



宏观研究

【粤开宏观】当前财政形势与对下一阶段财政政策的建议

2024年06月27日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】土地市场供需低迷，土地财政何去何从？》2024-06-23

《【粤开宏观】5月分化的经济数据反映了什么？》2024-06-17

《【粤开宏观】如何正确看待M1增速为负——5月金融数据点评》2024-06-17

《【粤开宏观】城投正在起变化：从3300家城投财报看转型进程及隐性债务测算》2024-06-12

《【粤开宏观】城投公司转型的分类处置》2024-06-10

摘要

2024年上半年，积极的财政政策继续加力提效，但土地出让收入下滑、地方化债严控新增债务以及“三保”压力、多元目标考核引发支出责任膨胀等多方面因素加剧财政紧平衡形势。当前有必要全面分析财政形势，客观认识积极财政政策的落实情况，并为下一步积极应对地方财政运行面临的挑战、进一步发挥财政逆周期调节作用以及中长期推动新一轮财税体制改革做好政策储备。总体上看，当前财政面临紧平衡形势，但财政部门和地方政府仍在积极统筹财政资源、落实结构性减税降费和支持重大国家战略落地，理财为民，理财为公，理财不易，理财前行。困难和挑战年年有，关键取决于应对的方式。从历史看，越是困难形势，越有必要坚定信心、大力改革，实现新的飞跃。

一、当前财政形势：总体紧平衡，税收和土地出让收入负增长，制约支出力度，部分区域债务率等风险指标被动上升

受到名义经济增长相对偏低、房地产市场处于调整转型期等因素影响，税收收入增速偏低；同时受项目储备影响，地方专项债发行进度偏慢，支出增速相对也低，全国财政运行维持紧平衡。1—5月一般公共预算收入和政府性基金预算两本预算的收入之和同比为-4.1%；一般公共预算支出与政府性基金预算支出之和同比为-2.2%，低于名义经济增速。当前地方财政形势面临三个风险点：其一是房地产对经济和财政的拖累明显，多个经济大省财政收入低增长，引起基层“三保”压力加大；其二是财政运行紧平衡，一定程度上制约了积极财政的力度；其三是化债背景下部分地方政府面临还本付息压力，重点化债省份面临经济收缩压力等潜在风险。

（一）收入端一般公共预算收入承压，税收收入与非税收入再现“此消彼长”

1、经济总体延续疫后恢复态势，但恢复基础不牢以及物价低迷拖累财政收入12个省份1—4月一般公共预算收入同比负增长，部分经济大省收入增长乏力。2024年，受到去年中小微企业缓税入库抬高基数、结构性减税降费、工业品价格连续负增长等因素影响，1—5月，全国一般公共预算收入同比为-2.8%。2024年1—4月，东北、东部、中部、西部地区地方一般公共预算收入同比分别为5.8%、0.9%、-2.8%、-0.5%。河南（-4.5%）、广东（-2.2%）经济大省1—4月一般公共预算收入同比负增长，江苏（1.8%）、上海（1.5%）1—5月同比增速不高。

2、从收入结构看，全国税收收入同比增速（-5.1%）远低于非税收入增速（10.3%）；多个省份税收收入负增长，地方财政加快盘活国有资源资产，拉动非税收入增长。2024年1—5月，重庆（36.8%）、吉林（35.8%）、江苏（27.2%）、辽宁（27.3%）、山东（20.0%）非税收入同比增长超20%。对于



非税收入中积极盘活闲置存量资产的行为要予以肯定；对于罚没收入大幅增长的区域要引起关注，不能由此恶化营商环境。

（二）土地出让收入进一步下行，对地方财政产生压力，并引发显性债务率等债务风险指标被动上升

当前房地产市场库存去化周期长，特别是住宅用地面临“供需交困”。2024年1—5月，财政部发布的国有土地使用权出让收入同比下降14.0%；中指院监测数据显示，300城土地成交价款同比下降30.5%，27个省份土地出让价款同比负增长。预计全年土地出让收入较去年可能减少1万亿元左右，下降20%左右。地方可用财力下行而债务付息增长较快，2024年1—5月，地方政府债券付息5227亿元，占地方一般公共预算支出和政府性基金支出之和的4.3%，高于去年同期的3.6%。

（三）支出端受去年增发国债资金的带动保持一定强度，结构上有保有压，保民生和稳基建是发力重点，但地方支出增速受限

1、尽管全国财政收入承压，但财政支出仍保持一定力度。1-5月全国一般公共预算支出增长3.4%，其中中央财政支出力度（增速10.2%）强于地方支出力度（增速2.4%）。分科目看，社保与就业支出同比（4.5%）高于支出总体增速；受到去年增发的1万亿国债资金到位影响，农林水（12.0%）、城乡社区支出（9.5%）同比增速较快，有力支持基建投资。

2、地方财政支出增速有待提升，财政紧平衡限制了地方政府促进经济增长和提供公共服务的能力。2024年1—5月，地方一般公共预算支出预算执行进度（38.6%）落后于收入执行进度（44.5%）。广东（-4.1%）、上海（-3.3%）、江苏（-0.1%）、福建（0.0%）、山东（0.1%）、浙江（0.9%）、多个东部省份一般公共预算支出增速偏慢。（广东、福建、浙江数据为1—4月）

（四）中央财政发力加杠杆，但地方专项债发行进度较慢，部分重点化债省份新增专项债发行受制约

受到增发国债、部分重点化债省份严控新增投资、专项债项目筛选偏慢等因素影响，截至6月27日，2024年新增专项债累计发行仅1.43万亿元，完成进度36.7%，进度明显低于2023、2022年。从重点化债省份2024年发行情况看，贵州、黑龙江、云南、宁夏、青海五个省份新增专项债发行“挂零”。专项债发行偏慢叠加土地出让收入减少，1—5月全国政府性基金支出同比下降19.3%。

（五）当前化债总体取得较好效果，但仍要关注并解决可能的“收缩效应”

部分省份付息压力加大，举债偿还利息引发新增隐性债务的风险，导致“利息本金化”；重点化债区域是以省为单位划定，导致区域内债务风险水平较低的地市和区县的投融资同样受到限制；部分重点化债省份的投资受到限制，出现投资效率下降的现象，影响当地经济发展和就业；隐性债务的主体城投公司面临多重压力，城投转型难度较大。

二、政策建议：增发国债扩大总需求；优化“化债”政策推动地方从应急状态回归常态；财税改革激活动力

当前地方政府面临一定压力，主要精力在化债和“三保”，立足长远谋划并推动经济发展的能力不足，这可能引发短期问题长期化。要坚持在发展中化债，化债不是目的、化险才是根本目标；要区分短期问题与长期问题，毕其功于



一役的办法在下行期可能受到掣肘。一方面，地方政府要压实责任，积极盘活资源、强化资源统筹能力、提高支出效率，建立起化债的激励约束制度，好的做法和创新案例予以表彰和政治晋升激励，调动各方化债的创造性；另一方面，也要看到在经济下行期只依赖地方政府本身难以摆脱当前困难，要借助外力推动地方政府从应急状态回归常态，这个外力可以考虑增发国债、政策性金融机构和特殊再融资债券三个手段。

1、增发国债，扩大总需求，确保必要支出力度。其一，充分研究考虑是否追加年内预算赤字规模，新增赤字可通过增发国债实现，弥补因税收和土地出让收入下行而减少的支出安排，确保必要的支出强度。**其二**，加快专项债发行，并尽快形成实物工作量，推动财政支出增速快速回升。

2、优化“化债”政策，推动地方从应急状态回归常态。其一，对于当前部分地方政府化债压力较大，可以考虑采取中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券等三个方式缓解地方压力，避免出现流动性风险，确保“三保”支出，以时间换空间。**其二**，以区县为单位制定和执行化债政策，更加注重精细化管理和差异化施策；严控新增政府投资项目的区域范围从以省为单位调整为以市县为单位，避免误伤部分地市（县）政府投资。**其三**，强化政策间的协同配合，尤其是强化与环保、规划、审计等部门的配合，避免出现有资源资产，但被其他制度限制导致资源资产难以被盘活的现象。**其四**，坚持在发展中化债，研究延长隐性债务清零时间，避免2028年清零导致地方政府刚性化债进而带来经济的收缩效应。**其五**，进一步压实地方政府责任，积极盘活资源、强化资源统筹能力、提高支出效率，建立起化债的激励约束制度，对于地方好的做法和创新案例予以表彰和政治晋升激励，调动各方化债的创造性。

3、从长期看，要加大宏观政策的协调配合；优化财政政策实施方式，财政政策重投资转向投资和消费并重，更好发挥财政政策效能推动高质量发展；推动新一轮财税体制改革，激发各主体活力（详见《[新一轮财税体制改革向何处去？](#)》及正文）。

我们相信，不论是从历史经验看，还是从当前制度优势看，困难都是暂时的，办法总比困难多，阶段性困难是可以战胜的。团结一致向前看，重塑激励约束制度，顶层谋划得当、各级执行到位，所谓的困难终归只是历史长河和时代潮流中的一点小浪花。

风险提示：经济增长不及预期；房地产低迷对财政冲击加剧。



目 录

| | |
|---|----|
| 一、当前财政形势：总体紧平衡，税收和土地出让收入负增长，制约支出力度 | 5 |
| （一）财政收入：一般公共预算收入承压，税收和土地出让收入负增长 | 5 |
| （二）财政支出：受去年增发国债资金的带动保持一定强度，但地方支出增速受限 | 10 |
| （三）政府债务：中央财政发力加杠杆，但地方专项债发行进度较慢 | 12 |
| 二、下阶段财政政策建议：加大财政力度扩大总需求，优化化债政策；财税改革激活动力 | 14 |
| （一）短期：增发国债扩大总需求；优化“化债”政策推动地方从应急状态回归常态 | 15 |
| （二）中期：优化财政政策实施方式，从重投资转向投资与消费并重 | 15 |
| （三）长期：推动新一轮财税体制改革激活动力 | 15 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1： 全国一般公共预算收支累计同比增速 | 6 |
| 图表 2： 2024 年全国税收收入同比增速慢于非税收入增速 | 6 |
| 图表 3： 全国税收收入分税种累计同比增速 | 7 |
| 图表 4： 31 省份 2024 年 1—5 月一般公共预算收入与税收收入累计同比增速 | 8 |
| 图表 5： 分地区 2024 年 1—4 月一般公共预算收支累计同比增速 | 8 |
| 图表 6： 全国土地出让收入与 300 城土地成交价款累计同比增速 | 9 |
| 图表 7： 各省份 2024 年 1—5 月各类用地成交土地出让价款累计同比增速 | 9 |
| 图表 8： 中央和地方一般公共预算支出增速对比 | 10 |
| 图表 9： 全国一般公共预算支出主要科目累计同比增速 | 11 |
| 图表 10： 31 省份 2024 年 1—4 月一般公共预算收支同比增速及预算执行进度 | 11 |
| 图表 11： 2024 年专项债累计发行进度偏慢 | 13 |
| 图表 12： 31 省份 2024 年当年新增专项债实际发行金额及完成进度 | 14 |



一、当前财政形势：总体紧平衡，税收和土地出让收入负增长，制约支出力度

财政收支是反映经济运行情况的“晴雨表”。2024年一季度中国经济实现了开门红，进入4月、5月经济指标出现分化，经济运行既有亮点又有隐忧。从经济动能看，主要是服务业继续恢复、基建投资发力、高端制造持续升级和出口超预期，但房地产投资、销售面积累计同比降幅仍继续扩大。反映到财政上，土地出让收入下滑、减税降费导致宏观税负下降、地方化债严控新增债务、“三保”压力、多元目标考核引发支出责任膨胀等多方面因素导致地方财政紧张。

受到名义经济增长相对偏低、房地产市场处于调整转型期等因素影响，税收收入增速偏低；同时受项目储备影响，地方专项债发行进度偏慢，支出增速相对也低，全国财政运行维持紧平衡。2024年，全国财政收支受到基数效应、经济名义增长低迷、房地产市场下行、地方专项债发行进度偏慢等因素制约。1—5月全国两本预算（一般公共预算和政府性基金预算）收入、支出合计累计同比分别为-4.1%、-2.2%，均慢于名义经济增速。

当前地方财政形势面临三个风险点：其一是房地产对经济和财政的拖累明显，多个经济大省财政收入低增长，引起基层“三保”压力加大；其二财政运行紧平衡，一定程度上制约了积极财政的力度；其三是化债背景下部分地方政府面临还本付息压力，重点化债省份面临经济收缩压力等潜在风险。

（一）财政收入：一般公共预算收入承压，税收和土地出让收入负增长

从全国看，一般公共预算收入承压，税收收入与非税收入再现“此消彼长”。2024年，受到去年中小微企业缓税入库抬高基数、结构性减税降费、工业品价格连续负增长等因素影响，1—5月，全国一般公共预算收入同比仅-2.8%。税收收入与经济名义增速高度相关，今年一季度GDP平减指数同比-1.1%，5月PPI同比-1.4%，总需求仍有待复苏，税收收入同比增速（-5.1%）远低于非税收入增速（10.3%）。分税种看，国内增值税、企业所得税、个人所得税收入均同比下降。1—5月房地产相关五大税收收入合计同比由正转负（-0.6%），虽然房产税收入高增长，但土地增值税和契税收入下滑明显。去年8月开始证券交易印花税实施减半增收，导致印花税收入同比跌幅较大（-18.6%）。

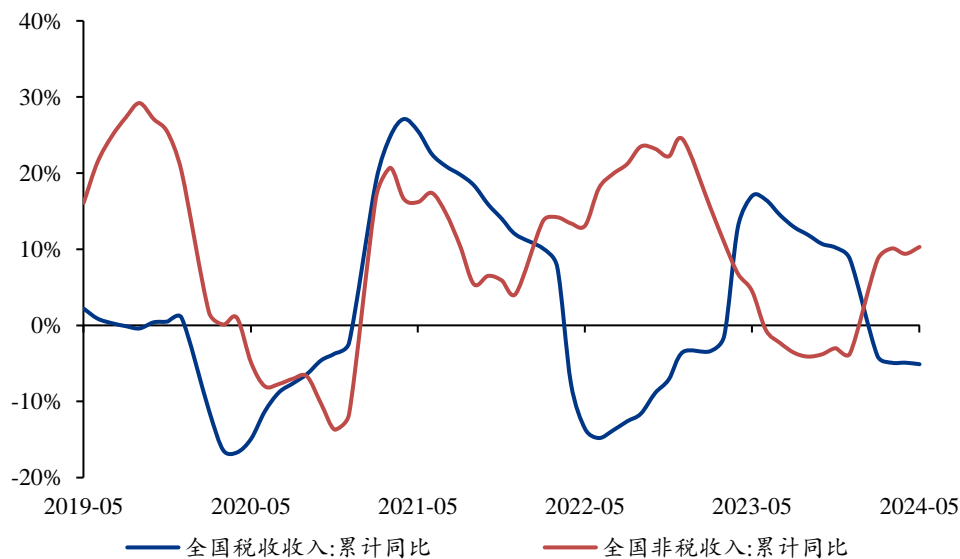


图表1：全国一般公共预算收支累计同比增速



资料来源：财政部、粤开证券研究院

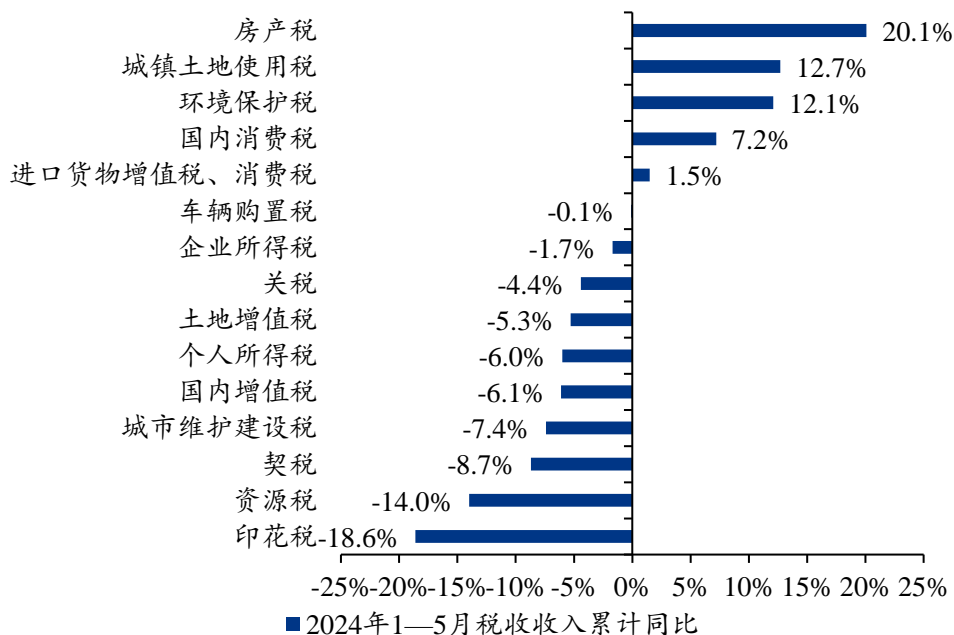
图表2：2024年全国税收收入同比增速慢于非税收入增速



资料来源：财政部、粤开证券研究院



图表3：全国税收收入分税种累计同比增速



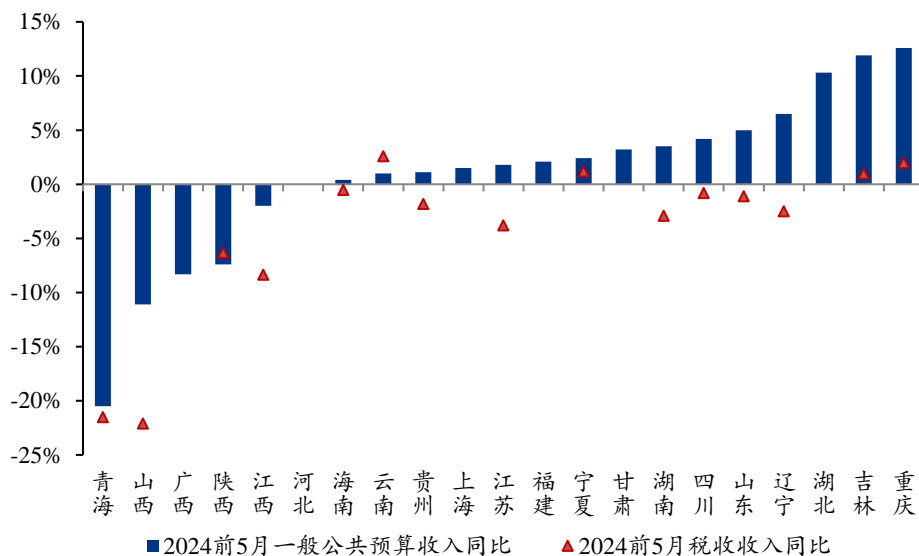
资料来源：财政部、粤开证券研究院

从地方看，总体上，经济恢复基础不牢以及物价低迷拖累财政收入，12个省份前4个月一般公共预算收入同比负增长，部分经济大省收入增长乏力。分区域看，中西部地区一般公共预算收入同比负增长。2024年1—4月，东北、东部、中部、西部地区地方一般公共预算收入同比分别为5.8%、0.9%、-2.8%、-0.5%。分省份来看，31省份中有12个省份1—4月一般公共预算收入同比下降，21个已公布1—5月一般公共预算收入数据的省份中5个省份收入负增长。经济大省收入增长缓慢，2024年1—4月，河南(-4.5%)、广东(-2.2%)、福建(-0.8%)三个经济大省一般公共预算收入同比负增长，浙江(0.5%)、江苏(1.7%)、上海(2.0%)同比增速不高。

结构上，多个省份税收收入负增长，地方财政加快盘活国有资源资产，拉动非税收入增长筹集财政收入。15个已公布1—5月税收收入的省份中，11个税收收入同比负增长，13个省份税收收入同比增速低于非税收入同比增速。煤炭、金属矿石价格下跌，导致中西部资源型省份税收收入下滑较大，青海、山西、内蒙古税收收入同比跌幅超20%。石化、钢铁、建材等工业企业利润承压，叠加房地产市场下行，拖累江西、湖南、河南等中部省份税收收入负增长。面临税收收入下行压力，地方政府更加依赖国有资源资产类非税收入增长。重庆(36.8%)、吉林(35.8%)、江苏(27.2%)、辽宁(27.3%)、山东(20.0%)1—5月非税收入同比增长超20%。除了常见的矿区和场地使用费收入以外，2024年增长较快的主要是市政公共资源有偿使用收入(公共停车场、广告设置权使用收入等)以及行政事业单位非经营性资产出租、出借收入。据江苏省财政厅披露，2024年非税收入八成以上增量源于多渠道盘活国有资源资产形成的收入。

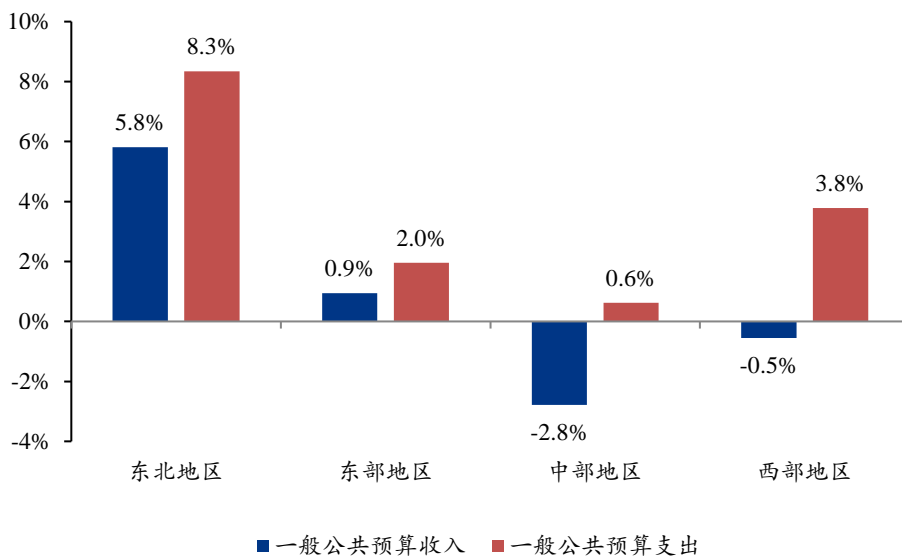


图表4：31 省份 2024 年 1—5 月一般公共预算收入与税收收入累计同比增速



资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院（注：广东等10个省份1—5月收入数据暂未公布）

图表5：分地区 2024 年 1—4 月一般公共预算收支累计同比增速

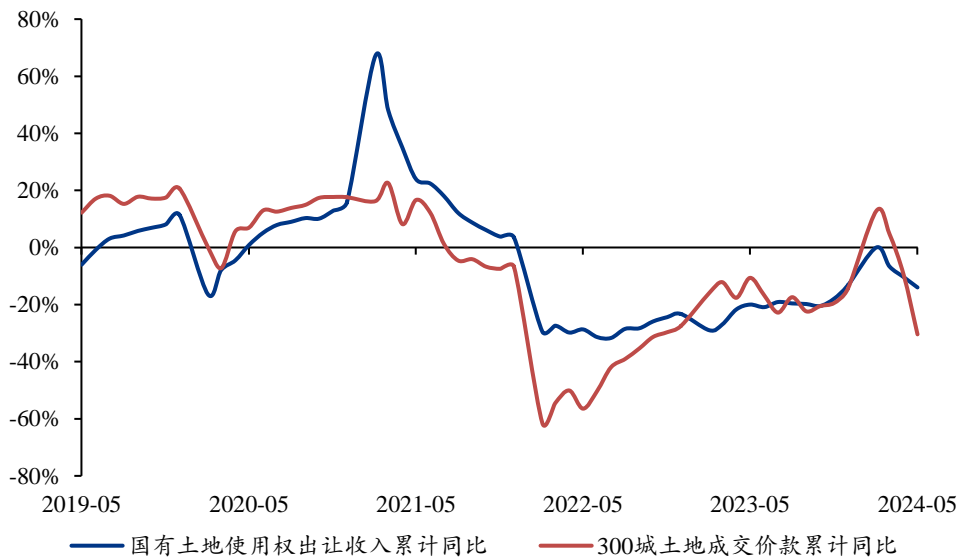


资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院

土地市场低迷，土地出让收入进一步下行，对地方财政产生压力。当前房地产市场库存去化困难，特别是住宅用地面临“供需交困”。需求端，2024年新一轮去库存政策对商品房销售的提振作用尚需一段时间生效，住宅用地市场热度相对低迷。供给端，“以房定地”要求下，优先化解存量住宅用地，新增供地放缓的城市增多。2024年1—5月，300城土地成交价款同比下降30.5%；而财政部披露的国有土地使用权出让收入同比下降14.0%。受此拖累，1—5月全国政府性基金预算收入16638亿元，同比下降10.8%，仅完成去年预算的23.5%。由于土地成交价款相对于财政入库的土地出让收入有一定的领先意义，预计2024年全国财政土地出让收入约4.6万亿元，全年降幅在20%左右。



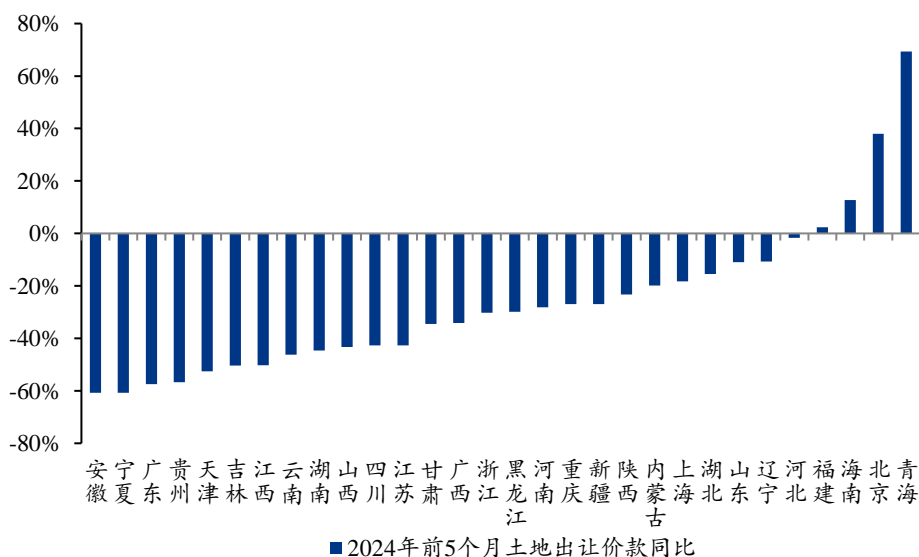
图表6：全国土地出让收入与 300 城土地成交价款累计同比增速



资料来源：财政部、中指研究院、粤开证券研究院

土地出让收入下行对地方可用财力产生压力，引发显性债务率指标上升。政府性基金收入进度数披露不全，在已公布数据的省份中，吉林（-38.7%）、甘肃（-37.6%）、江西（-21.0%）政府性基金收入同比跌幅较大。而根据各地的土地出让成交数据，2024 年 1—5 月 27 个省份土地出让价款同比负增长，负增长省份数量较去年全年增加 4 个，15 个省份成交土地出让价款同比下降超 30%，安徽（-60.7%）、广东（-57.5%）、贵州（-56.7%）、四川（-42.7%）、江苏（-42.6%）跌幅较大。土地市场持续低迷，“土地财政”陷入困境，加剧地方财政紧平衡，地方债务付息压力加剧，地方债务风险被动上升。2024 年 1—5 月，地方政府债券付息 5227 亿元，同比高增 14.7%；地方政府债券付息占地方一般公共预算支出和政府性基金支出之和的 4.3%，高于去年同期的 3.6%。

图表7：各省份 2024 年 1—5 月各类用地成交土地出让价款累计同比增速



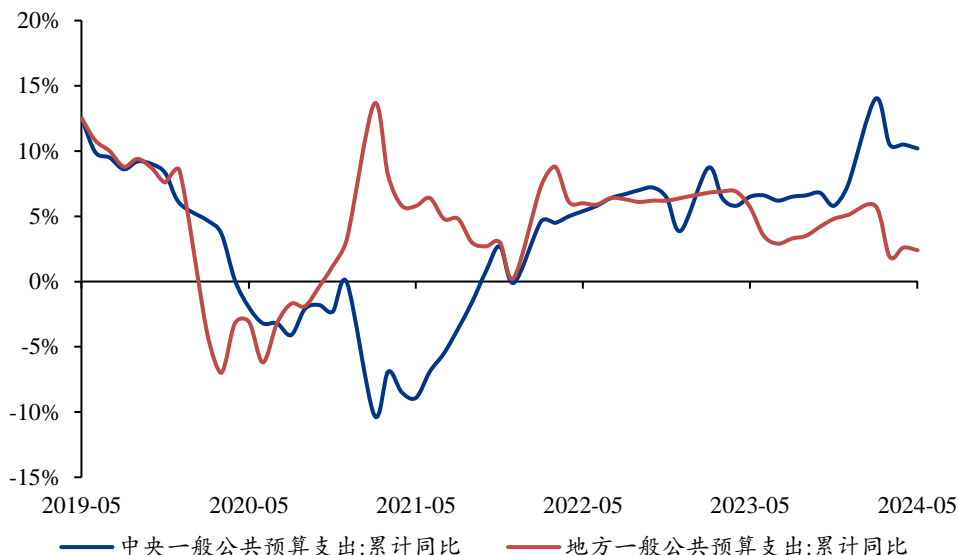
资料来源：中指研究院、粤开证券研究院（西藏自治区数据缺失）



（二）财政支出：受去年增发国债资金的带动保持一定强度，但地方支出增速受限

从全国看，受去年增发国债资金带动保持一定强度，结构上有保有压，保民生和稳基建仍是重点领域。分级次看，尽管全国财政收入承压，但受增发国债资金推动，全国财政支出仍保持一定力度。1-5月全国、中央、地方财政一般公共预算支出分别增长3.4%、10.2%、2.4%，中央财政支出力度强于地方支出。分科目看，财政紧平衡下落实有保有压，社保与就业支出同比（4.5%），高于支出总体增速，财政支出积极保就业保民生；基建方面，受到去年增发的1万亿国债资金到位影响，农林水（12.0%）、城乡社区支出（9.5%）同比增速较快，有力支持了相应的基建投资支出。此外，债务付息支出增长较快（7.3%），去年增发国债利息全部由中央财政支出，不增加地方负担。

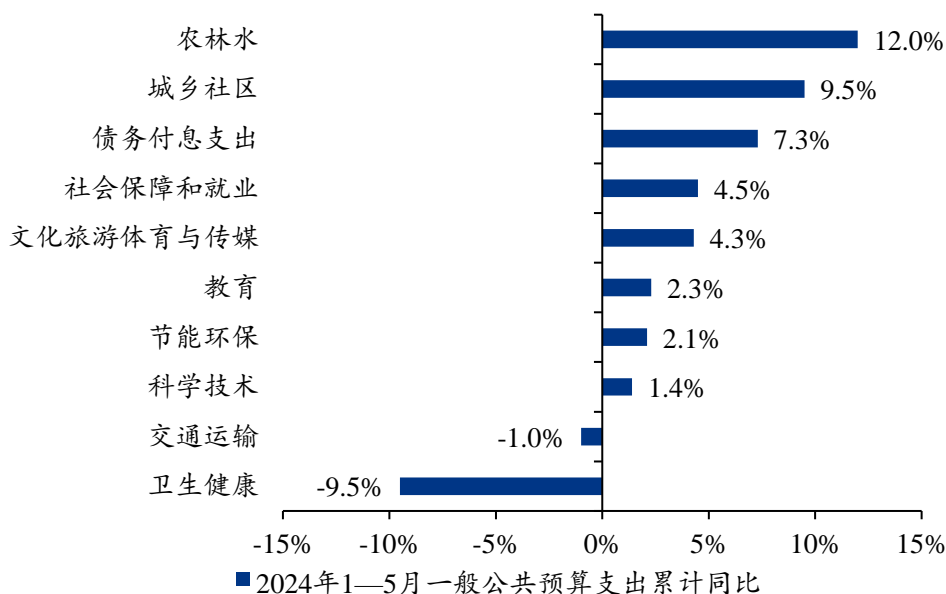
图表8：中央和地方一般公共预算支出增速对比



资料来源：财政部、粤开证券研究院



图表9：全国一般公共预算支出主要科目累计同比增速



资料来源：财政部、粤开证券研究院

从地方看，地方财政支出有待发力，中东部地区多个省份一般公共预算支出增长相对较慢。从地方财政收支预算执行进度看，2024年1—5月，地方一般公共预算收入和支出分别完成年初预算的38.6%、44.5%，财政支出预算执行进度落后于收入执行进度。分区域看，2024年1—4月，东北、东部、中部、西部地区地方一般公共预算支出同比分别为8.3%、2.0%、0.6%、3.8%。中部省份中，安徽（-2.6%）、江西（-1.8%）1—5月一般公共预算支出同比负增长。东部省份中，广东（-4.1%）、上海（-3.3%）、江苏（-0.1%）、福建（0.0%）、山东（0.1%）、浙江（0.9%）1—5月一般公共预算支出增速较慢（广东、福建、浙江数据为1—4月）。地方财政紧平衡限制了地方政府促进经济增长和提供公共服务的能力，要警惕地方财政收支矛盾加大、基层“三保”压力加大等问题。

图表10：31省份2024年1—4月一般公共预算收支同比增速及预算执行进度

| 省份 | 1—4月一般公共预算收入（亿元） | 累计同比 | 一般公共预算收入预算执行进度 | 1—4月一般公共预算支出（亿元） | 累计同比 | 一般公共预算支出预算执行进度 |
|-----|------------------|--------|----------------|------------------|-------|----------------|
| 北京 | 2502.2 | 2.6% | 38.6% | 3269.2 | 9.6% | 40.8% |
| 天津 | 792.3 | 5.8% | 37.4% | 974.5 | 24.5% | 28.3% |
| 河北 | 1682.3 | -0.8% | 37.4% | 3348.1 | 6.9% | 35.4% |
| 山西 | 1158.2 | -16.2% | 32.3% | 1879.1 | 1.2% | 28.8% |
| 内蒙古 | 1095.6 | -17.1% | 35.3% | 1980.8 | 7.3% | 28.7% |
| 辽宁 | 1133.5 | 5.7% | 39.2% | 2155.0 | 2.3% | 30.0% |
| 吉林 | 417.0 | 10.9% | 35.3% | 1298.8 | 7.6% | 33.5% |
| 黑龙江 | 519.2 | 2.2% | 35.4% | 2065.5 | 16.1% | 36.8% |
| 上海 | 3491.7 | 2.0% | 40.0% | 2806.0 | -0.8% | 28.4% |
| 江苏 | 4139.5 | 1.7% | 40.1% | 4929.4 | 1.1% | 31.7% |
| 浙江 | 4064.3 | 0.5% | 45.0% | 4295.5 | 0.9% | 34.2% |
| 安徽 | 1550.7 | -1.3% | 38.2% | 2926.2 | -5.0% | 35.6% |



| 省份 | 1—4月一般公共预算收入（亿元） | 累计同比 | 一般公共预算收入预算执行进度 | 1—4月一般公共预算支出（亿元） | 累计同比 | 一般公共预算支出预算执行进度 |
|----|------------------|--------|----------------|------------------|-------|----------------|
| 福建 | 1564.0 | -0.8% | 41.5% | 1904.6 | 0.0% | 30.9% |
| 江西 | 1253.9 | -3.1% | 39.4% | 2579.9 | -1.4% | 33.4% |
| 山东 | 2944.4 | 4.0% | 37.9% | 3872.4 | 2.2% | 29.9% |
| 河南 | 1707.9 | -4.5% | 36.0% | 3947.2 | 1.2% | 36.9% |
| 湖北 | 1516.4 | 5.7% | 38.4% | 3260.2 | 4.5% | 33.1% |
| 湖南 | 1226.9 | 3.6% | 34.4% | 3142.6 | 3.0% | 33.9% |
| 广东 | 4691.0 | -2.2% | 32.9% | 6291.3 | -4.1% | 33.7% |
| 广西 | 619.9 | -7.2% | 33.7% | 1937.3 | -3.7% | 31.3% |
| 海南 | 345.9 | -1.1% | 35.9% | 703.9 | 6.9% | 29.0% |
| 重庆 | 909.4 | 13.7% | 35.2% | 1748.1 | 9.7% | 29.8% |
| 四川 | 1996.4 | 5.4% | 34.6% | 4235.3 | 3.9% | 31.3% |
| 贵州 | 742.3 | 2.5% | 34.7% | 2107.9 | 6.3% | 36.4% |
| 云南 | 795.1 | 0.3% | 35.9% | 2290.7 | 2.4% | 33.4% |
| 西藏 | 88.5 | 11.1% | 38.8% | 806.0 | 2.2% | 26.0% |
| 陕西 | 1215.3 | -5.6% | 34.3% | 2403.3 | 2.8% | 35.2% |
| 甘肃 | 372.9 | 4.4% | 35.2% | 1648.6 | 3.7% | 34.4% |
| 青海 | 106.0 | -24.2% | 26.7% | 602.6 | 4.6% | 27.2% |
| 宁夏 | 192.6 | 1.4% | 36.5% | 613.7 | 1.3% | 36.7% |
| 新疆 | 840.8 | 9.2% | 35.1% | 1852.0 | 4.4% | 28.6% |

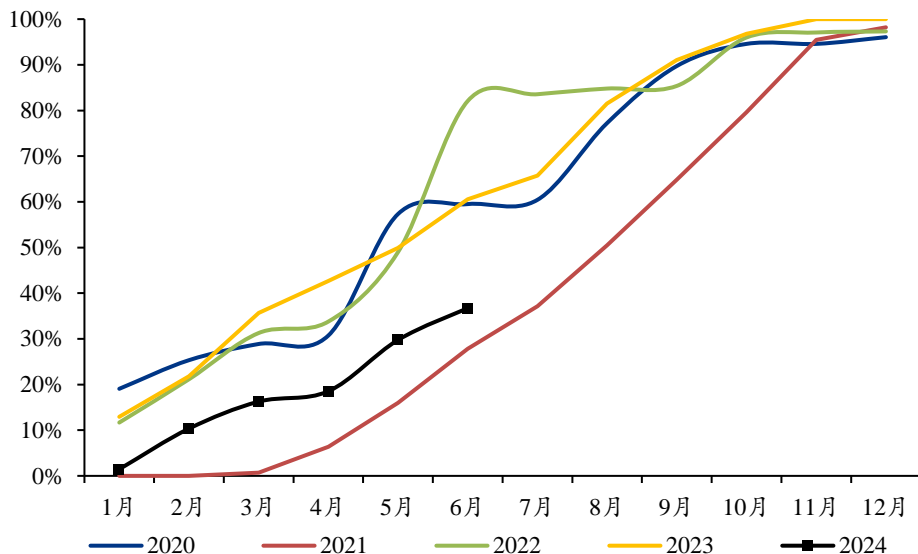
资料来源：各省份财政厅（局）、粤开证券研究院

（三）政府债务：中央财政发力加杠杆，但地方专项债发行进度较慢

中央财政发力加杠杆，而地方专项债发行进度较慢拖累政府性基金支出。5月，国家发改委表示，去年增发的1万亿国债相关资金已全部下达到地方，6月底前要100%开工；同时今年增发的1万亿超长期特别国债也启动发行，后续资金下拨地方后有望带动更多实物工作量。但地方专项债发行和使用进度偏慢，与增发国债、部分重点化债省份严控新增投资、专项债项目筛选偏慢等因素有关。2024年，新增地方专项债券限额3.9万亿元，1—5月新增专项债累计发行仅1.16万亿元，完成进度29.8%，进度明显低于2023、2022年，仅快于专项债限额下达较晚的2021年。专项债发行偏慢叠加土地出让收入减少，1—5月全国政府性基金支出同比下降19.3%。



图表11：2024年专项债累计发行进度偏慢

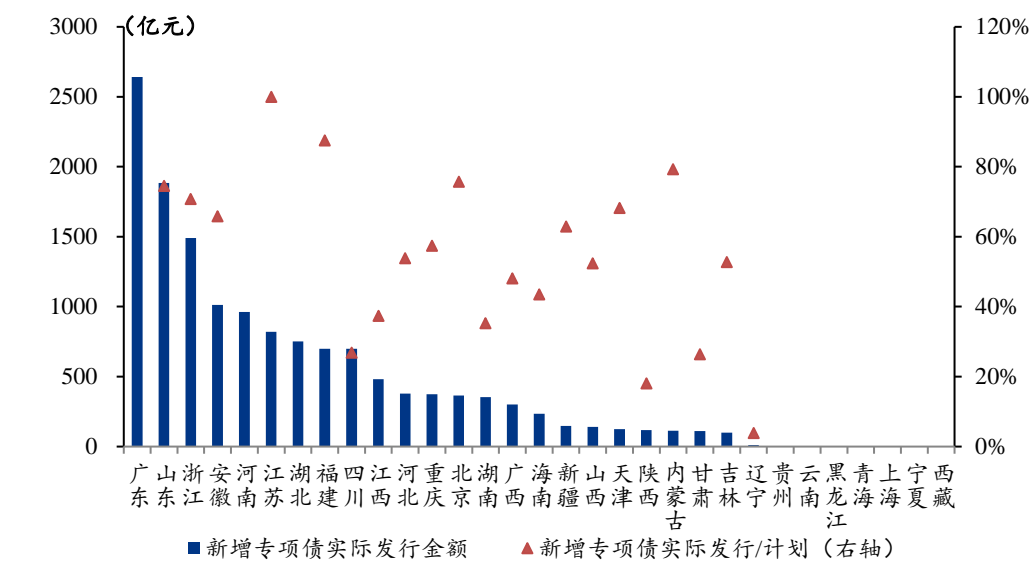


资料来源：财政部、粤开证券研究院（注：2024年数据截至6月27日）

地方债发行有待提速，部分重点化债省份新增专项债发行受制约。今年以来，专项债发行节奏整体偏慢，1-5月新增专项债累计发行1.16万亿，发行进度为29.8%，低于去年同期。这主要是由于去年四季度增发国债、债务压力较大省份严控低效率政府投资。12个重点化债省份2024年中央提前下达的新增专项债限额较2023年减少超1200亿元，同比下降37%，重庆、天津、云南2024年提前批专项债限额分别下降了57%、49%、36%。从重点化债省份专项债发行情况看，截至6月27日，贵州、黑龙江、云南、宁夏、青海5个省份新增专项债发行“挂零”；重庆新增发行专项债最高，但仅完成发行计划的57%，甘肃发行完成不到计划的30%，辽宁完成发行计划不到5%。目前化债总体取得较好效果，但以省为单位的化债政策有待进一步细化，重点化债省份投资效率下降引起经济和财政的收缩效应要高度警惕。接下来新增专项债发行有望小幅加快，预计在二三季度持续放量发行，支持扩大有效投资，充分发挥稳增长作用。



图表12: 31 省份 2024 年当年新增专项债实际发行金额及完成进度



资料来源: wind、粤开证券研究院 (注: 数据截至 6 月 27 日)

二、下阶段财政政策建议：加大财政力度扩大总需求，优化化债政策；财税改革激活动力

中央经济工作会议提出全年财政基调：“适度加力、提质增效”；430 政治局会议提出靠前发力、避免政策前紧后松。“提质增效”是近年来财政政策在加力之外的重要目标，这是由当前财政形势紧平衡决定的。越是收支矛盾加大，越是要提高财政支出绩效，这要求收入端减税降费要从追求数量规模型转向效率效果型；支出端要优化财政支出结构，提前储备和挖掘好的项目，提高项目的经济效益和社会效益。增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。4 月份中央政治局会议指出，“要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”，“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层‘三保’按时足额支出”。

“靠前发力”是基于当前开局良好但仍面临有效需求不足的经济形势提出的。政策要取得好的效果，力度和时机节奏都需要考虑。力度如果不及预期，则市场信心难以提振；若节奏偏慢，也不利于提振信心，政策要走到预期前面。当前地方政府面临一定压力，主要精力在化债和“三保”，立足长远谋划并推动经济发展的能力不足，这可能引发短期问题长期化。要坚持在发展中化债，化债不是目的、化险才是根本目标；要区分短期问题与长期问题，毕其功于一役的办法在下行期可能受到掣肘。一方面，地方政府要压实责任，积极盘活资源、强化资源统筹能力、提高支出效率，建立起化债的激励约束制度，好的做法和创新案例予以表彰和政治晋升激励，调动各方化债的创造性；另一方面，也要看到在经济下行期只依赖地方政府本身难以摆脱当前困难，要借助外力推动地方政府从应急状态回归常态，这个外力可以考虑增发国债、政策性金融机构和特殊再融资债券三个手段。



（一）短期：增发国债扩大总需求；优化“化债”政策推动地方从应急状态回归常态

第一，增发国债，扩大总需求，确保必要支出力度。其一，充分研究考虑是否追加年内预算赤字规模，新增赤字可通过增发国债实现，弥补因税收和土地出让收入下行而减少的支出安排，确保必要的支出强度。其二，加快专项债发行，并尽快形成实物工作量，推动财政支出增速快速回升。

第二，优化“化债”政策，推动地方从应急状态回归常态。其一，对于当前部分地方政府化债压力较大，可以考虑采取中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券等三个方式缓解地方压力，避免出现流动性风险，确保“三保”支出，以时间换空间。其二，以区县为单位制定和执行化债政策，更加注重精细化管理和差异化施策；严控新增政府投资项目的区域范围从以省为单位调整为以市县为单位，避免误伤部分地市（县）政府投资。其三，进一步压实地方政府责任，积极盘活资源、强化资源统筹能力、提高支出效率，建立起化债的激励约束制度，对于地方好的做法和创新案例予以表彰和政治晋升激励，调动各方化债的创造性。其四，强化政策间的协同配合，尤其是强化与环保、规划、审计等部门的配合，避免出现有资源资产，但被其他制度限制导致资源资产难以被盘活的现象。其五，坚持在发展中化债，研究延长隐性债务清零时间，避免2028年清零导致地方政府刚性化债进而带来经济的收缩效应。化债要在发展中解决，通过优化债务支出结构，提高支出效率，做大经济规模来降低债务风险，建立同高质量发展相匹配的债务管理机制。如果为了控制债务规模而控制，可能会引发分母端经济增长更快的下滑，结果是债务风险水平反而被动上升。

（二）中期：优化财政政策实施方式，从重投资转向投资与消费并重

第一，从“控赤字+扩专项债”的财政理念调整为实事求是地确定赤字规模和专项债规模，不必担忧赤字突破3%。赤字率3%不是“铁律”，欧美国家在国际金融危机时期都突破这一界限。突破3%不是不讲财政纪律，因为财政纪律约束的主要力量在财政激励约束机制和管理制度。

第二，经济下行期财政政策以支出政策为主、减税降费等收入政策为辅可能更加有效，提高财政资源的使用效率。经济下行期以及信心恢复期，减税降费等收入政策可能受制于市场信心不足的影响，减税降费未必能快速转化为投资和消费；而支出政策能产生更加有效的结果。

第四，要推动财政政策逐步从重投资转向投资与消费并重，对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税APP等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施。

第五，增强非财政政策与财政政策的配合、非经济政策与经济政策的协同，增强财政政策不同方式的系统集成性，增强政策的效率效果，推动财政政策从“数量规模型”转向“效率效果型”。

第六，充分重视政策的力度、节奏与预期的关系，强化与市场的有效沟通。

（三）长期：推动新一轮财税体制改革激活动力

要推动新一轮财税体制改革，从根本上解决当前财政运行紧平衡和地方债务问题。聚焦中央和地方财政体制、税收制度、预算制度改革等。（详见《新一轮财税体制改革向



何处去?》)

一是厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模，避免政府支出责任无限扩张。其一，深化行政事业单位改革，强化绩效管理。如果政府长期大包大揽，家长制的大政府必然收支庞大。只有简政放权，市场的归市场，政府的归政府，大量的事业单位要么回归非盈利机构，要么走向市场自负盈亏。其二，对人口流出地区的区县实施合并，减少财政供养人员，但是裁减冗员精兵简政，必须配合市场化的改革，比如放开市场准入、改善营商环境，提高就业的吸纳能力，否则改革将导致新的社会群体性问题。

二是上收部分事权和支出责任到中央和省级政府，减轻地方政府和市县政府的支出压力。

三是继续规范转移支付，兼顾分配的效率和公平，既要调动地方政府积极性，又要考虑区域均衡发展，可考虑在转移支付中嵌入激励因子和公平因子。

四是稳定宏观税负，减税降费要从追求数量转向效果，选择对普通居民影响不大、但有利于推动绿色发展和缩小贫富差距的税种进行结构性调整。其中，消费税征税范围从烟、酒、汽车为主拓展到高污染高耗能消费和高端服务；提高资源税、环保税税率；探索数据财政，适应数字经济时代下税源发展，稳妥探索研究数字资产税、数字服务税等新的税种。

五是预算制度方面，建立规范的资本预算、债务预算，与现行的四本经常性预算并列，加强政府投融资的预算约束，提高政府投融资效率。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com