

宏观深度报告 20241211

总量力度增加、节奏靠前发力 --2025 年度展望（七）：财政政策

2024 年 12 月 11 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

相关研究

《超常规逆周期调节政策有哪些？—

—12 月政治局会议解读》

2024-12-09

《特朗普 2.0 候任内阁全解读》

2024-12-09

- **一、次贷危机期间，美国开展财政刺激的经验教训**
- **从产出乘数看，扩大政府支出与补贴中低收入群体的财政刺激效果可能最好。**参考美国国会测算，扩大政府直接支出、提高对个人的转移支付两项措施所对应的产出乘数下限均不低于 0.4、上限接近甚至超过 2.0，反映出相关财政刺激效果可能较好。
- **从支出规模看，对个人及家庭的财政补贴资金可能被用于储蓄或提前还债，因此若要通过上述方式带动消费，财政部门可能需要大幅提高赤字。**自 2008 年至 2012 年，美国财政累计实施了超过 19530 亿美元的财政刺激，其中自 2009 至 2012 年，美国财政赤字连续 4 年维持在超过 1 万亿美元的历史高位。特别是 2009 年，美国赤字率以 9.8% 创下新冠疫情前的历史记录。
- **二、2025 年中国财政展望**
- **规模方面：广义赤字率可能创下近年历史记录。**次贷危机后，美国住宅市场“去库存”耗时近 15 年，短期内我国土地出让市场快速回暖的概率同样偏低。在财政收入增长压力较大、财政支出强度与化债力度不宜“失速”的背景下，2025 年广义赤字率或将被迫有所提高。在中性预期下，2025 年狭义赤字率或将接近 4%；广义赤字规模或将同比多增近 3 万亿元至 143423 亿元，广义赤字率或将达到约 10%。
- **投向方面：超常规措施可能有哪些？**（1）在常规措施方面，2023 年江苏、安徽等多个省份通过发放消费券拉动消费，数据显示消费券验券率超过 60%，对消费的撬动倍数介于 5-20，未来上述政策或可进一步加码。（2）在超常规措施方面，或可考虑①允许阶段性暂停公积金等“强制储蓄”；②为缓解居民房贷月供压力，还可考虑通过财政补贴等形式，支持商业银行调整房贷合同以降低居民“月供收入比”，或协调原房主搬迁至贷款规模更低、月供水平更可负担的新住宅。
- **节奏方面：地方债项目审批权下放后，地方债供给可能前置。**未来，在地方债项目审批权下放促成项目审批加快，及用于置换隐债的地方债需要靠前发行以应对债务到期的共同作用下，地方债供给可能相对前置。此外，考虑到财政部安排 2025 年发行 28000 亿元地方政府债券用于化解政府性债务风险，然而部分存量隐性债务对应的底层项目未必能够很好地满足地方债还本付息要求，因此未来长期限地方债（10 年期及以上）的供给或将有所增加。
- **意愿方面：化债提振地方政府投资意愿可能仍待时日。**理论上，地方债置换隐债加码后，地方国企能够获得新增融资空间，地方政府的投资意愿可能获得一定提振。但实际上，考虑到地方债资金拨付需要时间、地方国企债务管理日益规范、部分区域的传统基建趋于饱和，未来地方国企在存量隐债被置换后，可能加大市场化产业投资而非传统基建投资，地方政府的投资意愿提振可能仍待时日。例如，各地披露的项目招投标信息为我们跟踪地方政府的投资意愿提供了有效参考。以本轮获得置换隐性债务的地方债额度最多的江苏省为例，在 2024Q4 化债政策加码后，截至目前，江苏省市政类项目招标数量尚未明显提高。
- **风险提示：**（1）对次贷危机期间美国政策应对的梳理可能不够全面。（2）部分美国财政数据的原始披露单位为十亿美元，本文调整单位为亿美元后可能不够精确。（3）融资平台的 ROIC 分布为手动测算，A 股上市公司的 ROIC 为 Wind 提取值，二者的计算方法可能有所差异。（4）对明年我国财政赤字的测算依赖于若干前提假设，未来有可能与事实结果不符。

内容目录

1. 美国财政应对次贷危机的经验教训	4
1.1. 次贷危机期间的美国政策应对	4
1.1.1. 重在改善金融市场流动性、维护金融稳定的财政刺激方案	7
1.1.2. 重在推动经济复苏的财政刺激方案	9
1.2. 美国开展财政刺激的经验教训	13
2. 2025 年中国财政展望	18
2.1. 规模方面：广义赤字率可能创下近年历史记录	18
2.2. 投向方面：超常规措施可能有哪些？	21
2.3. 节奏方面：地方债项目审批权下放后，地方债供给可能前置	25
2.4. 意愿方面：化债提振地方政府投资意愿可能仍待时日	27
3. 风险提示	28

图表目录

图 1:	“M-MBS-CDO-REPO/ABCP”的传导链条加剧了次贷危机对全球金融体系的破坏	4
图 2:	2000s 美国住宅投资凭借收益更高、波动更低获得了居民在资产配置时的更多青睐	5
图 3:	次贷危机爆发后, 美联储快速大幅降息以托底经济	5
图 4:	不同类型的财政刺激政策所对应的预计产出乘数差异较大	14
图 5:	边际消费倾向与年龄可能正相关	15
图 6:	存量债务负担可能削弱低收入群体边际消费倾向	15
图 7:	自 2009 至 2012 年, 美国财政赤字连续 4 年维持在超过 1 万亿美元的历史高位	16
图 8:	2009 年, 美国赤字率以 9.8% 创下新冠疫情前的历史记录	16
图 9:	次贷危机后, 美国 10Y 国债、房价、标普 500 指数恢复至危机前水平分别用时 16.3 年、8.8 年、5.2 年	17
图 10:	次贷危机后, 美国政府未偿债务占 GDP 的比例持续走高	17
图 11:	次贷危机爆发后, 美国房地产市场“去库存”耗时近 15 年	20
图 12:	2009Q1 当 10 年期美债利率下滑至低于住宅租售比后, 美国住宅售价“止跌回稳”	20
图 13:	自 2021 年至 2023 年, 发债城投 ROIC 大多低于 2% 且整体呈下降趋势	22
图 14:	自 2021 年至 2023 年, A 股上市公司 ROIC 大多高于 3%	22
图 15:	2024 年 1-4 月, 新增专项债发行规模仅为全年限额的 19%	25
图 16:	2024 年, 新增一般债发行节奏为近 5 年最慢水平	26
图 17:	2024 年, 用于化解政府性债务风险的特殊再融资债发行期限明显延长	27
图 18:	2024 年四季度化债政策加码后, 江苏省市政类项目招标数量尚未明显提高	27
表 1:	为应对次贷危机, 美联储创设了一系列超常规货币政策工具	6
表 2:	自 2008 年至 2012 年, 美国累计实施了近 2 万亿美元的财政刺激	7
表 3:	问题资产救助计划的成本测算	9
表 4:	《经济刺激法案》的成本测算	10
表 5:	《美国复苏与再投资法案》对经济与就业的贡献测算	11
表 6:	《美国复苏与再投资法案》的成本测算	12
表 7:	《减税、失业保险再授权和就业法案》的成本测算	13
表 8:	2008 年, 计划将退税所获资金主要用于消费的人数占比低于 20%	15
表 9:	美国财政应对次贷危机所依据的主要法案	15
表 10:	在中性预期下, 2025 年全国广义赤字率或将达到 10%	18
表 11:	即使在谨慎预期下, 2025 年全国广义赤字率可能也会创下近年历史记录	19
表 12:	近年来, 全国减税降费力度维持在较大水平, 宏观税负整体有所下降	23
表 13:	在房地产下行期, 中美两国部分政策应对存在“异曲同工之妙”	24
表 14:	2024 年受年初增发国债项目审核影响, 新增专项债项目下达相对较晚	26
表 15:	江苏省是 2024 年四季度获得置换隐债地方债额度最高的省份	28

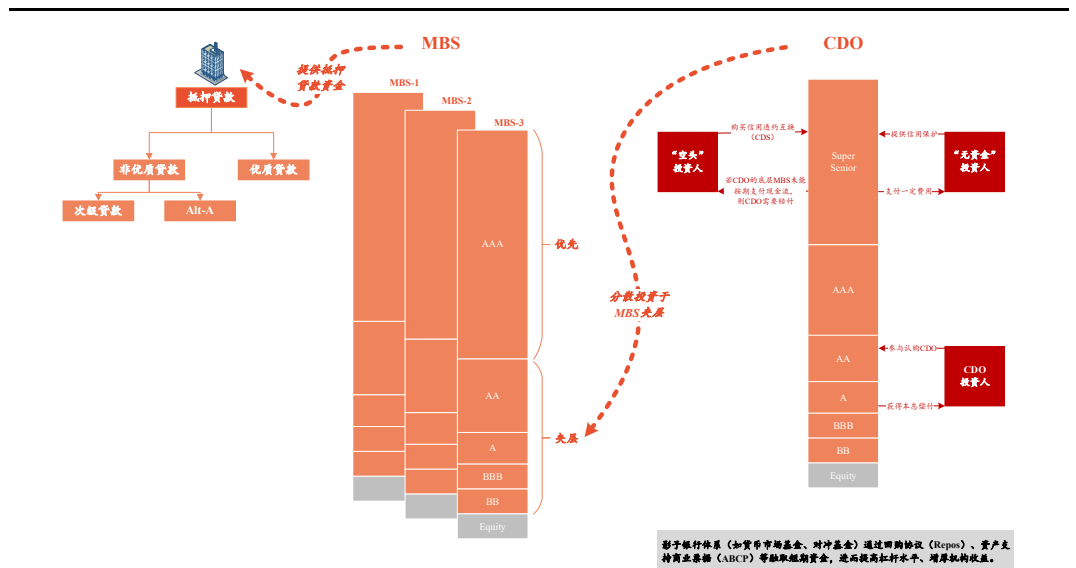
2024年12月9日，中央政治局会议提出，要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。从政策“组合拳”的内容看，我们认为相比适度宽松的货币政策，在更加积极的财政政策方面，有待厘清的政策工具类型、传导路径、预期效果可能相对更加复杂。此时，参考次贷危机后美国政策应对的经验教训，或将有助于研判国内财政运行的下一步方向。

1. 美国财政应对次贷危机的经验教训

1.1. 次贷危机期间的美国政策应对

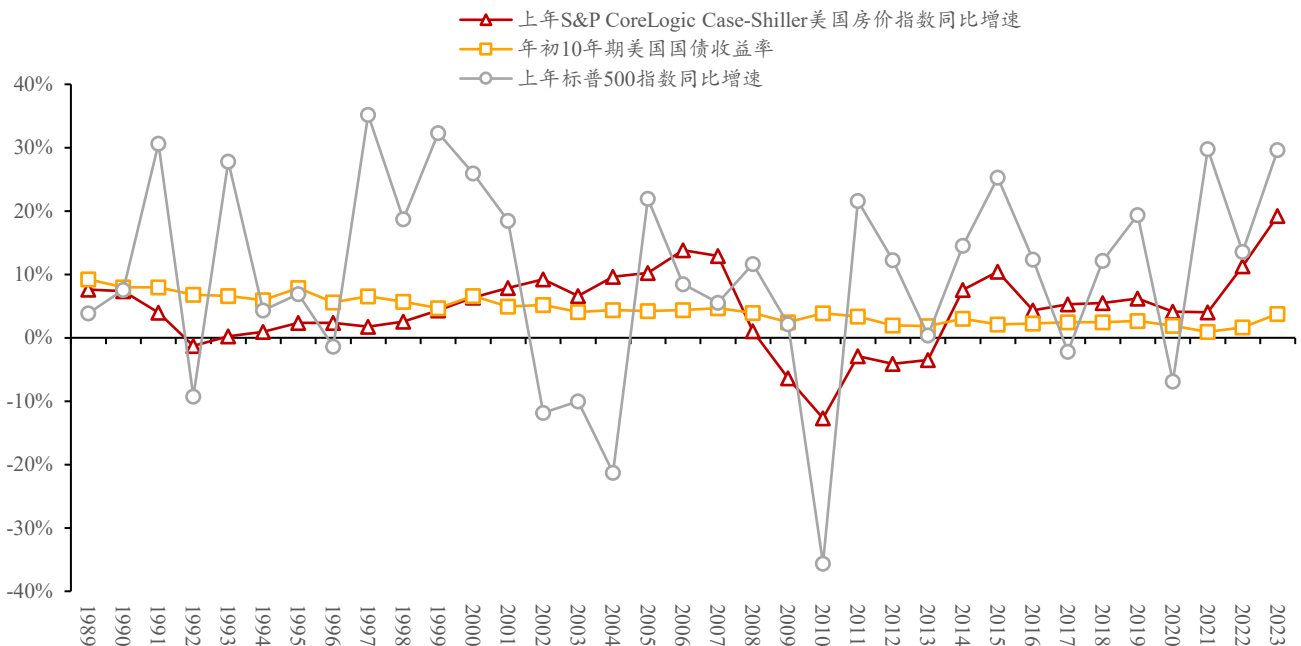
不是所有泡沫破裂都会威胁金融体系稳定，但金融机构的高杠杆将美国地产风险快速传导为全球金融风险是次贷危机破坏性强的根源。在21世纪初的互联网泡沫破裂期，虽然美国股市暴跌、投资人蒙受了巨额损失，但这一泡沫破裂并未明显传导至金融体系。然而，自2005年至2007年，影子银行、MBS、CDO等“金融创新”提高了非银类金融机构对美国住宅市场的资金支持（见图1），凭借更高的投资回报、更低的投资波动，住宅投资对普通居民的吸引力长期高于股票或债券等金融投资（见图2），房价上涨所带来的财富效应最终推动了“房价上升-经济繁荣-房价泡沫化-金融机构杠杆畸高”的恶性循环。在地产泡沫破裂后，对经济冲击更大的并非是地产商的破产潮，而是金融机构大量破产、金融体系稳定性受到重创。

图1：“M-MBS-CDO-REPO/ABCP”的传导链条加剧了次贷危机对全球金融体系的破坏



数据来源：《The Financial Crisis Inquiry Report》，东吴证券研究所

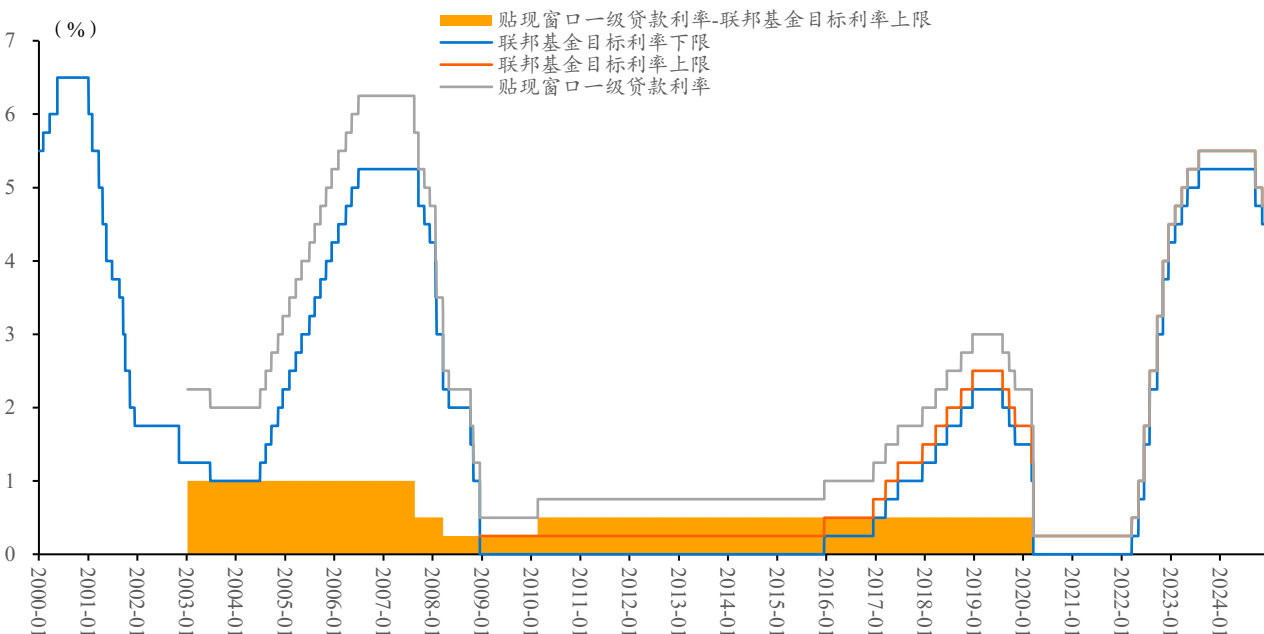
图2：2000s 美国住宅投资凭借收益更高、波动更低获得了居民在资产配置时的更多青睐



数据来源：FRED, Wind, 东吴证券研究所

注：在线性外推预期下，可考虑以上年 S&P CoreLogic Case-Shiller 美国房价指数的同比增速作为当年住宅投资的收益预期、以年初 10 年期美国国债收益率作为当年固定收益资产投资的收益预期、以上年标普 500 指数的同比增速作为当年股票投资的收益预期。

图3：次贷危机爆发后，美联储快速大幅降息以托底经济



数据来源：美联储、东吴证券研究所

次贷危机爆发后，以 2008 年 10 月出台的“问题资产救助计划”为分界线，美国政府的政策应对分为两个阶段。在前一阶段，美国政策应对以货币政策为主、以解决金融体系流动性问题为主；在第二阶段，美国政策应对转向以财政政策为主、以解决金融机构资不抵债问题、刺激经济增长为主。次贷危机爆发后，受益于操作简便、收放自如，美联储创设了一系列超常规货币政策工具，用于解决特定金融机构或金融市场的流动性问题（见表 1）。但是，在金融市场流动性快速蒸发、诸多金融资产难以准确估值时，美国政府需要的不是一家机构接一家的协调救助，而是一种能够防止整个金融体系崩溃的根本性措施。这不仅要求美国政府通过购买资产或注资的形式，缓解市场对尾部金融机构信用风险的担忧，从源头上改善金融市场流动性；还要求美国政府发力刺激经济，避免企业与居民的现金流持续恶化，防止金融机构的核心资产进一步贬值。上述两大要求均离不开财政政策的支持，其中，前者的代表性政策是《紧急经济稳定法案》，后者的代表性政策包括《经济刺激法案》、《美国复苏与再投资法案》、《减税、失业保险再授权和就业法案》（见表 2）。

表1：为应对次贷危机，美联储创设了一系列超常规货币政策工具

政策目的	面向“影子银行”体系 发挥“最后贷款人”职能		推动货币市场基金恢复流动性		帮助商业票据市场正常发挥融资职能	
工具简称	TSLF	PDCF	AMLF	MMIFF	CPFF	TALF
工具全称	定期证券借贷工具	一级交易商信贷工具	资产支持商业票据货币市场共同基金流动工具	货币市场投资人融资工具	商业票据融资工具	定期资产支持证券贷款工具
使用规模峰值	2355 亿美元 2008.10.01	1466 亿美元 2008.10.01	1521 亿美元 2008.10.01	-	3482 亿美元 2009.01.21	482 亿美元 2010.03.17
宣布日期	2008/3/11	2008/3/16	2008/9/19	2008/10/21	2008/10/7	2008/11/25
首次运作	2008/3/27	2008/3/17	2018/9/22	2008/11/24	2008/10/27	2009/3/25
关闭日期	2010/2/1	2010/2/1	2010/2/1	2009/10/30	2010/2/1	2010/6/30
工具描述	周度借贷工具，面向一级交易商，以国债交换合格质押品，期限一般为 28 天	隔夜借贷工具，针对三方回购中的合格质押品为一级交易商提供融资	为美国存款类机构、美国银行控股公司、外国银行的美国分支等机构提供优惠贷款，由机构按照摊余成本法从货币市场基金买入最高短期评级的资产支持商业票据	纽约联邦储备银行为 SPV 提供优惠贷款，用于面向货币市场投资人收购其持有的高评级金融机构发行的、剩余期限为 7 至 90 天的美元存单及商业票据	纽约联邦储备银行为 CPFF LLC 提供 3 个月期贷款，由公司自商业票据发行人处直接认购商业票据。	向持有符合条件资产支持证券的投资人发放贷款，借此鼓励机构认购底层资产为汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款等符合条件的新发高评级资产支持证券

数据来源：美联储，东吴证券研究所

表2：自 2008 年至 2012 年，美国累计实施了近 2 万亿美元的财政刺激

立法时间	法案名称	截至 2012 年的财政刺激规模 (亿美元)
2008/2/13	《经济刺激法案》	1380
2008/6/30	《补充拨款法案》	130
2008/7/30	《住房和经济复苏法案》	110
2008/10/3	《紧急经济稳定法案》	4170
2008/11/21	《失业补偿延期法案》	60
2009/2/17	《美国复苏与再投资法案》	7120
2009/6/24	《补充拨款法案》	30
2009/11/6	《工人、房主和商业援助法案》	350
2009/12/19	《国防部拨款法案》	180
2010/3/2	《临时延期法案》	90
2010/3/18	《恢复就业雇用激励法案》	130
2010/4/15	《继续延期法案》	160
2010/7/22	《失业补偿延期法案》	330
2010/8/10	《联邦航空管理局航空运输现代化与安全改进法案》	260
2010/9/27	《小企业就业法案》	680
2010/12/17	《减税、失业保险再授权和就业法案》	3090
2011/11/21	《鼓励雇用退伍军人法案》	*
2011/12/23	《临时工资减税延期法案》	280
2012/2/22	《中产阶级减税和就业法案》	980
合计		19530

数据来源：美国国会预算办公室，美国经济顾问委员会，东吴证券研究所

注：《紧急经济稳定法案》对应的“4170 亿美元”数据系截至 2012 年 9 月 17 日统计结果；*代表介于 0 至 10 亿美元；由于原始披露单位是十亿美元，因此本表进行单位调整后可能不够精确。

1.1.1. 重在改善金融市场流动性、维护金融稳定的财政刺激方案

2008 年 10 月 3 日，美国国会通过《紧急经济稳定法案》(EESA)，授权联邦政府购买及承保部分类型的问题资产以稳定经济金融体系。具体而言，法案授权财政部在不超过 7000 亿美元的额度内，制定并实施问题资产救助计划 (TARP)。据 CBO 估算，截至 2023 年 9 月计划终止，TARP 累计支出约 4440 亿美元，政府承担的最终成本约为 310 亿美元，其中收益部分主要来自注资金融机构所获得的收益，亏损部分主要发生在对房地产行业提供的支持，如通过财政补贴鼓励住宅抵押贷款“再融资”。从资金具体投向看，TARP 重点支持了四大领域的支出，分别为：

(1) 支持金融机构：除救助特定主体外，政策核心是对金融机构注资。从资金使用规模看，TARP 用于支持金融机构的资金中约 65.5% 被用于资本购买计划 (CPP)。在 CPP 项下，美国财政部参与认购了 707 家金融机构（其中超过 450 家为小型或社区银行）、2050 亿美元的优先股，金融机构需要在前 5 年每年向财政支付 5% 的股息、随后需要将这一股息率提高至 9%，当然，金融机构也可以选择主动赎回 CPP 投资。为了保障财政资金的收益，上述优先股同时附带认股权证，允许政府购买相当于优先股投资规模

15%的普通股（上市公司）或额外优先股（非上市公司）。在接受财政注资的同时，金融机构需要在高管薪酬、股东分红等方面接受政策限制。

（2）救助汽车行业：参与通用汽车与克莱斯勒的破产重组。2008年12月，为避免通用汽车、克莱斯勒倒闭后导致上下游产业链上百万名员工失业，布什政府向2家公司提供了临时（过桥）贷款。2009年，奥巴马政府就任后要求2家公司必须制定长期生存计划，才能获得美国政府的进一步支持。因此，2家公司进行了破产重组，美国政府此前提供的临时（过桥）贷款被“债转股”。此外，美国财政部还对2家公司的下属汽车金融公司提供了援助。

（3）支持房地产领域：核心在于避免房主失去房屋赎回权（foreclosure，即“住宅被法拍”）。住宅问题是金融危机的根源，房贷违约增多、房价下跌（法拍房增多）与新开工住宅数量下降（就业萎缩）构成了冲击美国经济的恶性循环，进而将资本原本就不够充足的美国金融体系推向崩溃边缘。2009年2月，美国政府在TARP项下建立了支持房地产领域的核心计划-可负担住宅计划（MHA），MHA的核心内容包括两方面：

- **可负担住宅再融资计划（HARP）：**在美国，住宅抵押贷款再融资是一种常见的融资工具，例如一位房主在首次举借抵押贷款并偿还了一段时间后，受益于住宅净值（住宅评估价值减抵押贷款剩余规模）的增长，此时房主可以选择进行“现金退出型”再融资，即将原有的抵押贷款置换为一笔新的、额度更高的抵押贷款。与此同时，房主可以获得一笔现金流入，本质上相当于住宅净值的抵押贷款。但由于金融机构提供住宅抵押贷款再融资通常会限制住宅LTV≤80%，因此次贷危机爆发后，房价下跌导致大量房主不再满足住宅抵押贷款再融资条件。为解决上述问题，为房主提供新的融资来源、让更多房主受益于美联储降低贷款利率的货币政策效果，美国政府开始鼓励对政府资助企业（Fannie Mae）发放的、尚未逾期的抵押贷款提供再融资，具体对象包括底层资产LTV高于80%甚至100%（即住宅净值已跌破抵押贷款剩余规模）的贷款。
- **可负担住宅调整计划（HAMP）：**为了将MHA的支持范围从HARP支持的尚未逾期的抵押贷款，扩大至已经处于60天以上逾期或即将违约的抵押贷款，美国政府额外设立了HAMP。在实施HAMP时，首先需要经过3个月的试工期，由房主证明自身经济困难、但有能力偿还调整后的按揭还款；随后抵押贷款的发放机构可考虑调整贷款合同。针对每份成功重组的抵押贷款合同，美国政府将对交易双方提供一定资金激励。按照美国政府的要求，调整后的月供金额不得超过借款人收入的31%（即限制债务收入比），抵押贷款的底层资产仅限于自住房，不得为投资性房产。据统计，参与该计划的房主每月还款规模中位数降低了超过530美元，上述措施不仅预防了“法拍房”数量不断增加加剧房价下跌压力，还推动了房主能够在房贷支出以外有能力进行其他消费。
- 除上述措施外，美国政府还设立了“重灾区基金”（HHF），即面向失业率较高、

房价下跌较为明显的地区提供财政资金支持，由当地住房管理局灵活选择①协助抵押贷款本金减免、②为失业房主提供按揭付款援助、③协助房主从现有住房更换至月供更可负担的住房等措施，帮助房主避免失去房屋赎回权（即“住宅被法拍”）。

（4）为资产证券化市场提供流动性支持。为鼓励私人部门参与某些流动性快速下降的金融资产的投资，美国财政部主要采取了三类措施，分别为①为美联储 TALF 工具提供资金以弥补潜在损失；②借助公私投资计划（PPIP），以财政资金撬动私人部门资金，最终联合投资符合条件的 CMBS、RMBS 等资产；③认购美国小企业管理当局参与担保的证券资产，最终支持小企业融资以稳定就业与经济。

表3：问题资产救助计划的成本测算

TARP 资金具体投向领域	TARP 支持规模 (亿美元)	CBO 测算的最终成本 (净收益以负数列示, 亿美元)
1. 支持金融机构	3130	-90
其中：资本购买计划（CPP）	2050	-160
其中：对 AIG 的额外支持	680	150
其中：对花旗集团、美国银行的额外支持	400	-80
其中：社区发展资本倡议（CDCI）	10	*
2. 救助汽车行业	800	120
3. 支持房地产领域	310	310
4. 为资产证券化市场提供流动性支持	190	-30
其中：定期资产支持证券贷款便利(TALF)	*	-10
其中：公私投资计划（PPIP）	190	-30
其中：SBA7(a)证券购买计划	*	*
合计	4440	310

资料来源：美国国会预算办公室，东吴证券研究所 注：*代表该数值介于-5 至 5。

1.1.2. 重在推动经济复苏的财政刺激方案

2008 年 2 月 13 日，美国国会通过立法《经济刺激法案》（Economic Stimulus Act of 2008）。其主要政策包括：（1）加大针对纳税人的退税力度：每名纳税人至少可获得 300 美元、至多可获得不超过应纳税净额与 600 美元之间孰低值的退税额度。此外，每名符合条件的子女还可额外带来 300 美元的退税额度，但调整后总收入超过 7.5 万美元的纳税人将面临退税额度的一定下调。（2）放松针对企业资产折旧的税前扣除限制：将允许企业在购买可折旧商业资产当年的税前扣除规模提高一倍至 25 万美元，但符合条件的投资规模超过 80 万美元的企业能够获得的税前扣除规模将逐步递减。此外，针对 2008 年签订合同并投入使用的特定资产，允许企业税前扣除投资成本的 50%。

表4: 《经济刺激法案》的成本测算

美国财年 (单位: 亿美元)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2008-2013 合计	2008-2018 合计
收入变化													
纳税人个人退税	-689.0	-61.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-750.0	-750.0
商业税收减免	-448.0	-62.0	117.0	88.0	76.0	59.0	38.0	23.0	13.0	10.0	11.0	-170.0	-75.0
总收入变化	-1137.0	-123.0	117.0	88.0	76.0	59.0	38.0	23.0	13.0	10.0	11.0	-920.0	-825.0
直接支出变化													
对个人的退还款	368.0	36.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	404.0	404.0
对“准州”的付款	10.0	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.0	13.0
行政费用	2.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	3.0
提高 FHA 独户住宅计划 贷款限额	*	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	*	*
总支出变化	380.0	40.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	420.0	420.0
财政赤字或盈余变化													
财政赤字变化 (负数代表赤字减少)	1517.0	163.0	-117.0	-88.0	-76.0	-59.0	-38.0	-23.0	-13.0	-10.0	-11.0	1339.0	1244.0

资料来源: 美国国会预算办公室, 东吴证券研究所

注: FHA 为联邦住房管理局, “准州”指未建立州级行政区划的美国领土, *代表金额介于-5000 万美元至 0。

2009 年 2 月 17 日, 美国国会通过《美国复苏与再投资法案》(American Recovery and Reinvestment Act of 2009)。其政策内容主要包括: 向州政府提供资金, 用于支持联邦医疗补助计划、教育领域、交通项目建设等; 向个人提供资金支持, 如扩大失业救济金的支持范围、增加补充营养援助计划的救济金等; 直接购买商品或服务, 如投资建设工期可达数年的大型项目; 为个人和企业提供阶段性税收减免等。

表5: 《美国复苏与再投资法案》对经济与就业的贡献测算

ARRA 对经济指标的影响		实际 GDP (%)		失业率 (百分点)	
财年	季度	估算下限	估算上限	估算下限	估算上限
2009	Q1	*	0.1	**	**
	Q2	0.4	1.3	-0.1	-0.3
	Q3	0.6	2.4	-0.2	-0.6
	Q4	0.7	3.3	-0.2	-1
2010	Q1	0.9	4.3	-0.3	-1.5
	Q2	0.8	4.6	-0.4	-1.8
	Q3	0.7	4.1	-0.4	-2.0
	Q4	0.6	3.5	-0.3	-1.9
2011	Q1	0.6	3.2	-0.3	-1.8
	Q2	0.4	2.5	-0.3	-1.6
	Q3	0.3	2.0	-0.2	-1.3
	Q4	0.2	1.5	-0.2	-1.1
2012	Q1	0.1	1.0	-0.1	-0.8
	Q2	0.1	0.8	-0.1	-0.6
	Q3	0.1	0.7	-0.1	-0.5
	Q4	0.1	0.6	-0.1	-0.4
2013	Q1	0.1	0.5	-0.1	-0.3
	Q2	0.1	0.4	**	-0.3
	Q3	0.1	0.4	**	-0.3
	Q4	*	0.3	**	-0.2
2014	Q1	*	0.3	**	-0.2
	Q2	*	0.2	**	-0.2
	Q3	*	0.2	**	-0.1
	Q4	*	0.2	**	-0.1
财年平均数据					
2009		0.4	1.8	-0.1	-0.5
2010		0.7	4.1	-0.4	-1.8
2011		0.4	2.3	-0.2	-1.4
2012		0.1	0.8	-0.1	-0.6
2013		0.1	0.4	**	-0.3
2014		*	0.2	**	-0.2

资料来源: 美国国会预算办公室, 东吴证券研究所

注: *代表介于 0 至 0.05, **代表介于-0.05 至 0。

表6: 《美国复苏与再投资法案》的成本测算

美国财年 (单位: 亿美元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016-2019 合计	2009-2019 合计
卫生与公众服务部									
医疗补助	320	400	120	40	30	20	20	40	990
其他	20	120	110	70	80	70	20	30	530
退税	30	450	380	60	50	0	0	0	970
失业补偿	280	330	30	0	0	0	0	0	640
SNAP 项目	50	110	120	80	60	60	0	0	480
教育部									
州稳定基金	120	230	120	20	10	10	10	0	540
其他	90	190	110	30	10	10	0	0	440
交通部	40	170	110	50	30	10	20	30	460
能源部	10	80	110	80	30	10	10	10	340
建设美国债券 (税收抵免市政债券)	0	10	40	40	40	40	40	160	360
社会保障署	130	0	0	0	0	0	0	0	140
其他	70	250	210	120	60	20	10	0	740
①总支出	1140	2350	1470	590	410	260	140	280	6630
②收入 (负值代表减收)	-650	-1670	20	130	40	70	90	240	-1730
ARRA 对财政预算的总影响 (②-①, 负值代表财力被削弱)	-1790	-4010	-1450	-470	-370	-190	-50	-40	-8360

资料来源: 美国国会预算办公室, 东吴证券研究所

注: 原始披露数据单位为十亿美元, 本表调整为亿美元后, 可能受四舍五入等因素影响, 个别数据不够精确。

2010年12月17日, 美国国会通过《减税、失业保险再授权和就业法案》(Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010)。其政策内容主要包括临时延长税收减免、临时延长个人反洗钱税减免、临时遗产税减免、临时延长投资激励措施、临时延长失业保险相关、临时减免雇员工资税等。

表7: 《减税、失业保险再授权和就业法案》的成本测算

美国财年 (单位: 亿美元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2011- 2015 合计	2011- 2020 合计
财政收入变动 (负数代表收入减少)												
第 I 篇 临时延长税收减免	-990	-1491	-665	-158	0	0	0	0	0	0	-3305	-3305
第 II 篇 AMT 临时减免	-858	-676	168	0	0	0	0	0	0	0	-1367	-1367
第 III 篇 临时遗产税减免	-45	-281	-293	-35	-21	-10	-1	1	1	1	-675	-681
第 IV 篇 临时延长投资激励措施	-554	-582	3	273	209	165	118	75	45	29	-651	-218
第 V 篇 临时延长失业保险相关	0	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	-4	-4
第 VI 篇 工资税临时减免	-672	-444	0	0	0	0	0	0	0	0	-1117	-1117
第 VII 篇 临时延期某些即将到期的政策	-254	-145	-20	-14	-14	-20	-17	-13	-13	-12	-447	-521
财政收入变动合计	-3375	-3620	-809	66	174	135	101	63	34	19	-7564	-7214
预算内	-2686	-3160	-809	66	174	135	101	63	34	19	-6415	-6065
预算外	-688	-460	-1	0	0	0	0	0	0	0	-1149	-1149
财政直接支出变动												
第 I 篇 临时延长税收减免	0	383	388	0	0	0	0	0	0	0	771	771
第 V 篇 临时延长失业保险相关	345	216	0	0	0	0	0	0	0	0	561	561
第 VI 篇 工资税临时减免												
预计支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
预算内	685	457	0	0	0	0	0	0	0	0	1142	1142
预算外	-685	-457	0	0	0	0	0	0	0	0	-1142	-1142
第 VII 篇 临时延期某些即将到期的政策												
预计支出	22	11	0	0	0	0	0	0	0	0	33	33
财政直接支出变动合计												
预计支出	367	609	388	0	0	0	0	0	0	0	1364	1364
预算内	1052	1066	388	0	0	0	0	0	0	0	2507	2507
预算外	-685	-457	0	0	0	0	0	0	0	0	-1142	-1142
赤字净变动 (负数代表赤字下降)												
赤字净变动	3742	4229	1198	-66	-174	-135	-101	-63	-34	-19	8929	8578
预算内	3739	4226	1197	-66	-174	-135	-101	-63	-34	-19	8922	8571
预算外	3	3	1	0	0	0	0	0	0	0	7	7

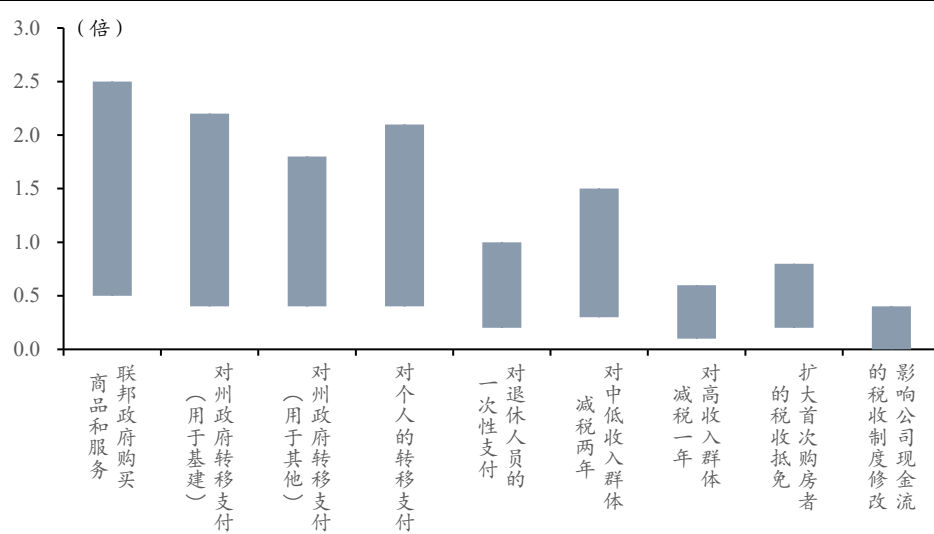
资料来源: 美国国会预算办公室, 东吴证券研究所

1.2. 美国开展财政刺激的经验教训

从产出乘数看, 扩大政府支出与补贴中低收入群体的财政刺激效果可能最好。参考美国国会预算办公室对《美国复苏与再投资法案》提出的不同财政政策的产出乘数测算, 扩大政府直接支出、提高对个人的转移支付两类措施所对应的产出乘数下限均不低于 0.4、上限接近甚至超过 2.0, 反映出相关财政刺激效果可能较好。其中, 扩大政府直接支出主要包括加大了对能源、医疗、公路、教育等领域的政府投资或消费; 对个人的转移支付主要涉及对低收入群体提供食品补助、对学生提高助学金支持力度、对失业群体

提供失业补偿及补贴医保费用、提高针对（中低收入）个人及家庭的退税力度等。

图4：不同类型的财政刺激政策所对应的预计产出乘数差异较大



数据来源：美国国会预算办公室，东吴证券研究所

从支出规模看，对个人及家庭的财政补贴资金可能被用于储蓄或提前还债，因此若要通过上述方式带动消费，财政部门可能需要大幅提高赤字。《经济刺激法案》发布后，参考密歇根大学自2008年2月至6月通过消费者调查收集的2518份问卷，通过统计不同类型群体对退税所获资金的计划用途，我们能够大致评估退税对消费的带动效果。

- 首先，计划主要用于消费的人员占比约为19.9%，计划主要用于储蓄或还债的人员占比合计高达71.0%。
- 其次，在64岁及以下群体中，计划主要用于消费的人员占比约为17.0%，但在65岁及以上群体中，这一指标高达28.4%。
- 最后，在收入介于2至3.5万美元，或不低于7.5万美元的2类群体中，计划主要用于消费的人员占比均为21%左右，但对于其他收入区间的群体，这一指标均低于19%。

综上所述，年龄与边际消费倾向可能存在正相关性；但存量债务负担可能削弱“低收入群体边际消费倾向更高”的认知。更为重要的是，由于增量资金可能被用于储蓄或提前还债，因此为带动1美元的增量消费，美国财政可能需要向个人及家庭提供5美元左右的退税支持，财政支出规模的迅速扩大或将导致不可避免的赤字大幅提高。

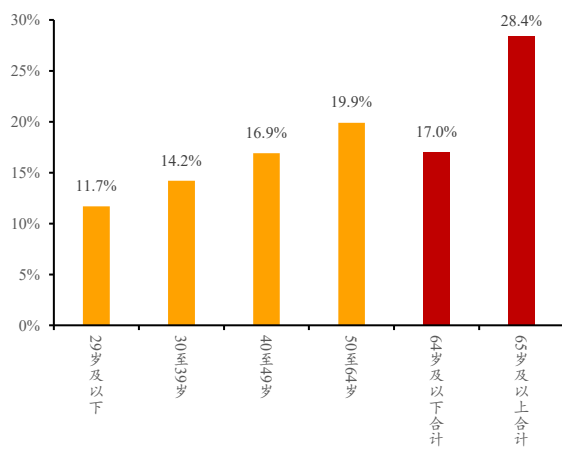
从历史数据看，自2008年至2012年，美国财政累计实施了超过19530亿美元的财政刺激，其中自2009年至2012年，美国财政赤字连续4年维持在超过1万亿美元的历史高位。特别是2009年，美国赤字率以9.8%创下新冠疫情前的历史记录。

表8：2008年，计划将退税所获资金主要用于消费的人数占比低于20%

退税所获资金的计划用途	问卷数量(份)	占比
主要用于消费	447	20%
主要用于储蓄	715	32%
主要用于还债	1083	48%
不会获得退税	212	-
尚未考虑或拒绝回答	61	-
合计	2518	100%

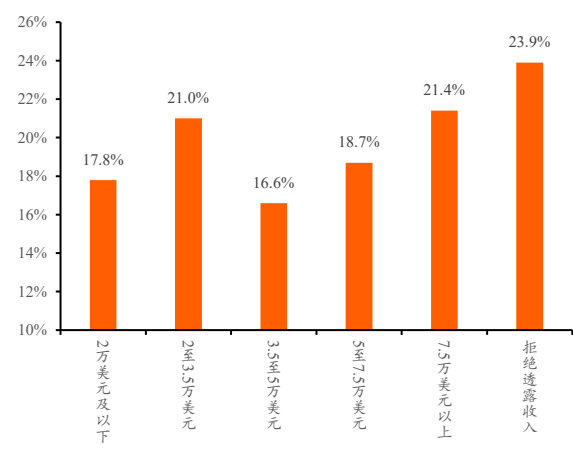
数据来源：NBER，东吴证券研究所

图5：边际消费倾向与年龄可能正相关



数据来源：NBER，东吴证券研究所

图6：存量债务负担可能削弱低收入群体边际消费倾向



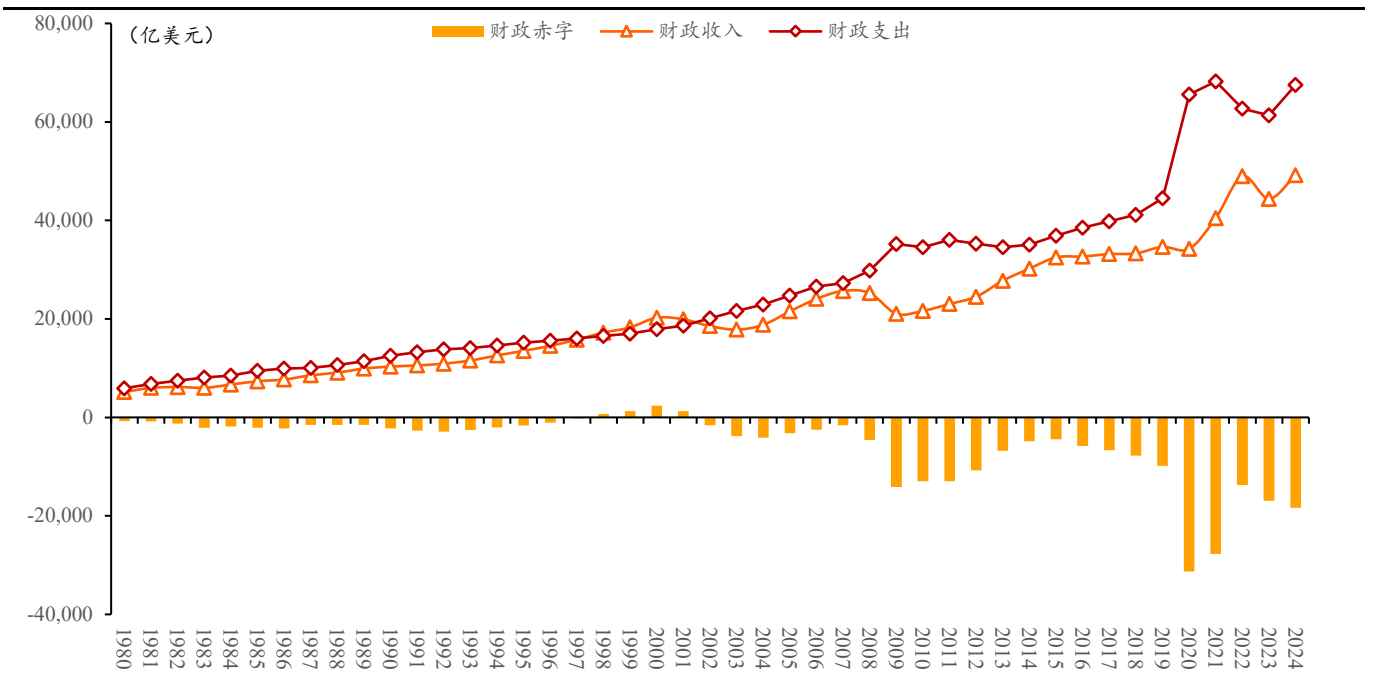
数据来源：NBER，东吴证券研究所

表9：美国财政应对次贷危机所依据的主要法案

法案名称	《经济刺激法案》	《紧急经济稳定法案》	《美国复苏与再投资法案》	《减税、失业保险再授权和就业法案》
立法时间	2008/2/13	2008/10/3	2009/2/17	2010/12/17
法案首年成本(亿美元)	1517	-	1790	3742
法案总成本(亿美元)	1244	4440 (扣除后期收益后, 净成本约为310亿美元)	8360	8578
核心举措	加大对纳税人的退税力度、放松针对企业资产折旧的税前扣除限制	对金融机构注资、提供住宅抵押贷款再融资支持、援助特定金融或汽车企业、为资产证券化市场提供流动性支持等	向州政府提供资金及提高政府直接消费或投资的规模、为个人和企业提供阶段性税收减免	临时延长税收减免、临时延长个人反洗钱税减免、临时遗产税减免、临时减免雇员工资税等

数据来源：美国国会，美国财政部，东吴证券研究所

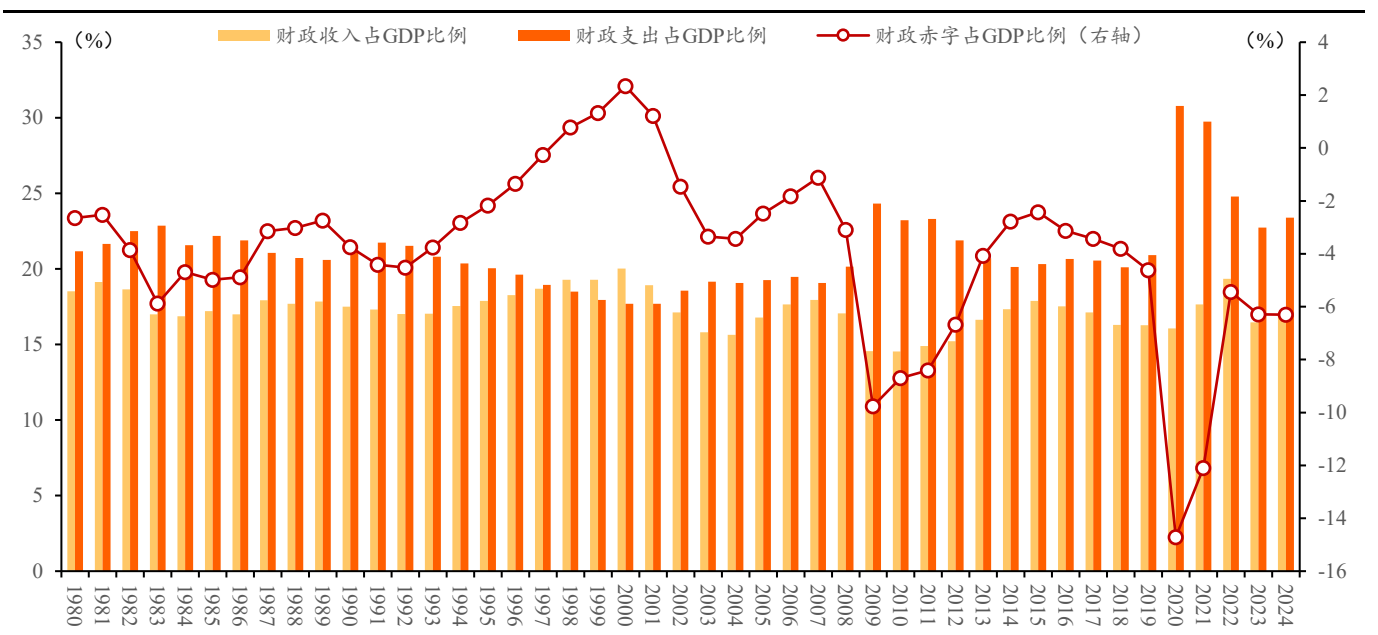
图7：自 2009 至 2012 年，美国财政赤字连续 4 年维持在超过 1 万亿美元的历史高位



数据来源：美国财政部，美国国会预算办公室，东吴证券研究所

注：“财政赤字”正值代表财政盈余、负值代表财政赤字。美国财年为上年 10 月 1 日至当年 9 月 30 日。

图8：2009 年，美国赤字率以 9.8% 创下新冠疫情前的历史记录



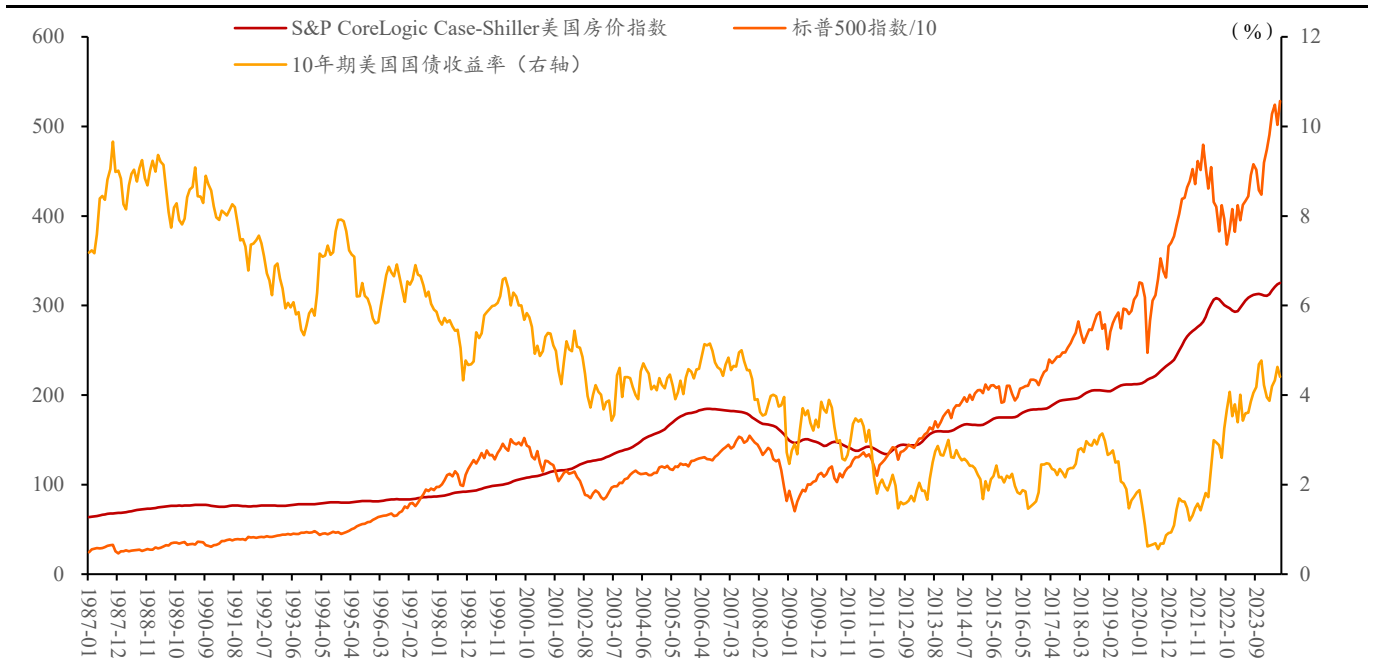
数据来源：美国财政部，美国国会预算办公室，东吴证券研究所

注：“财政赤字”正值代表财政盈余、负值代表财政赤字。美国财年为上年 10 月 1 日至当年 9 月 30 日。

从财政政策与货币政策的配合看，宽松的货币政策有助于提高积极的财政政策效果，但二者同时面临危机后如何退出的难题。次贷危机后，美国 10 年期国债、房价、标普 500 指数恢复至危机前水平分别用时 16.3 年、8.8 年、5.2 年，相比其他两类资产，债券价格即无风险利率的修复历时最久。此外，自 2010 年至 2015 年，虽然美国财政赤字率

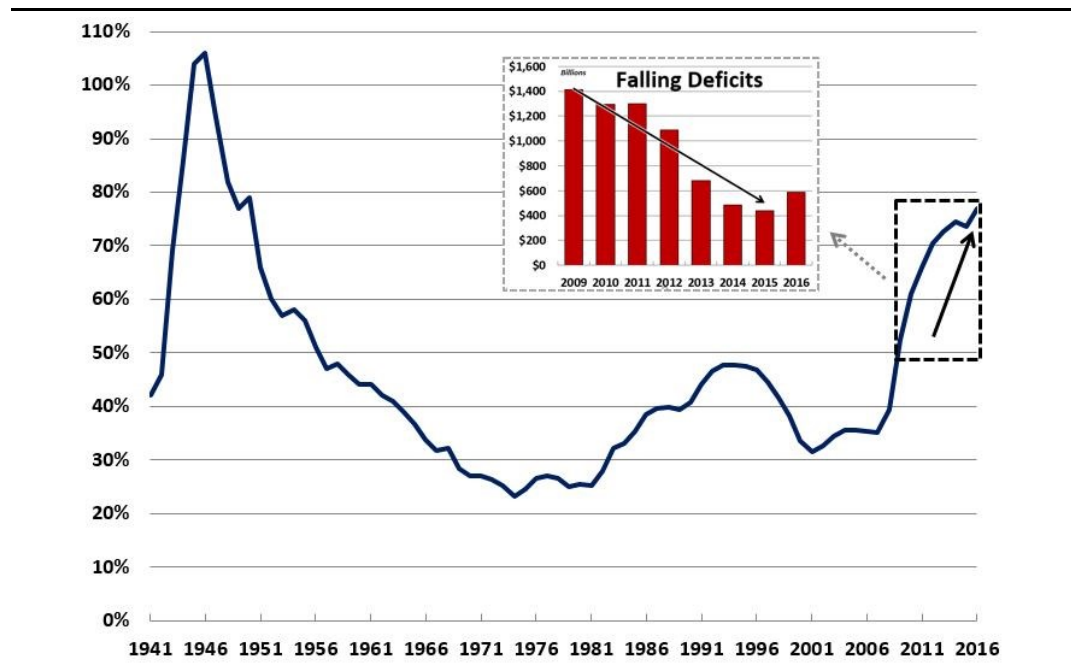
持续下降，但事实上，同期美国政府未偿债务占 GDP 的比例却在持续走高。2007 年，美国政府未偿债务占 GDP 的比例约为 35%，但这一比例在 2009 年已提高至约 52%、在 2016 年进一步上升至约 77%，美国政府的债务水平已攀升至接近二战时期的历史较高水平。由此可见，在应对危机时，及时采取宽松的货币政策、积极的财政政策是十分必要的，但事后如何实现政策退出可能需要事前未雨绸缪。

图9：次贷危机后，美国 10Y 国债、房价、标普 500 指数恢复至危机前水平分别用时 16.3 年、8.8 年、5.2 年



数据来源：FRED、S&P，Wind，东吴证券研究所

图10：次贷危机后，美国政府未偿债务占 GDP 的比例持续走高



数据来源：美国国会，东吴证券研究所

2. 2025 年中国财政展望

2.1. 规模方面：广义赤字率可能创下近年历史记录

在财政收入增长压力较大、财政支出强度与化债力度不宜“失速”的背景下，2025 年广义赤字率或将被迫有所提高。2024 年 1-10 月，全国一般公共预算收入实现 184981 亿元，同比下降 1.3%，其中全国税收收入 150782 亿元，同比下降 4.5%；全国政府性基金预算收入 35462 亿元，同比下降 19%，其中国有土地使用权出让收入 26971 亿元，同比下降 22.9%。按照前 10 个月财政数据线性外推，预计 2024 年全国将实现一般公共预算收入 221977 亿元、政府性基金预算收入 42554 亿元，分别低于年初预算值 1973 亿元、28248 亿元，合计约 30221 亿元。为托底经济增长、守住不发生系统性风险的底线，全国财政支出强度与化债力度不宜“失速”，但一方面，受国内经济动能切换、减税降费持续推进、海外个别国家可能提高贸易壁垒等因素影响，2025 年全国税收收入增长压力可能仍然较大；另一方面，2024 年非税收入的增长主要来自各级政府盘活处置闲置资源资产，未来可持续性有待观察；此外，参考次贷危机后的美国房地产市场表现，美国住宅市场“去库存”耗时近 15 年，短期内我国土地出让市场快速回暖的概率同样偏低。因此，在中性预期下，如果假设 2025 年狭义赤字率提高至 4.0%；特别国债加码 5000 亿元用于“两重”、“两新”领域，加码 7500 亿元用于补充国有行核心一级资本；地方政府新增专项债加码 4000 亿元用于支持地产去库存；置换存量隐性债务的地方政府特殊再融资债新增发行 20000 亿元。那么预计 2025 年全国广义赤字规模将攀升至 143423 亿元，同比多增近 3 万亿元、同比增速约为 26%，全国广义赤字率将达到约 10%。

表10：在中性预期下，2025 年全国广义赤字率或将达到 10%

债券类型（单位：亿元）	2023 年	2024 年	2025 年		
			谨慎预期	中性预期	激进预期
狭义赤字率（假设 2025 年 GDP 名义增速为 7%）	3.8%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
狭义赤字规模	48800	40600	50682	57923	65163
其中：普通国债	41600	33400	43482	48123	52763
其中：地方政府新增一般债券	7200	7200	7200	9800	12400
特别国债	0	10000	15000	22500	30000
其中：支持“两重”“两新”	0	10000	10000	15000	20000
其中：补充国有行核心一级资本	0	0	5000	7500	10000
地方政府新增专项债券	38000	39000	41000	43000	45000
其中：用于项目建设等	-	31000	31000	31000	31000
其中：用于补充政府性基金预算财力	0	8000	8000	8000	8000
其中：用于支持地产去库存	0	0	2000	4000	6000
地方政府特殊再融资债（置换存量隐性债务）	15018	24000	20000	20000	20000
广义赤字规模	101818	113600	126682	143423	160163
同比增速	-	12%	12%	26%	41%
广义赤字率	7%	8%	9%	10%	11%

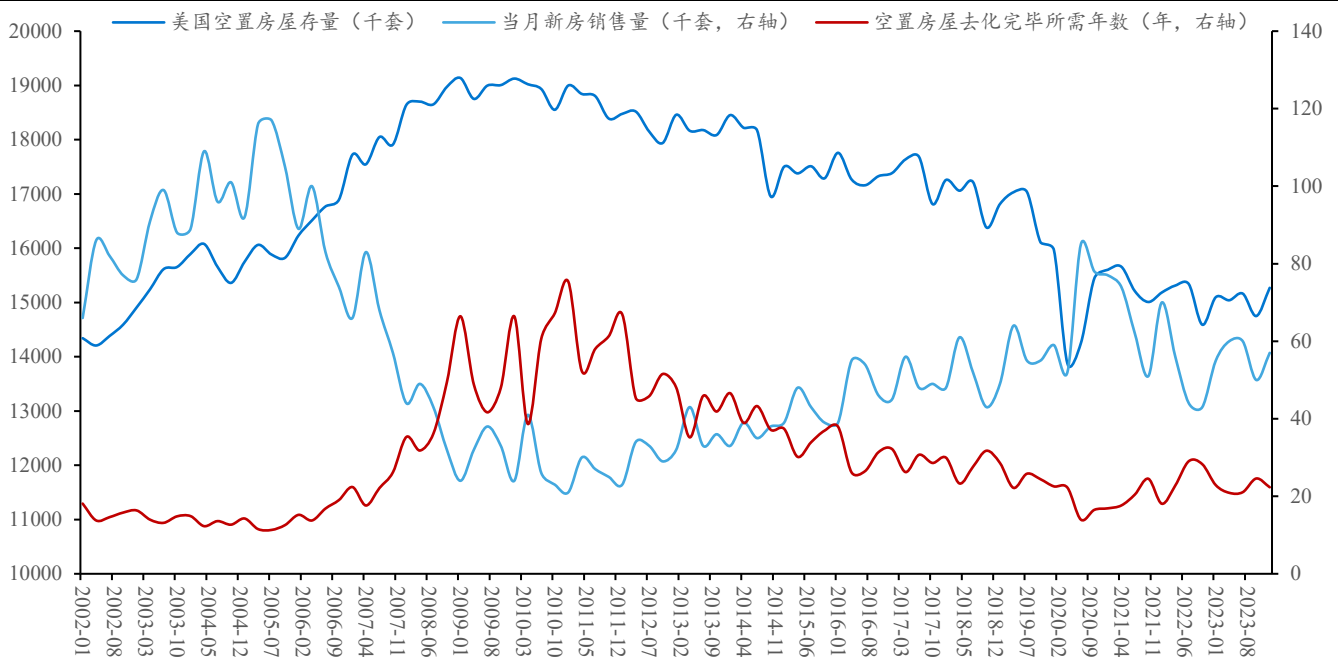
数据来源：财政部，国家统计局，东吴证券研究所

表11: 即使在谨慎预期下, 2025年全国广义赤字率可能也会创下近年历史记录

科目(单位:亿元)	2024年目标	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年
国民经济指标							
GDP	按赤字率倒推, 约为1353333	1260582	1204724	1149237	1013567	986515	919281
GDP增速目标 (年初政府工作报告披露)	5%左右	5%左右	5.5%左右	6%以上	-	6%-6.5%	6.5%左右
一般公共预算							
全国一般公共预算收入	223950	216795	203649	202555	182914	190390	183360
中央	102425	99567	94887	91470	82771	89309	85456
地方	121525	117229	108762	111084	100143	101081	97903
全国一般公共预算支出	285490	274623	260552	245673	245679	238858	220904
中央	144057	141056	132513	117202	118314	109475	102388
其中: 对地方转移支付	102037	102836	96942	82152	83218	74360	69681
地方	243470	236403	224981	210623	210583	203743	188196
狭义赤字	40600	48800	33700	35700	37600	27600	23800
中央(普通国债)	33400	41600	26500	27500	27800	18300	15500
地方(地方政府一般债务)	7200	7200	7200	8200	9800	9300	8300
当年狭义赤字率目标 (年初政府工作报告披露)	3%	3%	2.8%左右	3.2%左右	3.6%以上	2.8%	2.6%
当年狭义赤字率实际值 (按国家统计局GDP数据计算)	-	3.9%	2.8%	3.1%	3.7%	2.8%	2.6%
政府性基金预算							
全国政府性基金预算收入	70802	70707	77896	98024	93491	84518	75479
中央	4475	4418	4124	4088	3562	4040	4035
地方	66328	66289	73772	93936	89930	80478	71444
全国政府性基金预算支出	120194	101278	110608	113390	118058	91648	80602
中央	14866	5744	6330	4003	10440	4179	4022
地方	111481	96427	105064	110189	115343	88534	77512
不计入狭义赤字的新增政府债务	49000	38000	36500	36500	47500	21500	13500
中央(特别国债)	10000	0	0	0	10000	0	0
地方(地方政府专项债务)	39000	38000	36500	36500	37500	21500	13500
广义赤字	89600	86800	70200	72200	85100	49100	37300
中央(普通国债及特别国债)	43400	41600	26500	27500	37800	18300	15500
地方(地方政府一般债务及专项债务)	46200	45200	43700	44700	47300	30800	21800
当年广义赤字率实际值 (按国家统计局GDP数据计算)	-	6.9%	5.8%	6.3%	8.4%	5.0%	4.1%

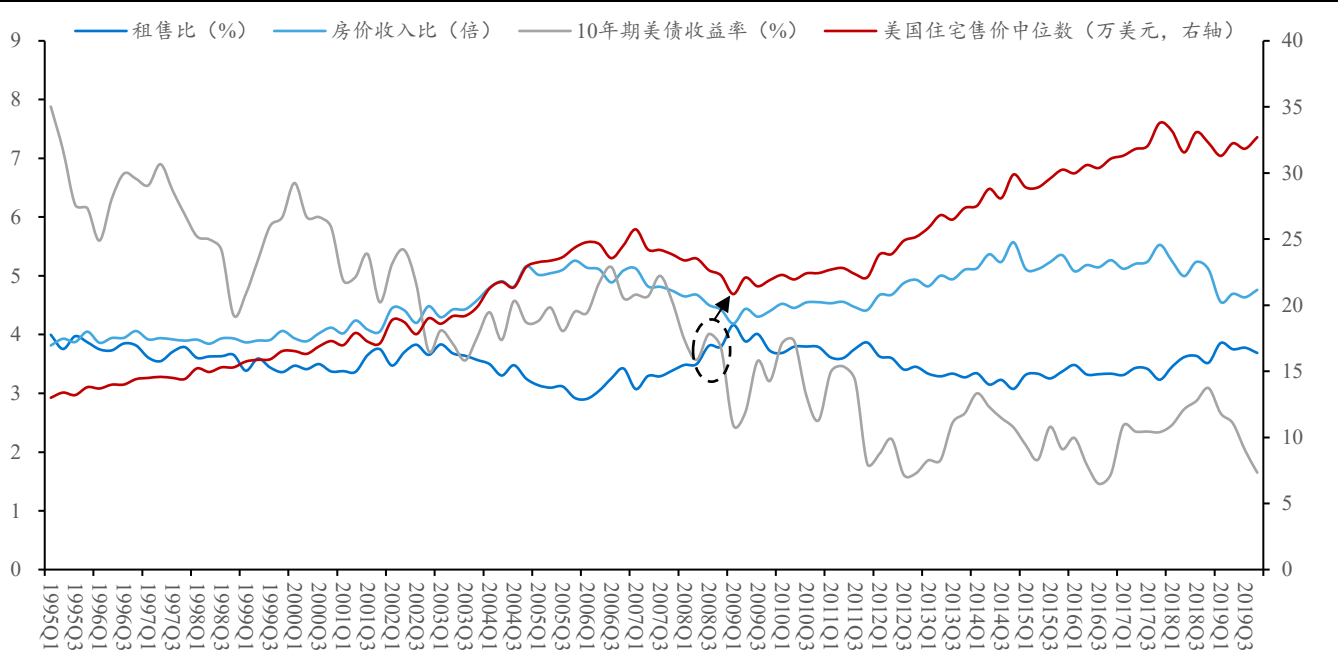
数据来源: 财政部, 国家统计局, 东吴证券研究所

图11: 次贷危机爆发后, 美国房地产市场“去库存”耗时近15年



数据来源: 美国人口普查局, FRED, 东吴证券研究所

图12: 2009Q1 当10年期美债利率下滑至低于住宅租售比后, 美国住宅售价“止跌回稳”



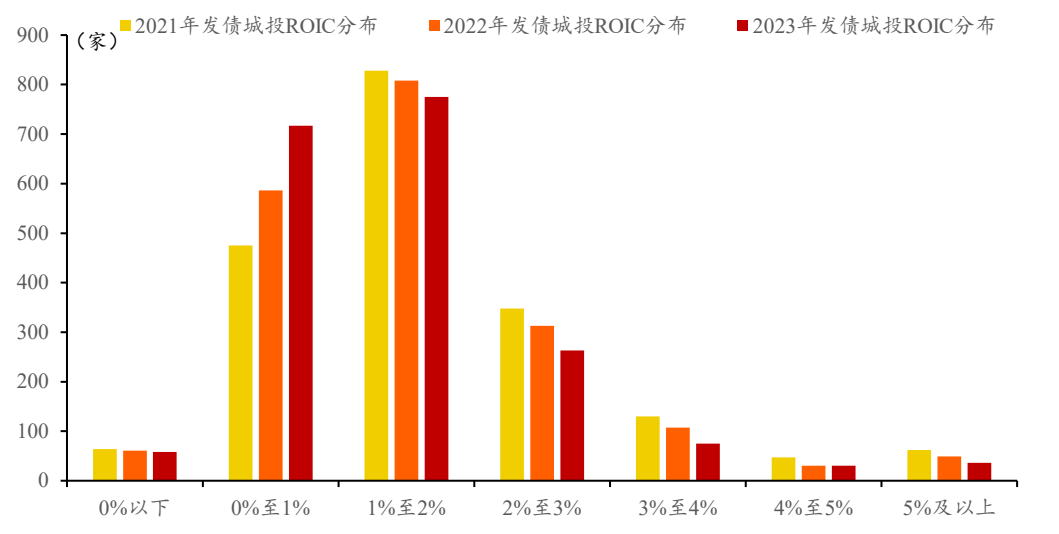
数据来源: FRED、S&P, 东吴证券研究所

2.2. 投向方面：超常规措施可能有哪些？

在常规措施方面，2023年江苏、安徽等多个省份通过发放消费券拉动消费，数据显示消费券验券率或超过60%，对消费的撬动倍数介于5-20，未来这一政策或将进一步加码。（1）在验券率方面，参考宁夏相关披露，2023年全区安排扩大消费财政资金2.87亿元，发放各类消费券820万张，核销消费券524万张，撬动社会资金61亿元，当地消费券验券率达63.9%。（2）在消费券对消费的撬动倍数方面，2023年①江苏支持办好2023年“苏新消费”四季购物节、绿色节能家电促消费等系列活动，带动各地发放消费券2亿元，拉动家电全品销售27.2亿元。②安徽支持推进“徽动消费”行动，发放消费券18.7亿元，带动销售额360亿元，促进社会消费品零售总额增长6.9%。③湖北围绕汽车、家电、家具、文旅等重点领域消费，设立湖北消费贷500亿元，安排促消费资金41.7亿元；创新发放文旅消费券、“惠购湖北”消费券、汽车消费券、家电消费券14亿元，直接带动消费72亿元。④黑龙江完善落实促消费财税政策，发放政府消费券达6亿元、带动消费120亿元。从江苏、安徽、湖北、黑龙江的数据披露看，消费券对消费的撬动倍数分别为13.6、19.3、5.1、20，考虑到这一措施对提振消费的有效性较为明显，未来这一政策或将进一步加码。

参考美国经验，扩大政府直接支出、提高对个人的转移支付2类措施的产出乘数相对较高。目前在国内，前者面临地方政府化债压力较大、基建趋于饱和等限制，因此后者或更值得关注。一方面，虽然2024年4月中央政治局会议提出，要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。但在土地出让收入大幅下滑的影响下，近年大量新发地方政府债券被用于化解隐性债务、拖欠企业账款等“防风险”领域，财政部多次对中央部门和地方财政落实党政机关习惯过紧日子提出明确要求。因此，地方政府扩大投资或消费支出可能面临资金短缺的现实困难。另一方面，许多融资平台过往主要承接地方政府主导的（准）公益性项目建设运营职能，但从发债城投的财务数据看，自2021年至2022年，ROIC低于2%的发债城投数量占比由70%上升至74%，2023年这一数值进一步上升至79%。考虑到大部分发债城投的综合融资成本可能超过2%，因此近年国内基建可能已趋于饱和，继续扩大（准）公益性项目投资规模很有可能会推高地方债务风险，加剧城投“利息本金化”所带来的资金空转。

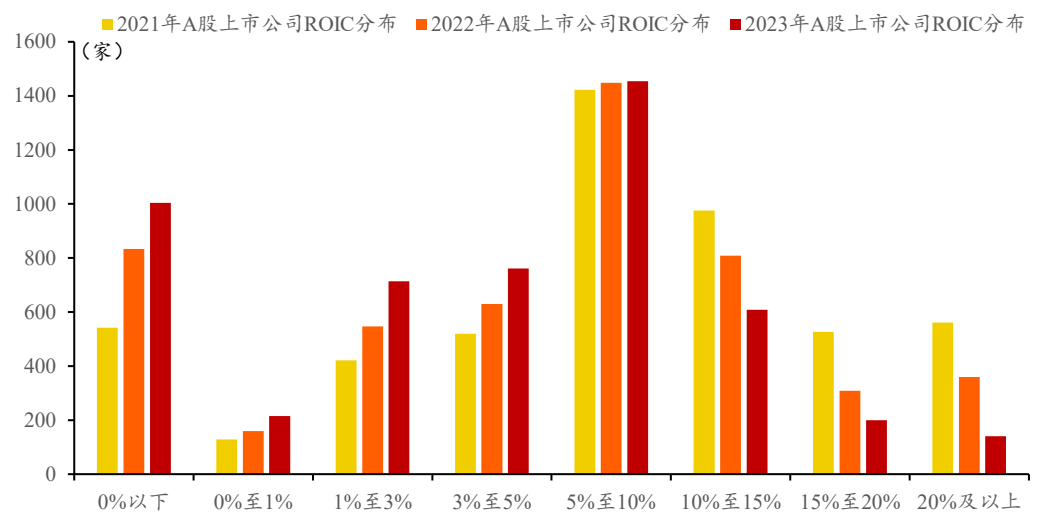
图13: 自 2021 年至 2023 年, 发债城投 ROIC 大多低于 2%且整体呈下降趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 统计对象为截至 2024 年 12 月 10 日仍有境内存续债券的发债城投。

图14: 自 2021 年至 2023 年, A 股上市公司 ROIC 大多高于 3%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 统计对象为 2021、2022、2023 三年年末均未被提示 ST 或 *ST 的个股。

在提高对个人的转移支付方面, 超常规财政政策或可考虑允许阶段性暂停公积金等“强制储蓄”。次贷危机期间, 美国财政对个人的转移支付主要涉及①对学生提高助学金支持力度、②对失业群体提供失业补偿及补贴医保费用、③提高针对(中低收入)个人及家庭的退税力度等、④对低收入群体提供食品补助等。类似美国曾采取的措施①, 近期国内已出台了“增加高等教育阶段国家奖学金名额, 提高奖助学金标准”政策。对于美国曾采取的措施②③④, 其政策核心均是扩大中低收入甚至是阶段性无收入群体的可支配收入, 进而通过其必要生活支出带动消费复苏。结合国内现状分析, 国内普通雇员在缴纳个人所得税以外, 每月还需缴纳“五险一金”, 如此构成了一种强制储蓄, 事实

上类似于美国征收的工资税（包括社会保障税、医疗保险税等）。考虑到，一方面，在应对经济危机时，美国曾阶段性减免雇员及雇主缴纳的工资税，最终实现了刺激消费的目标；另一方面，在利率下行趋势影响下，国内公积金贷款与普通商贷的利差逐步收窄，甚至曾阶段性、区域性发生“倒挂”。因此，未来或可考虑允许阶段性暂停公积金等“强制储蓄”，进而提高居民可支配收入。

表12：近年来，全国减税降费力度维持在较大水平，宏观税负整体有所下降

年份	全年全国减税降费成果	GDP (亿元)	全国税收收入 (亿元)	全国税收收入 /GDP	全国非 税收入 (亿元)
2018	在2018年初确定的1.1万亿元减税降费政策基础上，年中又根据宏观经济形势相机预调微调，实施了多项税费优惠政策，全年减税降费约1.3万亿元。	919281	156403	17.0%	26957
2019	2019年全年减税降费2.36万亿元，其中新增减税1.93万亿元。民营企业合计减税1.26万亿元，占全部减税数额的65.5%。小微企业减税2832亿元，享受企业所得税减免的纳税人达到626万户，享受增值税免税的小规模纳税人新增456万户。实施个人所得税专项附加扣除政策，加上2018年10月1日提高个人所得税基本减除费用标准和优化税率结构翘尾因素，合计减税4604亿元，使2.5亿纳税人直接受益，人均减税约1842元。	986515	158000	16.0%	32390
2020	2020年全年新增减税降费规模超过2.6万亿元，截至2020年底，全国10万户重点税源企业销售收入税费负担率（企业缴纳的税收和社保费等支出占销售收入比重）预计同比下降8%。	1013567	154312	15.2%	28602
2021	2021年全年新增减税降费约1.1万亿元，为制造业中小微企业办理缓缴税费2162亿元，为煤电和供热企业办理“减、退、缓”税271亿元。企业提前享受研发费用加计扣除政策减免税额3333亿元，其中，18.6万户制造业企业享受减免税额2259亿元；办理出口退税1.67万亿元，助力外贸发展，全国出口企业采购金额同比增长20.1%。	1149237	172736	15.0%	29819
2022	2022年，全年新增减税降费及退税缓税缓费超过4.2万亿元。累计退到纳税人账户的增值税留抵退税款2.46万亿元，超过2021年全年办理留抵退税规模的3.8倍；新增减税降费超1万亿元，其中新增减税超8000亿元，新增降费超2000亿元。此外，办理缓税缓费超7500亿元。	1204724	166620	13.8%	37029
2023	2023年，全国新增减税降费及退税缓费22289.9亿元，分行业看，制造业及与之相关的批发零售业占比最高，新增减税降费及退税缓费9495.3亿元，占比42.6%；分企业规模看，中小微企业受益最明显，新增减税降费及退税缓费14264.2亿元，占比64%；分经济类型看，民营经济纳税人受益明显，新增减税降费及退税缓费16864.6亿元，占比75.7%。	1260582	181129	14.4%	35655

数据来源：中央政府网，东吴证券研究所

此外，为缓解居民房贷月供压力，或可考虑通过财政补贴的形式，支持商业银行调整房贷合同以降低居民“月供收入比”。房地产市场深度调整是近年国内经济下行压力加大的核心原因之一，国内应当尽可能避免陷入“房贷逾期增多→法拍房增多→房价下跌→住宅销售情绪难以回暖→住宅新开工数量低迷→房地产上下游产业链就业萎缩”的恶性循环。参考2009年2月美国政府设立的可负担住宅调整计划（HAMP），经过3个月的观察期后，如果用于自住的住宅房主能够证明自身经济困难、但有能力偿还调整后

的按揭还款；那么抵押贷款的发放机构可以调整还款合同，将月供金额降低至不超过借款人收入的31%，即债务收入比不超过31%，随后由美国财政对交易双方提供一定资金补贴。这一措施不仅预防了“法拍房”数量不断增加加剧房价下跌压力，还推动了房主能够在房贷支出以外有能力进行其他消费。未来，如果法拍房市场规模进一步扩大，或可考虑通过财政补贴等形式，支持商业银行调整房贷合同以降低居民“月供收入比”，或由政府部门协调原房主搬迁至贷款规模更低、月供水平更可负担的新住宅。

表13：在房地产下行期，中美两国部分政策应对存在“异曲同工之妙”

美国（次贷危机期间）				中国（近年）		
财政刺激政策	法案出台时间	首年成本（亿美元）	主要措施	近年出台的类似工具	相关政策出台时间	支持规模（亿美元）
《经济刺激法案》	2008/2/13	1517	加大针对纳税人的退税力度	留抵退税、减税降费等	长期	2021年至2023年新增减税降费及退税缓费合计约6184亿美元。
			放松针对企业资产折旧的税前扣除限制	-	-	-
《紧急经济稳定法案》	2008/10/3	最初2.5年累计支出约4100	对金融机构注资	地方债补充中小银行资本金、金融稳定保障基金	2020/7/1	2020年至今发行地方债补充中小银行资本金合计约689亿美元。
			提供住宅抵押贷款再融资支持	-	-	-
			援助特定金融或汽车企业	-	-	-
			为ABS市场提供流动性支持	-	-	-
《美国复苏与再投资法案》	2009/2/17	8360	加大政府支出力度	增发国债、特别国债、地方政府特殊再融资债	长期	2023年至今累计发行约9574亿美元，其中非化债部分约2857亿美元。
			对低收入群体提供食品补助	-	-	-
			对学生提高助学金支持力度	增加高等教育阶段国家奖学金名额，提高奖助学金标准	2024/10/25	预期2025年增加约43亿美元
			对失业群体提供失业补偿、补贴医保费用	-	-	-
			为个人和企业提供阶段性税收减免	留抵退税、减税降费等	长期	2021年至2023年新增减税降费及退税缓费合计约6184亿美元。
《减税、失业保险再授权和就业法案》	2010/12/17	8578	临时延长税收减免、临时延长个人反洗钱税减免、临时遗产税减免、临时减免雇员工资税等	留抵退税、减税降费等	长期	2021年至2023年新增减税降费及退税缓费合计约6184亿美元。

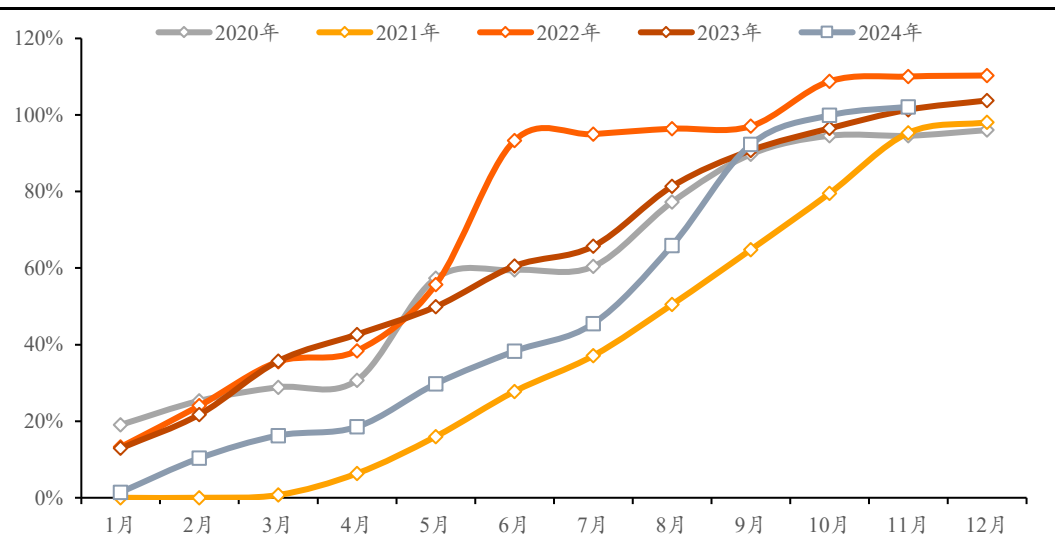
数据来源：中央政府网，中国财政部，美国国会，美国财政部，东吴证券研究所

注：美元兑人民币汇率取1:7。

2.3. 节奏方面：地方债项目审批权下放后，地方债供给可能前置

未来，在地方债项目审批权下放促成项目审批加快，及用于置换隐债的地方债需要靠前发行以应对债务到期的共同作用下，地方债供给可能相对前置。2024年10月8日，国家发改委副主任在国新办新闻发布会透露，发改委、财政部正在研究开展项目审核自主权试点，实施续建项目“绿色通道”等，尽快出台优化完善地方政府专项债管理的新举措。考虑到，2024年1至2月，受制于国家发改委、财政部重点推进上年增发国债的项目清单审核与资金预算下达工作，地方政府新增专项债券项目审批有所推迟，过审项目清单直至2024年4月末方才下达地方，时效性明显低于往年。如此最终导致2024年1-4月新增专项债发行进度仅为全年限额的19%，在过往5年中仅高于2021年同期水平，地方债的资金使用效率及相关项目建设进度受到一定不利影响。（见图12）因此，未来如果地方债项目审批权下放，那么预计地方债的项目审批及债券发行、资金使用进度均会有所加快。综合考虑用于隐性债务置换的特殊再融资债可能也需要提前发行以应对债务到期或提前偿还存量高息融资，整体看来，明年地方债供给节奏可能相对前置。此外，考虑到财政部安排2025年发行28000亿元地方政府债券用于置换存量隐性债务，然而存量隐性债务对应的底层项目未必能够很好地满足地方债还本付息要求，因此未来长期限地方债（10年期及以上）的供给或将有所增加。

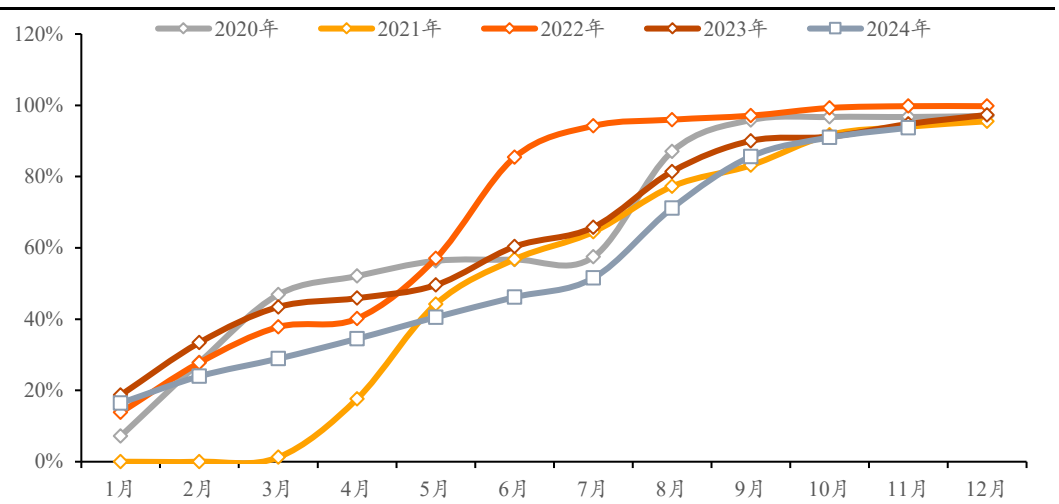
图15：2024年1-4月，新增专项债发行规模仅为全年限额的19%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图中指标为“新增专项债发行规模/全年新增专项债限额”，部分数值高于100%可能受特殊政策影响，图16同理。

图16: 2024年, 新增一般债发行节奏为近5年最慢水平



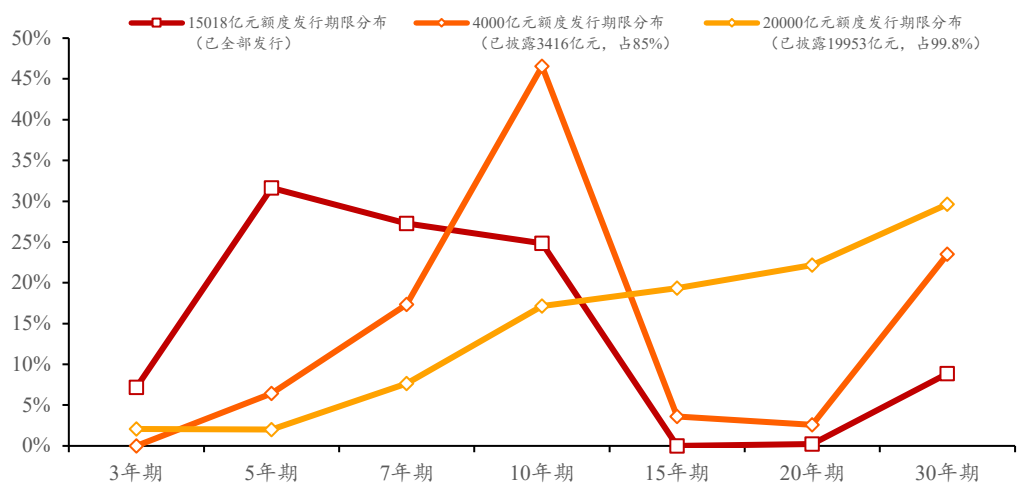
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表14: 2024年受年初增发国债项目审核影响, 新增专项债项目下达相对较晚

时间	事件	具体内容
2023/10/24	全国人大常委会表决通过增发国债	2023年10月24日, 全国人大常委会表决通过2023年四季度增发2023年国债1万亿元, 资金纳入直达机制, 通过转移支付方式全部安排给地方, 其中2023年安排使用、结转2024年使用各5000亿元。
2023/12/18	增发国债第一批资金预算下达	财政部完成下达增发国债第一批资金预算2379亿元, 其中包括灾后恢复重建和提升防灾减灾能力补助资金1075亿元、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设补助资金1254亿元、重点自然灾害综合防治体系建设工程补助资金(气象基础设施项目建设)50亿元。
2023/12/23	增发国债第二批项目清单下达	国家发展改革委近日商有关部门下达2023年增发国债第二批项目清单, 共涉及增发国债项目9600多个, 拟安排国债资金超5600亿元。第二批项目清单包括以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升工程、重点自然灾害综合防治体系建设工程等领域项目。
2023/12/30	增发国债第二批资金预算下达	财政部完成下达增发国债第二批资金预算5646亿元, 其中包括以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程补助资金983亿元, 其他重点防洪工程补助资金1748亿元, 灌区建设改造和重点水土流失治理工程补助资金1115亿元, 城市排水防涝能力提升行动补助资金1400亿元, 自然灾害综合防治体系建设工程(森林草原防火阻隔系统)补助资金400亿元。
2024/2/7	增发国债第三批项目清单下达	国家发展改革委商有关部门下达2023年增发国债第三批项目清单, 共涉及项目2800多个, 安排国债资金近2000亿元, 主要包括以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建和提升防灾减灾能力, 自然灾害应急能力提升工程, 重点自然灾害综合防治体系建设工程, 甘肃、青海灾后恢复重建等领域。
2024/2/19	增发国债第三批资金预算下达	财政部发文提前通知地方增发国债项目预算1975亿元, 其中包括灾后恢复重建和提升防灾减灾能力补助资金1002亿元, 自然灾害应急能力提升工程补助资金585亿元, 重点自然灾害综合防治体系建设工程补助资金388亿元。上述预算提前通知到位后, 增发2023年国债资金1万亿元已全部分配完毕。
2024/4/17	国家发改委完成专项债券项目初筛	国家发改委完成了今年专项债券项目的初步筛选工作, 目前已推送给财政部并反馈给各地方, 财政部正在对项目融资收益平衡等进行审核, 各地也在提前做好项目准备工作。
2024/4/18	国家发改委督促增发国债项目实施推进	国家发改委组织召开2023年增发国债项目实施推进工作电视电话会议, 通报项目进展和督导情况, 对发现的问题及时纠偏整改, 进一步压实地方主体责任, 推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。
2024年4月下旬	财政部完成专项债券项目审核	财政部完成专项债券项目审核, 向地方政府正式下达2024年过审新增专项债券项目审核清单。

数据来源: 财政部, 国家发改委, 东吴证券研究所

图17：2024年，用于化解政府性债务风险的特殊再融资债发行期限明显延长



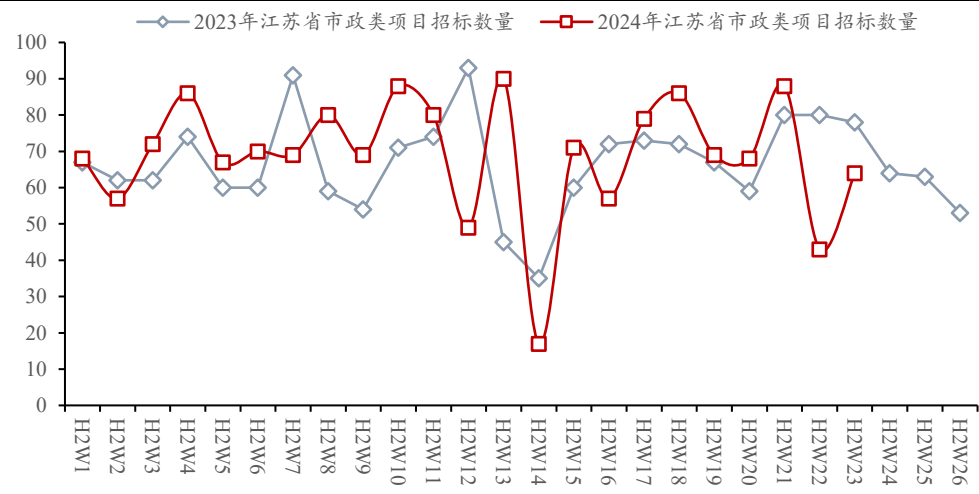
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：统计日期截至2024年12月10日。15018亿元额度为2023年置换隐性债务、拖欠工程款的特殊再融资债额度；4000亿元为2024年用于支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款的地方政府债务结存限额；20000亿元为2024年用于置换存量隐性债务的特殊再融资债额度。

2.4. 意愿方面：化债提振地方政府投资意愿可能仍待时日

理论上，地方债置换隐债加码后，地方国企获得新增融资空间，地方政府的投资意愿可能获得一定提振。但实际上，考虑到地方债资金拨付需要时间、地方国企债务管理日益规范、部分区域的基建趋于饱和，未来地方国企在存量隐债被置换后，可能加大市场化产业投资而非传统基建投资，地方政府的投资意愿提振可能仍待时日。例如，各地披露的项目招投标信息为我们跟踪地方政府的投资意愿提供了有效参考，以本轮获得置换隐性债务的地方债额度最多的江苏省为例，在2024Q4化债政策加码后，截至目前，江苏省市政类项目招标数量尚未明显提高。

图18：2024年四季度化债政策加码后，江苏省市政类项目招标数量尚未明显提高



数据来源：江苏省招投标信息平台，东吴证券研究所

注：横轴H2W1代表下半年第一周，H2W2代表下半年第二周，其他同理。

表15: 江苏省是2024年四季度获得置换隐债地方债额度最高的省份

分省分期限 发行规模 (亿元)	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期	15 年期	20 年期	30 年期	合计	合计 占比
江苏	411		200	400	600	500	400	2511	13%
湖南			488	400	200		200	1288	6%
山东				228	259	299	469	1255	6%
河南		121		318	242	152	394	1227	6%
贵州			200	376	150	150	300	1176	6%
四川				260	260		628	1148	6%
湖北					388	594		982	5%
安徽		100	300	200		100	280	980	5%
云南				250	250		378	878	4%
浙江				60	479		276	814	4%
天津						484	287	771	4%
辽宁					40	330	401	771	4%
重庆		180	170			197	207	754	4%
内蒙古			72	150	150	200		572	3%
陕西					100	364	100	564	3%
江西				3	293	255		551	3%
广西						300	215	515	3%
福建					248	31	223	502	3%
黑龙江						116	368	484	2%
甘肃				443				443	2%
山西					200	85	100	385	2%
吉林						185	200	385	2%
河北							281	281	1%
新疆				216				216	1%
海南						83	69	152	1%
宁夏			94	44				138	1%
西藏							137	137	1%
青海				73				73	0%
总计	411	401	1524	3421	3859	4425	5913	19953	100%
总计占比	2%	2%	8%	17%	19%	22%	30%	100%	

数据来源: 中国债券信息网, 东吴证券研究所

3. 风险提示

- (1) 对次贷危机期间美国政策应对的梳理可能不够全面。
- (2) 部分美国财政数据的原始披露单位为十亿美元, 本文调整单位为亿美元后可能不够精确。

(3) 融资平台的 ROIC 分布为手动测算，A 股上市公司的 ROIC 为 Wind 提取值，二者的计算方法可能有所差异。

(4) 对明年我国财政赤字的测算依赖于若干前提假设，未来有可能与事实结果不符。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>