

详细测算财政支出的七大方向

2024年11月19日

- 自2024年九月底以来，一揽子政策陆续出台，伴随11月8日人大常委会闭幕，对财政化债政策的方案公布，今年系列政策及明年可能存在的增量政策方向基本明晰。而对于投资而言，重要的是各项政策对经济的影响机制和拉动作用如何？是否能够有效助力经济企稳复苏？为此，我们结合目前明确的政策方向和能够看到的部分线索，对今年已经出台以及明年可能出台的各项财政支出的经济效果进行了详细测算。具体如下：
- **一是新一轮财政化债如何影响经济？** 一则是腾挪资源增加财政支出，本轮债务置换使得地方偿债支出每年减少1.74万亿元，我们预计假设其中有1万亿元转换为地方实际财政支出，对GDP增速的直接拉动作用在0.7个百分点左右。二则是大幅改善流动性，解决“多角债”问题，“账面收入”转为实际收入后，一方面根据边际消费倾向直接拉动消费，另一方面在“投资-收入-再投资”循环重启后，有望拉动民间固定资产投资预期和增速回升。
- **二是闲置土地收购：短期控制供给长期拉动投资。** 闲置土地收购对经济存在缓解现金流和带动新增投资的两方面影响。我们测算目前全国合计尚未开工的住宅与商服土地面积或在5.76亿方左右，合计土地价值约为3.5万亿元左右，假设未来按照平均80%折价收购和50%收购量计算，对应闲置土地收购所需的资金规模应在1.4万亿左右，大幅改善城投和房企现金流。其次，闲置收购短期目的是控制土地供给、促进房价企稳、改善现金流，长期仍需用于投资，按照过去土地占房地产开发投资成本计算，闲置土地回收再利用有望在未来带动1万亿元新增房地产开发投资。
- **三是存量商品房收购：助力市场止跌企稳，促进改善型住房投资再增长。** 我国商品房待售面积为7.3亿平米，按照过去十年待售面积均值5.3亿平米测算，本轮收储需消化库存面积大致应在2亿平米左右，对应规模约在2.17万亿元左右。按前期地方收储方案平均50%的折价率计算，对应所需资金在1.1万亿元左右。如在明年全部落地，对应拉动房地产销售额增速应在10%以上。商品房销售对GDP拉动作用分为售房环节增加值和购房后每年按购房价格计入GDP的虚拟折旧（售价的2%）两部分，对经济拉动作用取决于收购价格。但收储更重要的意义或在于短期快速出清后，促进开发投资的较快回升。结合国际经验和我国国情来看，未来改善型住宅仍有大量的投资空间。
- **四是新型城镇化建设：投资、消费均有较大潜力。** 新型城镇化建设规划提出5年内常住人口城镇化率提升至接近70%，对应未来每年需要新增的城镇人口约为900万人。一方面，“市民化”公共服务需求对应每年所需新增投资和支出规模在1.35万亿元左右，带动固定资产投资增长2.6%。另一方面，城镇化率提升后，由于公共服务供给增加或将带动消费需求每年提升7500亿元，拉动社会零售总额增长1.54%。此外，新型城镇化建设下城市管网改造投资空间较大，按前期发改委所述总需求约4万亿。如果在城镇化5年规划期同步完成，每年新增投资8000亿元，带动固定资产投资增长1.54%。
- **五是以旧换新：明年商品消费有望延续，服务消费有望加码。** 今年家电“以旧换新”政策效果逐步释放，对消费拉动作用显著。我们测算日均财政补贴使用量由9月份的3.59亿元/日，逐步提升至11月的5.84亿元/日，拉动消费总规模约1500亿元。根据我国以往的家电补贴政策经验来看，一般政策的持

分析师

张迪

☎: 010-8092-8096

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

聂天奇

☎: 010-8092-7737

✉: nietianqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524090001

风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 国内经济数据超预期的风险
3. 海外经济和政策超预期的风险
4. 数据测算假设与实际存在偏差的风险
5. 政策具体落地和执行不到位的风险

续时间均为 2-5 年，我们测算目前应仍有 1.77 亿台家电置换需求，2025 年消费品以旧换新政策有望延续。按目前估算 2024 年消费以旧换新补贴共计规模大约在 1000 亿元左右（汽车+消费品），如果 2025 年超长期特别国债发行规模有望达到 2 万亿元，等比例现行外推，用于支持消费的金额约为 2000 亿元，以两倍财政乘数效应的测算的话，对于社零的拉动作用约为 0.8 个百分点。此外，2025 年消费补贴政策有望进一步拓展至服务业消费领域。

- **六是助学补贴：已出台相关政策细则，直接拉动消费增长。**11 月 4 日财政部等四部发布了《关于调整完善国家助学贷款有关政策的通知》，进一步明确了相关政策细则，包括：国家奖学金奖励名额翻倍、提高本专科生奖学金奖励标准和助学金资助标准、加大国家助学贷款支持力度。我们测算，2024 年起实施的学生群体奖励政策将产生 109 亿元增量补贴支出。考虑到学生群体边际消费倾向较高，有望全部转化为消费。与此同时，减轻学生群体负担。
- **七是生育补贴：明年有望出台增量政策。**近年来，生育、养育成本不断提升已成为制约生育率的主要原因之一，中国家庭追踪调查 CFPS2010-2018 数据进一步显示当前孩子的养育成本占家庭收入的比例接近 50%。2024 年 10 月国务院印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知，强调要建立生育补贴等制度。实际上，我国目前已有多地开始发放育儿补贴，目前各地平均发放标准大致在一次性生育补贴 5000-10000 元、按月发放育儿补贴 500-1000 元每月。假设明年按照一次性补贴二孩 5000 元、三孩 10000 元，按月补贴二胎及以上每孩每月 800 元的标准发放全国性补贴，对应财政补贴资金约 2300 亿元，按照我们测算的当前边际消费倾向 65% 计算，将带动新增消费支出约 1500 亿元。

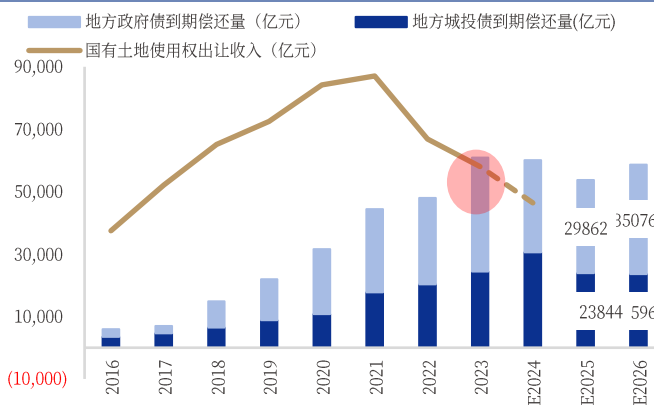
一、财政化债：缓解地方债务压力，保障地方财力

目前市场对财政化债对经济的拉动作用存在分歧，我们认为这主要取决于置换哪些债务以及如何置换。如前期财政部发布会所述，本轮债务置换重在保障地方财力，腾挪更多资源发展经济，我们认为本轮置换债务或主要以2027年前即将到期的债务为主。而通过地方政府债置换的方式，实际上便能够起到债务展期的作用，进而缓解地方政府的偿债压力，“以时间换空间”增加地方可支配财力。

大规模债务置换助力地方腾挪资源，增加财政支出。自2018年财政部启动“十年化债方案”以来，地方财政每年需要动用大量广义财政资源用于隐性债务化解。按财政部公布的目前隐性债务规模14.3万亿元计算，2018年底至2023年底隐形债务规模减少了50%，这意味着过去5年地方财政共化解了14万亿左右的隐形债务。扣除2019年-2021年“建制县隐性化解试点”发行的1579亿元置换债券、2020年-2022年一线城市“隐债清零”和部分建制县隐性化解发行的1.1万亿元置换债券、以及2023年发行的1.39万亿特殊再融资债券后，地方自身化解债务规模在11万亿元左右，折合每年在2.2万亿元左右。其主要化债方式包括安排年度预算资金、盘活财政存量结余资金偿还、盘活国有资产和国有资源形式偿还等多种方式，以上化债方式毋庸置疑需要消耗地方财政资源，影响地方财政支出能力。

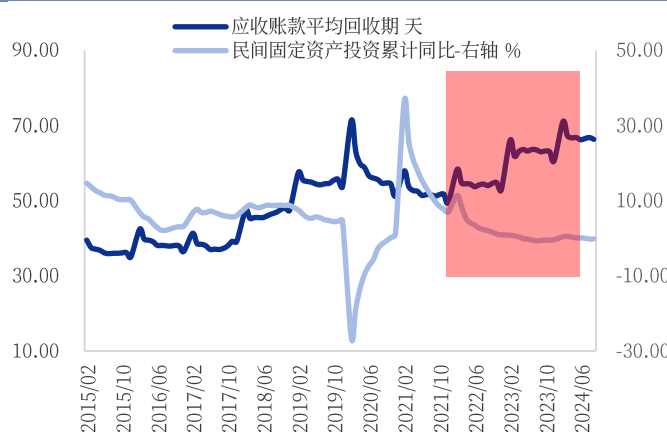
反过来说，本次债务置换使得地方自身每年偿债规模从2.2万亿元降低至每年4600亿元，偿债支出每年减少1.74万亿元，我们保守假设这其中至少应有1万亿元以上可以转换为财政支出，即财政部在新闻发布会上所提及的“使地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。”1万亿新增财政支出即使不考虑财政乘数效应，对GDP增速的直接拉动作用也在0.7个百分点左右，对经济稳增长意义重大。

图1：地方债、城投债到期偿还量和土地收入规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：规上工业企业应收账款回收周期与民间投资增速负相关



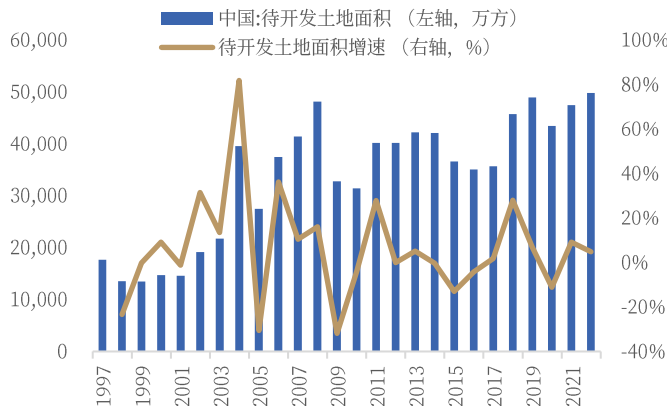
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

其次，新一轮化债还将缓解和改善市场流动性，尤其是降低To G企业应收账款压力，有助于提振市场预期。在10月12日发布会上，也提及过去安排的化债限额在支持地方化解存量隐性债务的同时，还有消化政府拖欠企业账款。我们注意到，企业应收账款的平均周期由2018年的47.4天大幅提升至2024年9月份的66.3天，与此同时民间固定资产投资完成额的累计增速由8.73%持续降至-0.2%。伴随新一轮化债中，部分资金或可用于偿还企业账款，“账面收入”转为“实际收入”后，一方面按照边际消费倾向直接拉动消费，另一方面在经济“投资—收入—再投资”循环重启后，有望带动民间固定资产投资增速的回升。

二、收购闲置土地：短期控制供给长期拉动投资

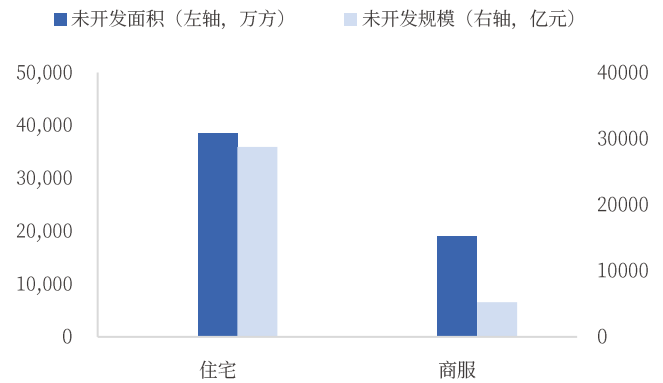
闲置土地收购对经济存在缓解现金流和带动新增投资的两方面影响。前期五部委新闻发布会明确通过多项资金支持收购闲置土地，包括专项债资金、专项贷款、人民银行再贷款资金支持，资金渠道较为丰富。在收购方式方面，除政府收购外，鼓励企业自主开发和市场化流通。11月7日自然资源部下发关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知，指出专项债将优先收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。

图3：房地产企业累计待开发土地面积



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：未开工的住宅与商服用地面积和规模（万方，亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

一方面，闲置土地收购有望缓解地方政府和房地产公司现金流。根据国家统计局数据，2022年末我国房地产企业待开发土地面积为4.98亿平，对于2023年-2024年期间的待开发土地，我们使用土地成交规划建筑面积和新开工面积进行估算：2023-2024年9月，成交住宅和商服用地规划建筑面积为16.7亿平，房地产企业房屋新开工面积（主要包括住宅、商业营业用房和办公楼）为15.1亿，2023-2024年尚未开工的住宅与商服建筑面积为1.56亿平。其中，历史数据显示：成交住宅和商服用地规划建筑面积与土地面积的平均比值约为2.02，据此估算2023-2024年尚未开工的住宅与商服土地面积约为7729万方。加上统计局公布的2022年底数据，我们测算目前全国合计尚未开工的住宅与商服土地面积或在5.76亿方左右。

表1：存量未开发土地预估

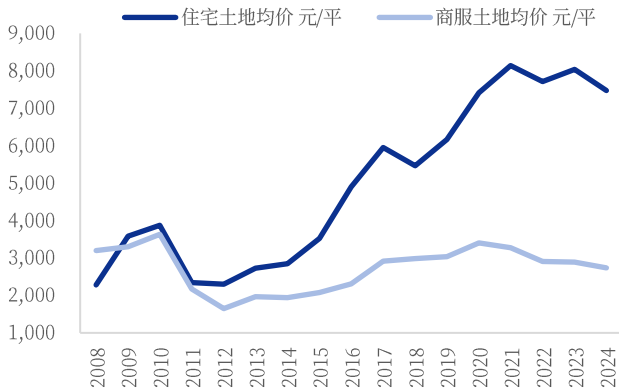
指标	2023-2024住宅与商服土地成交建面	2023-2024房地产企业房屋新开工建面	住宅与商服成交建面与土地面积平均比值	2023-2024年住宅与商服未开工土地面积	2022年末待开发土地面积	现存未开工住宅与商服土地面积	2024年全国住宅与商服土地成交均价	累计尚未开工土地规模
单位	万方	万方		万方	万方	万方	元/平米	亿元
数值	167,045.79	151,426.28	2.02	7,728.66	49,827.72	57,556.37	5723.59 (住宅：7,474.42 商服：2,740.71)	34,846.40

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2024年1-10月住宅土地成交均价为7474元/平，商服土地成交均价为2741元/平，二者合计成交均价为5724元/平，按照过去十年住宅和商服土地成交的占比（7：3）计算，住宅土地合计价值或在3.01万亿元、商服土地在0.47万亿元，合计土地价值约为3.5万亿元左右。根据自然资源部政策要求：土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，

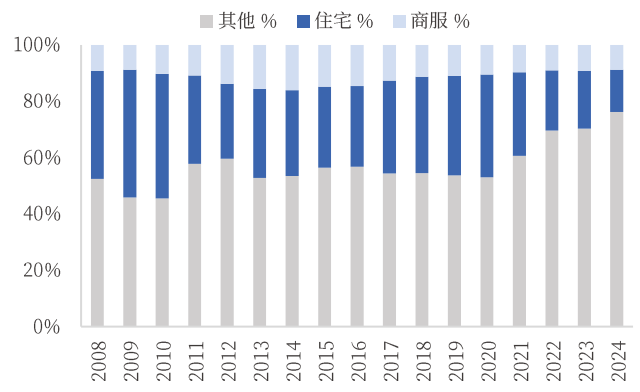
相较企业土地成本，就低确定收地基础价格。因为土地成交价基本属于成本价，折价空间或小于商品房收购，我们假设未来按照平均 80% 折价收购和 50% 收购量计算，对应闲置土地收购所需的资金规模应在 1.4 万亿左右。考虑到收购主体为地方政府，按目前地方财力状况来看，预计需要再未来 2-3 年内陆续推进，对应每年资金规模或在 5000-7000 亿左右。这使得相关城投公司和房地产企业的现金流有所改善。

图5：2008-2024 年住宅与商服土地成交均价



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图6：成交土地占地面积中住宅与商服用地占比 (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

另一方面，通过存量土地盘活利用有望带动新增项目投资。闲置土地收购的短期目标是改善流动性、调节供需，而最终目的是回收再利用。我国于 2017 年左右对各地闲置土地进行督查，彼时主要是督导“囤地”行为，促进闲置土地尽快入市以稳定房价过快上涨，根据自然资源部发布的《关于 2017 年国家土地督察工作情况的公告》显示，2017 年督察新发现闲置住宅用地 3148 宗，23.8 万亩。此后的 2019 年 9 月暂停了土储专项债的发行使用。当前伴随房地产市场的供需格局的变化，政策调控也相应转向，即“严控增量”背景下通过闲置土地收购降低土地供给，配合房价止跌企稳。

长期来看，闲置土地收购最终还是要回收再利用，但由于短期供需调控需求，投资拉动作用或有所滞后。根据 11 月 7 日发布的《自然资源部关于运用地方政府专项债券资金回收收购存量闲置土地的通知》要求：回收收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发。确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应，在落实“五类调控”的同时，供应面积不得超过当年回收收购房地产用地总面积的 50%。因此，我们预计其回收再利用对投资的带动作用会相对滞后。按照土地成本占比测算，其未来长期所能拉动的投资规模或在万亿以上。2018-2023 年样本房企土地成本占房地产开发成本的比重从 37.9% 增至 52.6%，按上述 1.4 万亿规模测算，有望在未来几年带动新增房地产投资 1 万亿元。

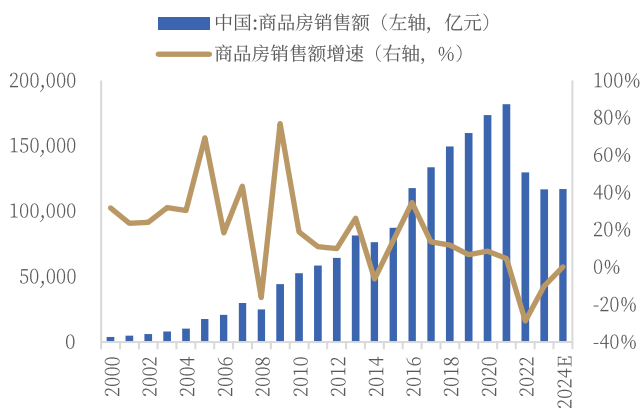
三、收购商品房：助力房地产市场止跌企稳

存量商品房收购有望拉动商品房销售增速，但对经济的拉动作用短期或相对有限。2024 年 10 月 12 日财政部新闻发布会提出当前已建待售的住房相对较多，要用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。截止 2024 年 9 月底，我国商品房待售面积为 7.3 亿平米，按照 2014 年以来商品房库存水平来看，过去十年房地产累计待售面积的均值水平为 5.3 亿平米，这意味着这一轮房地产收储政策需要消化的库存面积大致应在 2 亿平米左右。按照统计局公布的 2023 年全国住宅销售均价 10864 元/平方米计算，对应规模约在 2.17 万亿元左右。

考虑到当前商品房成交价的下行趋势和收储房型基本上属于流动性较弱的资产，大部分均需折价收购。根据时代周报统计，综合多地发布的收储细则来看：本轮收储中，政府购房价格一般定在

周边同类房源市场价的 5 折以下，且对收储房源有配套和地段的要求，也有部分城市按计划土地成本+建安成本+5%利润定价。我们暂且按 50%的折价率计算，对应所需收储规模或在 1.1 万亿元左右。如果能在明年全部落地，对应拉动房地产销售额增速应在 10%以上。

图7: 中国商品房销售额 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 商品房待售面积

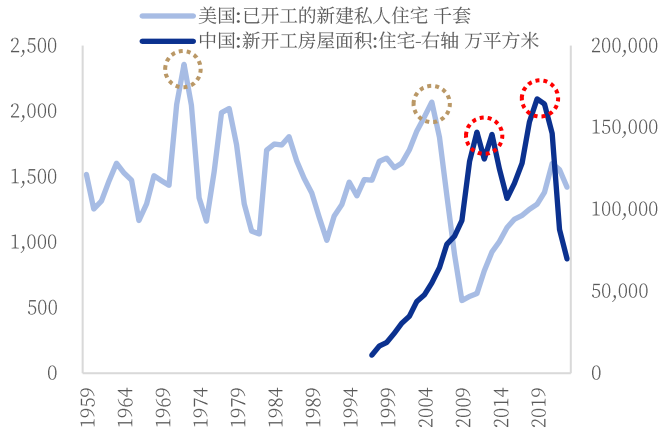


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

房地产销售如何拉动经济？大规模收储作用几何？直接影响在于缓解企业流动性和稳定房价。已建成的存量商品房销售对 GDP 影响机制有两方面，一则是对于房地产企业来说由建筑总成本到最终售价之前的增加值计入 GDP，二则是对于购房居民或企业部门用于自住或自持的，主要是每年根据购房价格的虚拟折旧计入 GDP（城镇自住折旧率 2%、农村自住折旧率 3%）。如果按照上述收储政策的折扣比例和目前落地项目来看，按照 5% 利润率和 2% 虚拟折旧计算，1.1 万亿的商品房收储对应 GDP 的拉动作用在 770 亿元左右。因此，我们认为地产收储的主要目的在于缓解现金流、稳定房价、增加保障性住房供给、降低系统性风险，政策本身对经济的稳定意义大于拉动作用。

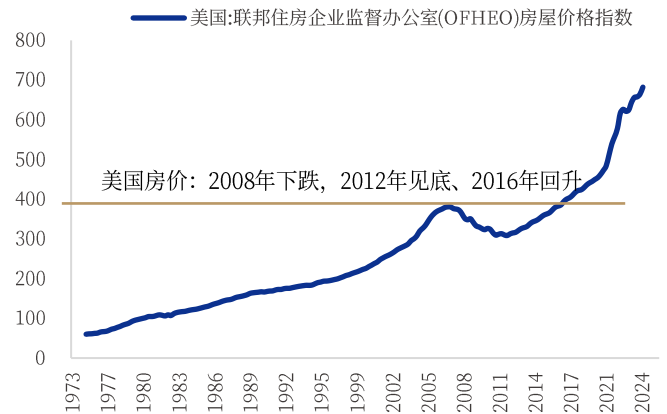
但其次生影响机制有望带动房地产开发投资增速回升，尤其是我国未来改善型住宅需求具有较大空间。我国 2023 年城镇人均住房套数为 1.07 套，大致相当于美国 1960 年的水平。但我们注意到，美国房地产开发建设并未在住房总体供给平衡后长期走低，开发投资此后进一步回升。其背后重要因素之一或是伴随城镇化建设完成，部分中产阶级逐步向周边迁移带来的“改善性”住房需求。即使在 2008 年金融危机后，美国商品房价格也仅在 4 年时间里下跌了约 20%，并在后续 4 年时间恢复、8 年时间里便再次实现了房价翻倍。以史为鉴，我们认为中国商品房市场仍然存在较大的改善性住房需求，在本轮收储政策助推下有望加速住宅市场出清，从而在未来一段时期形成更加健康的房地产开发模式和新增房地产开发投资增速的回升。

图9: 中美两国房地产开发投资历史数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 美国房屋价格指数



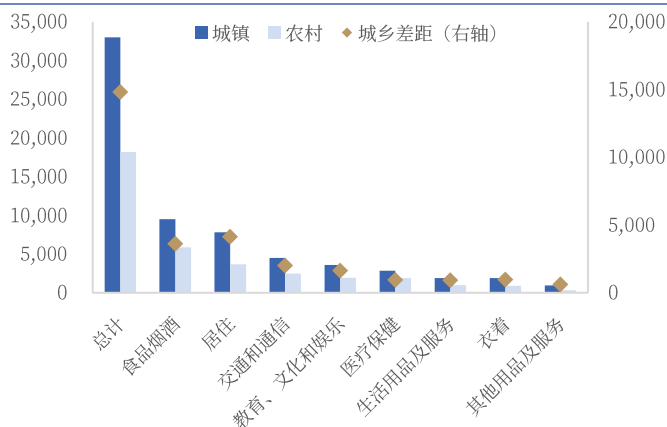
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、新型城镇化建设：未来 5 年具有较大投资需求

新型城镇化建设下，投资和消费具备较大提升潜力。2024年7月31日，国务院发布《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》，提出5年内常住人口城镇化率提升至接近70%，并努力缩小户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距。截至2023年，我国常住人口城镇化率为66.16%，如果2029年城镇化率提升至70%，每年需要新增的城镇人口约为900万人。常住人口城镇化率与户籍城镇化率相差18%，约2.5亿人口有“市民化”需求。

新型城镇化建设对应每年所需新增投资和支出规模在1.35万亿元左右。为了支持农业转移人口市民化，需要新增大量基础设施及公共服务投资。根据社科院的测算，2012年我国农民工市民化的人均公共成本是13.1万元，主要包括社会保障支出、随迁子女教育对应的校舍建设、保障性住房、公共服务管理等多项成本。近年来这一成本应有进一步提升，我们按照15万元/人保守估计，每年900万流动人口的市民化对应需要1.35万亿元新增财政投资和支出需求。2023年全国固定资产投资50.3万亿元，根据Wind一致预期2024年固定资产投资增速3.3%，2024年固定资产投资将达到51.96万亿元，按照上述投资测算，城镇化建设支出将带动明年固定资产投资增长2.6%。

图11: 2023年城镇和农村居民人均消费支出拆分及差距(元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 农业人口市民化公共成本测算

名称	具体内容	市民化成本(元/年)
公共成本	城镇建设维护	677
	公共服务管理	806
	社会保障	41356
	随迁子女义务教育	14180
	保障性住房	12011
	其他	61970
	总计	131000

资料来源: 社科院《城市蓝皮书》，中国银河证券研究院

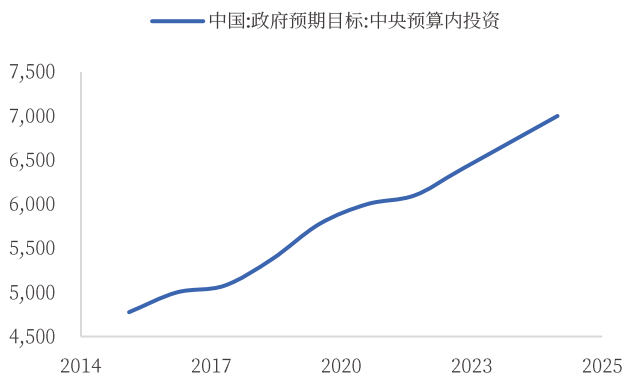
“市民化”下的公共服务供给增加或将带动消费需求每年提升7500亿元。城乡居民年支出差距为1.5万元，其中在食品烟酒、居住、交通和通信、教育文化和娱乐领域的支出差距在千元以上。

非城镇户籍人口转为城镇户籍常住人口使得这部分人群在社保、教育等领域享受更好的公共服务，从而降低储蓄意愿，提升边际消费倾向。如果“市民化”可以使得其消费支出和城镇居民保持一致，假设常住人口城镇化率与户籍城镇化率之间 18% 的差值被消除，2.5 亿“市民化”人口每人年支出提升 1.5 万元，总计将提升消费支出 3.75 万亿元，平均每年产生 7500 亿元新增消费，拉动社会零售总额和 GDP 分别增长 1.54% 和 0.57%。

此外，新型城镇化建设下，城市管网改造需求空间较大，预计每年存在 8000 亿元的新增投资需求。10 月 8 日国新办新闻发布会指出，以城市目前重要的“里子工程”地下管网建设改造为例，有关方面预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近 60 万公里，投资总需求约 4 万亿。假设该工程在城镇化率提升至 70% 的 5 年内完成，则每年将产生投资支出 8000 亿元，带动固定资产投资和 GDP 分别增长 1.54% 和 0.61%。

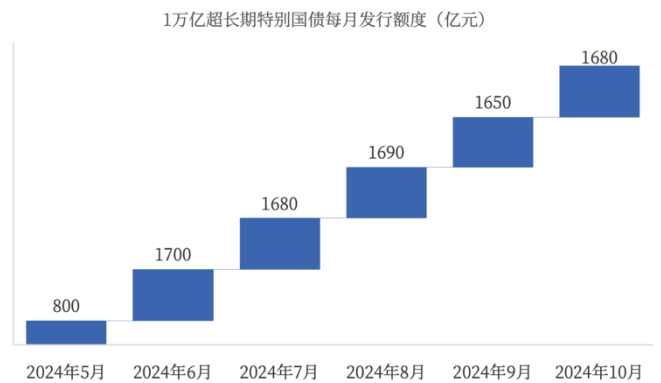
以上政策和投资建设对应的资金来源或是地方专项债和超长期特别国债。我们注意到 2025 年新修订的《财政收支科目分类》里，其中在政府性基金支出下新增了教育、医疗、保障房支出科目，下设款项为“超长期特别国债安排的支出”。这意味着伴随新型城镇化建设需求，未来超长期特别国债在今年支持“两新”、“两重”基础上有望进一步向民生和公共服务建设领域倾斜。与此同时，大规模城镇化建设还需要地方专项债及广义财政政策工具支持。我们预计 2025 年新增专项债规模或提升至 4.2 万亿元-4.5 万亿元，新增超长期特别国债规模在 1.5 万亿元-2 万亿元左右。

图13: 中央预算内投资支出逐年增长 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 1 万亿元超长期特别国债陆续下达



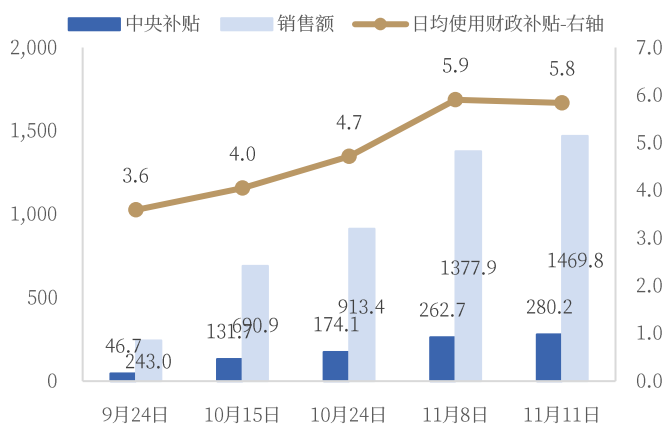
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、以旧换新：明年有望延续政策补贴

2024 年以旧换新消费券补贴收效显著，对消费拉动乘数大约为 1:5。7 月 25 日，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，安排 3000 亿元超长期特别国债资金用于支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，约 2280 亿元用于设备更新投资补贴，补贴比例 20%~30%。剩余约 1000 亿元消费品以旧换新补贴。从政策效果来看，家电以旧换新补贴政策对消费的杠杆撬动作用较为显著，根据商务部全国家电以旧换新数据平台显示：截至 10 月 15 日，已有 2066.7 万名消费者申请、1013.4 万名消费者购买八大类家电产品 1462.4 万台，共享 131.7 亿元中央补贴，带动销售 690.9 亿元，对消费的拉动乘数约为 5.25 倍。

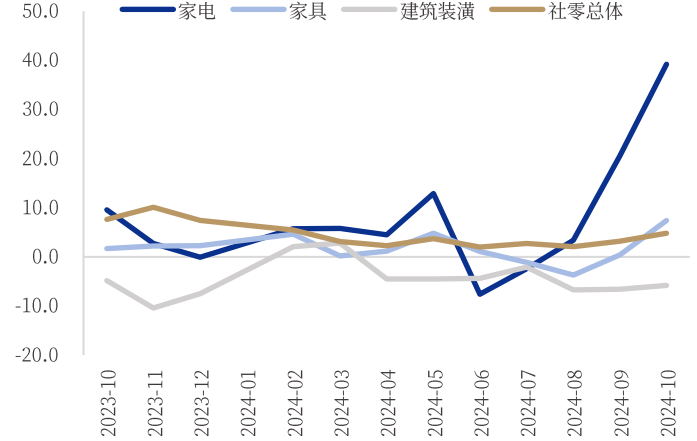
家电“以旧换新”政策效果逐步释放，对消费拉动作用显著。自 2024 年 9 月 11 日家电消费补贴政策正式落地以来，带动消费规模和日均使用的财政补贴均逐步提升，我们测算日均财政补贴使用量由 9 月份的 3.59 亿元/日，逐步提升至 11 月的 5.84 亿元/日，惠及 2160 万消费者，拉动消费总规模约 1500 亿元。在政策补贴拉动作用下，家电消费连续三个月显著改善，10 月家电消费同比增长 39.2% (前值 20.5%)，拉动社零累计同比增速持续提升至 10 月份的 3.5% (前值 3.3%)。

图15: 中央财政补贴、拉动销售额、及日均使用补贴 (亿元)



资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院

图16: 家电消费连续三个月迎来显著改善 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

家电置换需求仍然较大, 2025 年以旧换新补贴有望延续。根据我国以往的家电补贴政策经验来看, 一般政策的持续时间均为 2-5 年, 例如 2007-2013 年的家电下乡补贴, 2009-2011 年的以旧换新补贴, 2009-2011 年以及 2012-2013 年的两轮节能惠民财政补助。考虑到本轮补贴政策在下半年才陆续落地, 我们认为或至少应延续至明年年底。参照 2009-2011 年以旧换新政策置换率来看, 三年共置换了五大类家电 9248 万台, 占当时家电保有量 13.4 亿台的 6.9%。按此比例计算, 2023 年我国冰箱、洗衣机、空调等主要品类家电保有量超 30 亿台, 对应本轮置换需求或在 30 亿台 * 6.9% = 2.07 亿台。结合截至 11 月 8 日, 商务部国家家电以旧换新数据平台显示, 2025.7 万名消费者购买 8 大类家电产品 3045.8 万台, 带动销售 1377.9 亿元, 目前应仍有 1.77 亿台需要置换。因此, 我们认为, 2025 年消费品以旧换新政策有望延续。

表2: 2025 年家电以旧换新规模测算

指标	2023 年底保有量	2009-2011 年以旧换新置换比例 (占保有量)	预计本次以旧换新规模	已销售家电规模	仍需置换的家电规模	本轮以旧换新截至 11 月 8 日平均售价
单位	亿台	%	亿台	万台	亿台	元/台
数值	30	6.9	2.07	3045.8	1.77	4524

资料来源: 商务部、Wind、中国银河证券研究院

考虑明年超长期特别国债发行规模有望提升, 消费品以旧换新补贴规模亦有提升空间。我们测算 2024 年消费以旧换新补贴共计规模大约在 1000 亿元左右 (汽车+消费品), 如果 2025 年超长期特别国债发行规模有望达到 2 万亿元, 等比例现行外推, 用于支持消费的金额约为 2000 亿元, 以两倍财政乘数效应的测算的话, 对于社零的拉动作用约为 0.8 个百分点。

此外, 2025 年消费补贴政策有望进一步拓展至服务业消费领域。针对服务业消费, 实际 2024 年部分地区已经发放了服务类消费券。例如北京多区发放文旅、餐饮消费券, 如通州发放 100-500 元的酒店、景区优惠券, 优惠力度从 5 折到 7 折不等; 天津经开区发放餐饮、住宿、商超消费券, 补贴比例约为 40%; 杭州发放两轮共计 3000 万元餐饮专项消费券, 补贴类型包括满 100-10、满 200-30 等, 补贴比例在 10%到 20%之间; 重庆两江新区发放第四轮文体旅商消费券, 补贴比例约为 20%; 上海投入市级财政资金 5 亿元向餐饮、住宿、电影、体育等四个领域发放消费券。政策效果方面, 根据上海市商务委副主任刘敏介绍, 前两批餐饮消费券每 1 元拉动 5.1 元线下餐饮消费金额。

表3: 2024 年部分地区发布服务类消费券

地区	消费券类型	补贴金额	补贴比例/拉动倍数
上海	餐饮消费券	3.6 亿元	“前两批餐饮消费券每核销 1 元拉动 5.1 元的线下餐饮消费金额”
	住宿消费券	9000 万元	
	电影消费券	3000 万元	
	体育消费券通用消费券	2000 万元	
北京通州	通州住宿通用消费券		20%到 70%不等
	通州酒店套餐消费券		
	正餐优惠券	2000 张 (10 万元)	
	比格比萨优惠券	10000 张 (47 万元)	
北京昌平	餐饮和酒店融合消费券	500 万元	20%
天津经开区	餐饮、住宿、商超优惠券		40%
杭州	餐饮专项消费券	3000 万元	10%到 20%不等
重庆两江新区	通用消费券 (主要为商贸、文化、旅游领域)		约 20%左右
	体育通用消费券		
	运动项目体验券		
	两江好味专享券		
	渝味 360 碗尝鲜体验券		

资料来源: 各地方政府网站, 中国银河证券研究院

假设明年服务类消费券在全国范围内推行, 补贴规模应在 150 亿元以上, 带动 500 亿元消费。

上海今年发放的 5 亿元服务类消费券中 90% 为餐饮住宿类, 2023 年上海消费品零售总额中, 餐饮住宿占全国消费品零售总额中的餐饮收入的比例为 2.85%。假设 2025 年上海 5 亿服务类消费券仍兼延续, 考虑到一线城市服务类消费补贴发放时间早、力度大, 补贴金额占全国比重或略大于服务类消费占比, 按照上海服务类消费券发放金额占全国发放金额为 3% 估算, 明年全国各地还将继续发放约 150 亿元服务消费券。按照 20%-40% 的补贴比例估算, 将拉动约 500 亿元消费, 带动社会消费品零售总额增长 0.1%, 带动 GDP 增长 0.04%。

设备更新: 明年有望延续, 规模或进一步提升。2024 年“两新”政策中 1480 亿用于设备更新、重点行业节能降碳、安全改造以及老旧运营船舶报废更新。另有 1500 亿用于包括营运车辆、农用机械和新能源公交更新和消费品以旧换新。我们预计 1500 亿资金中用于设备更新有关的项目补贴金额为 800 亿, 因此总计对设备更新领域补贴为 2280 亿元。其中, 财政补贴占新增设备更新项目总投资额的比例大致在 20%~30% 区间。以此测算, 对设备更新相关投资额外增长 7600~11400 亿。我们认为明年设备更新补贴政策规模有望延续, 规模或有进一步提升。

表4: 设备更新拉动规模测算

固定资产投资总额增速	设备工器具购置总额	设备更新预计拉动	补贴覆盖率	设备更新补贴
5.74%	82,153 亿	7,600 亿	30%	2,280 亿
6.5%	85,953 亿	11,400 亿	20%	2,280 亿

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

六、助学补贴：已出台相关政策细则

10月8日国新办新闻发布会指出，进一步扩大消费内需，重点是把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，实施提振消费行动，具体包括加大对特定群体的支持力度、结合“两新”推动大宗商品消费持续扩大、以及扩大养老、托育等服务消费。

之后11月4日财政部等四部分发布了《关于调整完善国家助学贷款有关政策的通知》，进一步明确了相关政策细则，包括：1.国家奖学金奖励名额翻倍、2.提高本专科生奖学金奖励标准、3.提高本专科生国家助学金资助标准、4.加大国家助学贷款支持力度，本专科生最高贷款额度由1.6万元提高至2万元，研究生最高贷款额度由2万元提升至2.5万元，利率由LPR-60bp降低至LPR-70bp。发布会还提出2025年将提高研究生学业奖学金奖励标准，同时还将提高普通高中国家助学金资助标准、提高中等职业学校国家助学金资助标准并扩大资助范围。

表5：学生补贴政策测算

学生补贴政策					
国家奖学金					
	名额 (万人/年)	金额 (元/年)	名额 (万人/年)	金额 (元/年)	增量支出金额 (亿元)
	调整前		调整后		17.2
本专科生	6	8000	12	10000	7.2
硕士生	3.5	20000	7	20000	7
博士生	1	30000	2	30000	3
本专科国家励志奖学金					
	名额 (万人/年)	金额 (元/年)	名额 (万人/年)	金额 (元/年)	增量支出金额 (亿元)
	调整前		调整后		11.46
专科生	55.13	5000	55.13	6000	5.51
本科生	59.54	5000	59.54	6000	5.95
本专科国家助学金					
	名额 (万人/年)	金额 (元/年)	名额 (万人/年)	金额 (元/年)	增量支出金额 (亿元)
	调整前		调整后		80.50
专科生	531.52	2686	531.52	3700	53.90
本科生	434.41	3088	434.41	3700	26.60
	合计				109.166 (亿元)

资料来源：财政部、教育部全国学生资助管理中心、中国银河证券研究院

如表5所示，2024年起实施的学生群体奖励政策将产生109亿元增量补贴支出：

1. 本专科生国家奖学金奖励名额由6万人增加至12万人，硕士生由3.5万人增加至7万人，博士生由1万人增加至2万人，且本专科生国家奖学金奖励标准由8000元提升至10000元，硕士生与博士生奖励标准保持20000元和30000元不变，则该项措施将会增加奖励支出17.2亿元。

2. 本专科生国家励志奖学金由5000元提升至6000元，2023年奖励人数共有114.67万人，假设2024年该人数保持不变，将增加奖励支出11.46亿元。

3. 本专科生国家助学金平均资助标准由3300元提升至3700元，2023年资助人数为965.93万人，假设2024年资助人数不变，将增加学生资助支出80.5亿元。

4. 假设2024年落实的国家助学金、国家励志奖学金以及助学金等政策将于2025年发放，则以上政策将直接增加109亿元支出。2023年社会消费品零售总额为47.15万亿元，根据Wind一

致预期 2024 年社零同比增速 3.46%，2024 年社零总额将达到 48.78 万亿元。鉴于学生群体尚无收入，消费倾向高，预计补贴将会全部转化为消费，拉动社会零售总额和 GDP 分别增长 0.02% 和 0.01%。

七、生育补贴：明年有望出台增量政策

近年来，生育、养育成本不断提升已成为制约生育率的主要原因之一。2022 年《中国青年报》的报道表示 81.4% 受访者认为经济压力是影响生育意愿的主要因素；2023 年衡阳市“三孩生育意愿”调查数据显示 95.92% 的受访者认为养育孩子费用高是生育三孩的最大阻力。北京大学中国社会科学调查中心发布的中国家庭追踪调查 CFPS2010-2018 数据进一步显示当前孩子的养育成本占家庭收入的比例接近 50%。

面对人口老龄化趋势，如何提高生育率水平，减轻家庭负担应是未来一段时期的政策方向，也是践行政治局会议提出的把“惠民生和促销费相结合”的政策抓手。2024 年 10 月国务院印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知，强调要建立生育补贴等制度。我国目前已有二十多个省、市、地区实施了不同程度的生育补贴措施。已有许多研究表明，从一些西方国家的经验来看，财政现金补贴对于提高生育率，尤其是高次序孩子的出生率有积极作用。

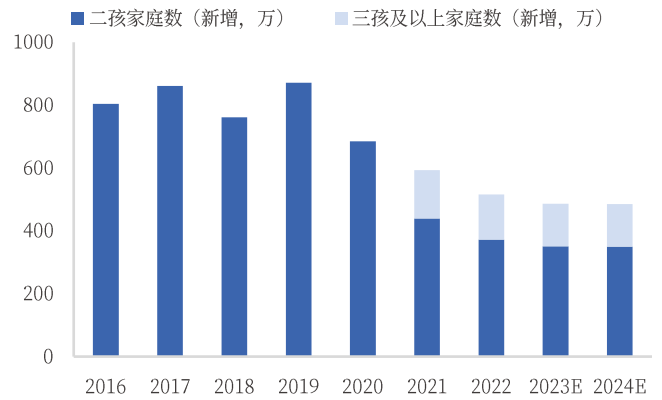
实际上，我国目前已有多地开始发放育儿补贴。例如，云南省发放二孩 2000 元、三孩 3000 元的一次性生育补贴，外加符合条件的二孩、三孩每年育儿补贴 800 元；深圳市发放一孩 3000 元、二孩 5000 元、三孩 10000 元的一次性生育补贴，外加育儿补贴一孩 1500 元每年、二孩 2000 元每年、三孩 3000 元每年，直至满 3 周岁；济南市发放二孩、三孩育儿补贴 600 元每月，低保、特困、失业的生育妇女每月多补贴 200 元。根据目前补贴政策来看，对二胎以上家庭的生育补助基本上是补贴至 3 周岁，一次性补贴标准在 2000 元-15000 元区间，按月补贴标准在每月 200 元-800 元区间。

图17：全国主要省市生育补贴

省/市	一次性补贴	按月/年补贴	政策发布时间
云南省	二孩 2000 元，三孩 5000 元	符合育儿生育的二孩、三孩，每年 800 元	2022 年 11 月 23 日
宁夏回族自治区	二孩 2000 元，三孩 4000 元	三孩每月不少于 200，直至 3 周岁	2023 年 5 月
广东省深圳市	一孩 3000 元，二孩 5000 元，三孩 10000 元	一孩每年 1500 元，二孩每年 2000 元，三孩每年 3000 元，直至 3 周岁	2023 年 1 月开始征集志愿，目前尚未正式实施
山东省济南市		二孩、三孩家庭每孩每月发放 600 元育儿补贴	2023 年 1 月
河南省郑州市	生育一孩、二孩、三孩及以上的分别一次性发放 2000 元、5000 元、15000 元的育儿补贴		2023 年 9 月
浙江省杭州市	孕产补贴：二孩 2000，三孩 5000 育儿补助：二孩 5000，三孩 20000		2023 年 8 月
湖北省长沙市	三孩及以上每孩 1 万元		2022 年 7 月

资料来源：各地方政府网站，中国银河证券研究院

图18：二孩、三孩及以上新增家庭数（万户）



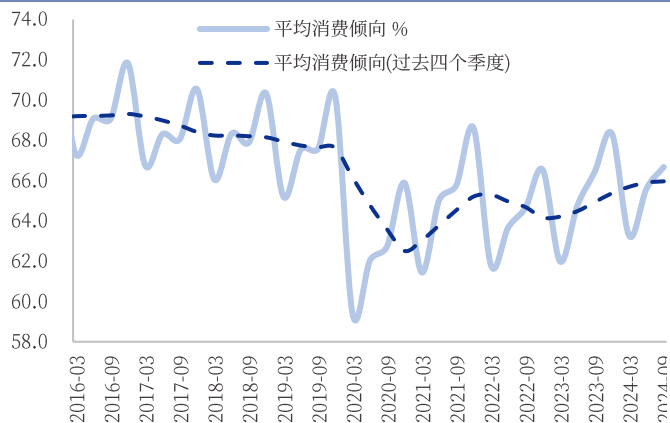
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我们按照二孩及以上家庭每孩每月 800 元育儿补贴直至孩子三周岁，叠加一次性生育补贴二孩 5000、三孩 10000 元计算，对目前适龄儿童或家庭发放全国育儿补贴所需财政资金约 2300 亿元/年，预计带动 1500 亿元消费/年。2016 年全面放开二孩政策后，第一年新增的二孩家庭超过 800 万户，新增最多的一年超过 870 万户。随着时间的推移，每年新增二孩家庭数有所下降，2022 年新增二胎及以上家庭约 515 万户，2022 年末二孩及以上家庭累计数达到约 4800 万户。鉴于生育补贴有利于提升高次序孩子的出生率，假设 2025 年新出生人数维持不变，且 2023-2025 年二孩及以上占当年新出生人口比例维持不变（53.9%），2025 年新出生二孩/三孩及以上人数将达到约 350/130

万人，一次性生育补贴支出所需资金约为 300 亿元；年龄在三周岁以下的二孩/三孩及以上人数将达到约 1400/500 万人，按月发放补贴所需资金约为 2000 亿元，一次性补贴与按月补贴所需资金共计约 2300 亿元。

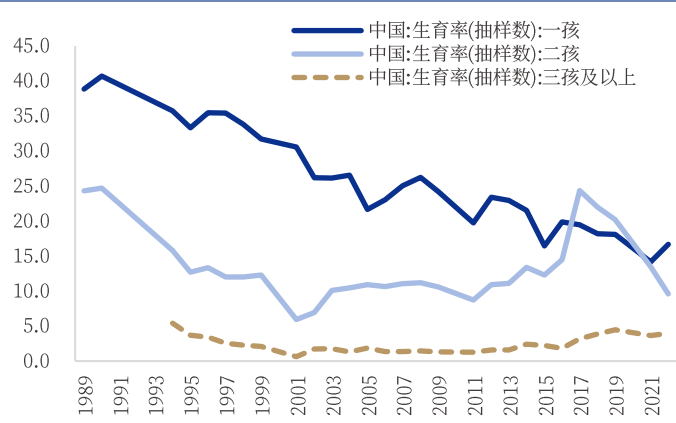
我国居民平均边际消费倾向自 2000 年的 70% 降低至 2010 年的 50%，2010 年之后又开始回升，2015 年回升至 60% 以上，则按照过去四个季度平均边际消费倾向 65% 估算，2300 亿生育补贴将带动新增消费支出约 1500 亿元，将带动社会零售总额和 GDP 分别增长约 0.31% 和 0.11%。此外，消费支出的增长有助于推动产业转型升级。例如，生育补贴刺激出生率的提高，进而促进托育、在线教育、新零售等新型消费模式的发展，进一步推动相关产业向着数字化、高端化的方向升级，从而实现供给侧结构优化和经济高质量发展。

图19: 我国平均消费倾向测算



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 中国抽样生育率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

八、风险提示

1.政策理解不到位的风险、2.国内经济数据超预期的风险、3.海外经济和政策超预期的风险、4.数据测算假设与实际存在偏差的风险、5.政策具体落地和执行不到位的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪，宏观经济分析师。聂天奇，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn