

## 财政发力有哪些值得期待？

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

### 相关报告

#### 要点

- 9月24日三部委新闻发布会以来，中国在货币金融、资本市场和房地产等领域，都有超预期的放松。对于政策下一步，目前市场最关心的是财政。在减收的情况下，财政发力有哪些值得期待？我们认为可能从增发国债、盘活财政存款和优化财政支出结构促消费三方面着手。
- 近期所出台的各项政策，对资本市场的影响立竿见影，也提高了房地产市场活跃度。但从托底经济的角度看，需要财政政策发挥更积极的作用。**需求视角看**，由于降价推动的出口数量高基数，今年四季度出口对经济增长的贡献预计将减弱。**生产视角看**，四季度企业可能转向去库存，由于季度GDP和年度GDP初值使用生产法核算，这增加了全年实现5%左右GDP增速目标的难度。
- **有效需求不足，也使得中国面临低物价压力。**中国PPI同比已连续23个月为负，9月同比跌幅可能进一步扩大。**1998年到2002年，中国也曾面临低物价的困扰。**为应对低物价，1996年中国货币政策开始转向宽松，持续降准、降息，到2002年一季度，存款准备金率从13%下降至6%，1-3年期贷款基准利率从13.50%下调至5.49%。但由于企业不愿意举债、银行不愿意放贷，宽货币并没有形成宽信用，人民币贷款余额和M2的同比在2002年一季度才见底回升。**相较于货币政策，财政政策对于当时走出低物价发挥了更重要的作用：一是通过大规模发行长期建设国债等，提高广义赤字率。**以财政四本账收、支缺口衡量的中国广义赤字率，从1997年的0.73%提高至2002年的2.59%；**二是通过税费政策调整，来刺激出口、消费和投资。**
- **财政减收，限制了2024年年内财政支出发力的空间。**估算得2024年公共财政实际收入为20.9万亿，比预算收入少了1.5万亿。如果调入资金和结转结余资金不变的话，可算得2024年9-12月，公共财政支出同比约为-6.1%，较今年1-8月的支出同比1.5%大幅回落。如果将土地出让金锐减考虑进来，今年公共财政和政府性基金这两本账，实际收入可能将比预算收入少3.4万亿。在调入和结转结余资金规模同预算金额一致时，上述两本账9-12月两本账支出同比约为-18.4%，较前8个月的支出同比-2.9%大幅回落。
- **9月政治局会议指出，要加大财政货币政策逆周期调节力度。在减收的情况下，财政发力还有哪些值得期待？**我们认为未来可能的方向，一是调整预算增发国债，关注大概率将于10月召开的全国人大常委会是否会审议通过；二是**盘活财政存款**，2024年8月隶属于各级政府部门的财政存款有6.8万亿，处于历史高位。近年已有多个地方政府发文推动财政存款盘活工作，可加大盘活财政存款的力度；三是**优化财政支出结构**，加大对消费领域的倾斜。可能的具体措施，包括适当增加公共消费、在大宗消费品以旧换新基础上加大对消费的补贴支持力度、增加对特定人群的现金发放等。
- **风险提示：所处时代和社会环境不同，政策效果存在差异。**

## 内容目录

1.供需视角看当前经济内生动能.....	- 4 -
2.以史为鉴，看财政如何推动中国走出 1998-2002 年的低物价 .....	- 5 -
3.年内财政减收压力有多大？ .....	- 7 -
4.财政加力逆周期调节，有哪些值得期待？ .....	- 8 -

## 图表目录

图表 1: 今年四季度, 中国出口数量面临高基数.....	- 5 -
图表 2: 今年中国工业企业产成品持续累库.....	- 5 -
图表 3: 1994-2004 年中国银行业不良率高企.....	- 6 -
图表 4: 1996-2002 年, 贷款余额和 M2 的同比持续下滑.....	- 6 -
图表 5: 1998 年中国开始发行长期建设国债.....	- 6 -
图表 6: 1998 年中国的广义财政赤字率开始上升.....	- 6 -
图表 7: 近年前 8 个月的公共财政收支预算完成进度.....	- 7 -
图表 8: 近年前 8 个月的政府性基金收支预算完成进度.....	- 7 -
图表 9: 中国的财政存款规模持续攀升.....	- 9 -
图表 10: 2022 年全球和主要经济体的公共消费率.....	- 9 -
图表 11: 城投平台 ROIC 中位数已降至 0.5%左右.....	- 9 -

9月24日三部委新闻发布会以来，中国在货币金融、资本市场和房地产等领域，都有超预期的放松。对于政策下一步，目前市场最关心的是财政。托底经济和推动物价温和回升，均需要财政政策发挥更积极的作用。

9月政治局会议指出，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出。在减收的情况下，财政如何更大力度逆周期调节？我们认为可以从增发国债、盘活财政存款和优化财政支出结构三个方面着手。

## 1. 供需视角看当前经济内生动能

近期所出台的各项政策，对资本市场的影响立竿见影，也提高了房地产市场的活跃度。但从托底经济的角度看，需要财政政策发挥更积极的作用。

需求视角看，今年四季度出口对经济增长的贡献预计将减弱。年初以来，中国的外需持续强于内需，剔除价格拖累后，前8个月人民币计价的中国出口实际同比增长12.5%。

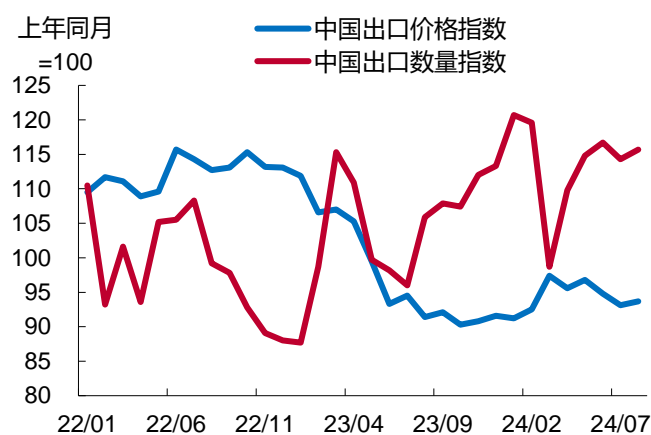
对于年内出口形势，我们延续7月中旬外发的报告《从份额变迁看中国出口趋势》里的观点，即由于2020年以来，中国的出口高增长主要由以新能源为代表的新产品、以电商出海为代表的新业态、以东盟和俄罗斯为代表的新兴市场国家贡献，贸易摩擦对今年中国出口的影响可能有限，低价格优势下年内中国出口规模将维持韧性。

但今年四季度，出口对GDP增长的贡献可能减弱。实际GDP核算剔除了价格变化，主要看数量增长。去年三季度开始，中国出口企业降价，推动出口数量高增长，高基数下今年四季度，中国出口数量同比预计将回落。

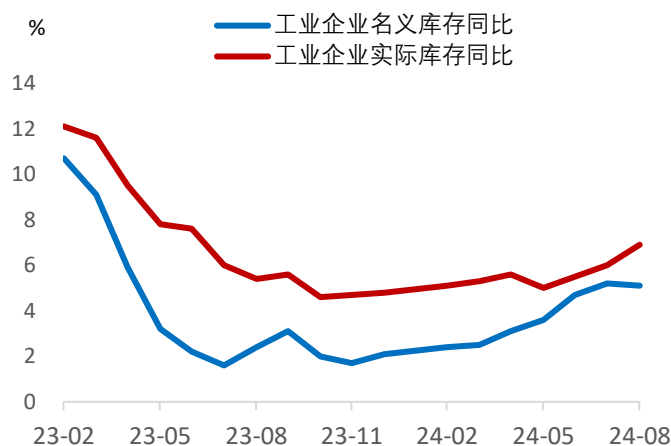
生产视角看，四季度企业可能转向去库存，由于季度GDP和年度GDP初值使用生产法核算，这增加了全年实现5%左右GDP增速目标的难度。

市场分析经济时，以支出法为主，主要跟踪三驾马车的变化。但从核算的角度看，每个季度的GDP，以及年初时公布的上一年GDP初值，都是用生产法核算的。补库时库存周期会推升GDP同比，反之当去库时库存周期会拖累GDP同比。

国家统计局数据显示，中国规模以上工业企业的产成品库存同比，2023年12月到2024年7月，连续8个月回升。高库存叠加需求低迷，企业生产意愿转弱，今年三季度工业增加值同比较快回落。8月工业企业的产成品库存同比出现下降，四季度可能延续去库存。

**图表 1：今年四季度，中国出口数量面临高基数**


来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 2：今年中国工业企业产成品持续累库**


来源：Wind，中泰证券研究所

## 2. 以史为鉴，看财政如何推动中国走出 1998-2002 年的低物价

有效需求不足，也使得中国面临低物价压力。截至 2024 年 8 月，中国的 PPI 同比已连续 23 个月为负值。根据 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比的相关性，可估算得 2024 年 9 月中国 PPI 环比为 -0.7%，环比累乘法算得 PPI 同比从 8 月的 -1.8% 下降至 -2.8%。

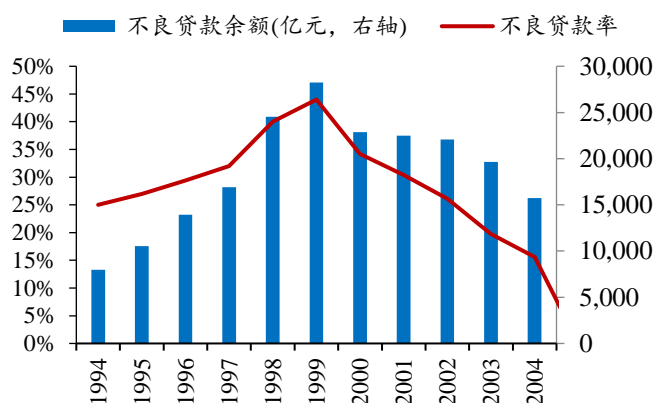
推动物价温和回升，是当前宏观政策的重要任务之一。以史为鉴，中国在 1998 年到 2002 年，也面临低物价的困扰。相比于货币宽松，财政政策发力，对于当时中国摆脱低物价，发挥了更为重要的作用。

为应对低物价，1996 年中国货币政策开始转向宽松，持续降准、降息。1996 年 5 月 1 日，中国存款和贷款利率开始下调，到 2002 年 2 月 21 日，经过 8 次降息，中国 1 年期定期存款利率从 10.98% 下降至 1.98%，1-3 年期贷款基准利率从 13.50% 下调到 5.49%。1998 年 3 月和 1999 年 11 月，中国存款准备金率经过两次下调，从 13% 下降到 6%。

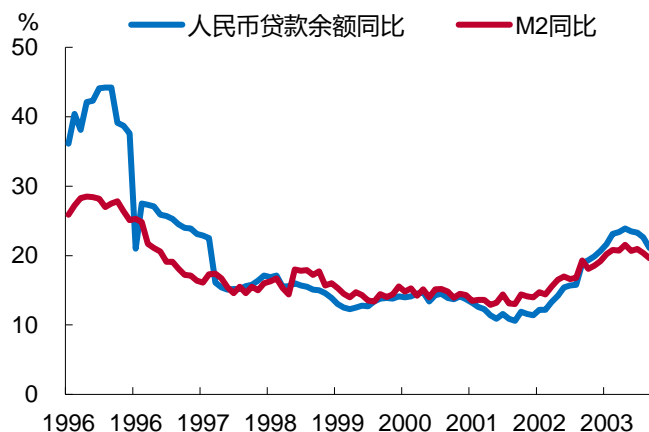
但由于企业不愿意举债、银行不愿意放贷，宽货币并没有形成宽信用。从企业端看，许多国有企业负债累累，经营状况不佳，缺乏扩张和投资的动力，对资金的需求内生性下降。从银行端看，当时商业银行不良率高企，施华强的研究显示，1999 年中国银行业的不良率达到了 44.0%<sup>1</sup>。在高不良贷款率的压力下，银行对贷款的审查和审批更加严格，放贷意愿降低，银行体系内的资金无法有效流向实体经济，一部分资金在金融体系内空转。

中国金融机构人民币贷款余额同比，从 1996 年第三季度的高点 44.2%，一路下降到 2002 年一季度的低点 10.6%。M2 同比，从 1996 年第二季度的高点 28.5%，持续下滑到 2002 年一季度的低点 13.0%。

<sup>1</sup>、施华强，国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度：1994-2004，《金融研究》，2005 年第 12 期

**图表 3: 1994-2004 年中国银行业不良率高企**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 1996-2002 年, 贷款余额和 M2 的同比持续下滑**


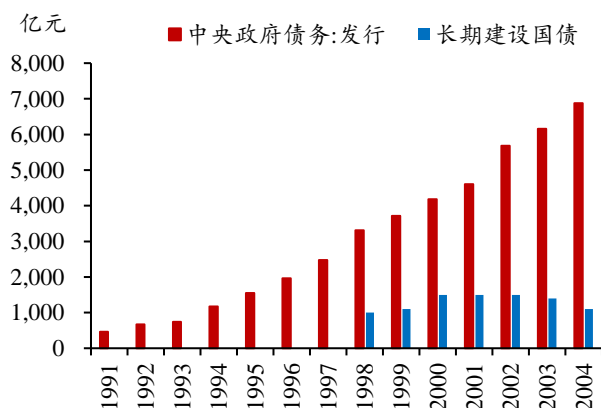
来源: Wind, 中泰证券研究所

1998 年年底, 中国的财政政策开始转向。政府工作报告中, 对于财政政策的定调, 从 1998 年的“继续实行适度从紧的财政政策”, 调整为 1999-2004 年的“积极的财政政策”, 直到 2005 年才改为“稳健的财政政策”。

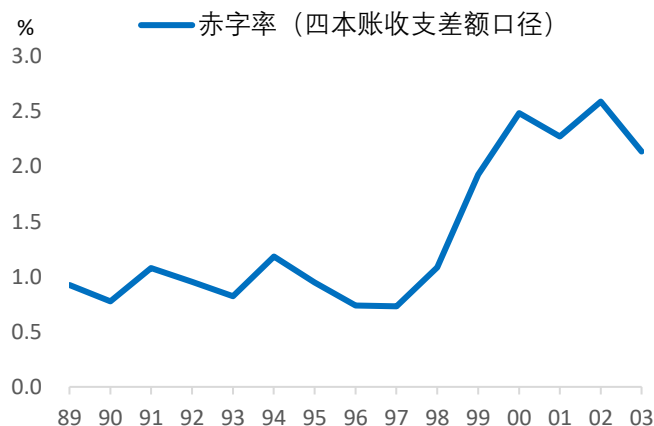
这一阶段, 积极的财政政策主要从以下两方面发力:

一是通过大规模发行长期建设国债等, 提高广义赤字率。1998 年 8 月, 财政部向四家国有大行发行了 2700 亿元长期特别国债, 以解决国有银行坏账、呆账高企的困难, 帮助国有大行满足巴塞尔协议对资本充足率的监管要求, 同时防范化解金融风险。1998 年 9 月, 中国开始发行长期建设国债来为基建项目提供资金, 1998 年到 2004 年累计发行长期建设国债 9100 亿, 占这 7 年中国名义 GDP 的 1.1%。

以财政四本账收、支缺口衡量的中国广义赤字率, 从 1997 年的 0.73% 提高至 2002 年的 2.59%。

**图表 5: 1998 年中国开始发行长期建设国债**


来源: CEIC, 中泰证券研究所

**图表 6: 1998 年中国的广义财政赤字率开始上升**


来源: CEIC, 中泰证券研究所

二是通过税费政策调整, 来刺激出口、消费和投资。出口方面, 中国提高部分产品的出口退税率, 中国出口平均退税率从 1997 年的 8% 左右提高到

2001 年的 15%左右。围绕促进投资和刺激消费，出台了诸多政策。以 1999 年为例，固定资产投资方面，1999 年 7 月发文减少征收 50%的固定资产投资方面税费，投资符合国家产业政策的技改项目企业，国产固定设备投资的 40%可以抵消部分企业所得税等；促消费方面，1999 年 11 月恢复征收居民储蓄存款利息个人所得税，鼓励减少储蓄和扩大消费。

财政政策发力，加之供给侧大规模国有企业倒闭去产能、需求端加入 WTO 和房地产市场化改革等，物价、GDP 和企业盈利等多个指标综合显示，2003 年年初中国开始摆脱低物价。

### 3.年内财政减收压力有多大？

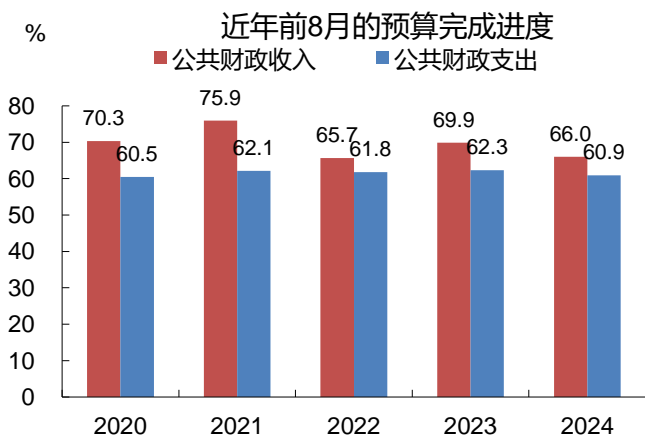
由于财政减收，在没有增量财政工具的情况下，9-12 月财政支出的压力可能进一步上升，这同 9 月政治局会议要求的“加大财政货币政策逆周期调节力度”相背离。

今年前 8 个月，公共财政收入 14.78 万亿，完成全年预算收入金额的 66.0%。对比 2020 年以来各年同期的公共财政收入完成进度看，今年前 8 个月的略高于 2022 年同期，但和另外三年相比有较大差距。拖累今年公共财政收入的因素，包括物价低迷、内需偏弱等。假设今年前 8 个月，公共财政收入占全年实际收入的比例，持平于前三年同期的均值 70.6%，可估算得 2024 年公共财政实际收入为 20.9 万亿，比预算收入少了 1.5 万亿。

如果调入资金和结转结余资金不变的话，可算得 2024 年 9-12 月，公共财政支出同比约为-6.1%，较今年 1-8 月的支出同比 1.5%大幅回落。

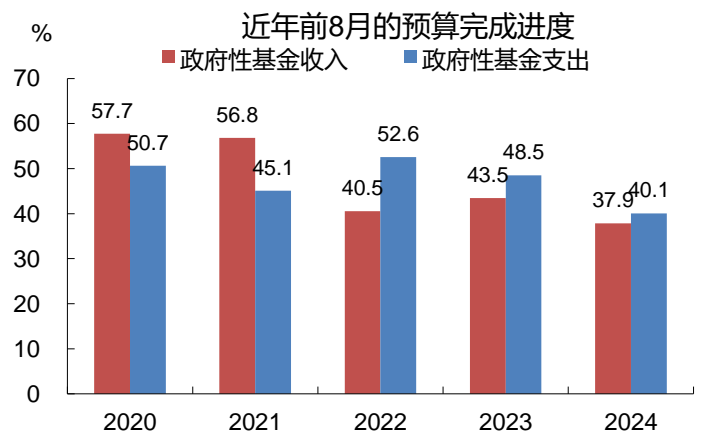
如果把政府性基金收支考虑进来，今年 9-12 月财政两本账将面临更大的支出压力。使用和公共财政收入一样的估算方法，可估算得 2024 年政府性基金实际收入约为 5.2 万亿，比预算收入少了 1.9 万亿。假设 2024 年新增专项债额度中，有 20%的用于化债，在其它条件不变时，9-12 月政府性基金支出同比为-53.2%，明显低于今年前 8 个月的-15.8%。

图表 7：近年前 8 个月的公共财政收支预算完成进度



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：近年前 8 个月的政府性基金收支预算完成进度



来源：Wind，中泰证券研究所

综合考虑公共财政和政府性基金两本账，2024 年实际收入可能比预算收入少 3.4 万亿。在调入和结转结余资金规模同预算金额一致时，9-12 月两本账支出同比约为-18.4%，较前 8 个月的支出同比-2.9%大幅回落。

如果没有增量政策，财政支出非但没有发挥更大力度逆周期调节的功能，反而可能是 9-12 月经济增长的拖累因素。

#### 4. 财政加力逆周期调节，有哪些值得期待？

在减收的情况下，财政加力逆周期调节，有哪些值得期待？我们认为，可能从以下三个方面着手。

**第一，调整预算增发国债。**中国曾于 1998 年、1999 年、2000 年和 2023 年，四次临时调整预算增发国债，增发规模分别为 1000 亿、600 亿、500 亿和 10000 亿。其中，2023 年增发的 10000 亿国债，全部列入中央预算赤字，但作为特别国债管理。

1998 年-2000 年的三次预算调整，都是在当年 8 月召开的全国人大常委会上审议通过的，资金主要用于基建等固定资产投资。2023 年的预算调整，是在当年 10 月召开的全国人大常委会上审议通过的，资金主要用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。

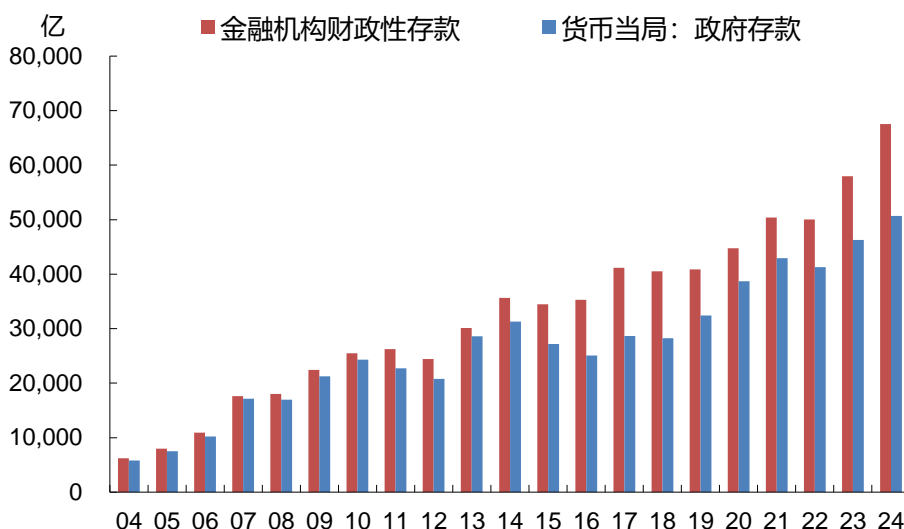
从托底经济和推动物价回升的角度看，当前和 1998-2000 年存在相似性。前文测算过，2024 年公共财政和政府性基金这两本账，全年的实际收入可能比预算收入少 3.4 万亿。**财政减收和需求不足、物价低迷，如果没有政策干预，可能形成负向循环。**

非常时期，建议采取非常之策，将赤字率提高到 3% 以上，通过政府举债来对冲实体部门的信用收缩。按照惯例，预计下一次全国人大常委会将于 10 月下旬召开，关注上调预算和增发国债的可能。

**第二，盘活存量财政资金。**从金融机构信贷收支表看，2024 年 8 月政府存款达到了 43.5 万亿。剔除掉政府难以直接动用的机关团体存款，隶属于各级政府部门的财政存款，也有 6.8 万亿，处于历史高位。从货币当局资产负债表来看，各级政府存放于央行的政府存款，达到了 5.1 万亿。随着财政收、支管理的日益完善，所需的财政存款规模逐步下降。近年已有多个地方政府发文推动财政存款盘活工作，可加大盘活财政存款的力度。



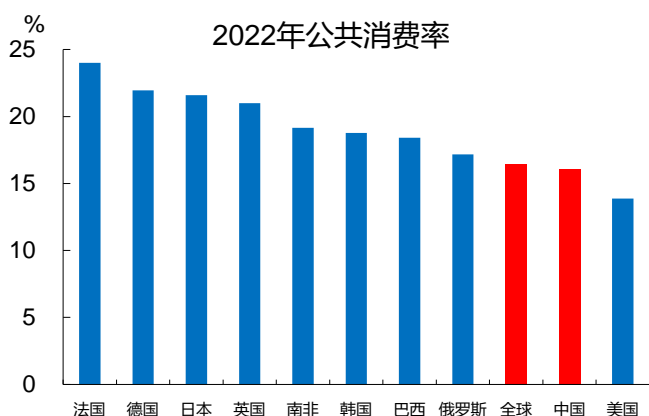
**图表 9：中国的财政存款规模持续攀升**



来源：Wind，中泰证券研究所（注：2024 年数据为 2024 年 8 月的）

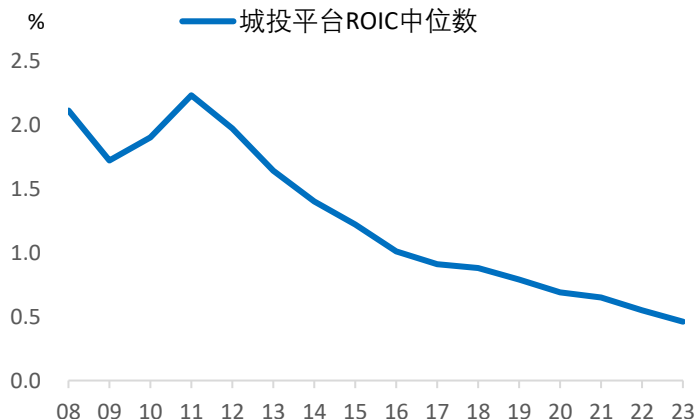
**第三，优化财政支出结构，加大对消费领域的倾斜。**世界银行数据显示，以支出法核算的 GDP 中政府最终消费支出占比，来衡量的公共消费率，中国长期低于全球平均水平。2022 年（最新数据），中国公共消费率为 16.1%，主要经济体中仅高于美国的。中国公共消费率低，原因之一是基建投资主要依赖于财政资金，挤占了财政支出对消费的支持。但现在依赖于投资的增长模式难以为继，以城投平台投入资本回报率（ROIC）中位数来衡量的基建投资回报率，2023 年已降至 0.46%。逆周期调节对基建投资的依赖度越高，潜在的债务风险可能越大。

**图表 10：2022 年全球和主要经济体的公共消费率**



来源：世界银行，中泰证券研究所

**图表 11：城投平台 ROIC 中位数已降至 0.5%左右**



来源：Wind，中泰证券研究所

提高增长的可持续性，摆脱低物价，都需要消费这一经济压舱石，发挥更积极的作用。2024 年 7 月政治局会议，有较大篇幅涉及促消费。我们认为在本轮财政逆周期调节中，提振消费将是重点。

可能采取的措施，一是适当增加公共消费，即增加对教育、医疗、养老等基本民生领域的支持。和增加公共投资会挤出消费不同，增加公共消费会促进

私人消费，对总消费会有乘数效应。伍再华等人通过定量分析，发现中国公共消费每增加 1%，居民消费在长期内最高会增加 0.39%<sup>2</sup>。二是在现有大宗消费品以旧换新的基础上，扩大补贴范围，加大补贴力度。由于债务压力、对经济和就业的预期有待提振等原因，目前居民部门的消费意愿不足，财政补贴能起到一定促进作用。三是对特定人群的现金发放，比如处于找工作阶段的大学毕业生、农村低收入人群等。据人民日报报道，财政部和民政部在今年国庆节前，向特困人员、孤儿等困难群众发放一次性生活补助。考虑到当前就业市场的不确定性较大，未来财政资金发放生活补助的范围可能会扩大。

**风险提示：所处时代和社会环境不同，政策效果存在差异。**

---

2、伍再华、冉珍梅、郭新华，家庭借贷约束、劳动市场摩擦与政府支出乘数——对政府支出乘数困境的一个新解释，《世界经济文汇》，2017 年第 4 期

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。