

### 读懂财政的“眼色”系列之一： 如何判断财政政策的取向

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669

#### 报告要点

从 1994 年至今，我国财政政策取向经历了“从紧→积极→稳健→积极”四个阶段。“从紧”及“稳健”一般对应政策收紧，而积极阶段政策力度增强，且发力呈现前高后低的特征。2015 年以来，我国财政政策持续处于“积极”阶段，边际发力程度可参考附加词判断，一般规律是“加力”>“提效”、“精准”>“可持续”等。

#### 摘要：

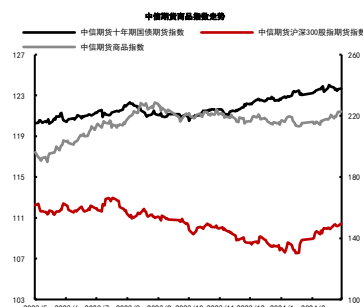
本文是《读懂财政的“眼色”》系列专题的第一篇，主要解决如何判断财政政策取向这一问题。

从 1994 年至今，我国财政政策取向经历了“从紧→积极→稳健→积极”四个阶段，过去经验表明，“从紧”及“稳健”（从“积极”转为“稳健”）阶段一般对应财政政策收紧。而在积极阶段，财政发力则呈现前高后低的特征，但整体较前一阶段偏松。自 2009 年以来，我国迈入了长期的积极财政政策周期，截至 2023 年，该长周期又可划分为 5 个积极小周期，在每个小周期内，财政政策发力亦呈现出前高后低的特征。故在积极阶段下，要判断当年财政政策发力情况，还需进行具体分析。

自 2015 年以来，出现了新的附加词来描述财政政策取向，不同附加词所隐含的财政政策取向存在差异，这种差异可以为我们判断财政发力的边际变化提供参考。这些附加词大致可分为四类：**加力**、**提效**、**精准**、**可持续**。“加力”是指加大支出力度或收入政策力度，隐含**财政边际扩张**；“提效”是指提升政策的效能和资金的效益；“精准”是指财政政策发力更加侧重于重点行业或重点对象；“提效”和“精准”隐含**财政政策取向偏稳健中性**；“可持续”是指财政政策不好高骛远，要为未来可能的风险留有空间，另外，也可能出台化债相关举措，隐含**政策边际收紧倾向**。故一般而言，当附加词中出现“加力”相关词语时，意味着**财政政策边际偏松**。而单独出现“提效”、“精准”和“可持续”等词时，意味着**财政有边际收紧倾向**。

但值得注意的是，在相机抉择下，全年财政的实际发力情况与年初的定调可能出现背离。背离的情况一般分为两类：一类是年初财政政策取向**边际收紧**，但实际经济表现不如预期，所以财政政策在随后**边际转松**；第二类是年初财政政策有**边际转松**的倾向，但由于土地出让金收入超预期下滑及化债力道加大，地方政府财政发力可能受限，导致实际财政政策**边际收紧**。

**风险提示：**1) 经验规律失效。



#### 固定收益团队

研究员：  
张菁  
021-80401729  
zhangjing@citicsf.com  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

程小庆  
021-60819969  
chengxiaqing@citicsf.com  
从业资格号 F3083989  
投资咨询号 Z0018635

## 目 录

摘要： .....	1
一、重要会议通稿及报告对财政取向的描述具有一致性 .....	3
二、近 30 年来，财政政策取向经历了四个阶段 .....	5
三、如何理解 2015 年以来财政政策取向的边际变化？ .....	9
四、风险提示 .....	14
免责声明 .....	15

## 图目录

图表 1： 对年度财政政策取向定调的 3 个重要会议和 2 个重要报告 .....	3
图表 2： 1994-2023 年重要文件对财政政策的相关表述 .....	4
图表 3： 1993-1998 年一般公共收支同比增速 .....	5
图表 4： 1993-1998 年广义实际赤字率 .....	5
图表 5： 长期建设国债发行规模 .....	6
图表 6： 1998-2004 年广义实际赤字率 .....	6
图表 7： 2004-2008 年一般公共收支同比增速 .....	7
图表 8： 2004-2008 年广义实际赤字率 .....	7
图表 9： 2008-2022 年广义财政收支同比增速 .....	7
图表 10： 1994-2023 年实际赤字率与《年度中央与地方预算报告》中财政政策取向 .....	8
图表 11： 积极财政小周期财政发力边际收敛时期 PMI 表现 .....	8
图表 12： 2015 年以来财政政策变化 .....	12
图表 13： 2015 年以来目标赤字率、新增专项债、特别国债较前一年变化 .....	12
图表 14： 2015 年以来目标赤字率及广义实际赤字率 .....	13

《读懂财政的“眼色”》系列是关于财政政策分析的相关手册，主要包括如何判断财政政策的取向、常见的几类赤字率及相互关系、财政收支政策分析，以及专项债分析等内容。本文为《读懂财政的“眼色”》系列专题第一篇，主要通过梳理官方重要会议通稿及文件对财政政策取向的描述，并结合财政政策相关指标分析，总结与财政政策取向相关的规律特征。

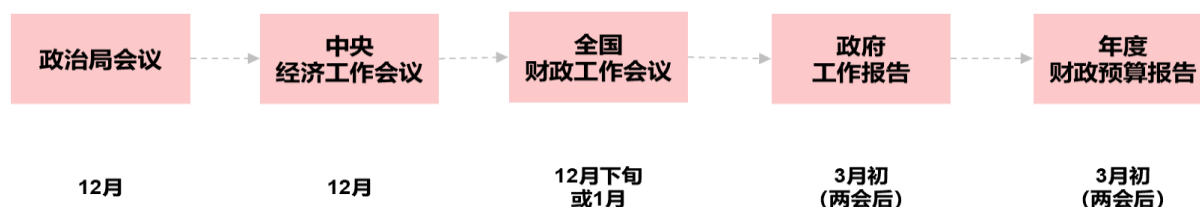
## 一、重要会议通稿及报告对财政取向的描述具有一致性

### （一）与年度财政政策取向有关的 3 份重要会议通稿和 2 份报告

**3 个重要会议。**对年度财政政策取向进行定调的重要会议包括 12 月涉及经济形势分析的政治局会议、中央经济工作会议和全年财政工作会议。12 月政治局会议主要对下一年经济工作的方向提供指引，12 月中央经济工作会议依据政治局会议的指引对经济工作的各个方面做系统部署。而 12 月底或 1 月初召开全年财政工作会议则是依照中央经济会议相关指示，研究下一年财政工作如何具体落实中央经济工作会议相关要求。

**2 份重要报告。**对年度财政政策取向进行定调的重要报告包括《政府工作报告》和《年度中央与地方预算报告》。《政府工作报告》一般是在 3 月全国人大会议开幕后公布，其对财政政策取向的表述一般延续 12 月政治局会议和中央经济工作会议的定调，但会添加目标赤字率和新增专项债限额等内容。《年度中央与地方预算报告》一般在全国人大会议后披露，该报告是在年度财政收支形势分析的基础上，部署具体的财政收支政策，并列示本年度财政收入和支出预算等具体内容，是与年度财政政策有关的最完整的报告。

图表1：对年度财政政策取向定调的 3 个重要会议和 2 个重要报告



资料来源：财政部等政府网站、中信期货研究所

### （二）五类重要文件或会议对年度财政政策取向的描述具有一致性

我们整理了过去 30 年政治局会议通稿、中央经济工作会议通稿、全国财政工作会议通稿、《政府工作报告》以及财政《年度中央与地方预算报告》对财政

政策的相关表述，发现这 5 类文件对每年财政政策取向的描述几乎完全一致（2015 年、2018 年、2020 年除外）。考虑到《年度中央与地方预算报告》对财政政策的具体工作描述更为细致完整，故我们在后续的分析中主要以《年度中央与地方预算报告》的内容作为参考。

图表2：1994-2023 年重要文件对财政政策的相关表述

日期	上年 12 月		上年 12 月/本年 1 月		本年	
	政治局会议	中央经济工作会议	全国财政工作会议		政府工作报告	财政预算报告
1994		—			从紧	从紧
1995		—			适度从紧+量入为出	适度从紧
1996		适度从紧			适度从紧	适度从紧
1997		适度从紧			适度从紧	适度从紧
1998		适度从紧			适度从紧	适度从紧
1999		积极			积极	积极
2000		积极			积极	积极
2001		积极			积极	积极
2002		积极			积极	积极
2003	积极	积极			积极	积极
2004	积极	积极			积极	积极
2005	稳健	稳健			稳健	稳健
2006	—	稳健	稳健		稳健	稳健
2007	稳健	稳健			稳健	稳健
2008	稳健	稳健	稳健		稳健	稳健
2009	积极	积极	积极		积极	积极
2010	积极	积极	积极		积极	积极
2011	积极	积极	积极		积极	积极
2012	积极	积极	积极		积极	积极
2013	—	积极	积极		积极	积极
2014	—	积极	积极		积极	积极
2015	积极	积极+有力度	积极+适当加大力度		积极+加力增效	积极+适当加大力度
2016	积极+加大力度	积极+加大力度	积极+加大力度		积极+加大力度	积极+加大力度
2017	—	更加积极有效	更加积极有效		更加积极有效	更加积极有效
2018	—	积极	积极		积极+聚力增效	积极+聚力增效
2019	—	积极+加力提效	积极+加力提效		积极+加力提效	积极+加力提效
2020	积极+大力提质增效	积极+大力提质增效	积极+大力提质增效		积极+更加积极有为	积极+更加积极有为
2021	—	积极+提质增效、更可持续	积极+提质增效、更可持续		积极+提质增效、更可持续	积极+提质增效、更可持续
2022	积极+提升效能	积极+提升效能，更加注重精准、可持续	积极+提升效能，更加注重精准、可持续		积极+提升效能，更加注重精准、可持续	积极+提升效能，更加注重精准、可持续
2023	积极+加力提效	积极+加力提效	积极+加力提效		积极+加力提效	积极+加力提效 注重精准、更可持续

资料来源：政府官网 中信期货研究所

注：1994-2002 年政治局会议未查到相关资料

## 二、近 30 年来，财政政策取向经历了四个阶段

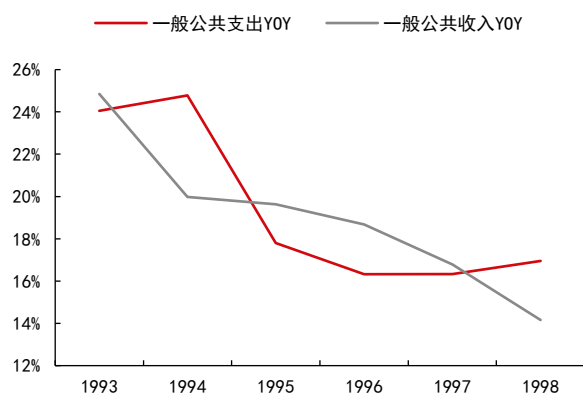
从《年度中央与地方预算报告》对财政政策取向的描述来看，1994 年-2023 年我国财政政策取向经历了“从紧→积极→稳健→积极”四个阶段。而且在 2015 年之后，除了“从紧”、“积极”、“稳健”这些表述之外，关于财政政策取向表述的关键词也进一步丰富，如“积极+加大力度”、“积极+加力提效”等。

### （一）财政政策取向变化

从《年度中央与地方预算报告》对财政政策取向的描述来看，1994 年-2023 年我国财政政策取向经历了“从紧→积极→稳健→积极”四个阶段。

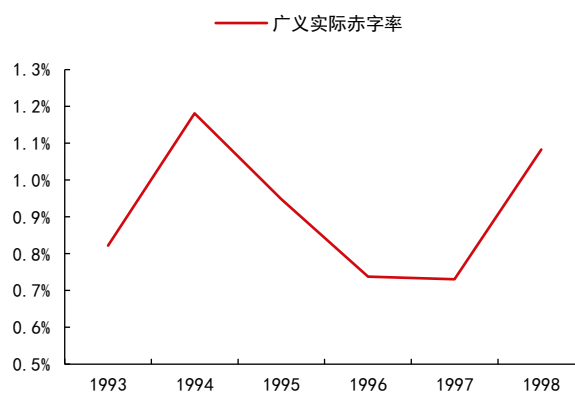
**第一阶段（1994 年-1998 年）**财政政策取向为“从紧”或“适度从紧”，财政边际收紧。由于国内面临货币投放过量、投资及消费过旺，通胀高企，财政困难加剧等问题，1993 年 6 月起国务院发布《关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》，要求加大宏观调控力度，实施“适度从紧”的财政政策。1994 年-1998 年财政政策延续“从紧”或“适度从紧”的取向，财政支出增速较收入下行速度相对更快，实际赤字率下行。需特别留意的是 1998 年年初虽然《年度中央与地方预算报告》将财政政策定调为“适度从紧”，但因受亚洲金融危机影响，7 月起财政政策基调转为“积极”。

图表3：1993-1998 年一般公共收支同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：1993-1998 年广义实际赤字率



资料来源：Wind 中信期货研究所

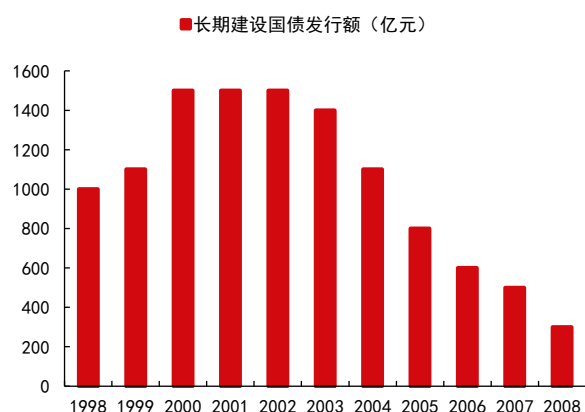
注 1：1994 年赤字率突然提高，部分原因是债务收入和债务本息支出不再计入财政收支，导致赤字口径计算发生变化。

注 2：政府性基金预算数据在 2010 年以后才可得，故本处的广义实际赤字率，仅包括一般公共预算

**第二阶段（1999 年-2004 年）**财政政策取向转为“积极”，发力强度呈现前高后低的特征。在亚洲金融危机影响下，国内需求转弱，面临通缩压力。中央从 1998 年下半年起开始实施积极的财政政策，发行长期建设国债加强基础设施建设以支撑经济；1998-2000 年，长期建设国债发行规模从 1000 亿逐年增加至

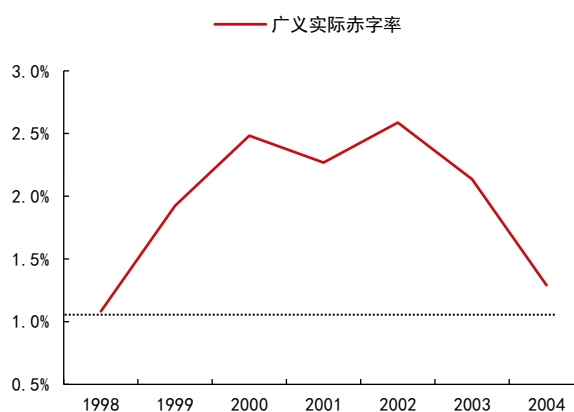
1500 亿，并在 2001 年、2002 年维持在 1500 亿高位，财政支出增速总体维持在相对较高水平，对应实际赤字率趋势抬升。2003 年-2004 年虽然财政政策取向描述为“积极”，但由于经济开始企稳回升，稳增长压力减弱，新增长期建设国债的发行规模开始逐年调减，财政收入增速与财政支出增速差距拉大，财政政策开始逐渐向“稳健”过渡，对应实际赤字率回落。但整体来看，实际赤字率还是高于前期“从紧”阶段，所以财政发力与前期“从紧”阶段相比仍偏“积极”。

图表5：长期建设国债发行规模



资料来源：政府工作报告、预算报告 中信期货研究所

图表6：1998-2004 年广义实际赤字率



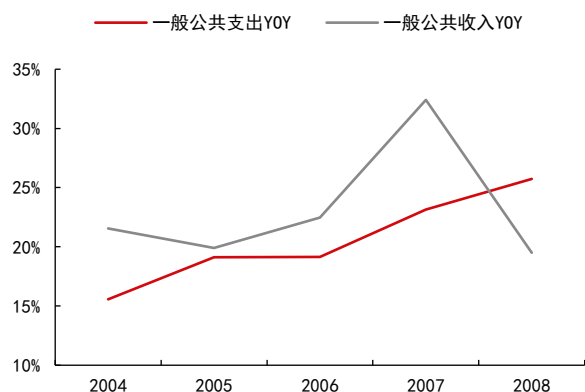
资料来源：Wind 中信期货研究所

**第三阶段（2005 年-2008 年）财政政策取向转为“稳健”，相对偏中性。**随着亚洲金融危机对经济影响减弱，国内经济复苏企稳，政府开始实施以“控制赤字、增收节支”等内容为主的“稳健”财政政策。财政收支同比增速随经济企稳回升而上升，但收入端增速因政府加强收入征管及严格控制减免税而回升更快；支出端长期建设国债发行规模逐年调减并严控赤字，财政整体呈现“增收节支”状态，对应实际赤字率下滑。

2008 年，虽然年初预算报告定调的财政政策基调为“稳健”，但在南方雨雪灾害、汶川特大地震及金融危机影响下，宏观政策调控的目标自年中开始逐渐由“防止经济过热、防止通货膨胀”转向“保增长”，财政、货币政策边际转松，对应实际赤字率回升。

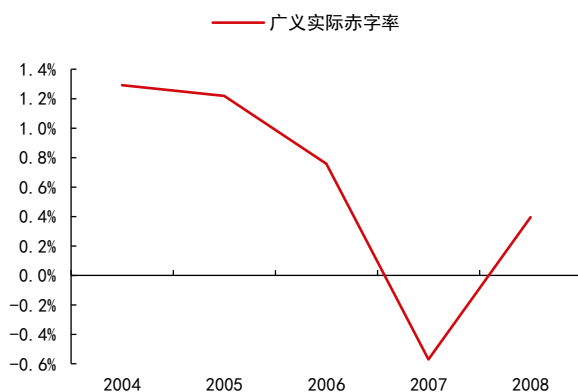


图表7：2004-2008 年一般公共收支同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

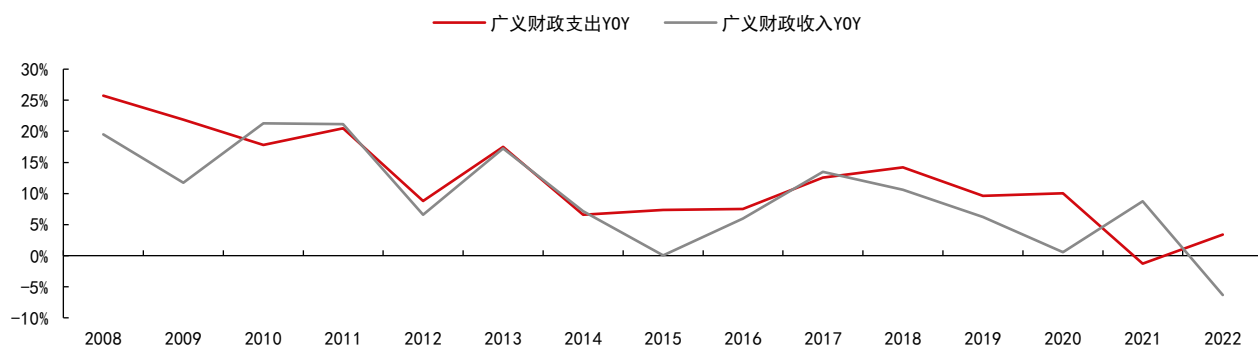
图表8：2004-2008 年广义实际赤字率



资料来源：Wind 中信期货研究所

**第四阶段（2009 年-2023 年）财政政策取向转为“积极”，但在该“积极”长周期下也存在多个小周期，每个小周期内，财政发力强度呈现前高后低的特征。**自 2009 年起，《年度中央与地方预算报告》对财政政策的描述均为“积极”，开启了我国长期的积极财政政策周期。财政发力从单纯的支出扩张，逐渐转为支出端和收入端同步发力，开始强调减税降费，为实体经济减负。在经济增长动能放缓以及财政收支政策转变的背景下，广义财政支出和广义财政收入同比增速逐年下行，但整体而言，广义财政支出增速要高于广义财政收入，对应广义实际赤字率总体呈上升趋势。

图表9：2008-2022 年广义财政收支同比增速



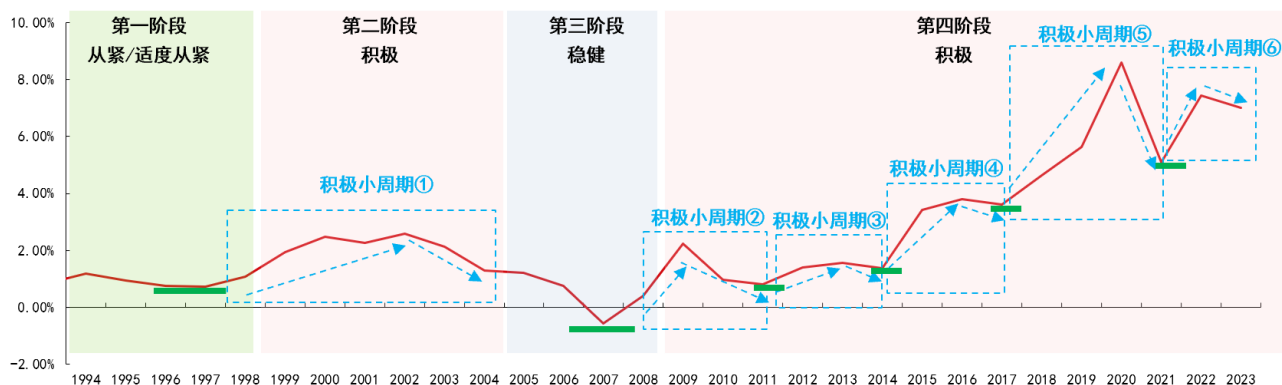
资料来源：Wind、中信期货研究所

注：2011 年开始财政收支同比增速考虑政府性基金预算

具体来看，2009-2023 年的长期积极财政政策周期可以细分为 5 个积极小周期，在每个小周期内，财政政策先积极发力稳增长，广义实际赤字率抬升；而随着经济基本面改善，PMI 回升至扩张区间，稳增长需求减弱，财政政策刺激力道边际收敛，对应广义实际赤字率回落；而 2023 年则是由于土地出让金收入大幅下滑以及化债的政策推行，限制了地方政府发力空间，导致广义赤字率回落。从小周期之间的关系来看，每个积极小周期开启的时点对应广义实际赤字率都在逐渐走高，表明相较于前一个小周期而言，财政发力强度整体有提高，对应 5

一个小周期内广义实际赤字率中枢在不断提升。

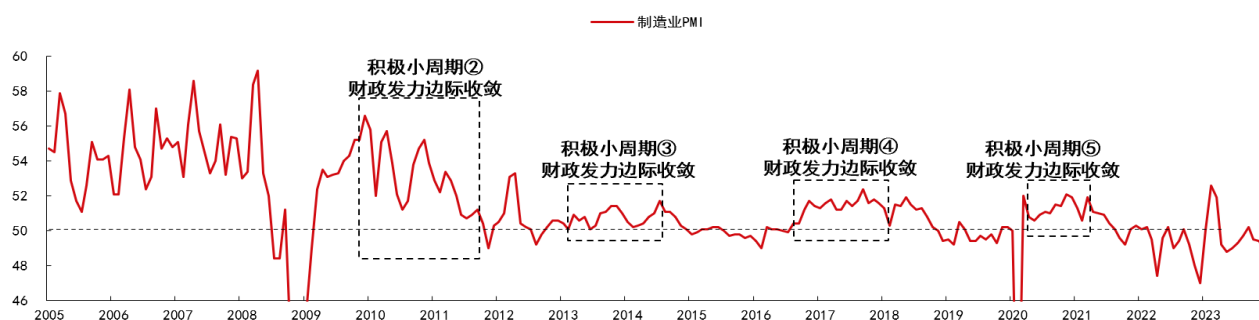
图表10：1994-2023 年实际赤字率与《年度中央与地方预算报告》中财政政策取向



资料来源：Wind、中信期货研究所

注：1994~2009 年实际赤字率不含政府性基金收支数据，2010 年起开始包括政府性基金收支数据

图表11：积极财政小周期财政发力边际收敛时期 PMI 表现



资料来源：Wind、中信期货研究所

综上所述，我们可以得出如下结论：

其一，“从紧”、“稳健”表述暗示财政政策偏紧或转紧，且与财政政策实际发力情况具有较好的对应关系。从经验来看，“从紧”阶段直接表达的政策意涵为收紧，期间实际赤字率下行体现的财政政策发力实际收紧。“稳健”阶段表达的政策意涵为中性，但表述从“积极”转为“稳健”，隐含了财政政策边际转紧的姿态，期间实际赤字率亦下行，体现财政政策发力实际收紧。故“从紧”和“稳健”阶段所表达的财政政策取向与财政实际发力情况（由实际赤字率体现）具有较好的对应关系。

其二，“积极”表述对应财政政策整体偏宽松，不过鉴于自 2009 年以来，财政政策均处于积极的大周期，因此实际发力情况尤其是边际变化需要结合更多信息进一步判断。“积极”直接表达的政策意涵为偏松，但在积极周期内部往往实际赤字率却呈现先上后下，表明财政政策的发力实际是前高后低。究其原因，“积极”的财政政策取向一般出现在稳增长压力较大时期，在稳增长的初期，财政政策需要积极发力，实际赤字率抬升；但当经济企稳回升，稳增长



必要性相对减弱，财政政策发力边际收敛，体现为实际赤字率回落。因此在“积极”阶段财政发力的边际变化或实际赤字率走势的判断需要结合更多信息进一步判断。

### 三、如何理解 2015 年以来财政政策取向的边际变化？

一般而言，当附加词中出现“加力”相关词语时，意味着财政政策边际偏松，如“加大力度”、“适当加大力度”、“更加积极有为”等等。而单独出现“提效”、“精准”和“可持续”等词时，意味着财政政策更加注重提升效能，有边际收紧倾向；如“聚力增效”、“提升效能，更加注重精准、可持续”、“提质增效，更可持续”等。但在相机抉择下，全年财政的实际发力情况与年初定调可能出现背离。

#### （一）2015 年以来财政政策取向的描述出现新变化

自 2015 年以来，财政政策取向的表述除了“积极”外还添加了“加大力度”、“提质增效”、“积极有效”等附加词，各附加词所隐含的财政政策取向存在差异，可以为我们判断财政政策取向的边际变化提供参考。所以本部分以 2015-2023 年作为样本区间，对于如何判断积极的财政政策取向，进行相关分析。

#### （二）如何判断财政政策取向的边际变化

2015 年-2023 年《年度中央与地方预算报告》涉及财政政策取向的附加词按年份顺序分别为“适当加大力度”、“加大力度”、“更加积极有效”、“聚力增效”、“加力提效”、“更加积极有为”、“提质增效、更可持续”、“提升效能，更加注重精准、可持续”、“加力提效，注重精准、更可持续”。

2015 年“适当加大力度”，包括加大支出政策或收入政策力度，体现了积极的财政政策取向。2015 年经济面临“三期叠加”影响，宏观政策更侧重于稳增长。年初将官方目标赤字率从 2.1%提高至 2.3%，并首次下达新增专项债额度 1000 亿元。财政政策在支出端通过动用以前年度结转资金和 1000 亿元新增专项债，加大支出力度。在收入端通过实施“结构性减税和普遍性降费”为实体经济减轻负担。

2016 年“加大力度”，包括进一步扩大支出端或收入端的政策力度，财政政策边际偏松。年初目标赤字率由 2.3%大幅提高到 3%，新增专项债额度 4000 亿元。“加大力度”在支出端主要体现为一方面是新专项债规模 4000 亿元，较上一年多增 3000 亿元；另一方面，加大财政资金的统筹力度，将政府性基金预算超过规模比例的结转结余资金调入一般公共预算统筹使用，并提高国有资本经营预算调入一般公共预算的比例，最终使支出总水平和重点支出达到一定的力度。收入端主要政策包括全面推开营改增试点、扩大行政事业性收费的免征范围等多项措施，整体而言，减税降费的范围及规模较前一年扩大。

2017 年“更加积极有效”，既强调保持积极性，也重视有效性，财政政策取向稳健偏松。2017 年经济企稳回升，稳增长诉求边际减弱，年初目标赤字率维持在 3% 不变。“更加积极”体现为支出端或收入端继续发力；“有效”则体现为财政开始突出保障重点，注重支出的有效性和精准度。支出政策方面，通过合理安排收入预算、全面盘活存量资金、新增专项债规模 8000 亿元，确保财政支出强度不减；收入政策方面，继续实施减税降费政策，全年新增减税降费规模与 2016 年基本持平。

2018 年“聚力增效”，确保对重点领域和项目的支持力度，更重视支出的效益，释放财政政策边际收紧的信号。年初官方目标赤字率由 3% 调降为 2.6%，新增专项债 1.35 万亿。支出政策主要包括：继续增加财政支出规模，新增专项债 1.35 万亿、调整优化支出结构，财政支出突出抓重点、补短板、强弱项；收入端政策主要通过深化增值税改革、提高个税起征点、增加专项附加扣除等项目继续实施减税降费规模。

2019 年“加力提效”，财政政策既要加大支出力度，也要提高有效性，财政政策取向边际转松。“加力”是指实施更大规模的减税降费和加大支出力度，“提效”是指提高财政资金配置效率和使用效益。年初将目标赤字率设为 2.8%。从支出政策来看，新增专项债规模 2.15 万亿，继续增加财政支出规模。收入端政策包括深化增值税改革、下调单位社保缴费比例，将普惠性减税与结构性减税结合，并推进更为明显的降费，新增减税降费规模达到 2.36 万亿元，降低实体税费负担。

2020 年“更加积极有为”，以更大的政策力度对冲疫情影响，真正发挥稳定经济的关键作用。2020 年官方目标赤字率大幅提高至 3.6%。支出政策方面，新增专项债规模 3.75 万亿，较前一年增加 1.6 万亿，同时发行 1 万亿抗疫特别国债，以扩大政府投资，对冲疫情影响。收入政策方面，继续大力实施减税降费，新增减税降费规模达到 2.6 万亿。

2021 年“提质增效、更可持续”，强调政策的精准性和有效性，财政政策边际收紧。据新华社，“提质增效”从优化结构和加强管理着眼，进一步完善政策实施机制，向内挖潜，切实提升政策效能和资金效益；“更可持续”主要是支出规模和政策力度要保持基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。年初官方目标赤字率由 3.6% 下调至 3.2%，赤字规模减少 1900 亿元。支出政策方面，新增地方政府专项债券 3.65 万亿元，比上年减少 1000 亿元，且不再发行抗疫特别国债。收入政策方面，对小微企业和个体工商户再减半征收所得税，将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高至 15 万元，全年新增减税降费规模约 1.1 万亿元。

2022 年“提升效能，更加注重精准、可持续”，财政政策继续释放边际收紧信号。根据前财政部长刘昆《不断提升积极财政政策的效能》一文，“提升效能”，是要统筹财政资源，强化预算编制、审核、支出和绩效管理，推进绩效结

果与预算安排有机衔接，加强与货币政策等协调，**确保宏观政策稳健有效**；“**注重精准**”，是要**聚焦制造业高质量发展、中小微企业纾困、科技创新**，实施新的更大力度减税降费；进一步优化财政支出结构，落实过紧日子要求，同时**加强对基本民生、对重点领域、对地方特别是基层的财力保障**。“**增强可持续性**”，是要统筹需要和可能安排财政支出，坚持在发展中保障和改善民生，**不好高骛远、吊高胃口；适当确定赤字率，科学安排债务规模，有效防范化解风险**。年初目标赤字率由 3.2% 下调至 2.8%。支出政策方面，保持适当的支出强度，新增专项债 3.65 万亿，与 2021 年持平；收入政策实施新的组合式税费支持政策、大力改进增值税留抵退税制度。

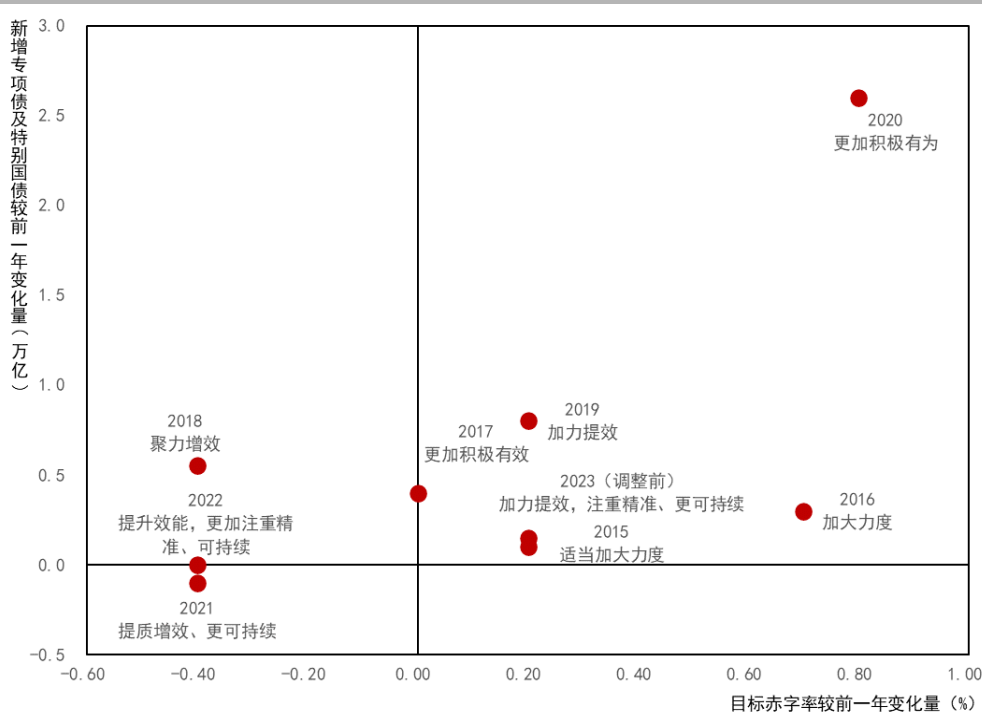
2023 年“**加力提效，注重精准、更可持续**”，释放财政政策边际偏松信号。根据前财政部长刘昆《更加有力有效实施积极的财政政策》一文：“**加力**”，是要**适度加大财政政策扩张力度**。可以从三个方面理解：**一是在财政支出强度上加力**，统筹财政收入、财政赤字、贴息等政策工具，适度扩大财政支出规模；**二是在专项债投资拉动上加力**，合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大投向领域和用作资本金范围，持续形成投资拉动力；**三是在推动财力下沉上加力**，持续增加中央对地方转移支付，向困难地区和欠发达地区倾斜，兜牢兜实基层“三保”底线。“**提效**”，就是要**提升政策效能**，一方面，完善税费优惠政策，增强精准性和针对性，着力助企纾困；另一方面，优化财政支出结构，更好发挥财政资金“四两拨千斤”的作用，有效带动扩大全社会投资，促进消费；同时，加强与货币、产业、科技、社会政策的协调配合，形成政策合力，推动经济运行整体好转。具体来看，官方目标赤字率在 2023 年年初由 2.8% 提高至 3%；支出政策包括新增专项债 3.8 万亿元，并适当扩大其投向领域和用作资本金的范围，以扩大财政支出规模，保持必要支出强度；收入端新增减税降费约 1.57 万亿元、办理留抵退税约 6500 亿元。

图表12： 2015 年以来财政政策变化

年份	附加词表述	目标赤字率		新增专项债（亿元）		新增特别国债（亿元）	减税降费政策
		数值	较前一年变化	规模	较前一年变化		
2015	适当加大力度	2.3%	+0.2% ↑	1000	+1000 ↑	0	结构性减税和普遍性降费
2016	加大力度	3%	+0.7% ↑	4000	+3000 ↑	0	全面推开营改增 扩大减税降费范围
2017	更加积极有效	3%	0% →	8000	+4000 ↑	0	承诺减税降费5500亿 与去年基本持平
2018	聚力增效	2.6%	-0.4% ↓	13500	+5500 ↑	0	深化增值税改革
2019	加力提效	2.8%	+0.2% ↑	21500	+8000 ↑	0	更大规模减税降费 普惠性减税与结构性减税结合 更为明显降费
2020	更加积极有为	3.6%	+0.8% ↑	37500	+16000 ↑	+10000	大力实施减税降费 预计减负超2.5万亿元
2021	提质增效、 更可持续	3.2%	-0.4% ↓	36500	-1000 ↓	0	针对小微企业、小规模纳税人再减税
2022	提升效能 更加注重精准、可持续	2.8%	-0.4% ↓	36500	0 →	0	新组合式税费支持 增值税留抵退税 预计全年减税10000元
2023	加力提效，注重精准、 更可持续	3%	+0.2% ↑	38000	+1500 ↑	0	增强精准性和针对性

资料来源：Wind、中信期货研究所

图表13： 2015 年以来目标赤字率、新增专项债、特别国债较前一年变化



资料来源：往年预算报告、中信期货研究所

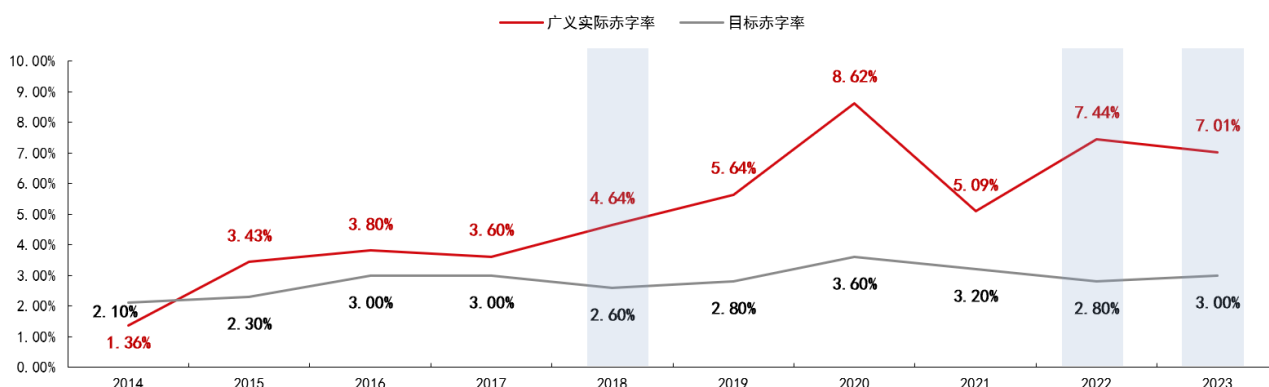
### （三）但相机抉择下，年初的财政取向与年末财政实际发力情况可能背离

值得注意的是，财政政策在年初确定基调后，会根据宏观经济形势适时调整，因此，年初确定的基调与事后财政实际发力情况可能存在差异，体现为目标赤字率与广义实际赤字率可能发生背离。具体而言，背离可分为两类，一类是，年初财政政策有边际收紧的倾向，而实际经济形势较预期明显偏弱，需要财政加力稳增长，如 2018 年及 2022 年；另一类则是，年初财政政策有边际转松的倾向，但由于土地出让金收入下滑及化债政策的推行，地方政府财政发力受限，导致实际财政政策边际收紧，如 2023 年。

2018 年及 2022 年均均为经济形势变化导致财政政策调整。2018 年年初在“聚力增效”下，财政政策取向边际收紧，对应目标赤字率下滑。上半年，在地方政府债务严格监管下，地方债发行偏慢，广义财政支出增速较收入增速偏低。7 月中央政治局会议提出“当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化”，“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，对应着财政政策有所调整。2022 年主要是受到疫情加重的影响，4 月中央政治局会议提出要“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标”、“加快落实已确定的政策”，对应二季度地方债发行明显加快，上半年新增专项债发行比例达到 80%，并在下半年盘活了 2019 年以来剩余的 5000 亿专项债结存空间。

2023 年受化债力道加大及土地出让收入超预期下滑影响，地方财政发力受限。2023 年年初年初的“加力提效”本对应实际赤字率的提升，但在地产去库存及居民购房意愿偏弱背景下，土地出让金收入较预期明显下跌（年初预计政府性基金收入上涨 0.4%，实际下跌 9.2%），地方财政压力上升；且在下半年，化债力道加大，地方财政发力空间受限。

图表14：2015 年以来目标赤字率及广义实际赤字率



资料来源：Wind、中信期货研究所

### （四）小结

综合上述分析，可得出以下结论：



其一，2015 年以来，财政政策取向的附加词所包括的内容大致可以分为四类，分别为：**加力、提效、精准、可持续**。“加力”是指加大支出力度或收入政策力度，**隐含财政边际扩张的意涵**；“提效”是指提升政策的效能和资金的效益，方法主要是优化财政收支结构、加强预算管理等；“精准”是指财政政策发力更加侧重于重点行业或重点对象；“提效”和“精准”**隐含财政政策取向偏稳健中性**；“可持续”是指财政政策不好高骛远，赤字率水平和债务规模安排更加科学，要为未来可能的风险留有空间，另外，也可能出台化债相关举措，**隐含财政政策边际收紧倾向**。所以一般而言，当附加词中出现“加力”相关词语时，意味着财政政策边际偏松，如“加大力度”、“适当加大力度”、“更加积极有为”等等。而单独出现“提效”、“精准”和“可持续”等词时，意味着财政政策更加注重提升效能，有边际收紧倾向；如“聚力增效”、“提升效能，更加注重精准、可持续”、“提质增效，更可持续”等。

其二，由此，我们将 2015 年以来的附加词按由松到紧的程度分为三档：

**第一档，“更加积极有为”、“加大力度”，对应目标赤字率及新增专项债规模明显提高。**

**第二档，“加力提效”、“适当加大力度”、“加力提效，注重精准、更可持续”、“更加积极有效”，对应目标赤字率或新增专项债规模提高。**

**第三档，“聚力增效”、“提升效能，更加注重精准、可持续”、“提质增效、更可持续”，对应目标赤字率或新增专项债规模调减。**

其三，在相机抉择下，全年财政的实际发力情况与年初的定调可能出现背离。背离的情况一般分为两类：一类是年初财政政策取向边际收紧，但实际经济表现不如预期，所以财政政策取向在随后发生调整；第二类是年初财政政策有边际转松的倾向，但由于土地出让金收入超预期下滑及化债力道的加大，地方政府财政发力可能受限，导致实际财政政策边际收紧。

## 四、风险提示

（一）经验规律失效。



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>