

财政增量政策出台，公共投资 力度要多大？

2024年10月17日
专题报告

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
吴志武
wuzhw@cspengyuan.com



主要内容：

- 1、我国历史上曾在亚洲金融危机时期、全球金融危机时期以及 2020 年新冠疫情爆发时期等特殊时期实施过积极财政政策，与以往积极财政政策相比，本次财政增量政策存在显著的不同。一是，公共财政投资的规模目前不确定，二是，从目前公布的增量财政政策来看，重点是化解地方债务风险，三是，本次财政增量政策通过财政举债维稳房地产市场，相比以往存在明显不同，四是，民生保障方面涉及面相对较窄。
- 2、本次财政增量政策目标较为广泛，需重点应对或解决的问题，包括稳增长防通缩、稳定房地产市场、加大地方化债力度、应对外部挑战、发展新质生产力等几个重要方面。
- 3、关于本次财政增量政策，我们提出以下建议：一是，中央和地方共同发力促成众多问题的解决；二是，每年增发国债或发行超长期特别国债不少于 2 万亿元可成为重要选项；三是，增量财政政策实施期限可以较长；四是，为财政增量政策实施做好重要保障。

积极财政政策是发挥宏观逆周期调控的重要工具，我国历史上有过几次经济低谷期，比如亚洲金融危机时期、全球金融危机时期以及 2020 年新冠疫情爆发时期，这几个时期国内经济增速出现较大的回落，后来通过积极财政政策的实施成功地摆脱了困境。今年以来，国内经济增长不断下滑，稳增长防通缩压力较大。9 月 26 日，中共中央政治局召开会议提出，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。在此背景下，一系列财政增量政策推出，既是对政治局会议精神的落实，也是重启积极财政政策的开端。

一、本次财政增量政策与以往积极财政政策对比

1、亚洲金融危机时期

1998 年，亚洲金融危机爆发，受此影响，我国经济形势严峻，通货紧缩出现。为了应对亚洲金融危机造成的影响，我国在 1998 年到 2004 年连续几年实施积极财政政策。具体措施包括：一是，提高赤字率，扩大财政支出。扩大财政支出主要为了扩内需，具体用于“加强铁路、公路、农田水利、市政、环保等方面的基础设施建设，加强高新技术产业的建设，加强现有企业的技术改造”¹。为了满足财政支出扩大的需要，政府赤字规模和赤字率出现上升，1998 年到 2004 年，财政赤字规模从 960 亿元一路上升至 3192.85 亿元，资金来源主要是中央政府发行长期建设国债，1998 年-2004 年间发行的总额 9100 亿长期建设国债，财政赤字率从 1998 年的 1.13% 上升至 2002 年的 2.55%，之后虽略有下滑，但仍保持在 2% 以上的水平。二是，减税方面，包括提高多种出口产品的退税率，对国家鼓励发展的国内投资项目和外商投资项目进口设备，在规定范围内免征关税和进口环节增值税等，但减税范围相对较小。三是，提高民生保障，增加居民收入。主要是提高国有企业下岗职工基本生活保障，确保离退休人员养老金的按时足额发放等。四是，防范金融风险，1998 年向四大国有独资商业银行发行了 2700 亿元长期特别国债，所筹集的资金全部用于补充国有独资商业银行资本金。

2、2008 年全球金融危机时期

2008 年美国次贷危机爆发，对全球经济造成了重大负面影响，也对我国出口形成了重大打击。由于出口是我国经济增长的重要引擎，出口大幅下降，导致我国经济增长遽然大幅下降。为了应对美国次贷危机的冲击，我国推出了以财政投资为主的大规模经济刺激计划。积极财政政策具体措施，主要包括：一是，扩大财政投资规模。2008 年四季度到 2010 年间，我国出台了 4 万亿投资计划，主要用于铁路、公路、机场、港口等基础设施建设、地震灾后恢复重建等领域，资金来源方面，其中中央投资共 11800 亿元，占总投资规模的 29.5%，主要来自中央预算内投资、中央政府性基金、中央财政其他公共投资，以及中央财政灾后恢复重建基金；其他投资 28200 亿元，占总投资规模的 70.5%，主要来自地方财政预算、中央财政代发地方政府债

¹ 1998 年 3 月，朱镕基总理在九届全国人大第一次会议记者招待会上的讲话。

券、政策性贷款、企业（公司）债券和中期票据、银行贷款以及吸引民间投资等。二是，实行结构性减税，主要包括提高个人所得税工资薪金所得减除费用标准、暂免征收储蓄存款利息所得税，降低证券交易印花税税率及单边征收，降低住房交易税费等。三是，民生保障方面，加快保障性安居工程建设，提高低收入群体收入，像增加对农民的财政补助，提高城乡低保补助水平等。四是，其他支出方面，加大对家电下乡、农机下乡、汽车摩托车下乡、老旧汽车报废更新的补贴力度，加大“三农”投入等。

3、新冠疫情爆发时期

2020年新冠疫情全球大流行，世界经济严重衰退，我国宏观经济也大幅转弱。为了应对新冠疫情的冲击，积极的财政政策更加积极有为。具体措施包括：一是，提高财政赤字率，2020年财政赤字率按3.6%以上安排，财政赤字规模比2021年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债，这2万亿元资金均给地方使用，同时，扩大地方政府专项债券发行规模，同比增加1.6万亿元。资金主要用于地方公共卫生基础设施建设和抗疫相关支出，公共投资方面，重点支持加强新型基础设施投资，加强交通、水利等重大工程建设，支持“两新一重”建设。二是，减税降费方面，包括下调增值税税率和企业养老保险费率，阶段性政策包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口建设费等。三是，民生保障方面，提高基本医疗服务水平，居民医保人均财政补助标准增加30元，加大基本民生保障力度；上调退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金最低标准等。

4、本次财政增量政策与以往对比

与以往积极财政政策相比，本次财政增量政策同样将稳增长摆在了突出位置，但本次财政增量政策相比之下仍存在显著的不同。一是，本次财政增量政策所面临的经济形势、宏观冲击来源、债务压力和外部环境等都与之前存在很大的不同，比如，从宏观冲击来源来看，目前房地产下行对宏观经济运行造成的压力十分大，以债务压力而言，由于当前地方债务风险突出，政府政策空间受到的约束也更大。二是，虽然财政部声称中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，但未来公共财政投资的规模目前仍不确定，尽管较大规模的财政投资可能会纳入规划内，但会不会达到或者突破3%的赤字率以彰显对稳增长的重视，也并未涉及；三是，从增量财政政策四个方面来看，大规模增加债务额度其重点是为了化解地方债务风险，目的让地方政府从地方债务泥淖中摆脱出来，从而可以腾出更多精力和财力空间发展经济和促进民生，至于未来地方政府会加多大杠杆来稳经济则并没有提到。四是，本次财政增量政策支出除化债外，还将用于维稳房地产市场和补充国有大型商业银行核心一级资本，尤其是通过财政举债维稳房地产市场，相比以往积极财政政策实施也有明显不同。五是，民生保障方面，主要涉及保障房建设以及对学生群体奖优助困，涉及面相对较窄，但对学生群体加大奖优助困力度，可以彰显对科教兴国政策的重视，也从侧面反映出目前学生毕业后就业

难的困境。

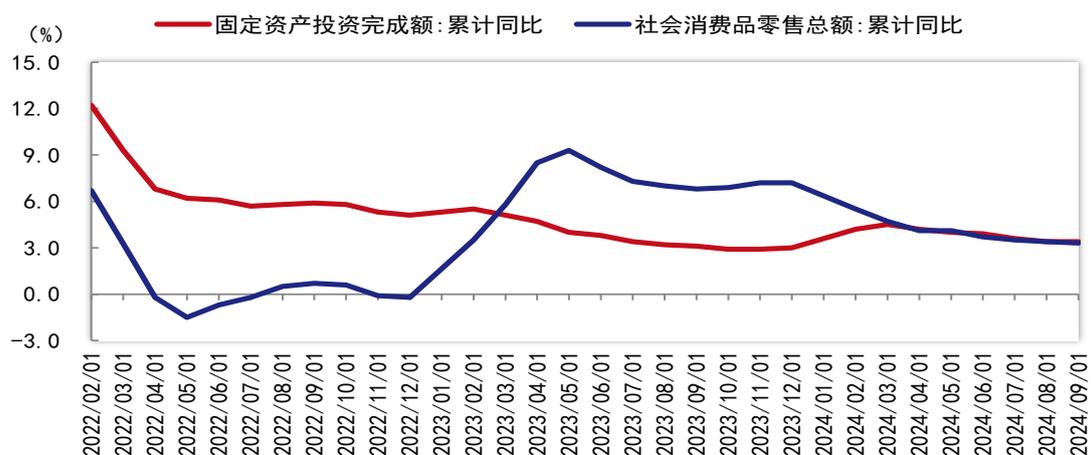
二、应对当前经济形势，财政增量政策要解决的问题

应对当前内需不足、外部风险加大的经济发展形势，主要通过财政政策发力已成为普遍的共识。但对于财政增量政策的实施，可以先明确一下当前和未来一段时间内财政政策需重点应对或解决的问题，这有利于对当前和未来财政增量政策的规模和节奏做出重要的规划。

一是，稳增长防通缩。尽管上半年我国经济增长保持了一定的韧性，但目前经济下行压力较大是不争的事实。今年一季度不变价 GDP 同比上升 5.3%，相比 2023 年四季度虽略有上升，但今年二季度又大幅回落 0.6 个百分点，三季度继续回落 0.1 个百分点。从固定资产投资和社会消费品零售总额增速来看，固定资产投资今年 3 月累计同比增长 4.5%，达到全年高点后一路下滑到 8 月的 3.4%，而社会消费品零售总额今年 2 月累计同比增长 5.5%，开场即高点，随后一路下滑到 9 月的 3.3%，反映出无论是投资还是消费对经济增长的支撑都在不断变弱。

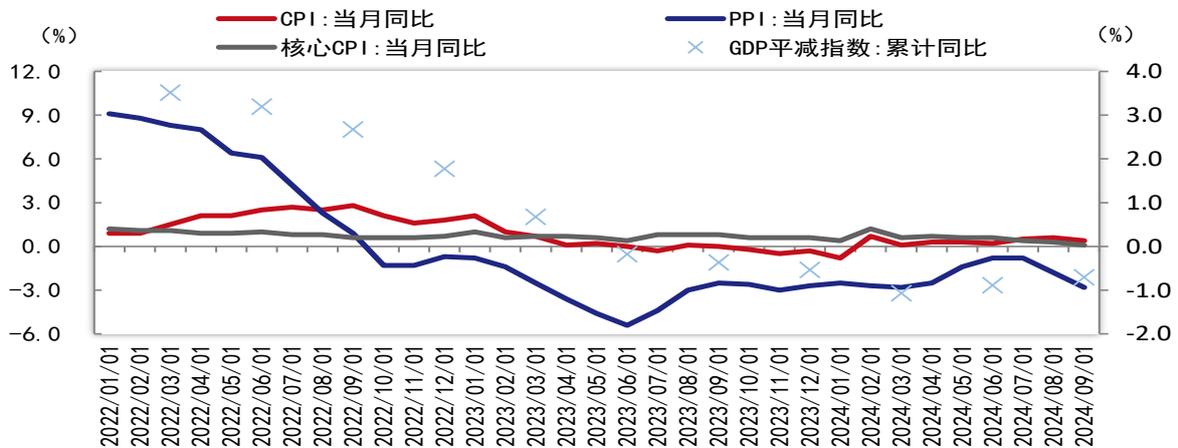
从物价水平来看，今年 2 月 CPI 当月同比上升 0.7%，相比 1 月的负值反正，但仍相对处于低位，且到 9 月总体趋于下降，9 月 CPI 当月同比又回落到 0.4%，今年 PPI 则一直处于负值区间，GDP 平减指数处于负值区间一年以上，且到今年三季度仍处于负值区间，反映出今年以来物价水平并未出现明显好转。由于物价水平较低是总需求不足的反映，经济增长下行压力较大，物价便仍有下行压力，同时，物价水平过低也反过来影响到投资和消费的信心，因而当前防通缩压力也变得格外突出。总之，财政政策需要发挥逆周期调控作用，着力于稳增长防通缩，将宏观经济运行保持在合理的区间内。

图 1 固定资产投资完成额和社会消费品零售总额累计同比



资料来源：中证鹏元整理

图2 物价指数和 GDP 平减指数



资料来源：中证鹏元整理

二是，稳定房地产市场。当前房地产市场的调整是影响宏观经济运行的重要因素之一，目前房地产市场的主要问题是价格持续下跌影响到购房者的信心。房地产不仅是重要的消费品，也是重要的投资品，由于法定货币长期呈贬值趋势，房地产长期以来便成为抵御通胀较好的投资资产，但由于目前房价下跌，不仅房地产的投资保值功能丧失，而且也影响到刚性需求者购房的动力。今年以来，房地产 517 新政释放了强烈的政府稳定房地产市场的信号，但房地产市场仍不见企稳回升，在此背景下，积极财政政策将其作为一个发力的重要目标，本质上是政府通过有形之手来化解房地产市场持续下跌所带来的经济金融风险。

增量财政政策在房地产市场上的措施主要有：发行土地储备债券，用于对符合条件的闲置土地的收储，同时，拓宽专项债券使用范围，将债券资金用于收购存量商品房作为保障房等，另外，100 万套城中村货币化安置，像 18 年棚改一样也可以充分利用专项债资金。这些政策如果得到贯彻实施，对维稳当前房地产市场可以发挥一定的积极作用。房地产市场关系到地方土地财政，目前阶段增量财政政策发力稳定房地产市场，有利于推动地方经济发展目标的实现，但地方政府仍然可以更加有为，比如实行契税减免等传统的稳地产措施。

三是，加大地方化债力度。地方化债主要是化解地方隐性债务风险和清理地方拖欠企业账款，由于经济增长下滑和房地产市场调整导致地方近年来财政增收困难，偿债压力十分突显，尤其是 2023 年以来地方债务出现一定的流动性危机，直到中央提出一揽子化债方案才有效地出现缓解。从目前来看，尽管地方流动性危机已缓解，但地方化债的压力仍很突出，今年上半年甚至部分地方出现将新增专项债券用于置换存量项目隐性债务，这一定程度上限制了地方政府将财政资源投入到经济发展和民生项目上。从增量财政政策来看，推动地方化债是这次积极财政政策的重点，拟通过大规模地方债务置换将地方政府从债务泥淖中摆脱出来，从而继续担当稳增长的主力。

四是，应对外部挑战。当前，中国面临世界百年之大变局，全球化面临阻碍去全球化则日渐明显，地缘政治变化也更为复杂。过去中国经济所面临的像大国之间的角力、发达国家经济金融方面变动所带来的冲击以及欧美国家的经济科技霸权等传统风险因素，仍将会是中国经济面临的重要外部风险。同时，随着国内企业出海近年来日益活跃，国家利益也已深入全球，这意味着未来中国面临的外部风险将进一步上升。就中短期而言，随着美国大选尘埃落定，中国经济面临的外部风险将可能会明显提升，因而，中国既要妥善应对中短期的外部风险冲击，还需为长期外部不确定性风险上升做好准备，而财政政策作为应对外部冲击的重要工具，需要发挥其独特的重要作用。

五是，发展新质生产力。短期的经济增长关系到国力的持续增长，以及老百姓收入水平的提升，且要实现今年经济发展目标，经济政策应当在稳增长防通缩上持续发力。但不可忽视的是，从长期来看，随着我国老龄化程度的加深，城镇化进程的逐步结束，经济增长应当转向到主要依靠技术进步、提高生产效率这一轨道上来，通过不断实现技术创新，推动新的附加值更高的产业不断涌现，从而实现经济可持续性发展，而这也需要财政予以长期的投入，因而，积极财政政策中也应当适当增加财政投入，用于发展新质生产力。

此外，民生保障在积极财政政策中占有重要地位，在危机中加强民生保障有利于减轻不利经济环境对弱势群体和低收入群体造成严重冲击，同时也促进了消费，但由于提高民生保障是政府的职责，是政府应当长期予以关注的目标，而不单是某次积极财政政策所要着重解决的突出问题。

三、相关政策建议

关于本次财政增量政策的实施，我们特提出以下建议：

1、中央和地方共同发力促成众多问题的解决

对于稳增长防通缩，中央仍有较大政策空间，地方政府虽以化债为主，但也不是完全不能加杠杆，像东部地区部分省份债务风险较低，完全可以适当加杠杆，从而发挥稳增长的作用。加快地方化债和稳定房地产市场，增量财政政策中对地方政府发力倾注较多，主要是由于中央已给出了政策方向，比如房地产市场，中央政治局会议提出要止跌回稳等，执行层面主要靠地方。应对外部挑战，从我国应对亚洲金融危机和美国次贷危机冲击时的经验来看，中央和地方各自发挥了不同的重要作用，比如两次危机时，中央财政都积极投入，地方做出相应配套，只是应对美国次贷危机时，地方政府的作用更为突出，而考虑到目前地方化债以及中央政府特殊的地位，未来应对外部挑战，中央应当承担更大的责任。发展新质生产力，不仅关乎国家经济竞争力，地方经济也能充分受益，同时，地方政府也可以积极作为，抓住政策机遇，发展区域技术创新中心。

2、每年增发国债或发行超长期特别国债不少于 2 万亿元可成为重要选项

近期有学者提出“10 万亿刺激计划”，虽然规模有争议，但未来十年每年增发国债或者发行超长期特别国债不少于 2 万亿元，仍然可以成为中央财政发力的一个重要可选项。就可行性而言，尽管每年不少于 2 万

亿元相对于目前中央公共财政收入和政府性基金收入之和来说压力较大，2023年这两者之和约为10.4万亿元，因而，按照这一数据测算光2万亿元国债占比就将近20%，压力显得较大，但中央债务主要以国家信用作为支撑，偿债能力有充分的保障。从必要性来看，正如前述面对当前众多的问题需要应对和解决，中央和地方政府要共同发力，手中没有较多的可供调度的财政资源将不利于施政，或者政策效果可能会大打折扣。当然，不少于2万亿的增发国债或超长期特别国债仍可以根据实际情况灵活实施，但重点是做好规划，从而有备无患。

3、增量财政政策实施期限可以较长

增量财政政策实施期限究竟要多长？1998年应对亚洲金融危机时，我国积极财政政策以通过发行特别国债的方式持续拉动内需，其时间跨度为6年。2008年应对美国次贷危机时，政府应对果断，刺激规模较大，时间上跨度将近2年，历时较短，效果则十分明显，但也存在一定的后遗症。考虑到此次增量财政政策着眼解决的问题短期和长期交错，因而实施期限应当较长，十年规划也未必不可。从实施节奏来看，短期内像稳增长、稳房地产市场、外部风险等问题较为突出，是增量财政政策实施的重点，短期问题解决后，则适当增加长期问题解决的力度。

4、为财政增量政策实施做好重要保障

首先是政府投资项目问题。经过多年的财政刺激，以及近年来房地产市场大幅调整，地方政府优质项目相比之下已有所减少，或者说挖掘的难度有所上升，但我国基础设施建设也并不是完全达到饱和程度，不说传统的基础设施建设项目像铁路、公路、机场、港口等，在中西部欠发达省份仍有较大的建设需求，东部地区也仍有建设的空间，更何况因技术的进步带来对新型基础设施的需求，因应对外部风险对军事、能源等事关国家安全的基础设施建设需求，以及民生保障、乡村建设等领域，其建设空间仍是巨大的。其次，债券资金使用效益问题。比如超长期特别国债里用于“两重”建设的7000亿元目前全部下达，但项目开工率是50%，资金下发但项目没有开工或难以开工导致资金闲置，是政府债券资金使用过程中的通病，因而对于国债资金对应项目应做好项目储备，加强项目实施和监督。再者，由于财政增量政策势必会大规模增加政府债券的发行，因而，还需统筹政府债券发行工作，尤其是货币政策需做好配合，以保持债券市场稳定。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140