

2025年4月

专题研究

贸易博弈下财政发力的空间、方向及着力点

——中美关税博弈专题系列（三）



作者：

中诚信国际研究院

袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn

汪苑晖 yhwang@ccxi.com.cn

王晨 chwang01@ccxi.com.cn



贸易战的历史视角、影响和应对——中美关税博弈专题系列（二）

解码中美关税战对中国经济和重点行业的冲击与重塑——中美关税博弈专题系列（一）

三问 2025 年特别国债——全国两会精神学习系列之三，2025 年 3 月

2025 年政府工作报告的八大关注点——全国两会精神学习系列之一，2025 年 3 月

“两会”后积极财政的四大关注——全国两会精神学习系列之二，2025 年 3 月

如何看待 3000 亿超长期特别国债支持“两新”领域？2024 年 7 月

如何看待万亿增发国债及未来财政空间？
2023 年 10 月

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；

gzhao@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn



报告要点

■ 关税博弈不同情形下的财政发力空间

- 过去一段时间关税战持续升级，中美关税税率不断加码，这将对我国经济修复产生一定影响，我们对关税博弈走势进行了不同情景的推演，假设中性情形下假设对华对等关税回到 34% 的水平且短期内“转出口”覆盖的主要领域仍对出口形成一定支撑，对我国 GDP 增速的拖累或为 0.9 个百分点，或需要 0.6-1.2 万亿的增量财政资金；悲观情形下，我国对美出口将基本停滞，或拖累经济增速约 2 个百分点以上，超常规财政政策出台的力度或需要更大，或需要 1.7 万亿以上的增量财政资金予以应对；乐观情形下美国对华取消全部对等关税，将对 GDP 拖累 0.3 个百分点，由于今年赤字率、特别国债、专项债额度等均较去年增加，或已考虑了外部环境不确定性可能带来的影响。

■ 关税博弈下的财政应对思路

- 关税博弈的背后实际是经济韧性、财政债务等方面博弈，当前我国内需市场大、创新动能正逐渐积厚成势，经济仍具一定韧性，同时我国政府负债率、利息偿付压力低于海外主要经济体，尤其中央政府杠杆率较低，有足够的政策空间应对外部冲击，财政作为宏观调控的重要抓手和国家治理的重要支柱，需从短期和中长期积极应对。同时，在全球地缘政治不确定性加大背景下，中美作为前两大经济体后续仍存在缓和机会，在双方僵持不下时存在第三方国家或国际组织作为中间人进行撮合的可能，为全球经济的稳定发展创造有利条件。
- 当下二季度经济走势非常关键，短期政策目标应定位于稳定经济增长和社会预期，突出促内需、稳就业、惠民生，尤其加大对外向型区域、行业、企业帮扶力度，及早出台“应急性”措施予以应对。从政策工具组合看，在加快政府债券发行使用进度、加大财政支出力度的同时，也应推动促消费、稳外贸等新工具尽快落地，加力扩围支持“两新”、将服务消费纳入到两新支持范围中，并加大对相关出口企业的补贴和减税降费力度，必要时可设立相关基金为资金紧张的出口型企业提供短期流动性支持，也可通过适时追加预算，提高财政支出力度，加大对相关企业、失业人员的纾困救助。此外，也应增强宏观政策一致性、协调性，强化系统思维、放大政策效应，通过加强货币政策和财政政策的协同配合，包括适时降准降息、设立创新性结构工具等，形成政策合力支持重点领域和薄弱环节。
- 考虑到大国博弈的常态化、长期化，中长期目标应定位于实现国内统一大市场建设、激发全市场活力，以结构调整和体制改革提高全要素生产率，推动经济社会高质量发展，以此提升国际话语权。其一，加快培育完整内需体系，充分发挥内需对经济增长的贡献力量，财政政策需发挥扩大内需尤其是提振消费的重要作用，包括强化医疗、教育、养老、托幼等民生保障，调整完善个税体系等，以提升居民消费意愿。其二，加快培育新质生产力，促进我国经济结构转型，财政政策应发挥引导和保障作用，通过加大关键领域的财政补贴、政府投资基金等促进科技成果转化，提升产业链的国际竞争力。其三，持续推进改革，重点深化财税体制改革，理顺央地关系，激发地方活力，从深层次提升财政政策效能。

■ 当下应对关税博弈的财政工具选择

- **国债：**预算赤字率已有较大突破，优先考虑增发特别国债。与美国、日本等相比，我国中央有较大加杠杆空间，在外部冲击对我国经济产生较大的负面影响下，应由中央承担更多宏观调控职责。考虑到今年赤字率首次触及 4.0%、已有较大突破，为预留后续财政空间，建议优先考虑增发特别国债，时间可在 10 月底左右的人大常委会。从资金用途看，一是加力扩围实施“两新”政策，将文旅、体育等更多服务消费纳入支持范围，并考虑发放现金补贴的可能；二是为受损严重的出口型企业提供支持，并对受影响较大的人群定向发放生活补助。此外，必要时可继续增加特别国债额度补充国有大行资本。
- **地方债：**适当加大土储专项债发行力度，加快专项债收购存量商品房用作保障房的进度。继续加大土储专项债发行力度，并加快专项债收购存量商品房用作保障房的进度，尽快落实相关政策细则，推动更多地区进行相关实践，稳定房地产市场，促进库存去化；也可考虑成立地产收储专项基金等增量政策，加大力度“盘活存量用地和商办住房，推进收购存量商品房”；若经济修复压力较大，必要时可增加专项债额度，用于投资建设、房地产市场等。此外，也可加快推动专项债用于补充中小银行资本。
- 必要时启动准财政工具，例如增发或新设政策性金融工具、加大央企稳增长专项债发行力度等，为重点项目提供资金支持，助力经济平稳增长，尤其是新型城镇化、新基建、科创、绿色低碳等经济转型发展中的重点领域及未来产业，资金需求多、投资空间大，加力支持更利于促进经济结构转型升级。
- 出台针对性的税收优惠政策以及阶段性的社保减免政策，强化民生保障。一方面，可考虑出台具有针对性的定向税收优惠政策，比如提高出口退税率、降低非美国家的进口关税、减免部分企业税收等。另一方面，对于受关税冲击较大的企业，可阶段性的减免社会保险费用。
- 探索设立稳外贸基金，继续用好政府投资基金等支持科创。可考虑由财政部、进出口银行、部分央企等共同出资设立稳外贸基金，为贸易战中受影响较为严重的企业提供流动性支持；也应持续加大对科创领域的支持力度，促进我国产业结构升级转型，应继续用好政府投资基金，提升科技创新硬实力。
- 继续发挥财政部绩效考核的“指挥棒”作用，推动保险、社保基金等长期资本、耐心资本积极入市，包括完善社保基金相关考核要求等，实现基金保值增值和资本市场稳健运行的双赢。

■ 大国博弈长期化下如何充分发挥财政资金效能？

- 用好用足现有工具，加快政府债券支出进度。在不考虑增发政府债券的情况下，二、三政府债券发行规模或进一步增加，需加快政府债券使用进度稳增长。同时需加大支出力度、加快支出进度，用足用好现有财政工具，比如专项债支持项目建设、超长期特别国债支持两新、两重等。
- 财政支出进一步优化结构，加快推动“投资于物”转向“投资于人”。其一，压缩非急需支出；其二，聚焦重点领域，加快从投资为主转向投资消费并重，促进“投资于物”转向“投资于人”；其三，继续助力重点领域风险化解，筑牢可持续发展基石。
- 建立全链条全周期的管理制度，加强财政资金监管。包括加快健全政府资产负债表、加强项目储备、做好项目评估、完善直达机制等。
- 进一步做好预期管理，加强各类政策协调配合。需继续加强预期管理，推动政策在一定程度上被预见和理解，减少市场波动、提高政策效果；也应加强财政政策与货币政策、产业政策等协调配合。
- 深化财政体制改革，进一步理顺央地关系。一是要进一步理顺央地关系，优化央地事权责任划分、完善转移支付；二是研究同新业态相适应的税收制度，加快地方税建设，增厚地方自主财力；三是要推进省以下财税体制改革；此外，还需深化零基预算改革。

4月初突如其来的关税战给我国经济和金融市场都带来了较大的不确定性，极端情形下的高关税或导致我国对美国出口基本停滞，由此可能拖累经济增速超2个百分点。在此背景下，二季度经济走势对于全年来说极为关键，宏观政策需进一步加大逆周期调节力度，通过财政发力尤其是加大“央进”力度扩内需具有较大必要性，估算极端情形下或需要1.7万亿元以上的增量财政资金，短期目标应定位于稳定经济增长和社会预期，突出促内需、稳就业、惠民生，尤其加大对外向型区域、行业、企业帮扶力度，及早出台“应急性”举措予以应对；考虑到大国博弈的常态化、长期化，中长期目标应定位于实现国内统一大市场建设、激发全市场活力，以结构调整和体制改革提高全要素生产率，推动经济社会高质量发展，以此提升国际话语权。从当下应对短期冲击的可用财政工具看，考虑到预算赤字率已有较大突破，可优先考虑增发特别国债予以应对；同时，也可通过加大土储专项债发行力度、加快专项债收购房存量商品房用作保障房的进度、设立新政策性金融工具、加大减税降费力度等支持重点领域；在资本市场波动加剧的背景下，财政方面可继续推进完善相关举措，推动保险、社保基金等长期资本、耐心资本积极入市。为更好的发挥财政资金效能，需进一步加快财政支出进度、优化支出结构，并持续加强资金监管、推动各类政策协同配合等。

一、关税博弈不同情形下的财政发力空间

4月初关税战持续升级，中美关税税率不断加码，若极端关税落地，将直接影响我国出口，对经济修复产生较大的负面影响。同时，关税战也加剧了金融市场的不确定性，风险偏好的急剧萎缩更易导致权益市场波动加剧、资产价格加速下跌，企业和居民财富缩水下，投资扩产及消费意愿均会下降，从而易引发杠杆收缩、资产负债表受损，影响经济修复进程。从国内看，在去年四季度以来一揽子增量政策支持下，我国经济呈现筑底企稳趋势，今年一季度GDP同比增长5.4%，经济开局良好，但同时依然面临需求不足、预期偏弱等问题，或制约价格水平回升，而持续偏低的价格也易推升实际融资成本，加重债务负担，进一步抑制投资和消费，从而影响经济良性循环。因此，在外需出现走弱迹象、经济金融面临较大不确定的背景下，提振信心、扩大内需尤为重要，宏观政策需进一步加大逆周期调节力度，通过财政发力尤其是加大“央进”力度扩内需具有较大必要性，增量财政政策应及早落地，把握好政策出台“时效”，充分发挥财政政策稳增长、惠民生的重要作用。4月政治局会议表示“用好用足更加积极的财政政策”“既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节”等，或表明对于内外部不确定性因素，我国增量储备政策较为充足，后续将视实际情况启用。

根据中诚信国际研究院测算，假设乐观情形下美国对华取消全部对等关税，同时由于此前2-3月实施的“芬太尼”的关税上升至美国禁毒等政治议题，20%的芬太尼关税短期内或难

以取消，该情形下将对 GDP 拖累 0.3 个百分点¹，由于今年赤字率、特别国债、专项债额度等均较去年有所增加，或已考虑了外部环境不确定性可能带来的影响，乐观情形下或不需要增量财政资金。中性情形下假设对华对等关税回到 34%的水平且短期内“转出口”覆盖的主要领域如机电产品仍对出口形成一定的支撑，对我国 GDP 增速的拖累或为 0.9 个百分点，参考 IMF 估算的 0.75-1.4 的财政乘数²，并扣除乐观情形下 0.3 个百分点的负面影响，中性情形下或需要 0.6-1.2 万亿元的增量财政资金。悲观情形下，美国对我国实施不低于 145%的高额关税，我国对美出口将基本停滞，或拖累经济增速约 2 个百分点以上，超常规财政政策出台的力度或需要更大，同样参考 IMF 估算的 0.75-1.4 的财政乘数，并扣除乐观情形下 0.3 个百分点的负面影响，悲观情形下或需要 1.7 万亿元以上的增量财政资金予以应对。

表 1：三种关税谈判情形下对我国出口增速和 GDP 的影响

三种情形	乐观情形：	中性情形：		悲观情形：	
	20%芬太尼关税	20%芬太尼关税+34%对等关税		维持 145%的高额关税	
		仍可以转口贸易	转口贸易全部受限	仍可以转口贸易	转口贸易全部受限
对 GDP 增速拖累 (仅考虑净出口)	0.30%	0.90%	1.61%	2%左右	2.60%
应对当前情形所 需的财政资金	0.3-0.56 万亿 元	0.9-1.7 万亿元	1.6-3.1 万亿元	2-3.8 万亿元	2.6-5 万亿元
增量财政资金 (假设当前政策 足以应对乐观情 绪)	今年赤字率、 特别国债、专 项债额度等均 较去年有所增 加，或已考虑 了外部环境不 确定性可能带 来的影响，或 不需要增量财 政资金	扣除乐观情形下 的 0.3 个百分 点的影 响，则需 0.6-1.2 万亿 的增 量财 政资 金	扣除乐观情形下的 0.3 个百分 点的影 响，则需 1.3-2.5 万亿的增 量财 政资 金	扣除乐观情形下的 0.3 个百分 点的影 响，或 需 1.7-3.3 万亿的 增 量财 政资 金	扣除乐观情形下的 0.3 个百分 点的影 响，或 需 2.3-4.4 万亿的增 量财 政资 金

二、关税博弈下的财政应对思路

4月美国突如其来又意料之中的关税战是短期内影响我国经济走势的重要变量，而大国博弈长期化下的科技战、金融战、地缘政治战等也将在中长期持续影响我国经济结构的转型与高质量发展。从本质看，关税博弈的背后实际是经济韧性、财政债务等方面的博弈，当前我国内需市场大、创新动能正逐渐积厚成势，经济仍具一定韧性，同时我国政府负债率、利息

¹ 参见中诚信国际研究院报告《贸易战的历史视角、影响和应对——中美关税博弈专题系列（二）》，https://mp.weixin.qq.com/s/p_t9XYV_wjhWMpeV8kfK3Q

² IMF 此前研究显示，采用传统估计模型来估算中国的信贷和财政乘数，结果显示 2001-2008 年间财政乘数均值为 0.75，到 2010-2015 年财政乘数为至 1.4

偿付压力低于海外主要经济体，尤其中央政府杠杆率较低，具有足够的政策空间应对外部冲击，财政作为宏观调控的重要抓手和国家治理的重要支柱，需从短期和中长期积极应对。短期目标应突出稳预期、促内需、惠民生，尤其加大对特定区域和企业的帮扶力度，及早出台“应急性”政策工具积极应对；同时在全球地缘政治不确定性加大背景下，中美作为前两大经济体后续仍存在缓和机会，在双方僵持不下时存在第三方国家或国际组织作为中间人进行撮合的可能，为全球经济的稳定发展创造有利条件；同时考虑到中美贸易摩擦带来的科技、金融、政治等关键领域的长期博弈，中长期诉求仍应是“做好自己的事”，加快国内统一大市场建设、激发全市场活力，以结构调整和体制改革提高全要素生产率，推动经济社会高质量发展，以此提升国际话语权。

当前二季度经济走势非常关键，关系到全年经济目标能否顺利完成，短期政策目标应定位于稳定经济增长和社会预期，突出促内需、稳就业、惠民生，尤其加大对外向型区域、行业、企业帮扶力度，及早出台“应急性”措施应对外部冲击。关税博弈对我国经济的负面影响大概率在二季度显现，尤其是对外需将产生较大冲击，同时也将影响出口型企业以及相关就业，短期内财政政策应聚焦经济增长和社会民生，进一步加大逆周期调节，加大支出力度，通过政府投资和消费转为企业和居民部门收入，提振消费、促进内需，并加大对受影响较为严重的行业、企业等支持力度，以维护社会稳定、防范突发性事件发生。从政策工具组合看，应注重“应急性”和“精准性”，加快落实现有工具、尽早推出储备工具。一方面加快政府债券发行使用进度、加大财政支出力度，另一方面推动促消费、稳外贸等新工具尽快落地，加力扩围支持“两新”、将服务消费纳入到两新支持范围中，并加大对相关出口企业的补贴和减税降费力度，必要时可设立稳外贸基金为资金紧张的出口企业提供短期流动性支持，也可通过适时追加预算，提高财政支出力度，加大对相关企业、失业人员的纾困救助。此外，应增强宏观政策一致性、协调性，强化系统思维、放大政策效应，通过加强货币政策和财政政策的协同配合，包括适时降准降息、设立创新性结构工具等，形成政策合力支持重点领域和薄弱环节。

同时，考虑到大国博弈的常态化、长期化，中长期目标应定位于实现统一大市场建设、激发全市场活力，以结构调整和体制改革提高全要素生产率，推动经济社会高质量发展，以此提升国际话语权。一方面，加快培育完整内需体系，充分发挥内需对经济增长的贡献力量。市场资源是我国的巨大优势，也是构建新发展格局的重要支撑，应充分发挥我国市场资源优势，加快构建以内需为主导的经济发展体系，全方位扩大内需尤其是消费，这是适应新发展阶段的必然选择，也是推动经济高质量发展的战略决策，财政政策需发挥扩大内需尤其是提振消费的重要作用，包括强化医疗、教育、养老、托幼等民生保障，调整完善个税体系、推进收入分配改革等，以提升居民消费意愿。另一方面，加快培育新质生产力，促进我国经济结构转型。吸取2018年中美贸易战经验，我国应加大对科技创新投入力度，加快培育新质生

产力，推动突破产业“卡脖子”技术难题，全面增强产业链供应链自主可控能力，财政政策应发挥引导和保障作用，通过加大关键领域的财政补贴、政府投资基金等促进科技成果转化，提升产业链的国际竞争力。此外，持续推进改革，重点深化财税体制改革，理顺央地关系，激发地方活力，从深层次提升财政政策效能。

三、当下应对关税博弈的财政工具选择

（一）国债：预算赤字率已有较大突破，优先考虑增发特别国债

与美国、日本等海外经济体相比，无论是从中央政府部门杠杆率来看还是国债余额/GDP来看，我国都相对较低，中央政府有较大加杠杆空间，在外部冲击对我国经济运行产生较大的负面影响下，应由中央政府承担更多宏观调控职责，通过加大中央加杠杆力度，担负起更多外部性、全局性、战略性的发展任务。从中央加杠杆的方式看，主要通过调整赤字、增加特别国债，考虑到今年赤字率首次触及 4.0%、已有较大突破，为预留后续财政空间，建议优先考虑增发特别国债。从时间看，结合近期财政部公布的二季度国债发行计划、超长期特别国债发行计划等来看，今年的超长期特别国债将于 4-10 月发行完毕（最后一只发行时间为 10 月 10 日），5000 亿补充银行资本的特别国债也大概率于二季度发行完毕，且新增专项债发行节奏或加快（湖南省已表示“专项债拟在 5 月底前完成全年项目的发行前终审，6 月底前完成全年专项债券发行工作”），综合考虑政府债券供给节奏等，可于 10 月底左右的人大常委会考虑增发特别国债，以提振信心、扩大内需。

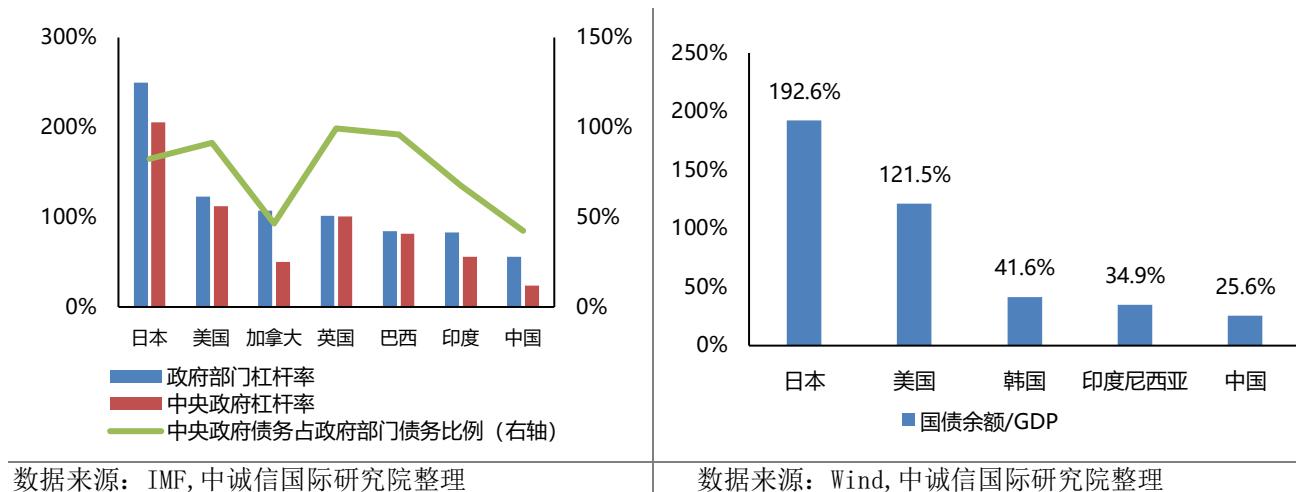
从资金用途看，一方面，外需冲击下，提振内需非常重要，消费作为内需的核心驱动力，或成为对外部冲击的关键，需加力扩围实施“两新”政策，将文旅、体育等更多服务消费纳入支持范围，并考虑发放现金补贴的可能。另一方面，高税率将直接冲击出口企业，加大其经营压力，可考虑为受损严重的出口型企业提供支持，通过投资补助、补贴、财政贴息等方式减轻其资金压力，也可对开拓新兴市场的企业给予一定的财政奖励；同时，在出口面临较大压力的情况下，出口相关的就业问题和收入问题或更加突出，可考虑对受影响较大的人群定向发放生活补助。此外，关税博弈可能会加大汇率的不确定性，对海外业务占比较高的大型银行产生不利影响，在当前国有大行已承担较多稳增长、防风险任务的背景下，为防范发生系统性金融风险，必要时可继续增加特别国债额度补充国有大行资本。

图 1：与美、日相比，我国中央政府具有较大加杠杆空间³

图 2：部分国家国债余额/GDP 对比⁴

³ 此图为 2023 年数据，中国为中诚信国际研究院测算，其余国家为 IMF 数据

⁴ 数据来源于各国公布的国债余额和 GDP 数据，其中韩国为 2023 年，其余国家为 2024 年数据



数据来源：IMF, 中诚信国际研究院整理

数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

表 2：各类国债对比

	发行时间	发行规模	资金用途	纳入预算管理	影响赤字
一般国债	常态化发行	/	弥补财政赤字，促进经济社会发展	是	是
长期建设国债	1998 年-2008 年		基础设施建设、民生工程等	是，纳入一般公共预算	是
2023 年增发国债	2023 年	1 万亿	用于灾后恢复、重点防洪治理工程等	是	是
特别国债	1998 年	2700 亿	补充银行资本金	是，纳入政府性基金预算	否
	2007 年	1.55 万亿	向央行购买外汇储备及中央汇金公司股权，成立中投公司		
	2020 年	1 万亿	疫情时期用于保居民就业、保基本民生、保市场主体，支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等		
	2024 年	1 万亿	两重、两新		
	2025 年	0.5 万亿	补充银行资本		
		1.3 万亿	两重、两新		

数据来源：中诚信国际研究院整理

（二）地方债：适当加大土储专项债发行力度，加快专项债收购存量商品房用作保障房的进度

2024 年 12 月 25 日，《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（国办发〔2024〕52 号）正式印发，明确提出“允许专项债券用于土地储备，支持城市政府回收符合条件的闲置存量土地，有需求的地区也可用于新增土地储备；允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房”。2025，多地已明确提出计划发行专项债用于土地储备、收购存量商品房，截至 4 月 13 日，北京、广东、四川、湖南 4 省已发行用于土储项目的新增专项债，规模合计 524 亿元，但尚未有收购存量商品房的专项债落地。

在外部冲击下，促进房地产企稳回升具有较大必要性，既能撬动地产上下游产业链资金流动性，带动建筑、建材、家居等多个行业消费，也能增加以房地产为主的居民财富价值，

提高居民消费意愿，促进消费回暖。后续应继续加大土储专项债发行力度，加大专项债对城中村改造等支持力度，并加快专项债收购存量商品房用作保障房的进度，尽快落实相关政策细则，推动更多地区进行相关实践，稳定房地产市场，促进库存去化；也可考虑成立地产收储专项基金等增量政策，加大力度“盘活存量用地和商办住房，推进收购存量商品房”；若经济修复压力较大，必要时可增加专项债额度，用于投资建设、房地产市场等。此外，关税冲击或通过出口企业经营承压传导至银行等金融体系，尤其是沿海出口较为密集的区域，受负面影响或更大，部分企业或陷入资金链断裂困境，将导致银行不良贷款率上升、信贷需求下滑，而企业现金流压力又会通过产业链、债务链传导至其他企业，进一步加剧金融风险，也可加快推动专项债用于补充中小银行资本，防范金融风险。

表 3：土储专项债明细

土储专项债规模(分区城)	债券简称	发行日期	债券期限(年)	票面利率(%)	债券规模(亿)	用于土储的专项债融资(亿)	用于土储的项目总投资(亿)
湖南 94.15 亿元	25 湖南 05	2025-04-08	5	1.65	94.2	94.2	109.5
北京 116.87 亿元	25 北京债 17	2025-02-18	3	1.39	64.7	16.4	312.9
	25 北京债 18	2025-02-18	5	1.51	281.6	71.3	924.0
	25 北京债 19	2025-02-18	7	1.62	33.2	28.2	950.6
	25 北京债 20	2025-02-18	10	1.70	56.9	1.0	11.9
广东 307.19 亿元	25 广东债 09	2025-02-28	7	1.77	114.0	114.0	196.7
	25 广东债 10	2025-02-28	7	1.77	193.1	193.1	263.8
四川 6.21 亿元	25 四川债 15	2025-03-31	3	1.66	2.8	2.8	2.8
	25 四川债 17	2025-03-31	7	1.82	10.5	3.4	47.5

(三) 必要时启动准财政工具，例如增发或新设政策性金融工具、加大央企稳增长专项债发行力度等

考虑到当前我国内需不足依然持续、外部环境严峻复杂，必要时可重启政策性金融工具、增加央企“稳增长扩投资专项债”发行，为重点项目提供资金支持，助力经济平稳增长，尤其是新型城镇化、新基建、科创、绿色低碳等经济转型发展中的重点领域及未来产业，资金需求多、投资空间大，大力支持更有利于促进我国经济结构转型升级。从政策性金融工具看，2022 年，7399 亿元政策性开发性金融工具落地，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥，基础设施建设提供重要资金来源；4 月政治局会议表示“设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”，在我国内外部面临较大不确定性且处于经济结构转型升级的关键时期，预计后续新工具将加速落地，或通过政策行发行政金债的方式加大对重点领域的资金支持力度，支持方式可能包括为重点科技创新项目提供资本金、为资金压力较大的外贸相关企业提供流动性支持等。此外，2024 年 11 月，中国国新和中国诚通公告显示，获批发行共计 5000 亿元稳增长扩投资专项债，用于重点支持

“两重”、“两新”项目投资，包括重大设备更新及技术改造投资、重大科技创新项目投资、重大战略性新兴产业投资等。

（四）出台针对性的税收优惠政策以及阶段性的社保减免政策，强化民生保障

短期内关税冲击对我国经济、民生的影响尚未充分显现，但若中美关税博弈不能在短期内达成一致协议，贸易战对我国的负面影响不容忽视，尤其是受美国关税制裁影响较大的行业，相关出口企业订单减少、业务收缩或对劳动密集行业（对应中低收入人群）的就业和收入产生较大影响。4月政治局会议强调“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，并表示“对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例”，后续政策或进一步加大对民生领域的保障，尤其是关税冲击下，“稳就业、稳企业”对社会稳定和经济发展来说都非常重要。同时，还可进一步通过税收、减免社保费用等强化民生保障：一方面，可考虑出台具有针对性的定向税收优惠政策，比如提高出口退税率、降低非美国家的进口关税、减免部分企业税收等，减轻受关税影响较为严重的企业资金压力。另一方面，对于受关税冲击较大的企业，可阶段性的减免社会保险费用，参考新冠疫情期间相关政策，具体措施可包括免征部分企业一定期限的单位应缴纳部分的基本养老、失业、工伤保险费；允许受关税影响生产经营出现严重困难的企业，申请缓缴社会保险费，并免收滞纳金等。此外，可考虑扩大失业保险保障范围和保障力度，为失业人员提供就业创业支持和培训服务等，稳定就业市场。

（五）探索设立稳外贸基金，继续用好政府投资基金等支持科创

2018年，我国已设立服务贸易创新发展引导基金，主要是通过“母基金参股子基金+母基金直投项目”等支持数字经济，数字贸易，物流科技和医疗健康等领域。参考此前经验并结合当前形势，可考虑由财政部、进出口银行、部分央企等共同出资设立稳外贸基金，一方面可以为贸易战中受影响较为严重的企业提供流动性支持，帮助其渡过难关；另一方面，在没有贸易争端时期也可为企业出海提供低成本、长期限资金支持，助力其形成新的业务增长点。同时，吸取2018年贸易战经验，也应持续加大对科创领域的支持力度，促进我国产业结构升级转型，后续应继续用好政府投资基金，推动有效市场和有为政府更好结合，提升科技创新硬实力。

（六）继续发挥财政部绩效考核的“指挥棒”作用，推动保险、社保基金等长期资本、耐心资本积极入市

关税博弈的不确定性或降低市场风险偏好，压制资本市场表现，从而导致企业和居民财富缩水，影响投资和消费意愿，因此加大对资本市场的支持力度、促进资本市场长期健康发展对于稳定金融市场、增强经济韧性均具有积极作用。因此，应持续推动保险、社保基金等

长期资本、耐心资本积极入市，财政方面也需积极发挥重要作用。2023年10月，财政部就印发了国有商业保险公司长周期考核的通知，通过提高经营效益类指标的长周期考核权重、采取长短结合的考核方式，有利于促进国有商业保险公司加大中长期投资力度，实现所有者权益稳定增长和国有资本的保值增值。但社保基金相关考核仍有待完善，今年1月23日国新办发布会财政部表示“正在研究完善全国社保基金的长周期考核体系，细化完善5年以上的长周期考核机制要求”，后续需进一步推动相关方案加速落地，加大投资资本市场力度，实现基金保值增值和资本市场稳健运行的双赢。

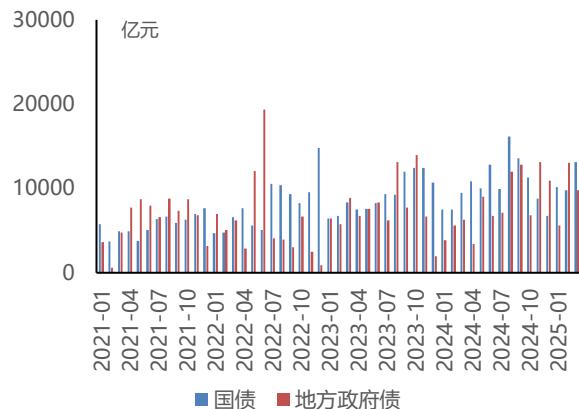
整体而言，中性及悲观情形下，或需0.9-2.9万亿的增量财政资金予以对冲，可优先通过增发特别国债的方式支持重点领域，考虑到今年《政府工作报告》公布的1.8万亿特别国债于4-10月发行完毕，后续可视内外部形势于10月左右的人大常委会增发，并适时启动准财政工具。同时，也可通过加大土储专项债发行力度、加快专项债收购存量商品房用作保障房的进度、扩大两新支持范围等促内需。针对受影响较多的外贸企业，除通过特别国债进行财政补贴、贴息外，参考新冠疫情期间做法，也可考虑定向实施减税降费政策、阶段性减免社会保险费用等，减轻企业资金压力，并加大相关就业市场支持力度；若关税冲击波及范围较广，可通过设立稳外贸基金，为陷入资金困境的企业提供流动性支持，防止风险传染以及扩散。此外，考虑到关税不确定性下，资本市场波动或加剧，财政方面可继续推进完善相关举措，继续发挥财政部绩效考核的“指挥棒”作用，推动保险、社保基金积极入市。

四、大国博弈长期化下如何充分发挥财政资金效能？

（一）用好用足现有工具，加快政府债券支出进度

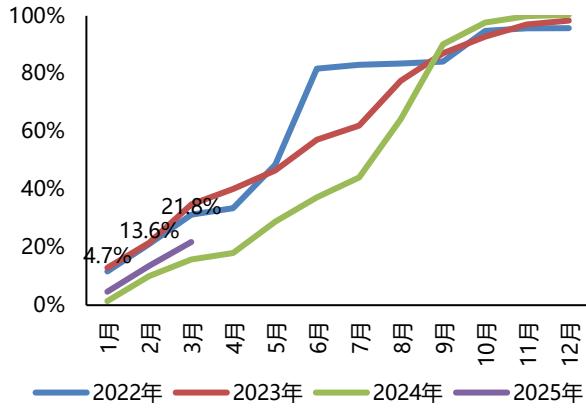
一季度政府债券发行规模为6.14万亿（同比增长52.8%），或占全年总规模的24.2%，不含置换存量隐性债务的特殊再融资债的政府债券发行进度或为20.6%，其中新增专项债完成全年额度的22%，发行进度虽然较去年有所增加，但与2022-2023年相比仍偏慢。结合历史发行规律以及财政部公布的国债、超长期特别国债发行计划，在不考虑增发政府债券的情况下，二、三季度国债发行规模或较高，叠加用于建设的新增专项债或加快发行，二、三政府债券发行规模或进一步增加，需加快政府债券使用进度稳增长。从财政支出看，一季度一般公共预算支出、政府性基金预算支出分别增长4.2%、11.1%，增速均较上月加快，财政支出有所加快；广义财政支出同比增长5.6%，与全年预算目标（9.3%）相比仍有一定差距，后续需加大支出力度、加快支出进度，用足用好现有财政工具，比如专项债支持项目建设、超长期特别国债支持两新、两重等，促进经济平稳运行。

图 3：政府债券月度发行规模



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院整理

图 4：新增专项债发行进度



数据来源: 财政部, 中诚信国际研究院整理

表 4：政府债券发行预测 (单位: 万亿元)

	全年额度/预测	Q1 实际	Q2 预测	Q3 预测	Q4 预测
国债	15.5	3.3	4.66	4.08	3.46
一般国债	13.7	3.3	3.6	3.4	3.4
特别国债注资银行	0.5	0	0.5	0	0
超长期特别国债	1.3	0	0.56	0.68	0.06
地方债	9.9	2.84	3.13	2.89	1.04
新增债	5.2	1.24	2.15	1.54	0.27
一般债	0.8	0.28	0.31	0.21	0
专项债 (不含特殊)	3.6	0.96	1.58	1.06	0
特殊新增专项债	0.8	0	0.26	0.27	0.27
再融资债	4.7	1.6	0.98	1.35	0.77
一般债	1.7	0.13	0.57	0.67	0.33
专项债 (不含特殊)	1	0.13	0.19	0.46	0.22
特殊再融资债	2	1.34	0.22	0.22	0.22
政府债券总计	25.4	6.14	7.79	6.97	4.5

(二) 进一步优化财政支出结构，加快推动“投资于物”转向“投资于人”

其一，压缩非急需支出，坚持“党政机关坚持过紧日子”，通过节约行政开支，腾挪更多资金用于经济发展与民生保障，增强国家重大战略任务财力保障，以财政支出结构的优化推动财政资金使用效率的提高，同时也体现了政府的责任担当，有利于树立良好社会风气，带动全社会节约资源。后续在落实好相关要求，注重推进党政机关支出的数字化全流程管理、强化监督考核力度、加强宣传教育的同时，也需注意，相比规模而言，结构和效率更加重要，“过紧日子”并非简单地捂紧钱包不花钱，而是把每一分钱都花在刀刃上，实现财政资金的高效配置和精准投放。

其二，聚焦重点领域，加快从投资为主转向投资消费并重，促进“投资于物”转向“投资于人”。一方面，聚焦消费尤其是服务消费，提升财政发力的“民生含量”。用好用足现有财税政策工具提振消费，如近两年支持“两新”的超长期特别国债等，并推动商品消费转向服务消费；加大支持数字、智能、文旅、体育等消费新热点的力度，推动服务消费回暖；需注意的是，消费不足尤其是服务消费疲弱的背后也折射出我国基本公共服务水平与均等化不足、社保体系仍待完善等问题，将进一步加强民生财政投入，着重解决医疗、教育、养老、托幼等短板，2025年社保就业支出增速预计4.69%，小幅高于一般公共预算支出目标增速4.35%，有望强化基本公共服务托底作用，提升居民消费意愿。另一方面，积极扩大有效投资，提高投资效益，发挥政府带动作用。尽管近年来传统基建相关支出增速相对放缓，2025年城乡社区、节能环保等基建支出目标增速均较上年降低，但对于经济转型发展中的重点领域及未来产业，如新型城镇化、新基建、科创、绿色低碳等，仍将加强财政支出力度；而对于传统基建领域仍存在的区域发展不均衡、城市更新不充分等问题，也将加力补足短板项目，并继续支持“两重”建设，改善经济发展的基础条件。此外，需加强财政与金融的配合，通过政府投资基金等撬动社会资本，发挥好政府投资的杠杆作用。

其三，继续助力重点领域风险化解，筑牢可持续发展基石。一方面，持续用力推动房地产市场止跌回稳，加快落实财政支持稳地产的举措，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力，全面推进地方政府专项债券用于土地收储和收购存量商品房用作保障房，并在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，尽快扭转市场预期和低迷态势。另一方面，坚持在发展中化债、在化债中发展，完善和落实一揽子化债方案，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间，从保障融资循环和经济发展的角度考虑，可将融资约束政策的适用范围由省级细化至地市级，适当放开对重点省份中经济财政水平较好、债务压力较小地市的融资限制，合理满足其投融资和经济发展的需要，同时优化进入及退出约束名单的动态机制。与此同时，按照科学分类、精准置换的原则，有序推进隐性债务置换，加强跟踪监督，推动地方融资平台市场化转型和债务风险化解，助力缓释地方债务风险，同时也将更加重视政府流动性及信用问题，加快解决政府对于企业的欠款问题，推动相关投资主体好转，避免企业动力不足、信心不足的长期化，也为经济发展营造良好的信用环境。

（三）建立全链条全周期的管理制度，加强财政资金监管

其一，更加注重资产端管理，加快健全政府资产负债表，通过健全完善项目资产台账，分类管理存量项目资产，充分发挥政府债券使用效能，提高有效资产的形成率、利用率，保障政府负债和项目资产的平衡，提升整体“债务-资产”转化效率。其二，需要做好专项规划、方案和可行性研究工作，并加强项目储备，避免“先拿钱、后找项目”的逆向操作，数

量上按分配额度的2-3倍进行储备，质量上将重要性、可行性、资金到位、收入来源等纳入标准，重视形成资产的周期及效益；同时，完善重点项目或续建项目审核绿色通道机制，建立“季度申报-动态审核-滚动储备”模式，确保债券资金与项目精准对接。其三，需要持续做好项目进度评估、效率评估，完善财政绩效考评指标体系，加强资金支出绩效管理，并建立项目落地跟踪评价机制，实现项目可查、责任可追、资金可溯。其四，建立健全财政资金直达机制，实现对资金分配、拨付、使用等全过程的动态监控，通过实时掌握资金流动情况，及时发现并纠正问题，确保资金安全高效实用。

（四）对于地方债尤其是专项债，加快落实负面清单、自发自审等新机制

在《政府工作报告》“发挥好各类政府投资工具作用”的要求下，需持续优化完善地方债尤其是专项债管理机制，扩大投向范围、提高发行使用效率。**一是加快落实投向领域“负面清单”管理**，以此为抓手进一步扩大专项债投向领域及用作项目资本金范围，还可研究地方自主选择需拓宽领域的可行性，进一步提高地方的主动性、创造性，同时在更大范围发挥专项债“四两拨千斤”作用，将为财政政策应对内外挑战提供更加有力、全面的支撑。**二是有序推进“自审自发”试点**，进一步提高债券发行使用效率，加快发挥稳增长作用；在前期部分省市试点的基础上可有序扩大适用范围，在风险可控的前提下进一步增加其他区域项目审核和管理的自主权和灵活性。另外，也可探索研究发债主体适度下沉的可行性，在目前试点“自审自发”的基础上，逐步向经济财政实力强、债务管理水平高的市县或承担国家重大战略的城市下沉，也可探索联合发债，推动“借、用、管、还”主体相统一。

（五）进一步做好预期管理，加强各类政策协调配合

预期管理是宏观经济治理的重要内容，政府部门通过政策解读、信息公开、新闻发布等方式，加强与公众的信息沟通，引导、稳定社会预期，确保政策的实施能够达到预期效果。去年下半年以来，我国持续加强政策预期管理，通过政治局会议、新闻发布会、公开表态等引导、稳定社会预期，后续需继续加强预期管理，推动政策在一定程度上被预见和理解，减少市场波动、提高政策效果。同时，也应加强财政政策与其他政策协调配合：一方面，加强货币财政协同配合，通过适时降准、加大公开市场操作力度（如买断式逆回购等）提供流动性，减轻银行负债端压力，降低政府债券集中发行可能带来的市场波动风险；同时需继续保持低利率环境，降低政府债券付息压力和整体社会融资成本，保障债务可持续；此外，也需注重金融资源和财政资源在重点领域和薄弱环节的配合，形成合力，若货币政策出台稳外贸的结构性支持工具，财政也可进行贴息，降低困难企业融资负担。另一方面，加强产业政策协同，通过建立跨部门政策协调机制，加强财政、产业等部门之间的沟通协作，及时解决政策实施中的问题；同时，财政政策也可根据不同区域的发展需求、产业规划等，提供相应的财政资金支持，优化资源配置。

(六) 深化财政体制改革，进一步理顺央地关系

深化财税体制改革是推动地方债务形成机制转变、构建长效机制的关键之一，核心在于激励体系的重构，从而激发地方活力和积极性，带动地方政府行为模式改变，对于从深层次提升财政政策效能也有积极意义。**一是要进一步理顺央地关系，优化央地事权责任划分、完善转移支付。**目前我国地方财政支出占财政总支出比重超七成，高于美国、日本，其中教育、医疗、社保等短板领域地方支出比例在45%以上。应继续深化央地事权责任改革，可适当加强我国中央事权、提高中央支出比例，逐步上移教育、社保等领域地方支出责任适当加强中央事权，缓解地方财政收支矛盾。与此同时，近年来转移支付力度非常大，连续三年均超10万亿，要进一步提高转移支付的质量和效率，这对于更规范的使用财政资金、激发地方活力有较大帮助。**二是研究同新业态相适应的税收制度，加快地方税建设，增厚地方自主财力。**近年来地方财政收入压力凸显，需要增加地方自主财力缓解地方财政压力，建议适当提高共享税地方分享比例，深化地方附加税改革研究，加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方，适当扩大地方税收管理权限，增加地方自主财力；深化新旧动能转换，因地制宜培育壮大税源，建立与新业态相适应的税收制度；全面落实税收法定原则，规范税收优惠政策工作；并规范非税收入管理，确保财政收入结构的合理性。**三是要推进省以下财税体制改革，建议在更多区域、更深层次推进，通过适度上移事权、理顺财权、完善转移支付等提升市县财事权匹配程度，增强基层财政运行保障。**此外，还需深化零基预算改革，在支出标准、绩效评价等关键制度上积极创新，提升财政资源配置效率和资金使用效益。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO., LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhughutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>