



总量扩张，中央加力 ——2024年财政政策探析

■ 《政府工作报告》要求积极的财政政策“适度加力，提质增效”，结合年初财政预算安排推演，今年财政政策在总量上力度边际扩张，结构上中央政府加强发力，同时注重提升政策和资金效能，优化政策工具组合，意在更好地平衡“稳增长”和“防风险”双重目标。

■ 总量空间上，立场更加积极。目标赤字与新增专项债合计较上年增加2,800亿，总规模达7.96万亿；再考虑1万亿超长期特别国债，跨期结转及跨账本调入资金2.1万亿，中等口径实际赤字规模超11万亿，实际赤字率达8.2%，较去年上升1.2pct（2.2万亿），成为“稳增长”的重要支撑。若未来经济修复不及预期，财政政策仍有可能参照去年，相机抉择、渐进加力。

■ 发力结构上，中央更加主动。目前地方政府财政压力仍大，但中央政府加杠杆空间充足。从今年预算安排看，财政继续优化央地债务结构，一是中央赤字占比进一步提升，二是中央再度加大对地方转移支付力度。此外，未来几年将连续发行超长期特别国债，今年先发行1万亿，预计累计发行量或达5-10万亿，发行期限或以30年为主；中央发行，央地使用，中央还本付息。

■ 提升效能方面，重在优化收支工具组合，扩大政府支出乘数。在收入端，稳定宏观税负，提高减税降费精准性和可持续性。在支出端，一是积极扩大有效投资，包括增加中央预算内投资规模、支持设备更新改造、放宽专项债用途以及稳定扩大民间投资等。二是促进居民消费，今年政府财政补贴或拉动增量消费2,500-4,000亿。三是优化支出结构，强化国家重大战略任务和基本民生财力保障，严控一般性支出。

■ 目前财政政策的目标之一是防范化解地方债务风险，注重标本兼治，即短期化解措施与长期制度建设相结合。短期看，今年将进一步落实推进一揽子化债方案。重点在于积极动用财政、金融、企业资源等化解存量风险，同时规范举债方式及用途，严控增量风险。长期看，一方面是健全风险防控长效机制，另一方面是谋划新一轮财税体制改革。

谭卓

招商银行研究院 总经理助理

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

李媛

机构客户部 财政金融部 总经理

☎: 010-59049012

✉: crystal-li@cmbchina.com

刘阳

招商银行研究院 宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyldd@cmbchina.com

牛梦琦

招商银行研究院 宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niუმengqi@cmbchina.com

刘磊

机构客户部 机构产品经理

☎: 010-59049021

✉: leil@cmbchina.com



目录

一、政策总量：更加积极	1
二、结构特征：中央加力	3
（一）地方政府财政压力仍大	3
（二）中央政府加杠杆空间充足	4
（三）中央积极发力	4
三、提升效能：优化工具，扩大乘数	6
（一）收入端：提高减税降费精准性和可持续性	6
（二）支出端：扩投资、促消费、调结构	7
四、防范风险：标本兼治	10

图目录

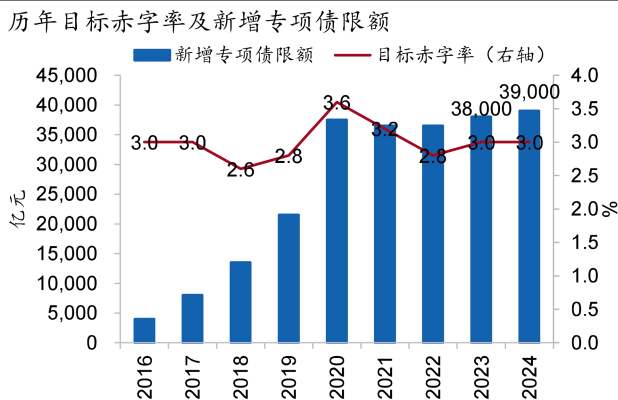
图 1：今年目标赤字率持平去年初	1
图 2：今年中等口径实际赤字率明显提升	1
图 3：今年财政通过多渠道筹集到超 11 万亿资金	2
图 4：债券融资和使用结转结余是财力重要来源	3
图 5：去年 12 月及今年 1 月 PSL 净投放 5,000 亿	3
图 6：土地和房地产相关收入占比趋势下降	3
图 7：地方政府债务负担依然较重	3
图 8：中国中央政府杠杆率较低	4
图 9：中央政府债务占比较低	4
图 10：中央赤字占比继续提升	5
图 11：中央对地方转移支付力度趋势性加大	5
图 12：超长期限国债发行以 30 年期为主	6
图 13：1 季度国债发行明显靠前	6
图 14：我国宏观税负趋势下降	7
图 15：减税降费将更加追求效能提升	7
图 16：今年中央预算内资金增加 200 亿至 7,000 亿	8
图 17：工业、农业设备投资占全行业比重超 80%	8
图 18：新增专项债投向十大领域	9
图 19：一季度新增专项债发行偏慢	9
图 20：民间投资活力有望增强	10
图 21：公共财政保障民生等重点领域支出强度	10
图 22：今年或发行特殊再融资债券 0.5-1 万亿	11
图 23：今年城投债净融资规模或进一步减少	11
图 24：地方政府支出占比超 8 成	11
图 25：我国税收结构以间接税为主	11

2024 年我国经济增长目标设定为“5%左右”，这一目标的实现难度相较于上年进一步上升，需要各项政策积极进取、协同发力，尤其是要突出财政政策特别是中央财政在宏观调控中的主导地位。《政府工作报告》要求积极的财政政策“适度加力，提质增效”，结合年初财政预算安排推演，今年财政政策在总量上力度边际扩张，结构上中央政府加强发力，同时注重提升政策和资金效能，优化政策工具组合，意在更好地平衡“稳增长”和“防风险”双重目标。

一、政策总量：更加积极

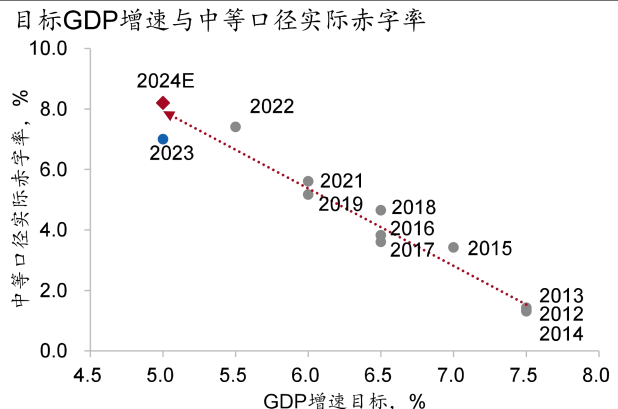
从预算安排看，今年目标赤字率为 3.0%，与去年持平，对应的赤字规模为 4.06 万亿，较去年初增加 1,800 亿（图 1）。但去年 4 季度中央财政增发 1 万亿国债¹，赤字规模扩张至 4.88 万亿，赤字率由年初的 3.0% 提升至 3.8%。表面上看，今年目标赤字率与赤字规模较去年全年均显著下降。但实际上，去年增发的 1 万亿国债中有 5,000 亿结转至今年使用，这将推升今年目标赤字率约 0.4pct，同时降低去年赤字率 0.4pct，使得二者持平于 3.4%。此外，今年新增专项债限额 3.9 万亿，较去年提升 1,000 亿。因此，今年财政政策的总体安排，既保证了支出强度和投资力度，又体现了财政可持续性的要求。

图 1：今年目标赤字率持平去年初



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：今年中等口径实际赤字率明显提升



注：2020 年不设置经济增长目标，中等口径实际赤字率 8.6%
资料来源：Wind、招商银行研究院

相较目标赤字，今年财政实际收支差额显著扩张，反映财政政策总量上更加积极。中等口径下²，今年将发行 1 万亿超长期特别国债，以及财政跨期结转、跨账本调度资金约 2.1 万亿，实际赤字规模³超 11 万亿，较去年增加 2.2 万亿；实际赤字率达 8.2%，较去年上升 1.2pct（图 2）。进一步拆分，今年财政多渠道筹集到的超 11 万亿资金中（图 3），8.96 万亿来自于债券发行（净融资），包括国债、地方新增一般债、地方新增专项债、超长期特别国债；

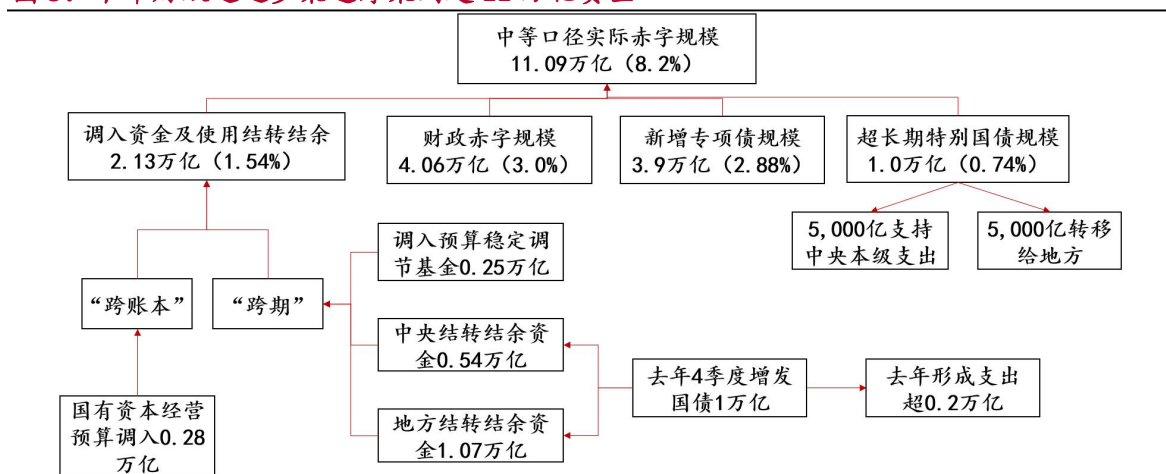
¹ 1 万亿增发国债计入赤字，作为特别国债管理。

² 同时考虑全国一般公共预算和全国政府性基金预算“两本账”。

³ 中等口径实际赤字规模 = (全国一般公共预算支出 - 全国一般公共预算收入) + (全国政府性基金支出 - 全国政府性基金收入) = 赤字规模 + 新增专项债 + 结转结余及调入资金 + 特别国债（如有），2024 年这一数据根据年初财政预算计算得到，往年数据则是实际发生值。

2,800 亿来自于国有资本经营预算⁴；2,500 亿来自于中央预算稳定调节基金；1.6 万亿来自于央地结转结余资金，其中约 0.75 万亿来自于去年增发的 1 万亿国债。从历史数据看，债券融资和使用结转结余是财政筹集财力最重要的来源，二者合计占中等口径实际赤字规模的比重超 90%（图 4）。值得注意的是，国有资本经营利润也是财力的重要补充，可盘活存量以及加强上缴，如 2022 年央行上缴利润 1.1 万亿。

图 3：今年财政通过多渠道筹集到超 11 万亿资金



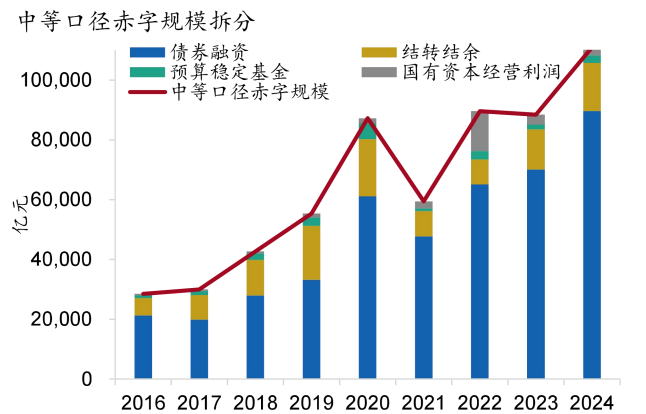
资料来源：财政部，招商银行研究院

从实际执行的角度，年内财政仍有可能相机加力。回顾过往，财政年中加力的方式主要有两类，一是年初安排加量加速执行，如 2022 年大规模留抵退税 2.46 万亿，较年初安排增加约 1 万亿；央行等特定国有金融机构及专营机构上缴结存利润 1.81 万亿，较年初安排增加约 1,600 亿。二是谋划出台增量工具，如 2022 年增发 5,000 亿新增专项债，投放两批共 7,400 亿金融工具；2023 年增发 1 万亿国债，下半年制定实施新的税费优惠政策，全年新增减税降费及退税缓税 2.2 万亿，较年初安排增加约 4,000 亿。此外，财政还可提前下达部分来年资金。聚焦今年，盘活存量以及“准财政”工具加码是主要方向。《政府工作报告》要求“用好财政政策空间”，“加强政策工具创新和协调配合”。一方面，加大国有资本经营利润、结存利润、国有资产等盘活力度；另一方面，加强财政货币协同，加量投放 PSL 撬动“三大工程”建设（图 5），以及新投放政策性开发性金融工具⁵等。

⁴ 主要是国有资本的经营收益。

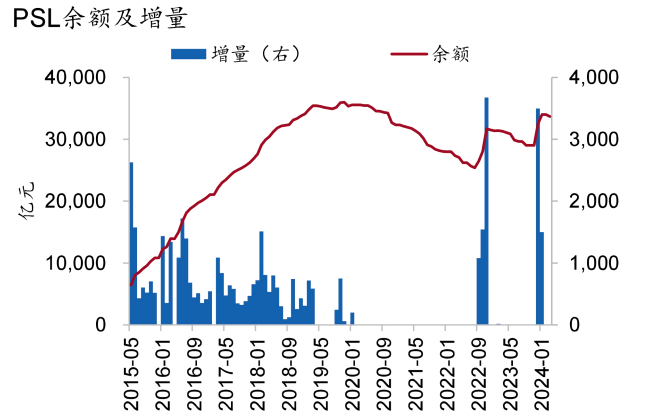
⁵ 据央行，截至 2023 年 6 月，2022 年投放的 7,400 亿金融工具使用比例已超 70%。预计 2023 年已基本使用完毕。
https://www.gov.cn/zhengce/202307/content_6891980.htm。

图 4：债券融资和使用结转结余是财力重要来源



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：去年 12 月及今年 1 月 PSL 净投放 5,000 亿



资料来源：Wind、招商银行研究院

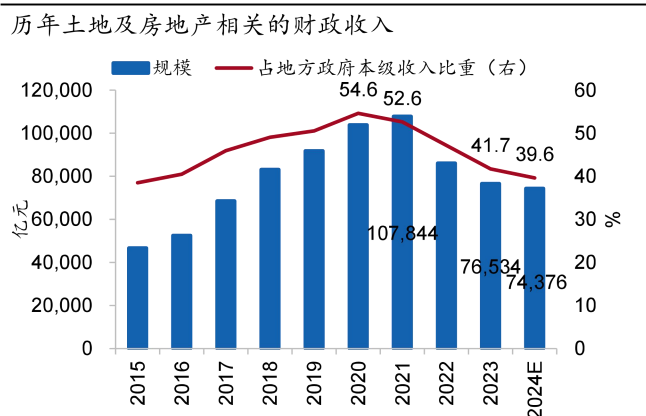
二、结构特征：中央加力

今年积极财政最为显著的特征为中央“加杠杆”，意在优化央地债务结构，缓解地方债务压力。

(一) 地方政府财政压力仍大

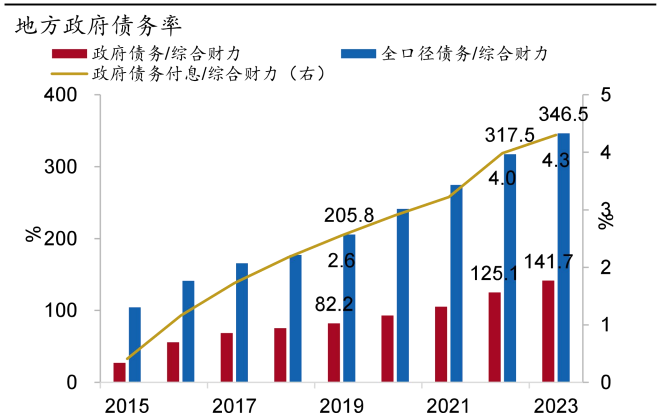
一方面，受疫情伤痕效应及房地产市场调整的影响，财政收入增长承压。据年初财政预算报告，中等口径下全国财政预算收入增速为 2.4%，显著低于名义 GDP 增速预期水平（预期为 5.9%-7.4%）。2023 年全国土地出让收入 5.8 万亿，已连续两年大幅下降（2022 年和 2023 年降幅分别为 23.3%和 13.2%），相较 2021 年历史最高水平 8.7 万亿已累计下降 33.4%。若进一步考虑与土地开发和使用权相关的各种税收⁶以及房产税，2023 年与房地产相关的财政收入为 7.6 万亿，占地方政府本级收入的比重下降至 41.7%（图 6）。

图 6：土地和房地产相关收入占比趋势下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 7：地方政府债务负担依然较重



资料来源：Wind、招商银行研究院

另一方面，地方政府债务压力依然较大。自 2023 年 7 月政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”以来，各地发挥区域优势，积极动用财政、金融、

⁶ 主要为土地增值税、城镇土地使用税、耕地占用税和契税。

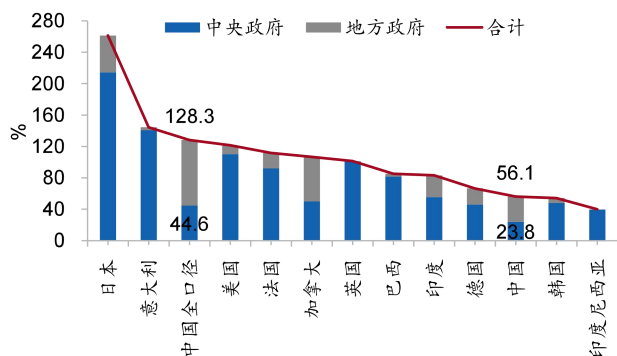
企业等资源化解债务风险，但主要以债务置换和展期为主，仅改变了债务结构、拉长期限、降低利息负担，整体债务规模仍在持续上升。再考虑到财政收支压力，2023 年全口径地方政府债务率⁷继续抬升至 346.5%，重庆、天津等重点省市债务率更是超过了 500%。利息负担也显著上升，全年地方政府债券支付利息 1.23 万亿，同比增长 9.6%，债务付息占其综合财力的比重达到了 4.3%（图 7）。

（二）中央政府加杠杆空间充足

我国中央政府杠杆率和存量债务占比均显著低于海外主要经济体（图 8）。截至 2023 年末，存量政府债务 70.8 万亿，杠杆率（债务规模占名义 GDP 的比重）为 56.1%，其中中央政府杠杆率为 23.8%；若考虑隐性债务⁸，债务规模约上升至 161.7 万亿，杠杆率达 128.3%（图 9），其中中央杠杆率为 44.6%，占比仅为 34.8%。而截至 2022 年底，海外主要经济体中央债务占比均值为 83.3%，杠杆率为 88.9%。

图 8：中国中央政府杠杆率较低

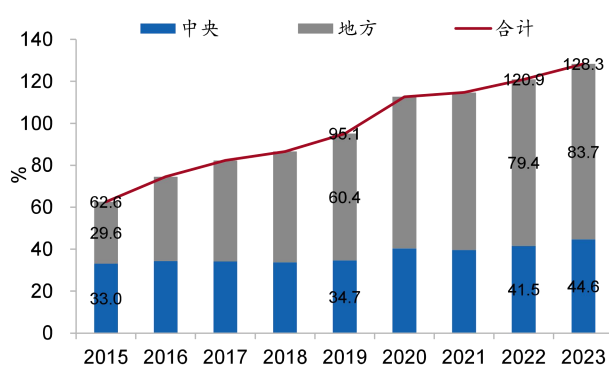
G7 和部分新兴经济体政府部门杠杆率



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 9：中央政府债务占比较低

全口径政府部门债务占名义 GDP 比重



注：中国数据截至 2023 年末，其余数据截至 2022 年末
资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）中央积极发力

从今年预算安排看，一是中央赤字占比进一步提升。过去两年，多增赤字全部为中央赤字，2022 年及 2023 年分别多增 5,100 亿和 1,800 亿，地方赤字规模则连续三年持平，中央赤字占比进一步提升至 82.3%；中等口径下，中央赤字占比提升 0.5pct 至 48.4%（图 10）。二是中央继续加大对地方转移支付力度。今年中央对地方转移支付规模预计达 10.2 万亿（图 11），可比口径下增长 4.1%⁹；尤其是将加大均衡性转移支付力度和增加县级基本财力保障机制奖补资金，并推动资金下沉，将更多资金纳入直达范围，保障基层财力。

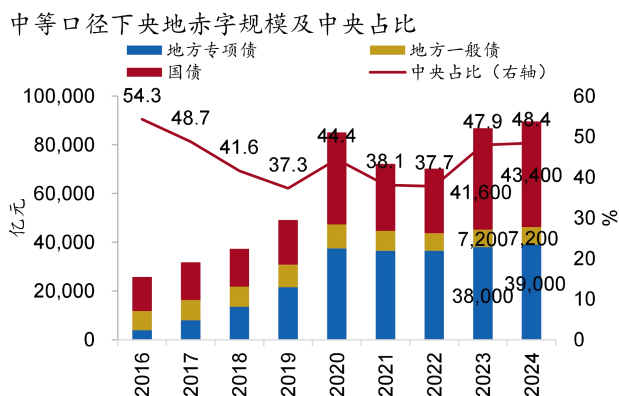
⁷ 全口径地方政府债务率=（显性+隐性）债务/地方政府综合收入。

⁸ 中央隐性债务包括政策性银行债和铁道部债券，地方隐性债务包括城投有息负债、PPP 已落地投资（政府付费项目、可行性缺口补助项目中社会资本投资部分，占总投资的比例约 25%）和政府购买服务（国开行、农发行对地方政府的棚改贷款）。

⁹ 可比口径是指，剔除支持基层落实减税降费和重点民生等专项转移支付、灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力补助资金等一次性因素。可比口径下，2023 年中央对地方转移支付规模约 92,945 亿，2024 年规模约 97,000 亿。

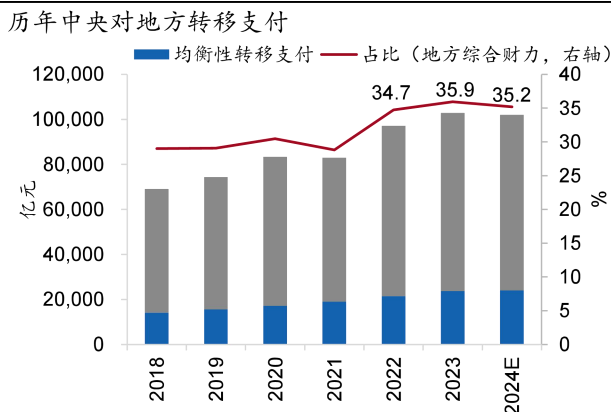
未来几年将连续发行超长期特别国债，增加中央政府可用财力。特别国债是指服务于特定政策、支持特定项目需要而发行的国债，具有特定用途及使命。特别国债不列入赤字，纳入中央政府性基金预算和国债余额限额管理，既可以用于支持中央本级支出、转移支付给地方使用，也可以调入到一般公共预算。

图 10：中央赤字占比继续提升



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 11：中央对地方转移支付力度趋势性加大



资料来源：Wind、招商银行研究院

本轮超长期特别国债或具有以下特点。

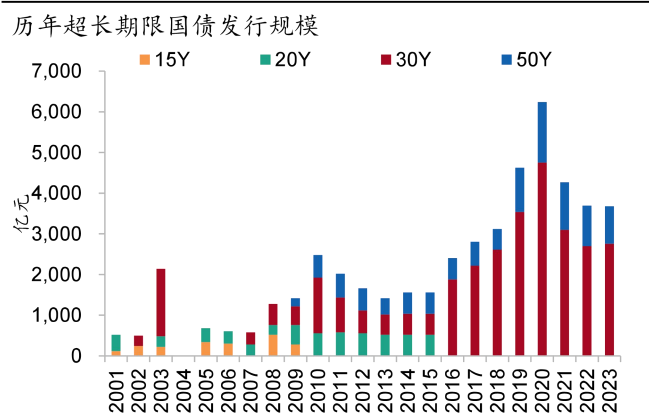
一是总量上，今年先发行 1 万亿，相当于提高目标赤字率约 0.74pct，预计未来几年累计发行量或达 5-10 万亿。参考长期建设国债发行情况，1998 年-2008 年 11 年间累计发行 1.13 万亿，其中 1998 年在当年 8 月首次提出发行长期建设国债，规模为 1,000 亿。接下来的 10 年，除 2008 年外，年初《政府工作报告》均对长期建设国债的发行做出了安排¹⁰。其中 2001 年至 2004 年发行规模均超千亿，2005 年以后发行规模逐渐缩小。2008 年《政府工作报告》虽未提及长期建设国债，但当年仍发行了 300 亿，之后长期建设国债暂时退出历史舞台，至今未再发行。参考历史经验，本轮超长期特别国债或持续发行 5-10 年，年均发行或超万亿。

二是期限上，预计将以 30 年为主。从存量观察，当前我国超长期国债发行期限在 10 年以上，以 30 年期为主。截至 2024 年 3 月，超长期国债规模约 50,657 亿，其中 30 年期占比达 68.3%。2016 年以来发行的超长期国债均为 30 年期和 50 年期，其中 30 年期发行占比均在 72% 以上（图 12）。

三是投向上，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。这些领域建设需求大、投入周期长，超长期限以及连续几年发行特别国债，一方面可以为其提供充足资金支持，另一方面也可以缓解短期还本付息压力。此外，特别国债“专款专用”，可以提高资金使用效率，扩大有效投资。

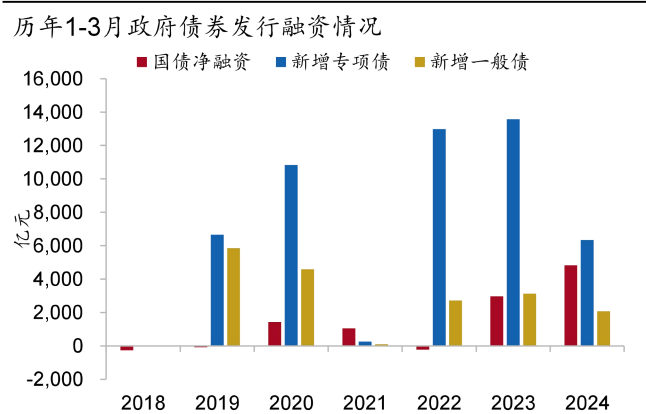
¹⁰ 1999 年和 2000 年在年初规划发行长期特别国债的基础上，分别于年中调增额度 600 亿和 500 亿至 1,100 亿和 1,500 亿。

图 12: 超长期限国债发行以 30 年期为主



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 13: 1 季度国债发行明显靠前



注: 中国数据截至 2023 年末, 其余数据截至 2022 年末
资料来源: Wind、招商银行研究院

四是节奏上, 基于两方面的考量, 今年的 1 万亿或于二季度启动, 集中在下半年使用。一方面, 去年 4 季度增发的 1 万亿国债大部分将在今年形成支出, 有力支撑上半年实体经济; 另一方面, 今年国债发行明显靠前, 截至 2024 年 3 月, 国债净融资超 4,800 亿, 为历史最高水平, 或是为了平滑全年发行节奏 (图 13)。

五是央地结构上, 中央发行, 央地使用, 中央还本付息。结合今年中央财政预算¹¹, 初步安排 5,000 亿资金转移支付给地方, 5,000 亿补充中央政府性基金支出, 可根据实际情况灵活调整。

三、提升效能: 优化工具, 扩大乘数

在财政紧平衡和债务率攀升较快的背景下, 财政政策重在优化收支工具组合, 在提升减税降费效能的同时扩大政府支出乘数。

(一) 收入端: 提高减税降费精准性和可持续性

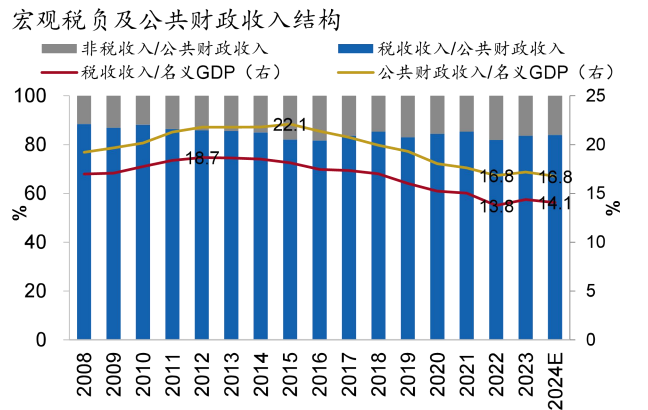
减税降费可以通过规模提升和结构优化两方面发挥效能。一方面, 规模的提升可增加居民和企业的可支配收入、稳定预期提振信心, 提升其边际消费倾向和投资意愿, 从而扩大总需求。另一方面, 结构的优化则是通过调节收入分配、调整供给侧支持方向, 促进社会公平和供需良性循环, 以及助力产业升级创新。

目前我国宏观税负已处于低位, 进一步下降或制约财政宏观调控能力。以公共财政收入占名义 GDP 的比重来衡量, 我国宏观税负自 2015 年高点 22.1% 趋势下降, 预计 2024 年这一比重为 16.8%, 处于近 20 年的较低水平 (图 14)。同时, 我国财政收入结构也有待优化调整, 2018 年以来税收收入占公共财政收入的比重有所下降。非税收入作为财力的重要补充, 与税收收入具有“跷跷板”效应, 二者增速呈现出“此消彼长”。

¹¹ <https://yss.mof.gov.cn/2024zyczys/>。

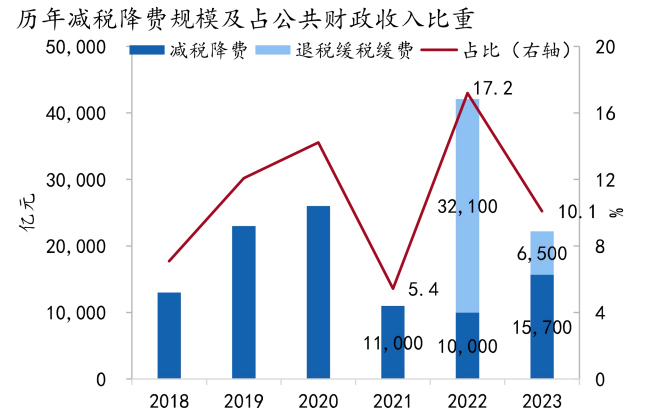
稳定宏观税负，是保障国家财力、履行国家职能、提供社会服务的现实需求。在此要求下，今年新增减税降费规模上或受到制约，较去年的 2.2 万亿或有所收敛；政策重心或在于“结构优化”和“落实执行”，加大科技创新和创业就业支持力度，减轻中小微企业和中低收入群体负担，提升居民消费意愿（图 15）。

图 14：我国宏观税负趋势下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 15：减税降费将更加追求效能提升



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）支出端：扩投资、促消费、调结构

第一，扩大有效投资，重点在于充分发挥政府投资的带动放大作用，提升私人部门投资意愿。

一是今年中央预算内投资拟安排 7,000 亿，较去年增加 200 亿（图 16）。今年 3 月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（以下简称行动方案），行动方案指出，今年中央预算内投资将把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入支持范围。2023 年我国工业、农业等重点领域设备投资规模约 4.9 万亿，估算工业、农业设备投资占全行业设备投资的比重为 87.8%¹²，由此 2023 年全行业设备投资规模约 5.58 万亿。行动方案要求，到 2027 年重点领域设备投资规模较 2023 年增长 25%。据此测算，2024-2027 年设备投资规模年均增长约 3,500 亿，预计今年可拉动整体固定资产投资 0.7pct。近年来，固定资产投资中国家预算内资金占比趋势提高，2023 年占比约 9.8%（图 17）；以此测算，今年或有超 400 亿财政资金，直接支持设备更新。此外，通过税收优惠，银行信贷支持、财政配合贴息等方式，引导市场加快淘汰落后产品设备，促进产业高端化、智能化、绿色化发展。4 月 7 日，央行设立 5,000 亿科技创新和技术改造再贷款，利率 1.75%，引导金融机构加大对重点领域技术改造和设备更新项目的支持力度。

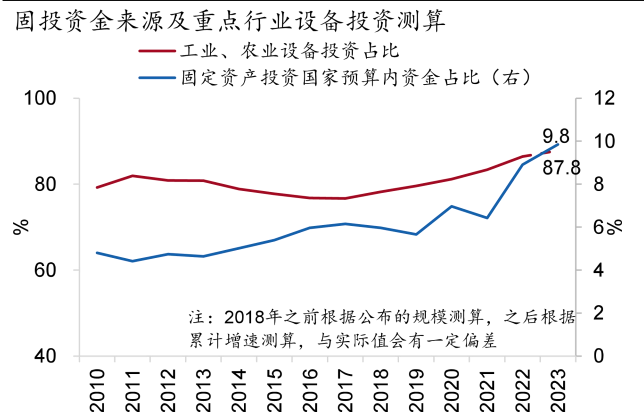
¹² 自 2018 年开始，统计局只公布各行业设备投资增速，而不再公布具体规模；固定资产投资规模相关口径也经过了多次修订。根据 2018 年到 2022 年工业、农业设备投资占整体比重，线性估计得到 2023 年占比为 87.8%。

图 16：今年中央预算内资金增加 200 亿至 7,000 亿



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 17：工业、农业设备投资占全行业比重超 80%



资料来源：Wind、招商银行研究院

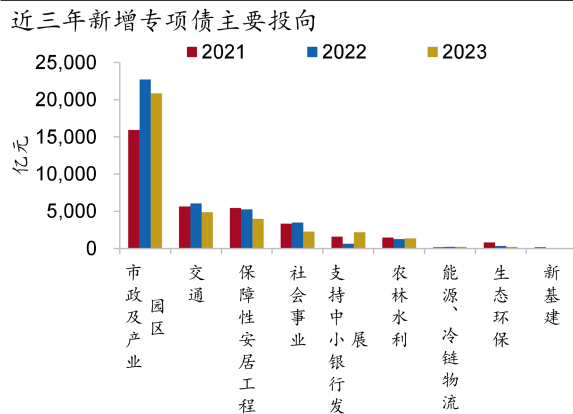
为加大政府投资对民间投资带动作用，国家发改委建立了投贷联动试点合作机制，向商业银行开放国家发改委“全国投资项目在线审发改批监管平台”，推动商业银行加大对政府投资项目的信贷支持。平台将民间投资项目、国家重大项目的投资主体、建设内容、审批事项等信息共享至银行，引导银行加大融资支持力度，为银行加快审贷进度提供支撑。投贷联动试点合作机制自 2023 年 7 月以来，国家发改委已与多家试点银行完成了对接和项目推送。

二是放宽专项债用途，合理扩大其投向领域和用作资本金范围¹³。目前新增专项债用作资本金的比例偏低，一方面专项债资本金投向领域有限，另一方面项目要求较高。2020 年-2023 年用作项目资本金的专项债规模均值约 2,340 亿，占当年新增专项债发行规模的比重约 6.1%，距离政策上限 25%还有较大提升空间。预计新增专项债今年将支持城中村改造等“三大工程”，提高项目启动效率，撬动社会资本（图 18）。今年一季度新增专项债发行节奏明显偏慢，共发行 6,341 亿，规模不及去年一半；发行进度为 16.3%，落后于去年的 35.7%（图 19）。一方面，存量资金在年初新增专项债形成一定替代作用，包括去年 4 季度增发的 1 万亿国债大部分在今年形成支出，以及去年 12 月和今年 1 月净投放 PSL 5,000 亿，支持三大工程投资建设。另一方面，新的扩容项目申报需要一定时间。此外，债务压力较大的 12 个省份在新增政府投资项目、新增地方债务额度上或受到一定限制。预计后续新增专项债将加快发行使用，衔接存量资金。

¹³ 新增专项债投向十大领域，自 2019 年国务院“允许将新增专项债作为符合条件的重大项目资本金”以来，专项债可用作资本金的领域不断扩容，至 2023 年已扩大到包括新基建、新能源、供气、供热等在内的 15 个领域。

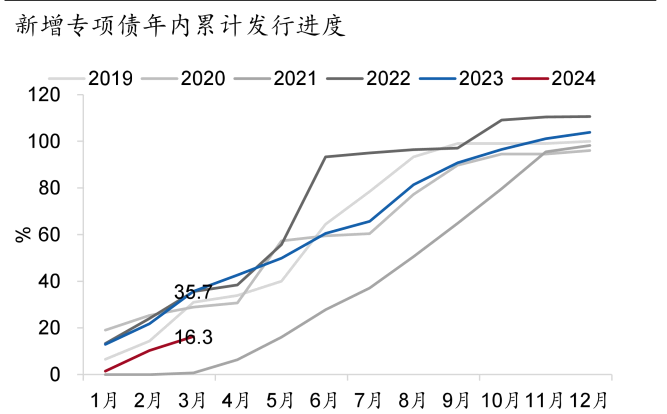


图 18：新增专项债投向十大领域



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 19：一季度新增专项债发行偏慢



资料来源：Wind、招商银行研究院

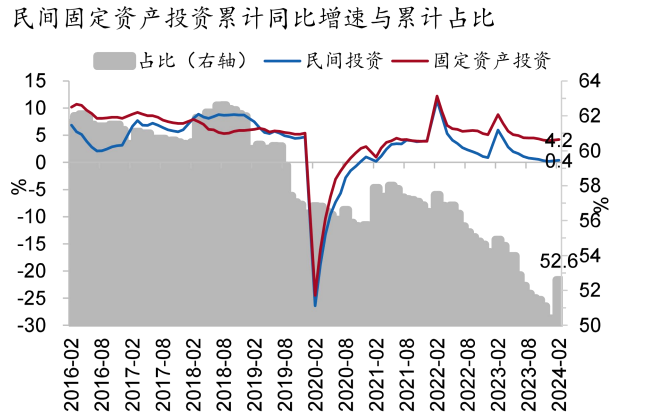
三是着力稳定和扩大民间投资。落实完善支持政策，推动实施政府和社会资本合作新机制。2022 年以来，民间投资增速趋势放缓，占整体固定资产投资的比重下降到了近十年的低点。2023 年底，民间固定资产投资增速-0.4%，占比为 50.4%（图 20）。在结构上，以房地产为代表的服务业投资表现低迷，形成最大拖累，而制造业投资维持高增，且投资动能逐渐转向中高端行业。今年在大规模设备更新、财税金融支持下，民间制造业投资有望保持快速增长；民间基建投资在政府投资、PPP 新机制带动下，活跃度有望增强；民间房地产投资降幅有望收窄。开年民间投资增速转正，占整体固定资产投资的比重也有所回升。

第二，促进居民消费，发挥财政补贴的杠杆作用，加强金融信贷支持力度。

《行动方案》指出，今年开展和推动汽车、家电、家装消费品等以旧换新，坚持中央财政和地方政府联动。其中，明确提出中央财政安排的节能减排补助资金、商务服务业等事务支出资金、城市交通发展奖励资金等可用于支持消费品以旧换新，粗略估计，这些资金科目可直接用于消费补贴的规模在 200-300 亿¹⁴。地方政府或通过发放消费券等方式予以支持，规模或达 50-100 亿。政府补贴对于消费的拉动作用显著，参考上一轮“家电下乡”和“家电以旧换新”，2009 年-2011 年，中央财政累计补贴 320 亿，带动新增消费超 3,500 亿。以此测算，今年政府财政补贴或拉动增量消费 2,500-4,000 亿，或可拉动社零 0.6-0.8pct。商业银行等金融机构也将加大支持力度，发放配套消费贷款，降低门槛和利率。消费品以旧换新在拉动消费、扩大需求的同时，也有利于释放相关行业的产能压力。

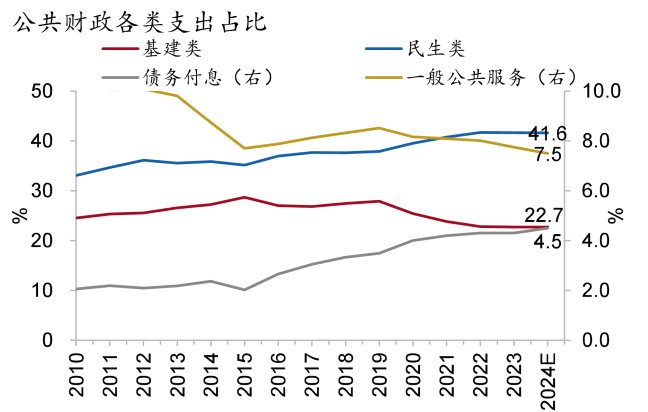
¹⁴ 据 2024 年中央财政预算，相关资金科目预算资金安排在 800-900 亿（有些科目未单独公布），估计其中 25-30% 的部分可用于支持消费品以旧换新。

图 20：民间投资活力有望增强



注：2021 年及 2023 年增速为两年复合增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 21：公共财政保障民生等重点领域支出强度



资料来源：Wind、招商银行研究院

第三，优化支出结构，即强化国家重大战略任务和基本民生财力保障，严控一般性支出。近年来公共财政支出加大力度倾斜民生领域，民生类支出占比提升至 41.6%。一般公共服务支出占比趋势下降，2024 年预计为 7.5%，较上年下降 0.25pct，反映出“各级政府过紧日子”。但值得注意的是，债务付息支出增速较快、占比持续上升，将压缩政府实际可用财力，挤出其他领域支出（图 21）。

四、防范风险：标本兼治

防范化解地方债务风险，注重标本兼治，即短期化解措施与长期制度建设相结合。

短期看，今年《政府工作报告》要求“进一步落实一揽子化债方案”，目前多地已制定“1+N”化债方案¹⁵，今年将进一步落实推进。重点在于积极动用财政、金融、企业资源等化解存量风险，同时规范举债方式及用途，严控增量风险。截至 2023 年末，地方政府债务限额空间（债务限额-债务余额）为 1.43 万亿¹⁶，今年或继续利用此空间发行特殊再融资债券，规模或在 0.5-1 万亿（图 22），额度向重点区域倾斜¹⁷。

财政收支紧平衡与地方推动化债背景下，地方政府财政扩张及推动投资的能力或受到一定制约。近两年城投债净融资额明显减少，今年前两个月净融资-481 亿，是近年来的最低水平，较去年同期减少 5,066 亿（图 23）。2024 年各省加权平均的固投目标增速约 6.1%，相较 2023 年明显下降了 2pct。《政府工作报告》强调“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”，一方面中央政府

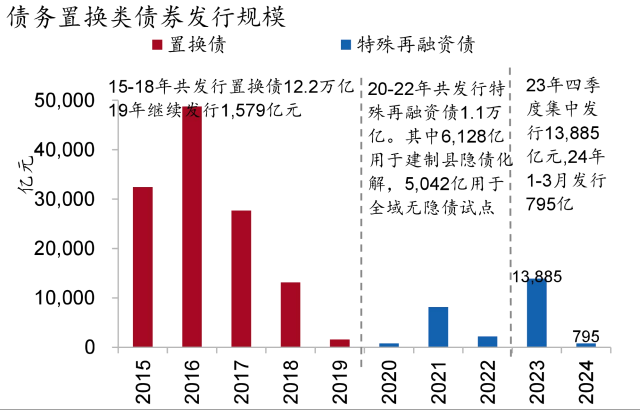
¹⁵ 其中“1”指地方债务风险化解总体方案，“N”指债务风险化解子方案，包括地方政府债务和隐性债务化解方案、政府拖欠企业账款偿还方案、融资平台债务化解及转型发展方案、国有资产底数摸排及资产盘活偿债方案、中小银行风险化解等，由财政、金融监管、工业和信息化、自然资源等多部门配合推进。

¹⁶ 该数值为理论上 2024 年地方政府可额外增加债务（即不考虑 2024 年发行的新增一般债及新增专项债）的上限，其中一般债限额空间 6,800 亿，专项债限额空间 7,500 亿。

¹⁷ 目前贵州、天津、云南等地已经开始发行。

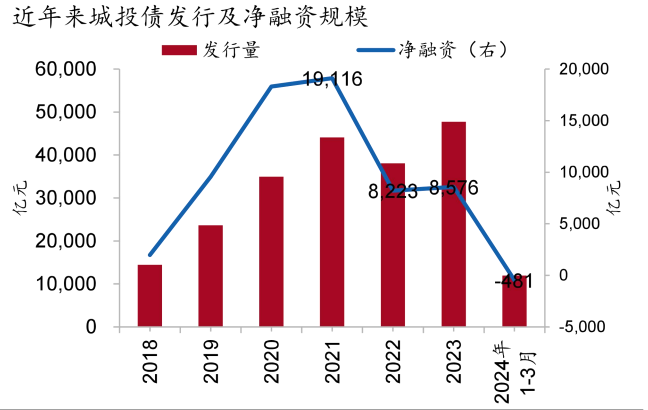
和经济大省承担更多投资建设责任，另一方面，以新基建、设备更新和技术改造、“三大工程”建设为抓手，提升投资效能。

图 22: 今年或发行特殊再融资债券 0.5-1 万亿



注：2021年及2023年增速为两年复合增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 23: 今年城投债净融资规模或进一步减少

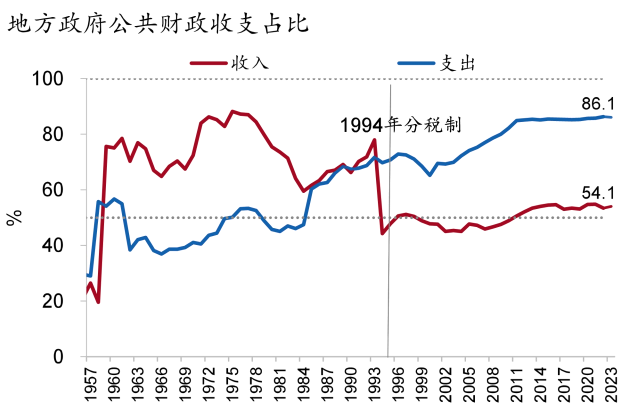


资料来源：Wind、招商银行研究院

长期看，一方面是健全风险防控长效机制，包括建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型等。未来将加强对地方法定债务、城投平台有息负债、政府购买服务、政府拖欠企业账款等全口径债务的管理、监测；进一步厘清政府和市场的关系，转变地方融资平台投融资模式、理顺其市场化运作模式、在城市发展和产业升级中寻找转型“风口”。

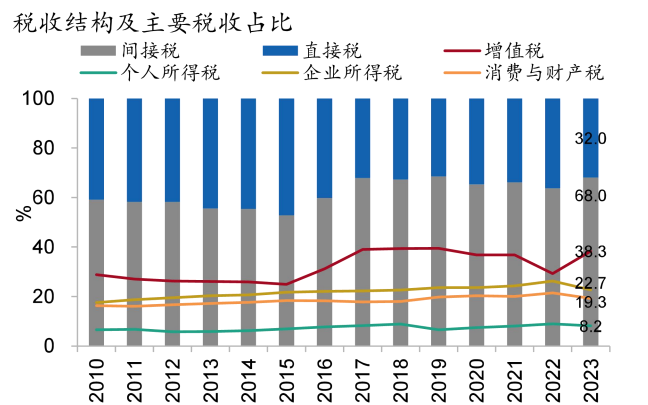
另一方面是谋划新一轮财税体制改革。目前央地财权收入与事权支出责任之间不匹配，地方承担了过多的事权和支出责任，而财权收入上移。在公共财政支出中，地方政府占比超8成，而收入占比仅占5成，因此地方政府对中央转移支付的依赖度较高（图24）。地方财权事权不匹配（省以下地方政府更为突出），叠加过往政绩考核主要挂钩GDP增速，地方政府有着强烈的举债投资冲动，普遍通过城投平台等渠道融资，形成隐性债务风险。

图 24: 地方政府支出占比超 8 成



注：2021年及2023年增速为两年复合增速
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 25: 我国税收结构以间接税为主



资料来源：Wind、招商银行研究院

未来或从收支两端出发，深化财税体制改革。收入端，一方面优化税收结构，推进税制改革。相较其他主要经济体，目前我国税收结构呈现出以下几个特点：一是间接税比重较高、超过6成，直接税占比不到4成，而美国直接税

占比超过 9 成；二是消费税和财产税占比偏低，增值税占比偏高；三是所得税中，个人所得税占比偏低，而企业所得税占比偏高（图 25）。未来需提升直接税、消费税、财产税的比重，完善增值税制度。另一方面推进土地财政转型，完善地方税体系、培育地方税源，规范非税收入，加强国有资产经营管理，多渠道增加地方政府收入。支出端，调整央地事权和支出结构，加快建立主要支出领域中，央地以及省以下政府事权和支出责任划分的框架，提高中央政府直接支出比重。

（本文有删减，招商银行各行部请联系研究院查看报告原文）

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇