

2024年05月07日

# 扩张何去？融资何从？

## 主题报告

### 2024年财政政策展望

#### 投资要点

- ◆ **基本框架：财政政策的横向和纵向系统。**（1）四本账与三层次：宏观调控、房地产市场与国有经济。（2）收入：减税降费、房地产调整令广义税负率连续下降。（3）支出：人口老龄化、稳增长必要性令支出刚性增长。（4）政府债务融资：中央地方结构优化与贬值风险的权衡。
- ◆ **有效投资：特别国债+增发国债能推动基建投资增长多少？**（1）**房地产风险双重显现，基建投资高增尤为迫切。**其对于经济的拖累不仅表现于持续负增长的房地产开发投资，还表现于与竣工直接相关的房地产开发增值。（2）**地方债务风险化解加快，亟需中央政府扛起新基建稳增长重任。**一些地区的传统基建投资增速可能趋势性下行，迫切需要中央政府充分运用包括预算内投资、特别国债、设备更新贴息和专项资金等广义财政扩张工具以有力支撑广义基建和制造业有效投资需求。（3）**展望全年，预计超长期特别国债和2023年增发的万亿国债中超过一半的资金直接对水利工程为代表的狭义基建投资中的重点项目提供强力的资金支持，但考虑到专项债从中西部地区向东部地区转移可能对部分基建贷款形成替代，预计有望推动狭义基建投资同比增长约7.7%，广义基建投资同比增长约10%。**（4）**出口环境日趋严峻，制造业新质生产力投资亟需财政支持。**预计设备更新在制造业投资方面增加约800亿左右的财政支出或减收，有望推升全年制造业投资同比增长约9.5%。
- ◆ **消费品以旧换新需要多少财政支出力度？**房地产调整拖累商品消费需求，耐用品更新换代需财政补贴发力。国内居民商品消费内需相对不足，主要原因是受房地产市场本轮深度调整所造成的财富缩水效应的拖累，我国中等收入人群商品消费意愿受到明显抑制。**房地产周期与居民商品消费共振是全球普遍现象。**美国在2007-2008年次贷危机—全球金融危机爆发后也曾经历长达数年的居民商品消费低迷。**预计对耐用消费品实施较大规模补贴，需财政支出维持预算增速。**我们预计在中央和地方财政密切配合下，通过对汽车、家电、家装厨卫三大类大宗可选商品实行约2000亿规模的直接补贴等方式额外刺激约3000亿增量商品消费需求，对消费品零售总额同比增速的拉动作用预计在0.8个百分点左右，对应全年社零同比增速5.3%。**2024年一般公共预算4.0%的支出增速应得到较为严格的贯彻，以确保充足规模的耐用消费品以旧换新资金支持。**
- ◆ **广义财政收入歉收压力几何？是否需要额外扩张融资？**低通胀与高基数可能共同拖累一般公共预算收入大幅低于预期。低通胀环境下，流转税以及与企业利润相关的税收收入都可能对总财政收入形成明显拖累，此外2023年上半年还有此前缓缴税款到期集中补缴导致的高基数效应。**房地产市场持续调整，政府性基金收入调入受限。**今年以来房地产市场仍处在探底阶段，可能导致土地出让金对政府性基金收入的拖累程度超出年初预计，收支缺口进一步扩大，可能影响政府性基金预算向一般公共预算调入的计划资金规模。**一般公共预算综合收入缺口或达万亿，预计下半年有望增发国债。**预计下半年可能考虑增发1万亿左右国债以弥补潜在的广义财政款收缺口，有力保障设备更新、消费品换新、广义基建投资等领域的财政资金支持力度。
- ◆ **风险提示：财政扩张融资速度慢于预期、力度低于预期风险。**

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002  
qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

#### 相关报告

外汇利率、消费地产、重要会议——五一假期国内外宏观综述 2024.5.5

美失业率上行，通胀必然回落？美国就业数据点评 2024.5.3

以“放缓缩表”促“通胀收敛”的双层逻辑——美联储 FOMC 会议点评（2024.5）  
2024.5.2

靠前发力有效落实，避免经济前紧后松——政治局会议解读（2024.4） 2024.4.30

PMI 温和回落之后能否维持于景气区间？——PMI 点评（2024.4） 2024.4.30



## 内容目录

<b>一、基本框架：财政政策的横向和纵向系统</b> .....	<b>4</b>
1. 四本账与三层次：宏观调控、房地产市场与国有经济 .....	4
2. 收入：减税降费、房地产调整令广义税负率连续下降 .....	5
3. 支出：人口老龄化、稳增长必要性令支出刚性增长 .....	6
4. 政府债务融资：中央地方结构优化与贬值风险的权衡 .....	7
<b>二、有效投资：特别国债+增发国债能推动基建投资增长多少？</b> .....	<b>8</b>
1. 房地产风险双重显现，基建投资高增尤为迫切 .....	8
2. 地方债务风险化解加快，亟需中央政府扛起新基建稳增长重任 .....	8
3. 特别国债+增发国债能推动基建投资增长多少？ .....	9
4. 出口环境日趋严峻，制造业新质生产力投资亟需财政支持 .....	10
<b>三、消费品以旧换新需要多少财政支出力度？</b> .....	<b>12</b>
1. 房地产调整拖累商品消费需求，耐用品更新换代需财政补贴发力 .....	12
2. 房地产周期与居民商品消费共振是全球普遍现象 .....	13
3. 预计对耐用消费品实施较大规模补贴，需财政支出维持预算增速 .....	14
<b>四、广义财政收入歉收压力几何？是否需要额外扩张融资？</b> .....	<b>15</b>
1. 低通胀与高基数可能共同拖累一般公共预算收入大幅低于预期 .....	15
2. 房地产市场持续调整，政府性基金收入调入受限 .....	16
3. 一般公共预算综合收入缺口或达万亿，预计下半年有望增发国债 .....	17

## 图表目录

图 1: 我国财政政策与宏观经济的交互关系 .....	4
图 2: 财政收入规模 (亿元) 及占比结构 (%) .....	5
图 3: 广义财政收入/GDP 及其结构 (%) .....	6
图 4: 广义财政支出/GDP 及其结构 (%) .....	7
图 5: 广义财政赤字率及其结构 (%) .....	7
图 6: 实际 GDP 同比及生产法贡献结构 (%) .....	8
图 7: 广义基建投资同比增速及贡献结构 (%) .....	9
图 8: 基建投资 (狭义) 同比增速及融资侧贡献结构 (%) .....	10
图 9: 制造业投资单月同比及贡献结构 (%) .....	10
图 10: 产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数 (%) .....	11
图 11: 制造业投资、广义基建投资单月同比及预测 (%) .....	11
图 12: 《行动方案》对应制造业投资领域和政策支持方式 .....	12
图 13: 主要假期旅游消费情况自 2023 年以来改善趋势稳定 .....	13
图 14: 居民商品和服务消费同比增速对比 (%) .....	13
图 15: 美国的实际 GDP 同比及贡献结构 (%): 两次冲击后结构截然相反 .....	14
图 16: 《行动方案》对应消费品以旧换新领域和政策支持方式 .....	15
图 17: 缓税到期一次性大幅推升 2023 年一季度及 4 月一般公共预算收入基数 .....	16
图 18: 一般公共预算收入同比增速及贡献结构 (%) .....	16
图 19: 房地产市场深度调整, 政府性基金收入大幅削减 .....	17
图 20: 政府性基金收入同比及贡献结构 (%) .....	17
图 21: 地方债务发行累计进度 (%) .....	18
图 22: 一般公共预算、政府性基金预算关键指标: 2023 年及 2024 年年度预算值 .....	19

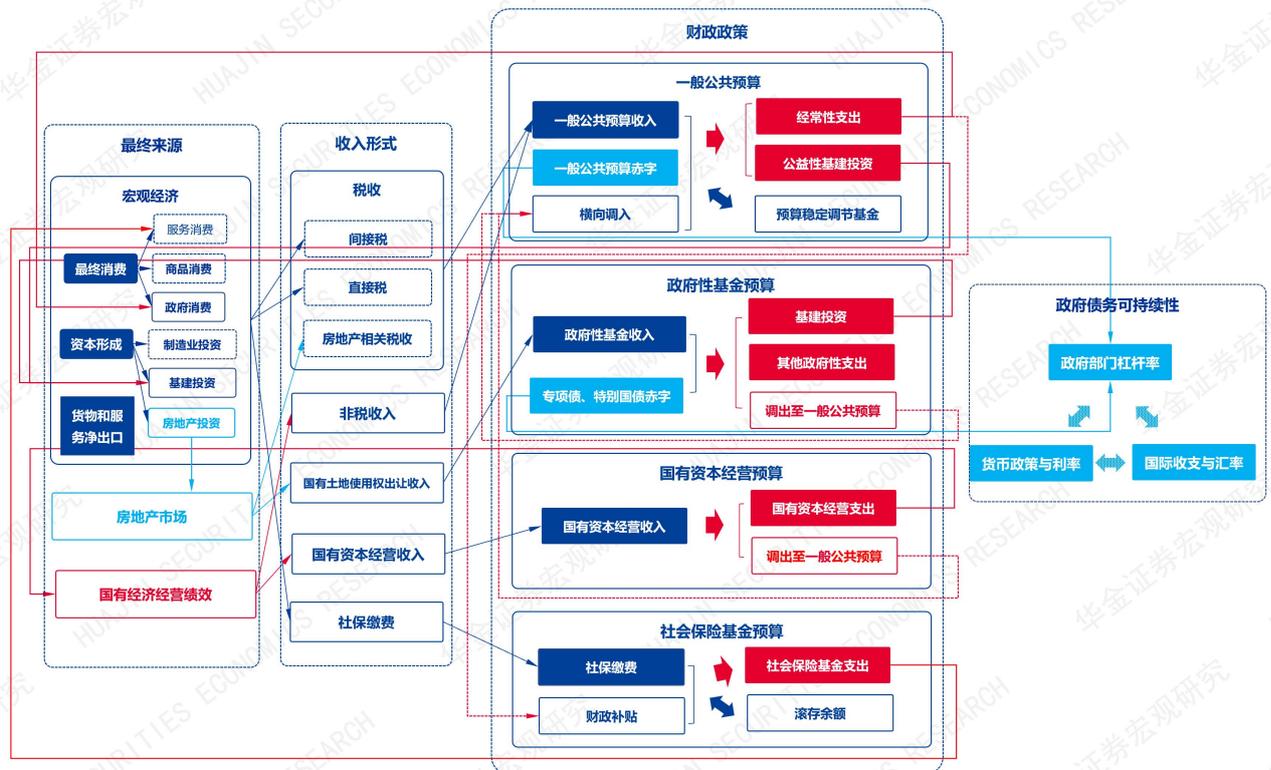
本文系统地分析四个问题：（1）财政政策的横向（四本账之间）和纵向（时间维度）关系，（2）年内财政扩张力度能推动基建投资增长的幅度，（3）耐用消费品以旧换新和大规模设备更新需要多大的预算财政支出强度，（4）广义财政收入低于预期的概率有多大、是否需要额外扩张融资。财政政策是政府部门调控宏观经济运行力度最大、影响最直接的工具手段，但因其复杂性而往往被市场感知较为模糊。面对国际贸易投资环境日趋严峻、房地产深度调整、地方债务风险加速化解三大长期结构性因素共振导致的经济下行压力，今年两会决定采取具有相当扩张之雄心的年度财政支出和融资预算计划。预算支出的规模和结构如能严格执行，有望对耐用消费品需求和有效投资形成较为有力的支持。但同时，低通胀和房地产市场持续深度调整的环境下，财政收入可能显著低于预算，可能造成需额外填补的资金缺口。种种因素相叠加，2024年财政政策情况复杂重要，本文从四个维度进行系统性的深度分析与展望。

## 一、基本框架：财政政策的横向和纵向系统

### 1. 四本账与三层次：宏观调控、房地产市场与国有经济

财政政策的重要性首先体现在政府部门与宏观经济之间三个层次的紧密联系和深度交互关系之中。

图 1：我国财政政策与宏观经济的交互关系



资料来源：财政部，华金证券研究所整理

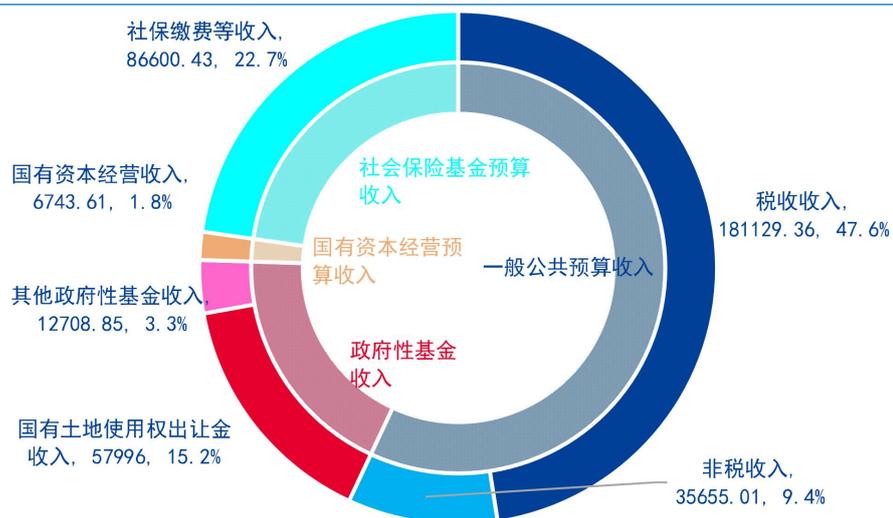
通过财政政策的四大账本，我国政府部门同时从宏观经济总量和结构调控、房地产市场运行、国有经济经营绩效分配三个层面与我国的宏观经济形成紧密联系和深度交互关系，远比海外主要经济体财政经济关系要更为多元和深刻。一般公共预算和社会保险基金预算收入主要来自

宏观经济运行所形成的税收、非税收入和社保缴费，支出侧则涵盖政府消费（包括国防安全、民生保障等领域刚性增长的支出）、公益性基建投资、通过补贴调控居民消费或企业投资、以及居民收入中的财政转移部分。这两个账本联合起来与其他经济体的广义政府部门财政调控手段是非常相似的。政府性基金预算和国有资本经营预算是我国财政政策的特殊性存在。政府性基金预算收入主要来自土地出让金，与房地产市场阶段性表现高度正相关，这一账本下也可通过地方政府专项债和特别国债进行政府债务融资活动，收入和融资共同形成的支出对基建投资形成最重要的资金支持，构建出“房地产市场+政府债务——基建投资”小循环，但近年来越来越多地与一般公共预算在收入端深度融合。国有资本经营预算、以及一般公共预算中的非税收入，则主要体现我国国有经济经营的绩效，这一本账当前总体规模仍然较小。但随着国有企业深化改革行动的持续开展和走向深入，我们相信我国国有经济部门有望形成更大规模的利润和国有资产经营收益，用于充实一般公共预算财政收入。

## 2. 收入：减税降费、房地产调整令广义税负率连续下降

2023年广义财政收入达到**38.1**万亿，占当年**GDP**的**30.2%**，广义财政收入中约七成来自**税收和社保缴费**，土地出让金收入连续两年大幅下滑后仍占**15%**。广义财政收入代表着政府部门无需借债即可用于调控经济的直接财力。2023年广义财政收入达到**38.1**万亿，占当年**GDP**的**30.2%**，这一广义宏观税负率在主要经济体中处于中等水平。其中直接来自宏观经济运行的**税收收入**和**社保缴费**合计占广义财政收入的**70.3%**；主要由房地产市场需求所形成的**国有土地使用权出让金**收入占**15.2%**，是第二大广义财政收入来源；一般公共预算非税收入中包括中央金融企业等的利润上缴以及由国有企业所运营的**国有资产收益**等，占比**9.4%**，与**国有资本经营预算**收入共同构成广义财政收入的第三大来源。

图 2：财政收入规模（亿元）及占比结构（%）

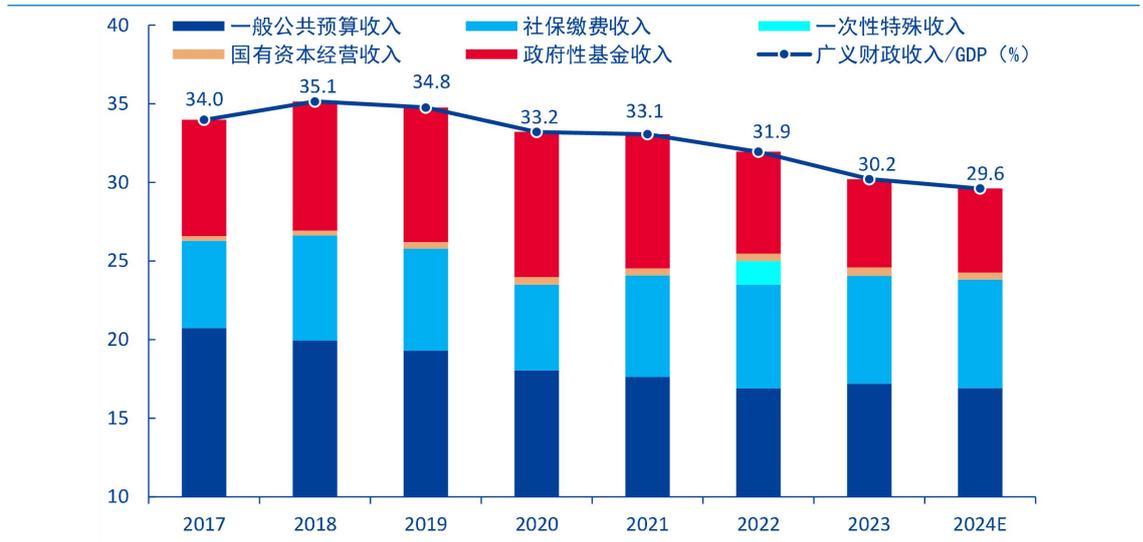


资料来源：CEIC，华金证券研究所

近年来我国连续实施向科技研发型、先进制造业行业的减税降费政策，加之房地产市场持续深度调整，广义财政收入在**GDP**中的占比连年下降，减税空间变得日渐狭窄，广义财政融资压力被动扩大。近年来全球产业链从密切合作分工逐步转向日趋激烈的竞争态势，我国高质量发展的经济战略重心也日益向先进制造业、科技研发类企业倾斜。美国等主要发达国家开始对半导

体电子等先进产业链企业实施大规模财政补贴，我国近年来财政政策则主要通过设备和研发形成的无形资产税前加计扣除、一定幅度的税收优惠等方式对先进制造和科技研发类企业进行鼓励，由此导致狭义税负率逐步下降。房地产市场自 2021 年中开始的深度调整过程中，居民新增房地产需求大幅缩水，直接拖累土地出让金收入，也导致了政府性基金预算收入的下滑和对一般公共预算支持能力的下降。即便假设 2024 年名义 GDP 增速仅 5.0%，2024 年预算广义财政收入占 GDP 之比也将进一步下降至 29.6%，较 2023 年和 2018 年分别下行 0.6 和 5.5 个百分点。

图 3：广义财政收入/GDP 及其结构（%）

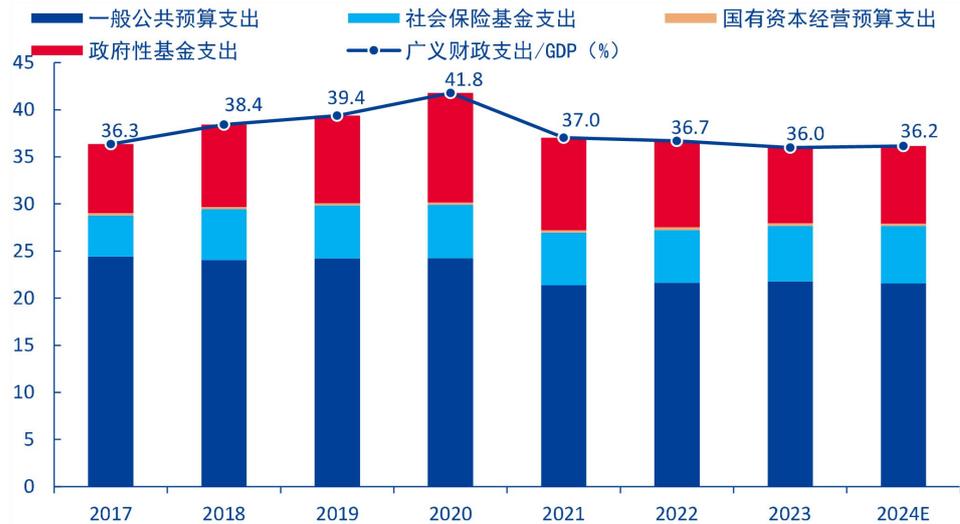


资料来源：CEIC，华金证券研究所

### 3. 支出：人口老龄化、稳增长必要性令支出刚性增长

广义财政支出直接形成占 GDP 超过 15% 的政府消费（包括有民生保障、国防安全等支出在内），构成基建投资最主要的融资来源支持，并通过社会保障支出构成居民转移收入的主要来源。近年来人口老龄化加速，以及政府投资稳增长必要性的提升，令广义财政支出呈现增长刚性。人口老龄化加速的趋势令民生保障类支出和社会保障类对居民转移支付以稍高于名义 GDP 的增速刚性增长。而在房地产市场持续深度调整、经济结构转型的过程中，同时面临国际贸易和投资环境的日趋严峻，有效政府投资持续发力稳定经济增长趋势的必要性也进一步提升，这令政府性基金预算以及一般公共预算项下投资支出也必须保持合理力度的稳定增长，并抵御因土地出让金收入下滑而导致的支出拖累。基于 2024 年财政预算详细支出规模，以及 5.0% 的名义 GDP 同比增速假设，2024 年广义财政支出占 GDP 之比或将小幅抬升 0.2 个百分点至 36.2%，与 2017 年水平相接近，与广义财政收入占比的连年下滑形成鲜明对比。

图 4：广义财政支出/GDP 及其结构（%）

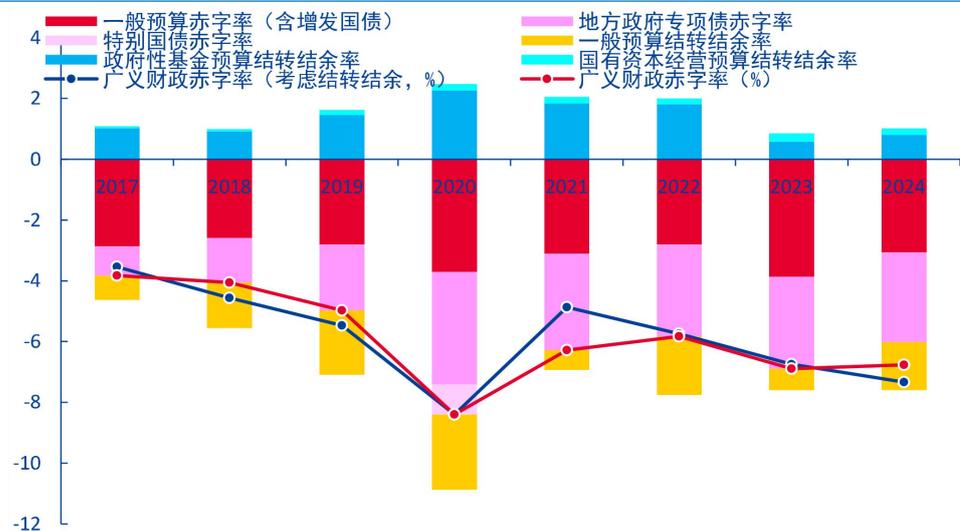


资料来源：CEIC，华金证券研究所

#### 4. 政府债务融资：中央地方结构优化与贬值风险的权衡

拉弗曲线平衡——加速扩大的收支缺口意味着日益增长的政府债务融资需求，债务融资不足可能导致经济增速下行过快和政府杠杆率被动抬升；融资过于激进或支出效率过低则可能导致长期的政府债务膨胀和货币化风险。两种情形都可能触发货币危机，政府债务融资必须精准做好效率和规模的微妙平衡，这无疑增添了分析和理解财政政策的难度。财政政策的主要约束来自政府债务风险和本币汇率在融资可持续性方面的掣肘，如果将过多财政资源用于一次性的居民消费补贴或用于刺激低效率、高债务风险的生产部门，则有较大概率引发连绵不绝的主权债务危机或货币危机。换言之，稳增长目标下必要的广义财政消费、投资和转移支付的支出规模殊为必要，但支出落地后能否产生可持续的经济增长才是长期视角下判断当下的财政扩张是否合理的主要标准。我们须从财政四大账本不同的支出投向的经济性质、中央和地方债务融资的不同效率、以及政府杠杆率的国际间横向对比等维度进行综合性的深度分析。

图 5：广义财政赤字率及其结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

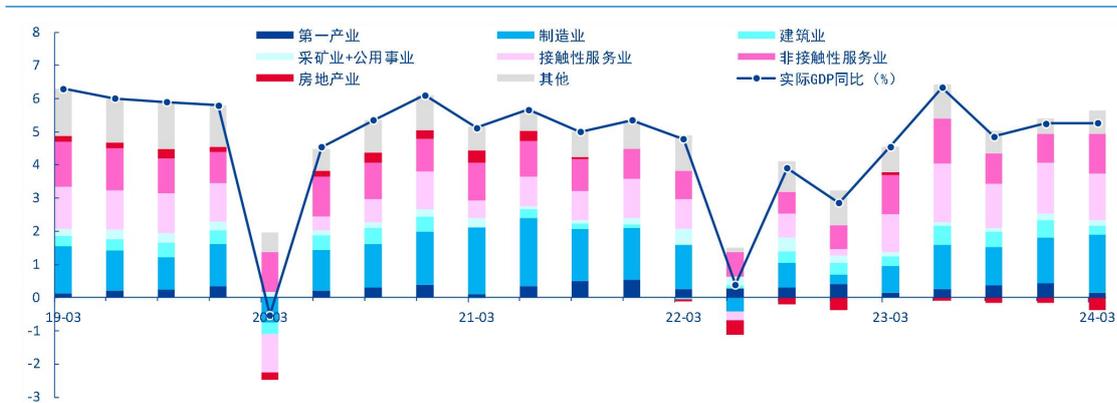
## 二、有效投资：特别国债+增发国债能推动基建投资增长多少？

当前我国经济处于内外部三大调整压力共振阶段，国内消费投资内生性恢复动能仍然不足，亟需广义财政果断决策实施扩张性支出，以刺激有效投资和消费内需。

### 1. 房地产风险双重显现，基建投资高增尤为迫切

第一重压力来自房地产市场风险加快化解导致的资本形成增长乏力现象，其对于经济的拖累不仅表现于持续负增长的房地产开发投资，还表现于与竣工直接相关的房地产开发增值，后者在今年一季度已经对实际 GDP 中的总资本形成贡献形成显著拖累。24Q1 在固定投资总体高增的背景下，资本形成贡献大幅缩减，主要原因有二，其一是房价连续下跌、竣工增速转负，令房地产开发增值部分拖累加深；其二是加速去库存阶段因库存变动为负，资本形成的贡献小于固定投资。1) 房地产开发投资数据仅核算了房地产开发活动的成本。事实上，房地产开发活动完成时，开发商的项目利润也会被计入 GDP 口径中的资本形成。2024 年初，全国范围内房价普遍连续下跌，竣工面积由同比高增转为深度下滑，房地产业增加值对实际 GDP 的贡献大幅下降，对资本形成的拖累加深。2) 资本形成中除固定资本形成外还包括库存变动，2023 年初去库存刚刚开始，库存同比增速仍然较高，当前处于加速去库存阶段，库存增速接近底部，对资本形成的贡献作用也有所下降。展望 2-4 季度，受人口结构、产业布局、房价收入比等长期因素的影响，房地产市场调整或将持续，而在内需增长动能仍显不足的背景下，补库存阶段启动的时点也可能有所推迟，一季度强劲高增的广义基建投资、制造业投资维持在当前较高的增长区间内就变得尤为重要。

图 6：实际 GDP 同比及生产法贡献结构（%）



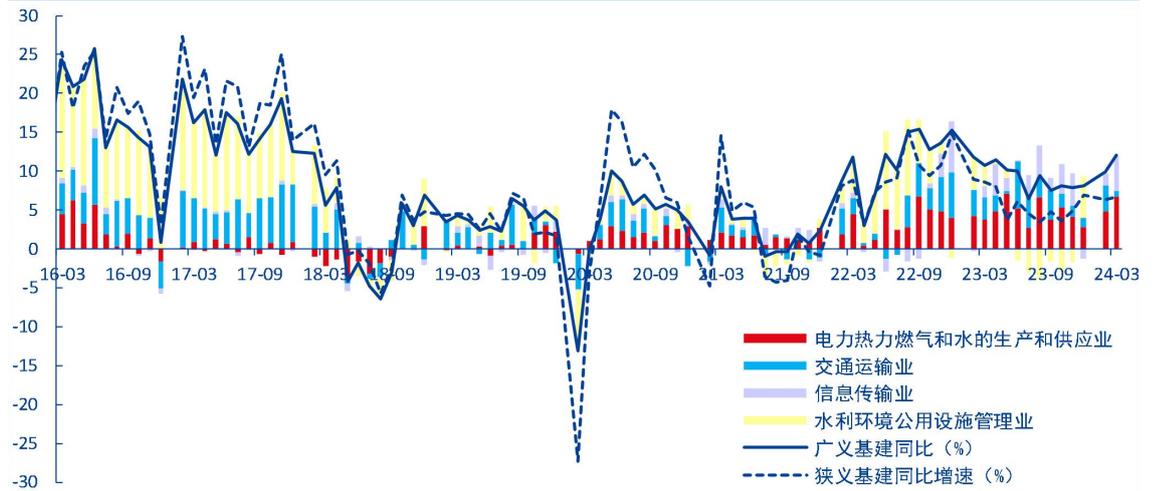
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

### 2. 地方债务风险化解加快，亟需中央政府扛起新基建稳增长重任

而在地方债务风险加快化解的背景下，一些地区的传统基建投资增速可能趋势性下行，迫切需要中央政府充分运用包括预算内投资、特别国债、设备更新贴息和专项资金等广义财政扩张工具以有力支撑广义基建和制造业有效投资需求。2023 年起，地方债务风险化解骤然加速，广义基建投资行业结构也产生显著变化。一方面，与地方政府专项债发行直接相关的水利环境公用设施管理业（传统基建）投资随政府性基金支出负增长而转为下滑；另一方面，电力能源、信息传输业等对专项债依赖度较低、更多由企业自发通过基建贷款进行融资的新型基建行业增速大

幅抬升并维持高位，成为广义基建投资能够实现高增的最重要支持性因素。2024年以来，地方债务风险化解进一步加快，中西部部分省份基建停建缓建，2023年的新老基建行业分化格局延续至一季度；而另一方面，电力能源和信息传输业经历过超过一年的高增之后，基数的上行和企业内生性的投资增速放缓都可能导致这两大行业类别投资增速从高位的逐步降温，至3月企业中长期贷款已经出现了同比较大程度的少增。两大分化格局的新变化对中央政府充分运用包括预算内投资、特别国债、设备更新贴息和专项资金等广义财政扩张工具以有力支撑广义基建和制造业有效投资需求提出更为迫切的要求。

图 7：广义基建投资同比增速及贡献结构（%）

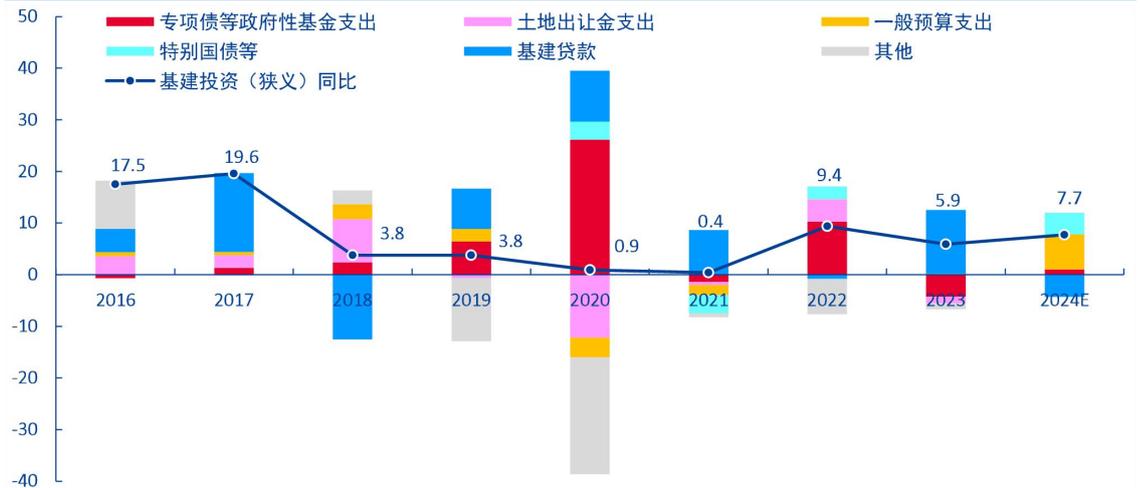


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

### 3. 特别国债+增发国债能推动基建投资增长多少？

展望全年，预计超长期特别国债和 2023 年增发的万亿国债中超过一半的资金直接对水利工程为代表的狭义基建投资中的重点项目提供强力的资金支持，但考虑到专项债从中西部地区向东部地区转移可能对部分基建贷款形成替代，预计有望推动狭义基建投资同比增长约 7.7%，广义基建投资同比增长约 10%。从基建融资结构的角度回顾 2023 年，基建投资（狭义）同比增速能够在 2022 年大幅上冲至 9.4% 之后仅小幅回落至 5.9% 的较高水平，主要的推动作用就是由基建贷款的大幅高增所形成，而专项债等政府性基金支出对基建投资的增速贡献已经随政府性基金预算支出同比负增长而同步转负。这种融资结构与我们在上文中分析的基建投资的行业结构分化是相匹配的。展望 2024 全年，从融资一侧来看，中西部地区基建停建缓建主要表现在预算的 3.9 万亿专项债格外强调向投资效率较高的项目和地区倾斜，而不是专项债总规模的下降。而另一方面，投资效率较高的东部地区可能恰恰是 2023 年基建贷款发放较快的地区，当地具有现金流盈亏平衡能力的基建项目本来在 2024 年计划通过企业中长贷进行融资的金额规模中可能部分被专项债向东部地区的倾斜所替代，从而 2023 年贷款高增对基建投资增速的显著推升作用可能在 2024 年转为小幅拖累。在此基础上，我们预计广义中央财政的一万亿超长期特别国债和 2023 年增发的万亿国债中有超过一半的资金规模可以直接对 2024 年水利工程为代表的狭义基建投资中的重点项目提供强力的资金支持，与上述效应部分抵消之后，预计有望推动 2024 年狭义基建投资同比增长约 7.7%，对应广义基建投资同比增速有望达到 10.0% 左右。

图 8：基建投资（狭义）同比增速及融资侧贡献结构（%）



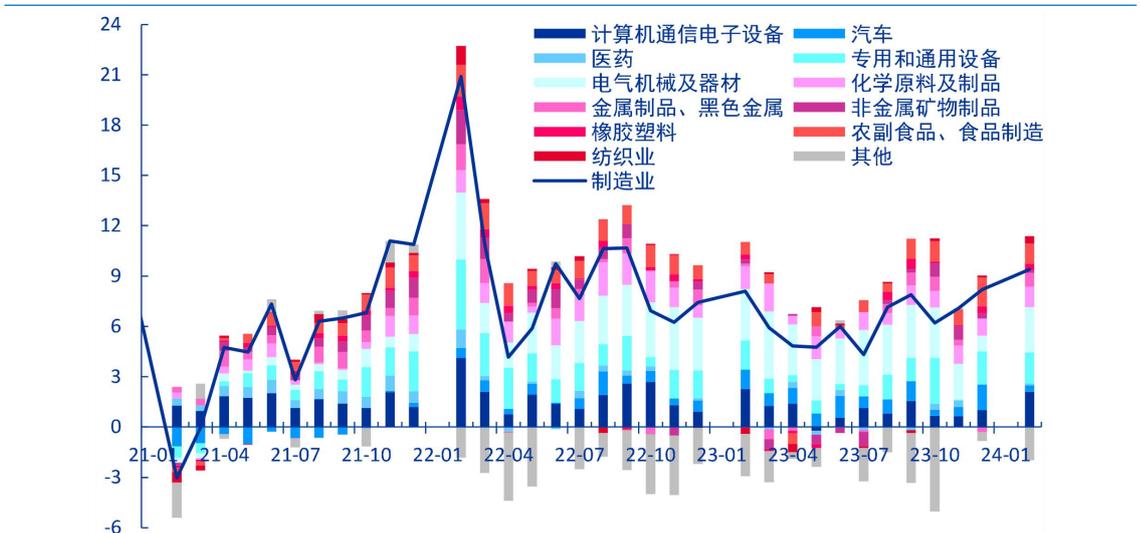
资料来源：Wind，华金证券研究所

#### 4. 出口环境日趋严峻，制造业新质生产力投资亟需财政支持

第二重压力来自国际贸易和投资环境的日趋严峻化，不但令 2024 年出口前景不确定性增加，也令推升以新质生产力为代表的尖端制造业投资变得更加迫在眉睫。

大力发展新质生产力是抵御外部政策风险、增强国内先进产业链安全性先进性的重要供给侧经济战略。在外部环境变化趋势显现的同时，制造业投资也在先进产业链的带动下，于 2021 年之后一扫此前数年的低迷状态，进入新一轮加速高增期。2016-2019 年，我国制造业投资增速连续下滑，2019 年同比增速仅为 3.0%。经历疫情冲击导致的短暂小幅下滑之后，2021 年至今，制造业投资增速进入新一轮改善周期，2021 年两年平均增长达 5.3%，2022-2023 年同比增速分别达到 9.2%、6.4%，扣除 PPI 通胀后实际增速抬升幅度更大。应当看到 2021 年以来拉动制造业投资高增的行业领域主要正是计算机通信电子、汽车、专用通用设备、电气机械器材等典型的受到较大外部环境冲击的方向。外部压力日趋复杂的背景下，我国新质生产力发展有所加速，产业链完整性安全性先进性持续提升，形成较为积极的长期展望方向。

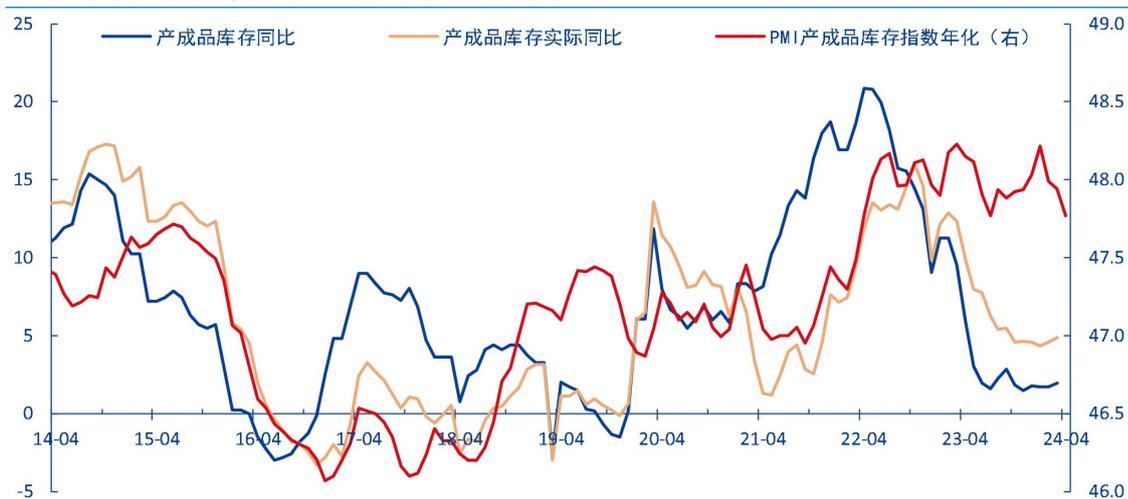
图 9：制造业投资单月同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2021 年为两年平均增速

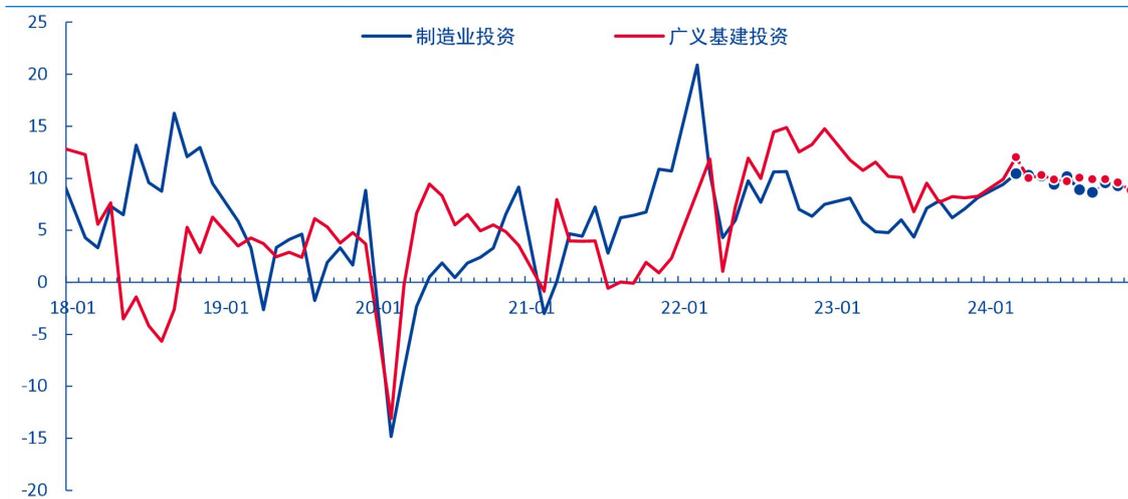
但也应当关注到，在先进产业链投资加速、产能扩张的同时，国内供大于求的结构性问题日渐突出，库存水平走高、企业利润增速下降，意味着当前环境下亟需财政支出对新质生产力相关大规模设备更新实施有力度的补贴或税收优惠政策。随着这些相对先进的产业链产能加速扩张，内需改善相对有限的背景下，工业企业库存也开始加速积累，至 2022 年四季度达到补库存速度峰值，2023 年初开始才逐步有所放慢。高库存水平令工业企业经营绩效承压，反向限制了制造业投资持续高增的空间。

图 10：产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：制造业投资、广义基建投资单月同比及预测（%）

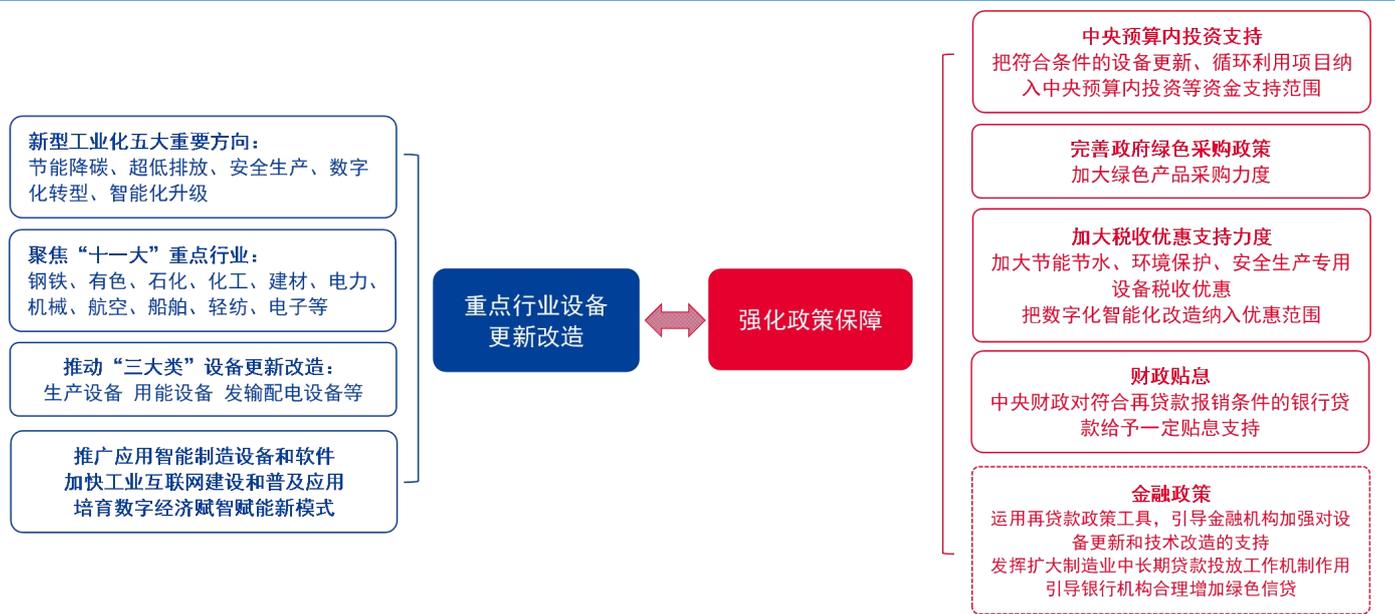


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2021 年为两年平均增速

《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（下文简称《行动方案》）公布，预计在制造业投资方面增加约 800 亿左右的财政支出或减收，或直接撬动约 2400 亿左右增量制造业新质生产力投资，对制造业投资有望形成约 2 个百分点的直接间接拉动，推升全年制造业投资同比增长约 9.5%。根据国务院 3 月印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，发改委解读称对应的工业、农业等重点领域 2023 年设备投资规模约 4.9 万亿元，我们预计其中制造业设备投资规模或占比约 60%-70%，即涉及约全年 3 万亿-3.5 万亿左右制造业投资。四项设备更新行动中，令制造业投资直接受益的主要为第一项“推进重点行业设备更新改造”，其所

要求的新型工业化五大方向中包括节能降碳、数字化转型、智能化升级等，直接与发展新质生产力的要求相对应。涉及的制造业行业领域既包括电子、航空、机械、船舶等较为先进的产业链行业，也包括钢铁、有色、石化化工、建材、电力、轻纺等传统行业的升级改造，覆盖面较为广泛。智能制造设备和软件、工业互联网应用、数字经济新模式获得突出强调。从财政政策保障工具来看，主要包括三类方式：中央预算内投资支持、加大税收优惠力度、财政贴息。其中中央预算内投资计划安排 7000 亿元，比上年增加 200 亿；财政贴息支出预计比上年增加 100 亿；进一步税收优惠预计比上年增加 500 亿（反映为财政收入的减少），合计财政资源预计额外支持约 800 亿，预计撬动增量投资约为 3 倍，对制造业投资有望形成约 2 个百分点的间接间接拉动，在 PPI 温和回升、制造业内生投资增速较 2023 年小幅下行的假设下，预计有望推动全年制造业投资同比增长约 9.5%。

图 12: 《行动方案》对应制造业投资领域和政策支持方式



资料来源：中国政府网，华金证券研究所整理

### 三、消费品以旧换新需要多少财政支出力度？

#### 1. 房地产调整拖累商品消费需求，耐用品更新换代需财政补贴发力

第三重压力源于国内居民商品消费内需相对不足，主要原因是受房地产市场本轮深度调整所造成的财富缩水效应的拖累，我国中等收入人群商品消费意愿受到明显抑制。居民消费是一个经济可持续增长的最重要的内需来源。居民商品和服务消费的主要驱动力来自三方面：收入预期、财富效应、消费品或场景模式创新创造新的需求。财富效应是中短期维度上波动最大的驱动因素，收入预期的变动路径往往潜移默化。与发达国家居民的资产配置结构迥异，我国居民财富保值增值的最主要方式是投资并持有不动产，而非股票债券为主的金融资产组合，并且我国居民在过去二十年房地产市场连续繁荣阶段以相当突出的债务杠杆呈现出对房地产投资的巨大热情。第三项因素长期以来也与房地产周期正相关共振，地产繁荣时居民因城镇化加速而带动的汽车家具家电等主要可选商品消费需求也较为旺盛由于单边预期的脆弱性不断积累难以持续，在 2020-2021

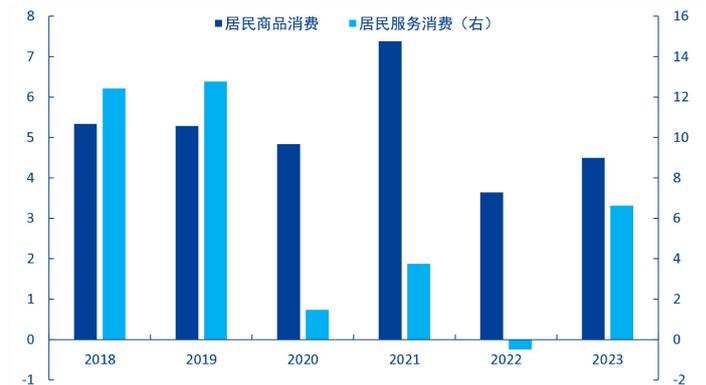
年疫情防控、房地产政策收紧的双重不确定性的共同触发下，房地产市场自 2021 年中开始进入了房地产市场商品化改革以来真正意义上的首次深度调整期。由此令习惯于房地产市场不断带来正向财富增值效应的中等收入群体遭遇了罕见的普遍财富缩水现象，而这一人群又恰好对应弹性较大的大宗可选商品消费的主力人群。另一方面，服务消费具备基本的社会交往属性而呈现更强的增长趋势稳定性，受财富缩水效应波及程度较小，这也进一步加剧了商品消费意愿的抑制程度。财富效应、收入预期和杠杆压降三重压力共同作用于居民商品消费意愿方面，导致了疫情以来我国与海外居民在商品消费方面方向相反的路径演变。

图 13：主要假期旅游消费情况自 2023 年以来改善趋势稳定



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 14：居民商品和服务消费同比增速对比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021、2023 年为两年平均

## 2. 房地产周期与居民商品消费共振是全球普遍现象

房地产周期与居民商品消费需求周期共振是全球普遍现象。美国在 2007-2008 年次贷危机—全球金融危机爆发后也曾经经历长达数年的居民商品消费低迷。当前我国为避免美国 2009-2011 年经济增长恢复缓慢的困境，以耐用消费品以旧换新为代表的扩张性财政补贴类支出极为必要。数据显示，2023 年以来服务消费整体稳步改善向好，2024 年春节假期即便调整至可比口径，旅游支出、出行人次都较 2019 年同期明显的改善，清明假期也延续了旅游高增势头（因旅游消费规模小，清明假期数据仅作参考）；1-2 月社会消费品零售中代表服务消费的餐饮增速也大幅高于商品消费。而另一方面，2023 年居民商品消费支出两年平均增速仅为 4.5%，大幅低于同为疫后恢复年的 2021 年（两年平均增长 7.4%），也低于 2018-2019 年 5.3% 的同比增长趋势，走弱时段与房地产市场深度调整的时段重合度较高。美国 2007-2008 年次贷危机—全球金融危机爆发后，因房地产市场深度调整（并拖累股市表现），令美国居民也遭受了一轮剧烈的财富收缩效应，其居民消费实际上直至 2012 年之后才随着房地产市场见底反弹而趋于恢复。而 2020 年二季度之后的疫情冲击期间，美国房地产市场受益于美联储抢先重启 QE 之后的低利率环境而迅速向好，令美国居民消费自 2020 年下半年开始就快速恢复，并且因疫情不利于服务消费场景恢复，商品消费迅速走向过热，导致的高通胀现象持续至今。我国当前的情况一定程度类似于美国的 2009-2010 年，而与美国本轮疫情后房地产市场的逻辑截然相反。这更凸显了财政扩张的紧迫性。

图 15: 美国的实际 GDP 同比及贡献结构 (%)：两次冲击后结构截然相反

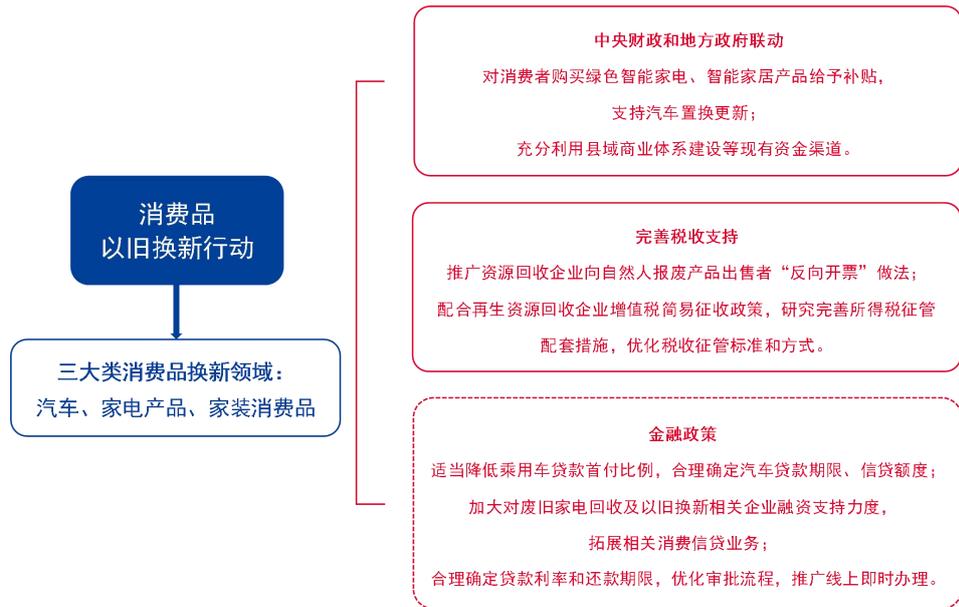


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：为保证两次冲击期间数据可比，两个虚线框中均使用两年平均增速

### 3. 预计对耐用消费品实施较大规模补贴，需财政支出维持预算增速

我们预计在中央和地方财政密切配合下，通过对汽车、家电、家装厨卫三大类大宗可选商品实行约 2000 亿规模的直接补贴等方式额外刺激约 3000 亿增量商品消费需求，对消费品零售总额同比增速的拉动作用预计在 0.8 个百分点左右，对应全年社零同比增速 5.3%。继国务院 3 月印发《行动方案》后，商务部等 14 部门于 4 月联合印发《推动消费品以旧换新行动方案》，定调“**坚持中央财政和地方政府联动**”，明确“**到 2025 年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰，高效节能家电市场占有率进一步提升；报废汽车回收量较 2023 年增长 50%，废旧家电回收量较 2023 年增长 15%；到 2027 年，报废汽车回收量较 2023 年增加一倍，二手车交易量较 2023 年增长 45%，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%**”。商务部相关负责人称距上轮全国范围内推动消费品以旧换新已经过去了近 15 年，当前正值汽车、家电、家装厨卫等更新需求的集中释放期。在央地财政密切配合下，通过税收减免、有条件的地方直接补贴等方式进一步推动存量需求释放。我们测算本轮大规模消费品以旧换新大约对应 2000 亿规模的财政减收和支出，预计可以额外刺激起 3000 亿左右的增量商品消费需求，对应 0.8 个百分点左右的消费品零售总额同比增速，预计 2024 年全年社零同比增速为 5.3% 左右。耐用消费品以旧换新等补贴列支于一般公共预算，这意味着 2024 年一般公共预算 4.0% 的支出增速应得到较为严格的贯彻，以确保充足规模的耐用消费品以旧换新资金支持。

图 16: 《行动方案》对应消费品以旧换新领域和政策支持方式



资料来源：中国政府网，商务部，华金证券研究所整理

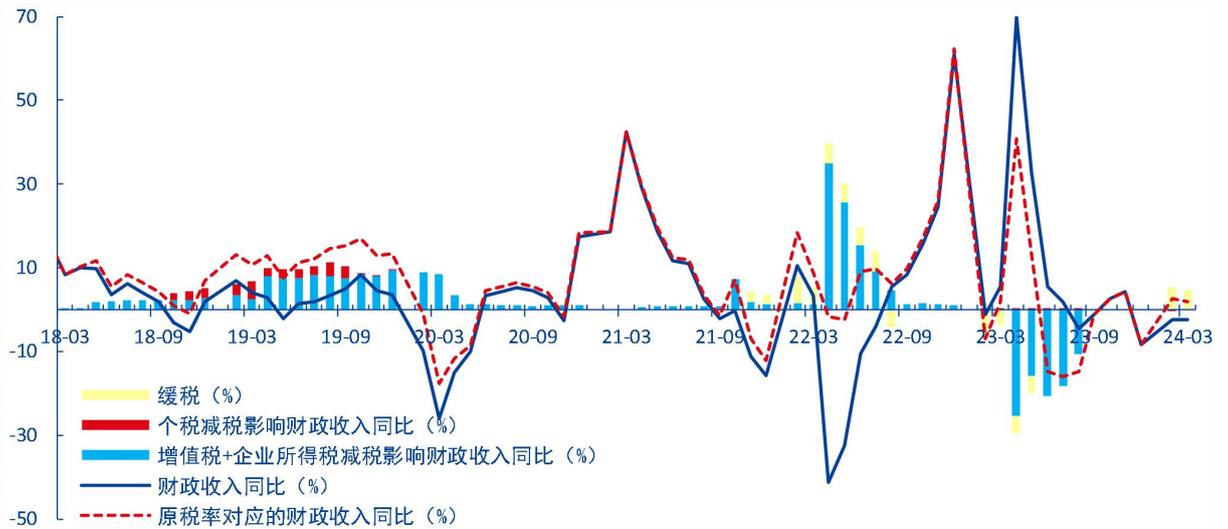
## 四、广义财政收入歉收压力几何？是否需要额外扩张融资？

我国财政体系中几乎全部的融资压力都集中体现在一般公共预算之中。但其调入和结转关系中也深度牵扯政府性基金预算，两会预算数据第一、第二本账口径不同，不可简单相加，存在明显的重复计算。

### 1. 低通胀与高基数可能共同拖累一般公共预算收入大幅低于预期

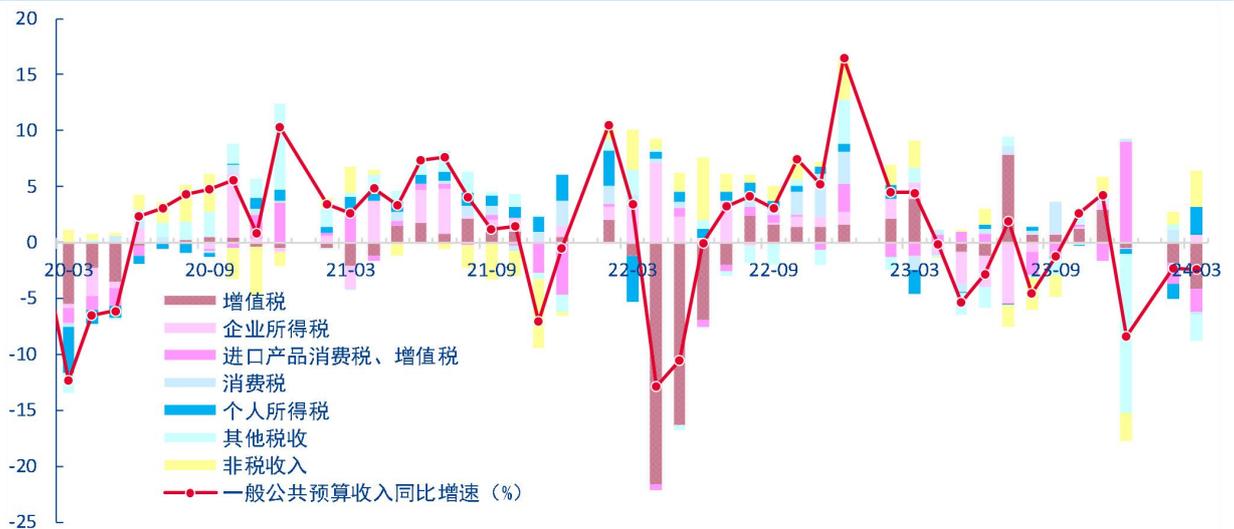
低通胀环境下，流转税以及与企业利润相关的税收收入都可能对总财政收入形成明显拖累，此外 2023 年上半年还有此前缓缴税款到期集中补缴导致的高基数效应，可能共同导致一般公共预算收入低于年度预算 6000 亿以上。2023 年一至二季度，21Q4-22Q2 实施的中小微制造业企业缓税期限到期集中入库对一般公共预算收入形成了极大的抬升作用，加之 2023 年 8 月小幅提高个人所得税专项附加扣除标准形成的翘尾影响，2024 年一季度一般预算大幅不及预期，同比下降 2.3%。此外，消费和投资内需动能持续偏弱拖累 CPI、PPI 物价低位运行，名义 GDP 增长乏力，直接导致增值税和企业所得税等主要税种收入增速持续偏低，这一因素尽管预计在 2024 年二季度之后趋于缓和但全年名义 GDP 增速预计都相对不高。综合上述分析，我们预计二季度税收收入和一般预算收入同比跌幅分别仅小幅收窄至 -3.9% 和 -2.0%，预计全年一般公共预算收入可能低于年度预算约 6000 亿以上。

图 17: 缓税到期一次性大幅推升 2023 年一季度及 4 月一般公共预算收入基数



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 一般公共预算收入同比增速及贡献结构 (%)

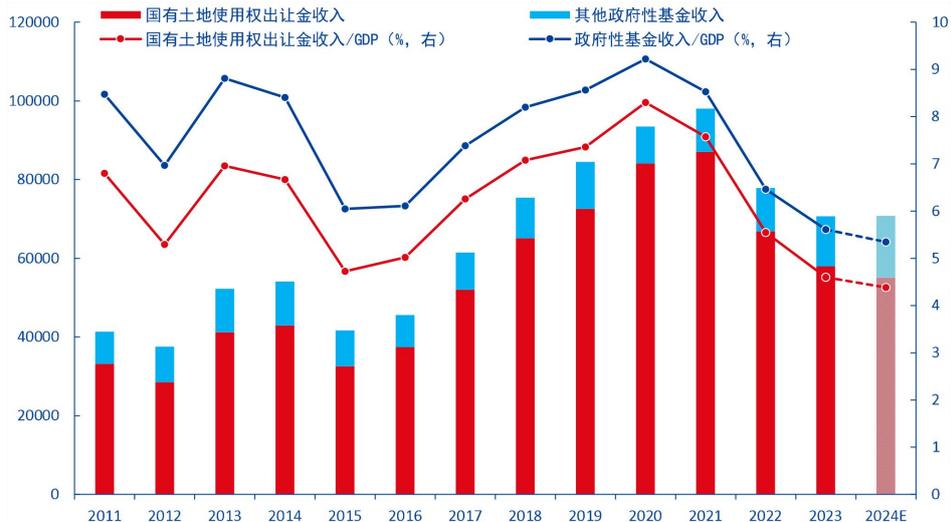


资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020-2021 年、2022 年 4 月-2023 年 5 月为两年平均增速

## 2. 房地产市场持续调整，政府性基金收入调入受限

“第二本账”政府性基金预算，构建了房地产市场与基建投资之间的正向小循环。2022 年以来房地产周期持续下行，政府性基金预算收入捉襟见肘，财政对基建投资的支出力度遭到很大的限制。土地出让金收入在 2021 年达到 8.5 万亿的峰值，2022-2023 年迅速下降，同比分别为 -23.1%、-11.2%，至 2023 年仅剩 5.8 万亿，尽管 2024 年预算收入增速为零，但实际情况可能进一步回落，我们预计政府性基金收入同比 -5%，跌幅较 2023 年收窄 4.2 个百分点。两会预算实际支出增速和对应于我们对收入端更谨慎的预测的实际支出增速分别为 7.7% 和 4.2%，2023 年为 -8.4%。两会预算所列支出增速 (18.6%) 未扣除向一般预算调入，口径不可比，不代表财政对基建的真实支持力度。

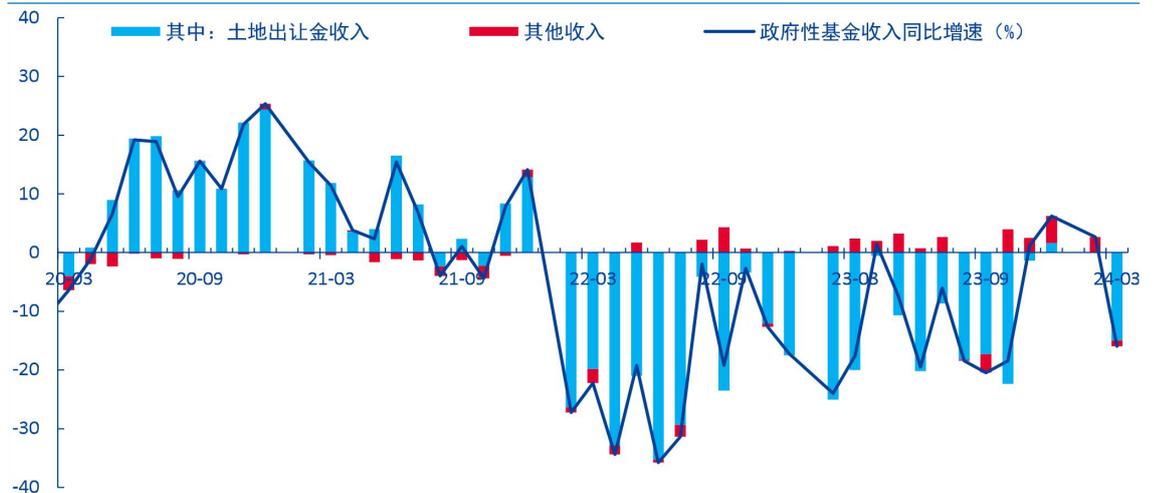
图 19: 房地产市场深度调整, 政府性基金收入大幅削减



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

今年以来房地产市场仍处在探底阶段, 可能导致土地出让金对政府性基金收入的拖累程度超出年初预计, 收支缺口进一步扩大, 预计可能较年度财政预算较为乐观的估计少收约 4000 亿, 可能等额影响政府性基金预算向一般公共预算调入的计划资金规模, 从而可能进一步拉大一般公共预算的收入缺口。年初以来商品房销售表现清淡, 房地产市场加速下滑的阶段虽已结束, 但未能改变持续阴跌的状态, 购房需求和开发投资两端延续下跌趋势, 五一假期期间虽然各地在房地产需求侧再度进行政策加码, 但收效甚微, 二三线城市商品房销售面积持续探底, 一线城市以近郊购房需求集中释放所短暂支撑起的增速预计也很快将会再度迎回落。在此背景下, 一季度土地出让金收入同比下跌 15%, 对政府性基金收入同比形成严重拖累, 并可能对政府性基金支出和调入一般公共预算规模形成较强的约束作用, 年初预算草案中所称 0.1% 的政府性基金收入增速极有可能难以完成, 财政收支缺口进一步扩大, 从而限制财政对基建投资和大规模设备更新及消费品以旧换新的支持力度。预计土地出让金收入可能较年度财政预算较为乐观的估计少收约 4000 亿。

图 20: 政府性基金收入同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020-2021 年为两年平均增速

### 3. 一般公共预算综合收入缺口或达万亿, 预计下半年有望增发国债

地方政府化债背景下，新增专项债发行速度显著慢于往年，亟待专项债和超长期特别国债加速发行落地对基建投资形成支持。2020年以来，专项债以更大比例投向基础设施领域，对土地使用权收入下滑形成对冲效果。当前地方债务风险加快化解，年初中西部省份基建投资缓建停建，新增专项债额度要求向投资效率较高的项目和地区倾斜，多重因素叠加共同导致了专项债发行速度明显慢于常年，并构成政府性基金支出同比大幅下跌、支出速度不及预期的主要原因。一季度新增地方政府专项债发行规模仅占全年新增额度 16.3%，发行速度大幅慢于 2022 年和 2023 年（分别为 35.6%和 35.7%）。在此背景下，政治局会议再度特别强调要“及早发行并用好超长期特别国债，同时加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度”，预计从二季度开始，财政融资的节奏将显著加快。

图 21：地方债务发行累计进度（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

展望二到四季度，内生商品消费动能仍显不足，基建投资从地方政府主导逐步转向中央政府协调比例提升，均需要一般公共预算支出和政府性基金支出基本保持年度预算的相对较高增速以有力促进有效投资和消费内需可持续增长路径的巩固。但另一方面，一季度广义财政收入已经因低通胀和房地产深度调整而呈现出一定的歉收压力迹象，同时专项债发行速度较为缓慢，可能对支出强度形成阶段性的限制。预计二季度开始，年度预算中已经列明的 3.9 万亿专项债和 1 万亿超长期特别国债有望加速发行，预计下半年可能考虑增发 1 万亿左右国债以弥补潜在的广义财政歉收缺口，有力保障设备更新、消费品换新、广义基建投资等领域的财政资金支持力度。关注潜在的增量融资决策时点，有望助力稳定经济增长和结构优化的长期路径并提振市场信心。

图 22：一般公共预算、政府性基金预算关键指标：2023 年及 2024 年年度预算值

	2023年 决算		2024年 预算	
	金额	同比	金额	同比
实际GDP 增速及目标		5.2%		5.0%
一般公共预算收入总量	233625.1		244890	
其中：一般公共预算收入	216784.4	6.4%	223950	3.3%
一般公共预算债务	48800.0		40600	
调入资金及使用结转结余	16840.7		20940	
调整后一般公共预算收入			233807.3	7.8%
一般公共预算总支出	282425.1	4.0%	285490	4.0%
政府性基金收入总量			120193.92	18.6%
其中：政府性基金收入	70704.9		70802.05	
国有土地使用权出让金收入	57996.0	-11.2%	57996	0.0%
超长期特别国债			10000	
专项债			39000	
政府性基金支出	101338.6	-8.4%	109135.92	7.7%
其中：调出至一般公共预算	14309.4		10708	

资料来源：CEIC，财政部，华金证券研究所

**风险提示：**财政扩张融资速度慢于预期、力度低于预期风险。

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)