对有限。可比口径下，2023年，广东、内蒙古、湖北等12省市²重大项目年度投资计划增速达22%，全年基建投资累计同比达8.2%，但基建落地高频指标却与其宏观指标明显背离、或指向资金落地形成实物工作量情况不佳。因此，2024年部分重点化债省市基建类项目停缓建对经济影响或有限。且2023年底起，多地政府向民间资本推介项目、中央预算内投资后续可增加对民间投资项目的资金支持等，或一定程度上可对冲部分地方政府投资放缓。

² 12省市分别为广东、江苏、河北、陕西、天津、福建、重庆、湖北、海南、甘肃、内蒙古、宁夏。

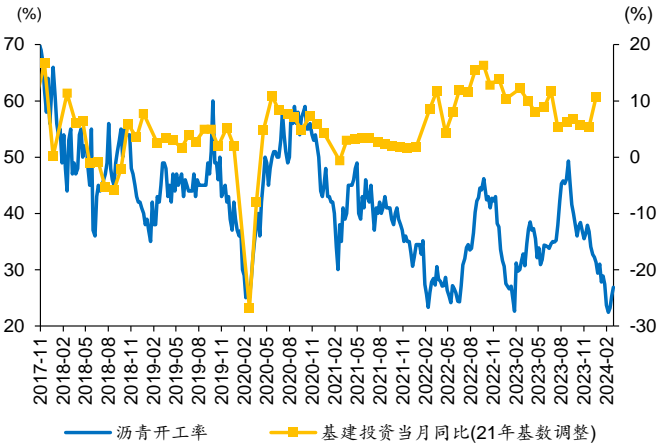


图表24: 可比口径下, 2023年重大项目增速超20%



来源: 各地政府网站、国金证券研究所

图表25: 2023年基建类宏观微观指标背离

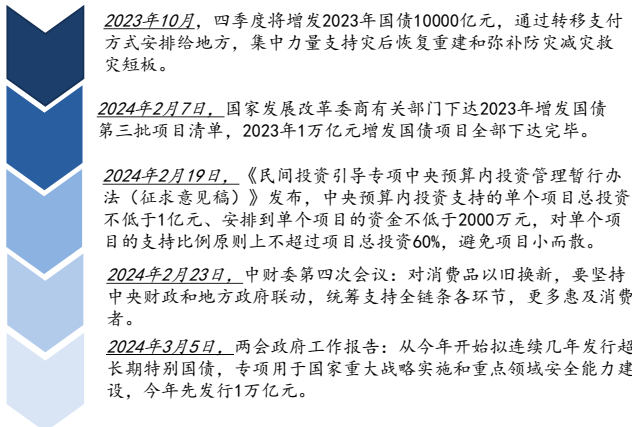


来源: Wind、国金证券研究所

地方债加码空间较为有限下, 财政支出结构变化, 中央持续“扩表”或在一定程度上对冲地方“化债”掣肘。2023年10月下旬, 中央调增国债赤字预算、增发一万亿元国债, 且万亿国债资金预算第三批已于2024年2月上旬下达至地方。春节后, 中央财政亦对民间投资项目、新一轮大规模设备更新、消费品以旧换新等领域支持加码, 万亿超长期特别国债等待发行。

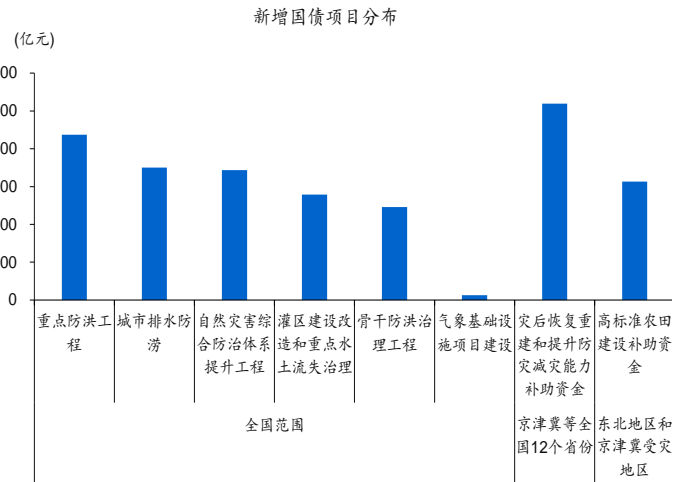
图表26: 2023年10月以来中央财政持续加力

中央财政持续加力



来源: 中国政府网站、国家发改委、国金证券研究所

图表27: 新增万亿国债项目投向



来源: 国家发改委、国金证券研究所

同时, 重点化债省市进一步推进隐债化解工作、经济大省获得更多新增专项债额度支持, 均有助于财政“提质增效”。2015年地方债务的大规模置换, 将地方被置换的存量债务成本由10%降低至3.5%, 预计为地方每年节约2000亿元利息支出。考虑到2024年初地方政府债到期收益率下行至2.5%左右, 本轮隐债置换或亦可有效缓解地方债务付息压力。且13大经济省市³2024新增专项债提前批额度占比达85%、明显高于2023年全年的64%, 或有助于提升财政资金使用效率。

³ 13大经济大省为2023年GDP规模排名前13的广东、江苏、山东、浙江、河南、四川、湖北、福建、湖南、安徽、上海、河北、北京。

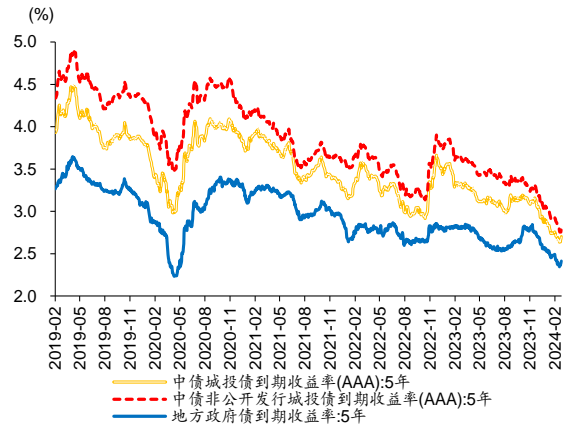


图表28: 债务限额内置换相关政策

类型	日期	文件/会议	内容
债务限额内置换	2014年9月	关于修改《中华人民共和国预算法》的决定	经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金,可以在国务院确定的限额内,通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。
	2014年10月	关于加强地方政府性债务管理的意见	对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务,各地区可申请发行地方政府债券置换,以降低利息负担,优化期限结构,腾出更多资金用于重点项目建设。
	2015年8月	关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案的说明	对债务余额中通过银行贷款等非政府债券方式举借的存量债务,通过三年左右的过渡期,由地方在限额内安排发行地方政府债券置换。
	2015年12月	国务院关于规范地方政府债务管理工作情况的报告	今年的置换债券额度实现了对当年到期债务的全覆盖,将被置换的存量债务成本从平均约10%降至3.5%左右,预计将为地方每年节省利息2000亿元人民币。
	2016年10月	地方政府性债务风险应急处置预案	对非政府债券形式的存量政府债务,债务人为地方政府及其部门的,必须置换成政府债券,地方政府承担偿还责任。

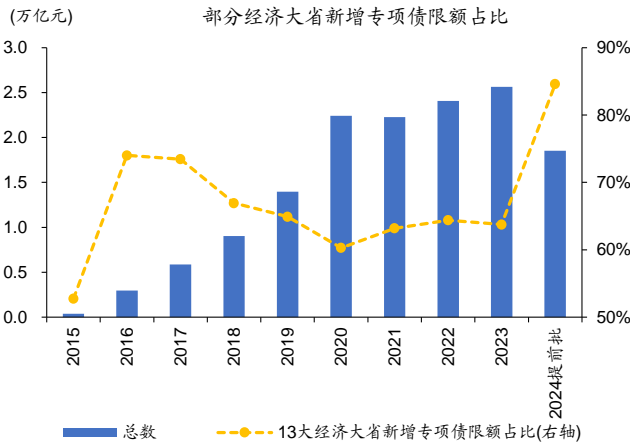
来源: 中国政府网站、财政部、国金证券研究所

图表29: 城投债与地方政府债到期收益率差距较大



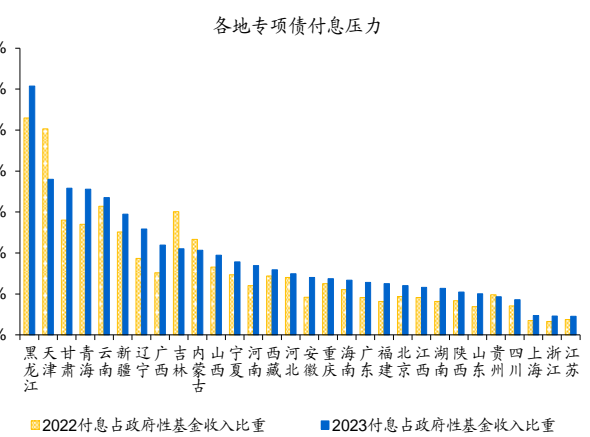
来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 2024年专项债提前批额度向经济大省倾斜



来源: 各地政府网站、国金证券研究所

图表31: 部分经济大省债务压力较小



来源: 地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

三、被忽视的转型：本轮财政发力不走老路，向产业转型、财税改革要增长

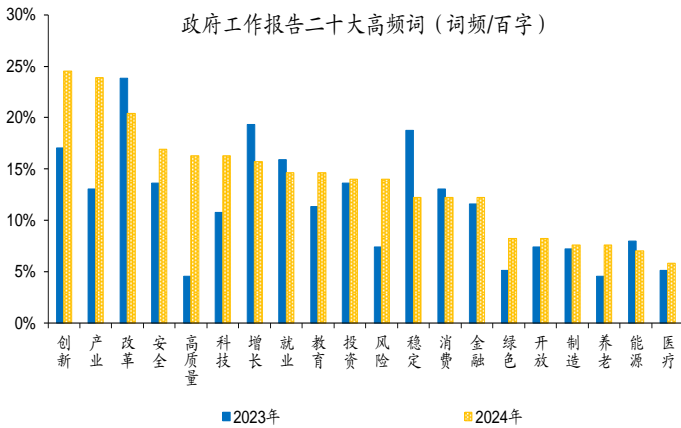
(一) 财政稳增长不走老路，更多向科技创新、产业发展等领域倾斜

相比过往，本轮稳增长重心明显更向科技创新、产业发展领域倾斜。2024年全国“两会”及地方“两会”均显示，现代化产业体系建设为当前经济工作的首要任务。代表高全要素生产率的“新质生产力”自2023年底以来在高层会议中反复出现。政府工作报告中，“创新”、“产业”为前两大高频词，二者标准化词频较2023年明显增长；科教兴国战略也被提升至第二大重点任务，为现代化产业体系提供支撑。



图表32: 近年政府工作报告高频词

图表33: 发展新质生产力或是现代产业体系建设的核心



时间	会议/场合	内容
2023年9月9日	新时代推动东北全面振兴座谈会	推动东北全面振兴,根基在实体经济,关键在科技创新,方向是产业升级...加快传统制造业数字化、网络化、智能化改造,推动产业链向上下游延伸,形成较为完善的产业链和产业集群...主动对接国家战略需求,整合和优化科教创新资源,加大研发投入,掌握更多关键核心技术...积极培育产业园区,加强对口合作,加快科研成果落地转化...
2023年12月12日	中央经济工作会议	要以科技创新推动产业创新,特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能,发展新质生产力...完善新型举国体制,实施制造业重点产业链高质量发展行动,加强质量支撑和标准引领,提升产业链供应链韧性和安全水平...要大力推进新型工业化,发展数字经济,加快推动人工智能发展...
2024年1月31日	中共中央政治局第十一次集体学习	高质量发展需要新的生产力理论来指导,而新质生产力已经在实践中形成并展示出对高质量发展的强劲推动力、支撑力,需要我们从理论上进行总结、概括,用以指导新的发展实践...科技创新能够催生新产业、新模式、新动能,是发展新质生产力的核心要素...要及时将科技创新成果应用到具体产业和产业链上,改造提升传统产业,培育壮大新兴产业,布局建设未来产业,完善现代化产业体系...
2024年3月5日	十四届全国人大一次会议江苏代表团审议	发展新质生产力不是忽视、放弃传统产业,要防止一哄而上、泡沫化,也不要搞一种模式。各地要坚持从实际出发,先立后破、因地制宜、分类指导,根据本地的资源禀赋、产业基础、科研条件等,有选择地推动新产业、新模式、新动能发展,用新技术改造提升传统产业,积极促进产业高端化、智能化、绿色化...

来源: 财政部、国金证券研究所

来源: 中国政府网站、国金证券研究所

财政资金、重大项目规划等均向产业领域倾斜。相比2020年特别国债、2023年调增国债,2024年万亿超长期特别国债首要支持科技创新等领域;2024年一般财政预算中,科学技术支出增速达6.6%、高于总体的4%。年初地方新增专项债投向市政产业园领域占比明显抬升;重大项目中产业发展类项目占比进一步增长。2024年1-2月地方新增专项债有四成投向市政及产业园领域、较2023年全年提升近10个百分点;四川、山东、江苏等地“2024年重大项目中,产业类项目占比升至65.7%、较2023年提升2.5个百分点。

图表34: 2024年超长期特别国债重点支持科技创新

图表35: 2024年一般财政对科学技术领域支持加码

特别国债/国债	主要投向领域
2020年特别国债	①基础设施建设包括12个领域,分别是公共卫生体系建设、重大疫情防控救治体系建设、粮食安全、能源安全、应急物资保障、产业链改造升级、城镇老旧小区改造、生态环境治理、交通基础设施建设、市政基础设施建设、重大区域规划基础设施建设和其他基础设施建设。 ②抗疫相关支出包括6个领域,分别是减免房租补贴、重点企业贷款贴息、创业担保贷款贴息、援企稳岗补贴、困难群众基本生活补助和其他抗疫相关支出。
2023年调增万亿国债	灾后恢复重建,支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建和提升防灾减灾能力...以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程;自然灾害应急能力提升工程;其他重点防洪工程;灌区建设改造和重点水土流失治理工程;城市排水防涝能力提升行动;重点自然灾害综合防治体系建设工程;东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。
2024年超长期特别国债	初步考虑,将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源安全、人口高质量发展等领域建设。

全国一般财政支出分项	2022	2023	2024E	2022	2023	2024E
		同比增速		支出占比		
一般公共服务支出	5.0%	1.8%	0.6%	8.0%	7.7%	7.5%
外交和国防安全	5.7%	5.3%	3.9%	11.4%	11.4%	11.4%
外交国防	6.7%	7.4%	7.2%	5.9%	6.0%	6.1%
公共安全	4.6%	3.1%	0.3%	5.5%	5.4%	5.2%
科技教育	5.0%	5.2%	4.6%	19.0%	19.0%	19.1%
科学技术	3.7%	7.9%	6.6%	3.9%	3.9%	4.0%
教育支出	5.3%	4.5%	4.0%	15.2%	15.0%	15.0%
民生类支出	-1.5%	5.8%	3.0%	25.6%	25.7%	25.4%
社保就业	8.3%	9.0%	3.8%	14.1%	14.5%	14.5%
卫生健康	17.8%	-0.7%	2.0%	8.7%	8.2%	8.0%
住房保障	5.7%	9.8%	2.1%	2.9%	3.0%	2.9%
基建类支出	2.6%	5.8%	3.5%	25.6%	25.7%	25.6%
节能环保	-2.3%	4.4%	-0.9%	2.1%	2.1%	2.0%
城乡社区	-0.2%	5.7%	4.2%	7.5%	7.5%	7.5%
农林水	2.1%	6.6%	5.4%	8.6%	8.7%	8.8%
交通运输	5.3%	1.5%	2.1%	4.6%	4.4%	4.4%
资源勘探工业信息	12.5%	11.5%	1.5%	2.8%	3.0%	2.9%
债务付息与发行支出	8.7%	3.6%	7.8%	4.4%	4.3%	4.5%

来源: 中国政府网站、国金证券研究所

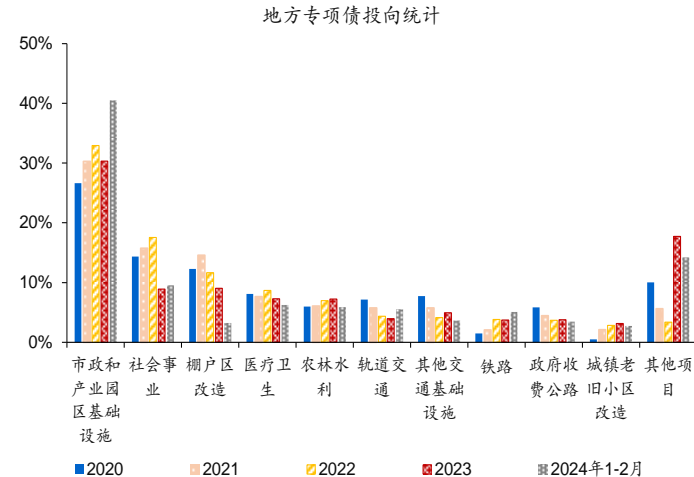
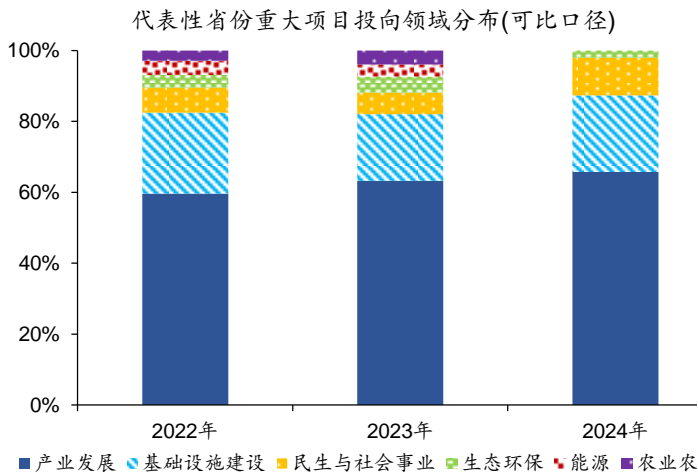
来源: 财政部、国金证券研究所

4 这里可比口径的6省市样本分别为四川、山东、江苏、上海、河南。



图表36: 可比口径下产业发展类重大项目数量占比提升

图表37: 2024年1-2月专项债近四成投向市政产业园



来源: 地方政府网站、国金证券研究所

来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

新一轮设备更新待落地, 中央财政与货币政策或协同加力、支持企业设备更新升级。相比过往, 本轮设备更新政策重视度或更高。当前, 国务院已印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 方案提出 2027 年, 工业、农业、建筑等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上的明确目标, 且对规模以上企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别设定 90%、75% 的最低比例。在行动方案的明确目标指引下, 后续财政、货币等政策支持力度或超过过往。

图表38: 2022 年以来, 财政政策持续支持企业创新、设备更新等

	推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	支持企业创新的减税政策	设备更新改造专项再贷款	阶段性支持企业创新的减税政策	中小微企业设备器具所得税税前扣除
发布时间	2024年3月7日	2023年3月24日	2022年9月28日	2022年9月7日	2022年3月4日
目的	聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业, 大力推动生产设备、用能设备、运输设备更新和技术改造	实施阶段性减税政策支持创新	人民银行设立设备更新改造专项再贷款, 向金融机构提供低成本资金, 引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下, 向制造业等领域发放贷款支持设备更新改造。	实施阶段性减税政策支持创新	促进中小微企业设备更新和技术升级
支持领域	工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域	企业开展研发活动中实际发生的研发费用	专项再贷款政策支持领域为教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造。	高新技术企业购置、改造和更新设备; 企业出资科研机构等基础研究支出	中小微企业在2022年1月1日至2022年12月31日期间新购置的设备、器具, 单位价值在500万元以上的
发放对象	/	企业	设备更新改造专项再贷款的发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构。	高新技术企业	中小微企业
实施细节	到2027年, 工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上; 重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平, 环保绩效达到A级水平的产能比例大幅提升, 规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%、75%...	企业开展研发活动中实际发生的研发费用, 未形成无形资产计入当期损益的, 在按规定据实扣除的基础上, 自2023年1月1日起, 再按照实际发生额的100%在税前加计扣除; 形成无形资产的, 自2023年1月1日起, 按照无形资产成本的200%在税前摊销。	人民银行按贷款本金的100%予以专项再贷款, 再贷款额度2000亿元, 期限1年, 可展期两次, 落实已定中央财政贴息2.5%政策, 2022年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于0.7%。	2022年第四季度, 对高新技术企业购置设备的, 允许一次性税前全额扣除并100%加计扣除; 对现行按75%税前加计扣除研发费用的, 统一提高到100%, 鼓励改造和更新设备; 对企业出资科研机构等基础研究支出, 税前全额扣除。	中小微企业在2022年1月1日至2022年12月31日期间新购置的设备、器具, 单位价值在500万元以上的, 按照单位价值的一定比例自愿选择在企业所得税税前扣除。

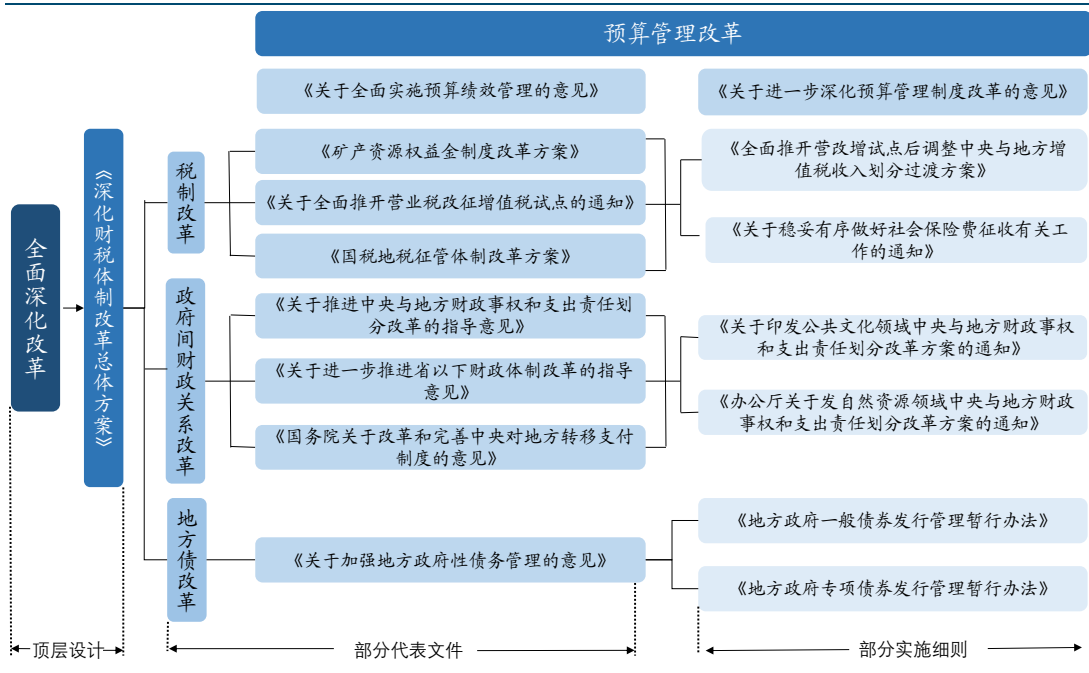
来源: 中国政府网站、财政部、国金证券研究所

(二) 新一轮财税改革开启, 或可缓解地方财政压力、打通落地堵点

2023 年底以来, 新一轮财税体制改革在高层会议中频频提及。回顾过往, 2014 年开始的深化财税体制改革在预算管理、税制、政府间财政关系、地方债务管理四大方面均有涉及。当前, 新一轮财税体制改革将或亦将重点关注政府间财政关系, 如中央与地方支出责任划分、转移支付制度完善, 省以下财政体制改革、省以下地方政府间事权与支出责任的界定, 税制改革, 如税收征管、税种优化调整等。



图表39：财税体制改革围绕税制改革、政府间财政关系、地方债务等方面进行



来源：中国政府网站、财政部、国金证券研究所

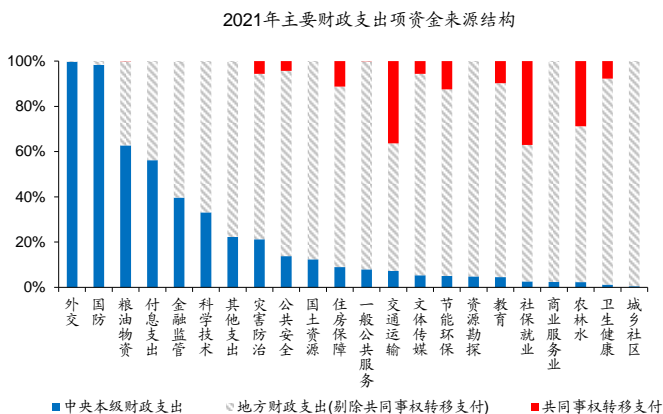
中央与地方、省以下地方政府间支出责任划分或是新一轮财税体制改革的重点之一。2016年起，财税改革围绕建立事权和支出责任相适应的制度，先后推出医疗、教育等公共领域划分清单，共同事权权责划分逐渐明确。从支出结构看，中央事权主要集中在外交、国防粮油物资储备等，在相关领域支出占比超 60%；共同事权主要集中在交通运输、社保就业等，相关领域共同事权转移支付占比约 30%；转移支付支持下，地方承担较大较多事权，在民生、基建等领域支出占比在九成左右。

图表40：部分中央、地方共同事权明确改革方案

图表41：2021 年主要财政支出资金来源结构

改革方向	时间	政策
总方案	2014年7月	《深化财税体制改革总体方案》
	2016年8月	《关于推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革的指导意见》
公共服务	2018年2月	《基本公共服务领域中央与地方共同财政事权和支出责任划分改革方案》
教育	2019年5月	《关于印发教育领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案的通知》
文化	2020年6月	《关于印发公共文化领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案的通知》
环境	2020年6月	《关于印发生态环境领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案的通知》
自然资源	2020年7月	《办公厅关于印发自然资源领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案的通知》
应急救援	2020年7月	《关于印发应急救援领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案的通知》

来源：中国政府网站、财政部、国金证券研究所



来源：财政部、国金证券研究所

同时，新一轮财税体制改革或涉及税制改革、转移支付制度完善等领域。2014 年以来，财税领域进行了一系列深化改革措施，涉及增值税改革、税收征管体系优化、中央与地方财政分成机制调整等多方面。税制改革举措不仅加强了财政资源的统筹力度，还为结构性减税降费等国家重点政策提供了坚实的财力和制度支持。且随着财政权责厘清，中央对地方财力支持力度增强，2024 年转移支付规模创新高、攀升至 10.2 万亿元，转移支付相关制度完善或也是本轮财税体制改革重点。（详见《财税改革十年》）。



图表42: 过往税收改革涉及税种、征管、分成等方面

方向	文件/会议	时间	主要内容
税种	《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》	2016年3月	在全国范围内全面推开营业税改征增值税(以下称营改增)试点...由缴纳营业税改为缴纳增值税...
	《中华人民共和国个人所得税法实施条例》	2019年1月	新增子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金、赡养老人6项专项附加扣除。
	《中华人民共和国企业所得税法实施条例》	2022年11月	进一步细化了企业所得税适用范围、实施标准。
税收征管	《深化国税、地税征管体制改革方案》	2015年12月	中央税由国税部门征收,地方税由地税部门征收,共享税的征管职责根据税种属性和方便征管的原则确定。
	《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》	2018年2月	统筹优化地方机构设置和职能配置,构建从中央到地方运行顺畅、充满活力、令行禁止的工作体系。
	《国税地税征管体制改革方案》	2018年7月	改革国税地税征管体制,合并省级和省级以下国税地税机构,划转社会保险费和非税收入征管职责。
财税分成	《全面推开营改增试点后调整中央与地方增值税收入划分过渡方案》	2016年4月	中央分享增值税的50%,地方按征收缴纳地方分享增值税的50%;中央上划收入通过税收返还方式给地方,确保地方既有财力不变。
	《矿产资源权益金制度改革方案》	2017年4月	矿业权出让收益中央与地方分享比例确定为4:6,矿业权占用费中央与地方分享比例确定为2:8。
	《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》	2019年10月	保持中央与地方“五五”分担比例不变,调整完善增值税留抵退税分担机制,后移消费税征收环节并稳步下划地方。

来源: 中国政府网站、财政部、国金证券研究所

图表43: 当前中央、地方重要税种划分

税收划分	具体税种
中央税	消费税、关税、海车车辆购置税、船舶吨税等
地方税	城镇土地使用税、房产税、车船税、环境保护税、烟叶税、契税、耕地占用税
央地共享税	<p>增值税: 海关代征增值税归中央政府, 其余部分中央50%、地方50%;</p> <p>企业所得税: 中央企业所、地方银行和外资银行及非银行金融企业、铁道部门、各银行总行、各保险总公司等缴纳部分为中央所有, 其余部分中央60%、地方40%;</p> <p>个人所得税: 储蓄利息所得的个人所得税归中央政府, 其余部分中央60%、地方40%;</p> <p>资源税: 水资源10%归中央、90%归地方, 海洋石油企业缴纳部分归中央所有, 其余部分归地方</p> <p>城市维护建设税: 中国国家铁路集团、各银行总行、各保险总公司集中缴纳部分归中央所有, 其余归地方</p> <p>印花稅: 证券交易印花稅归中央, 其余归地方</p>

来源: 中国政府网站、财政部、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 2024 年财政发力不必悲观。2024 年财政结转结余及调入资金规模明显增长、达 2.1 万亿元, 较 2023 年增加 4000 多亿元; 同时, 2023 年调增的万亿国债于 2023 年 12 月-2024 年 2 月分三批次下达资金及预算, 实际资金使用落地大概率在 2024 年; 万亿超长期特别国债亦待发行。从实际资金使用角度看, 2024 年广义财政支出力度或超 10%。

(2) 年初基建类高频数据表现不佳, 或主因节后冻雨等极端天气扰动, 年初专项债发行较慢等。而在过去实物工作量形成滞缓下, 重点化债省市部分项目停缓建对经济影响或相对有限。同时, 地方债加码空间较为有限下, 中央财政持续发力扩表, 万亿超长期特别国债待发行, 或可一定程度对冲化债掣肘。

(3) 相比 2022 年财政发力重点投向基建等领域, 本轮稳增长重心或非传统领域, 资金投向、项目等均向产业科技倾斜。万亿超长期特别国债首要支持科技创新等领域, 新一轮大规模设备更新改造待开启。同时, 新一轮财税改革已在路上, 或可一定程度缓解地方财政压力、打通政策落地堵点。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究