



宏观研究

【粤开宏观】负重前行：2023 年财政债务形势总结与 2024 年展望

2023 年 12 月 20 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001
电话：13681810367
邮箱：niuqin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】谋划新一轮财税体制改革的可能方向》2023-12-17

《【粤开宏观】京沪房地产调控进一步放松的经济背景：11 月经济数据解读》2023-12-15

《【粤开宏观】2024 年美国经济发展展望：“软着陆”与降息周期》2023-12-13

《【粤开宏观】以人民和经济建设为中心——中央经济工作会议学习体会》2023-12-12

《【粤开宏观】政治局会议释放的七个新信号》2023-12-08

导读

2023 年我国经济运行是一波三折的恢复，总体处于疫后恢复态势。积极的财政政策加力提效，一方面全力推动“一揽子化债”，另一方面积极保障国家重大战略的落实，在扩大总需求、推动科技创新、防范化解经济社会风险等方面起到了重要作用。中央政治局会议和中央经济工作会议提出 2024 年的财政政策要适度加力、提质增效。岁末年初，有必要总结 2023 年财政形势并展望明年政策走势。今年财政形势总体如何？政府债务有什么新特征？明年的财政收支形势预计将如何？财政重点工作有哪些？本文主要回答以上问题。

摘要

一、2023 年财政形势回顾：十大特征

第一，2023 年财政政策总体落实“加力提效，注重精准、更可持续”，在收入有限增长尤其是土地出让收入负增长的情况下，仍保证了一定的支出强度推动经济增长、防范化解风险，紧平衡态势有所加剧。收入端更加精准有力，减税降费突出对科技创新企业和中小微企业的支持，同时优化税收优惠政策促进消费；支出端结构不断优化，向民生短板领域倾斜；中央政府增发万亿国债转移给地方，保障地方财政可持续性和地方政府债务风险可控。财政在支持经济恢复发展、稳定就业、改善民生、促进科技创新、防范重大风险等方面发挥了重大作用。

第二，在去年实施大规模增值税留抵退税政策导致基数下，一般公共预算收入呈现恢复式增长，1-11 月累计同比增长 7.9%，但两年平均增速仅为 2.3%；一般公共预算与政府性基金预算收入之和的两年平均增速为-3.0%，反映了经济增长承压背景下，税基扩张缓慢、财政收入增长动力不足的现实。1-11 月一般公共预算收入完成预算数的 92.1%，超时序进度 0.4 个百分点，预计全年一般公共预算收入增长 6.7%左右。

第三，税收收入增速超过非税收入，一般公共预算收入结构有所优化，税收收入占比为 84.2%，较去年同期提高 1.8 个百分点，但仍低于 2021 年的 86.0%和 2020 年的 85.1%。

第四，财政支出保持了一定的强度，支出结构持续优化、重点投向民生领域。1-11 月一般公共预算支出同比增长 4.9%，两年平均增速为 5.6%；一般公共预算与政府性基金预算支出之和两年平均增速为 2.7%。其中教育、社保就业、卫生健康三大民生领域支出占比达 38.5%，创近年来同期新高。考虑到四季度增发 1 万亿国债，若支出完成全年预算，则 2023 年一般公共预算支出增长 7.5%左右。

第五，中央采取了一系列措施政策为地方政府纾困解难，加大转移支付力度，中央本级支出占比保持较低水平，1-11 月中央本级支出占比 14.0%，仅比 2022 年高 0.1 个百分点，但低于其他年份。



第六，财政收支矛盾加剧，财政赤字突破历史高点。1-11月财政收支缺口达到3.8万亿元，预计全年一般公共预算收支差额达6.3万亿元，占GDP的比重为4.9%，官方财政赤字预计提高到3.8%左右。纳入新增专项债的赤字率将达6.8%，仅次于2020年8.4%。

第七，2023年房地产市场延续2022年调整态势，土地出让收入增速持续为负，政府性基金预算收入大幅下滑。1-11月，国有土地出让收入累计同比增速为-17.9%，政府性基金预算收入同比下降13.8%。

第八，受2022年基数影响，15个省份1-10月一般公共预算收入累计增速超过10%，仅山西省一般公共预算收入负增长。但从两年平均增速来看，内蒙古、新疆和山西等资源型省份一般公共预算收入两年平均增速居前，分别为16.2%、14.9%和11.0%，吉林最低为-4.2%；6个省份负增长。

分地区来看，西部地区整体收入增长较快，一般公共预算收入两年平均增速为6.4%；中部地区两年平均增速次之，为4.1%，东部地区两年平均增速为0.8%，东北地区两年平均增速最慢，为-0.2%。这种格局的变化主要源于百年未有之变局下地缘政治冲突引发的供给冲击，资源型省份量价齐升，带动财政收入增长；而东部地区反而受到出口下行的影响，财政收入增速偏低，部分省份如广东、天津等地两年平均增速为负。

第九，各省份积极落实积极财政政策，但受限于可用财力有限、化债压力大等形势，支出增长略显乏力。仅天津、内蒙古、青海和山西四省一般公共预算支出增速超过10%。云南、山东、江苏、安徽、广西、浙江、江西、河南8省一般公共预算支出增速在3%以下，其中云南是负增长（-3.5%）。

第十，各地民生领域的支出增长较快，民生支出占比不断提高。即使在一般公共预算支出负增长的云南省，社保就业支出增速也保持在7.4%，陕西省社会保障与就业支出增速达15.0%。同时，2023年各地也加大了住房保障支出。北京市1-10月住房保障支出累计同比增速为29.8%，远超其他地区。甘肃、内蒙古、福建、吉林、安徽等地的前10月住房保障支出累计同比增长率分别为26.2%、15.7%、14.9%、14.4%和12.9%。

二、2023年债务形势总结

第一，中央加杠杆趋势显现，国债净融资额大幅增长。截至12月18日，2023年国债净融资额达到4.1万亿元，较去年增长58.2%，主因年初预算的全国财政赤字比上年增加5100亿元，全部由中央政府承担，同时10月24日全国人大常委会决定增发1万亿元国债。

第二，地方债发行规模较去年大幅上升，主要源于特殊再融资债券放量发行，支持化解隐性债务风险。截至12月18日，2023年全国发行地方政府债券9.3万亿元，较去年全年增长26.6%。其中，新增债券发行4.6万亿元，较去年全年减少1115.4亿元。再融资债券发行4.7万亿元，较去年全年增加2.1万亿元，再融资债券发行占比上升至50.2%，较去年提高14.8个百分点。一方面，与“一揽子化债方案”下特殊再融资债券放量发行有关；另一方面反映了地方债券到期压力加剧，2023年地方债到期规模达到3.7万亿元，较去年增长31.9%。

第三，万亿特殊再融资债券超预期发行，地方债务结存限额被大幅压缩。7



月 24 日政治局会议提出“一揽子化债方案”后，特殊再融资债券超预期发行，截至 12 月 18 日，全国共有 27 个省份累计发行特殊再融资债券 13885.1 亿元。从地区分布来看，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古、辽宁等债务负担较重的省份成为本轮特殊再融资债券的发行主力，发行规模均超过 1000 亿元，分别为 2263.8 亿元、1286.3 亿元、1256 亿元、1122 亿元、1067 亿元和 1006 亿元。特殊再融资债券的发行使得地方债务结存限额大幅减少，截至 12 月 18 日，根据净融资情况推算，地方债务余额为 40.7 万亿元，距离 42.2 万亿元的限额，结存限额被压缩至 1.4 万亿元，较 2022 年末减少 44.1%。其中一般债务结存限额预计为 6860.1 亿元，专项债务结存限额预计为 7589.4 亿元。

第四，分省份来看，粤鲁浙川四省新增地方债发行规模居前，合计约占全国的四分之一。广东、山东、浙江和四川四省新增地方债发行规模居前，分别为 4874.7 亿元、3747.7 亿元、2940.0 亿元和 2565.4 亿元，合计发行规模达到 14127.8 亿元，占全国的 24.9%。

第五，地方债尤其是专项债的剩余平均期限明显拉长，今年新增专项债中近七成为超长期债券。截至 2023 年 10 月底，地方债剩余平均年限为 9.2 年，较 2019 年初拉长 4.8 年，主要源于超长期专项债的发行。截至 12 月 18 日，2023 年新增专项债以 20 年期、30 年期和 15 年期为主，发行规模占比分别为 25.8%、23.3%和 20.7%，超长期债券合计占比达到 69.8%。

第六，从资金投向来看，新增专项债重点投向产业园区、棚户区改造和医疗卫生三大方向，占比分别达到 30.3%、8.9%和 7.3%。与去年全年相比，棚户区改造项目占比下降 2.8 个百分点，铁路项目占比提升 0.6 个百分点。

第七，从地方债到期分布来看，2020-2030 年地方债到期压力均大，到期规模均超过 2 万亿元，其中 2023 年、2026 年、2028 年和 2030 年地方债到期压力较大，到期规模均突破 3 万亿元。

三、2024 财政收支形势及重点工作展望

总体上，2024 年将继续实施积极的财政政策，适度加力、提质增效，财政形势总体仍将处于紧平衡态势，收支矛盾还可能阶段性加剧。财政政策需要在促进经济恢复、稳定微观主体预期、改善民生福祉、激发创新动力，同时又要控制政府债务风险、保障财政可持续性等多种目标下寻求平衡。

第一，预计 2024 年一般公共预算收入增长 6%左右。2024 年经济总体上仍将延续 2023 年的疫后恢复态势，实际经济增长 5%左右，通货膨胀温和上升，名义增长速度在 6%左右。若 2024 年一般公共预算收入占 GDP 比重在 17%左右，预计 2024 年一般公共预算收入增长 6.0%左右。

第二，财政支出仍需保持一定强度，预计一般公共预算支出增长率在 8%左右。

第三，预计 2024 年政府性基金预算收入与今年持平或者略有增长。考虑到政府性基金预算收入已连续两年大幅下滑，2023 年基数已经较低，且房地产调控政策有不断加码迹象，2024 年政府性基金预算收入继续大幅下滑的概率也较小。

第四，2024 年财政赤字有必要突破 3%，优化“财政赤字+专项债”政策组



合，专项债规模维持不变或略有增加，财政赤字进一步提高至 4%左右。

（二）明年财政重点工作展望

2024 年财政政策主要从以下五方面发力：

一是 2024 年财政收入政策重在落实已有减税降费政策和进行结构性优化，注重提升减税降费的精准性和有效性，重点支持科技创新和制造业发展。

二是 2024 年要进一步优化财政支出结构，继续加大民生领域财政支出，财政政策重点有必要逐渐从重投资向消费与投资并重转变。一方面，持续提高社会保障、教育、医疗等公共服务水平，对于增加困难群体收入、提高居民获得感和提振居民信心具有重要作用。另一方面，财政支出政策应更加注重对消费的引导和提振。

第三，进一步提高财政资金使用效率。越是收支矛盾加大，越是需要财政政策提质增效，通过收入端精准落实结构性减税降费、支出端提前储备好项目、强化支出绩效管理、优化结构等方式提高财政资金使用效率。

第四，防范化解地方政府债务风险。明年及未来的化债重点在于推动城投平台转型，在于通过体制机制的联动改革抑制隐性债务产生的土壤。在稳定宏观税负的同时，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模，解决无限责任政府职能过大、支出责任过大的问题是根本。

第五，谋划新一轮财税体制改革是下阶段的重要任务，才能从根本上解决当前财政运行紧平衡、地方债务持续增长的问题。分税制改革实施即将迎来三十年，有必要进一步将改革进行到底。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、2023 年财政形势回顾.....	6
(一) 全国层面：积极财政政策加力提效，支出结构进一步优化.....	6
(二) 地方层面：财政收入恢复有力但差异较大，支出总体略显乏力但民生性支出增长较快.....	10
二、2023 年债务形势总结：国债净融资大幅增长、特殊再融资债券超预期发行.....	17
三、2024 年财政形势及财政重点工作展望.....	22
(一) 2024 年财政形势将延续紧平衡，控风险、扩支出.....	22
(二) 明年财政重点工作展望.....	24

图表目录

图表 1： 2023 年 1-11 月一般公共预算收入同比增长较快，但两年平均增速较慢.....	7
图表 2： 2023 年 1-11 月税收收入占比较 2022 年有所提高.....	7
图表 3： 2023 年 1-11 月财政支出进度稍显落后.....	8
图表 4： 教育、社保就业、卫生健康三大民生性支出占比进一步提高.....	8
图表 5： 1-11 月中央本级累计支出占比仍然较低.....	9
图表 6： 2023 年财政收支缺口较大，财政收支矛盾仍然突出.....	9
图表 7： 预计 2023 年纳入新增专项债的赤字率达 6.8%.....	10
图表 8： 受房地产市场持续低迷影响，政府性基金预算收入维持负增长.....	10
图表 9： 2023 年 1-10 月各省一般公共预算收入同比增速.....	12
图表 10： 2023 年 1-10 月各省一般公共预算收入两年平均增速.....	13
图表 11： 西部地区 1-10 月一般公共预算收入两年平均增速最快.....	14
图表 12： 各地财政支出保持一定强度，但总体略显乏力.....	15
图表 13： 2023 年 1-10 月各省一般公共预算支出两年平均增长情况.....	16
图表 14： 绝大部分地区社保就业支出增速高于一般公共预算支出.....	17
图表 15： 历年国债净融资情况.....	17
图表 16： 历年地方债发行情况.....	18
图表 17： 分省份特殊再融资债券发行情况.....	19
图表 18： 地方债务结存限额变化情况.....	19
图表 19： 分省份新增地方债发行情况.....	20
图表 20： 地方债剩余平均年限变化趋势.....	20
图表 21： 截至 12 月 18 日，2023 年新增专项债期限结构.....	21
图表 22： 截至 12 月 18 日，新增专项债资金投向.....	22
图表 23： 2023 年、2026 年、2028 年和 2030 年地方债到期压力较大.....	22



一、2023 年财政形势回顾

2023 年财政政策总体落实“加力提效，注重精准、更可持续”，在收入有限增长尤其是土地出让收入负增长的情况下，仍保证了一定的支出强度推动经济增长、防范化解风险，紧平衡态势有所加剧。收入端更加精准有力，减税降费突出对科技创新企业和中小微企业的支持，同时优化税收优惠政策促进消费；支出端结构不断优化，向民生短板领域倾斜；中央政府增发万亿国债转移给地方，保障地方财政可持续性和地方政府债务风险可控。财政在支持经济恢复发展、稳定就业、改善民生、促进科技创新、防范重大风险等方面发挥了重大作用。

（一）全国层面：积极财政政策加力提效，支出结构进一步优化

第一，2023 年财政收入政策更加精准有力，加大对科技创新企业和中小微企业的支持，同时优化税收优惠政策促进消费。其一，持续加大对中小微企业和个体工商户的扶持和纾困力度。年初明确继续对月销售 10 万元以下的增值税小规模纳税人免征增值税，对适用 3%征收率的增值税小规模纳税人减按 1%征收率征收增值税，将税收优惠政策期限延长至 2027 年 12 月 31 日，稳定了市场预期、增强了微观主体信心。其二，推动高科技企业发展，进一步激发市场创新活力。自 2023 年 1 月 1 日起将所有企业的研发费用加计扣除比例统一提高到 100%，并作为制度性安排长期实施，减轻了企业压力，鼓励企业加大创新投入。国家税务总局数据显示，1-10 月全国新增减税降费及退税缓费 1.66 万亿元，其中民营经济纳税人享受优惠金额占比近 75%；前三季度提前享受研发费用加计扣除政策的企业达 40.3 万户，创新主体受益明显。其三，通过税收优惠引导和刺激消费。延续和优化了新能源汽车车辆购置税减免政策，提高了“一老一小”个人所得税专项附加扣除标准等。

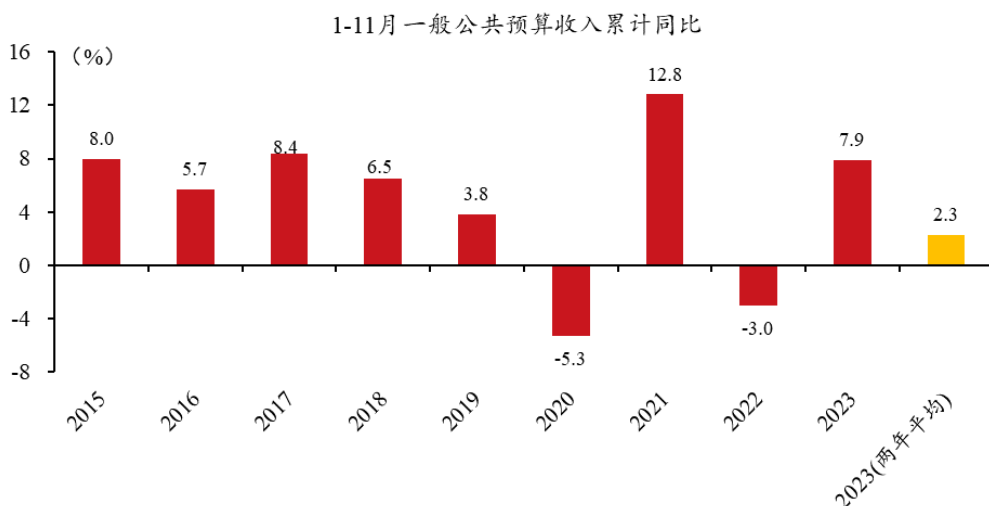
第二，一般公共预算收入呈现恢复式增长，与去年实施大规模增值税留抵退税政策导致的低基数有关，但两年平均增速较低。2023 年财政收入同比增长较快，1-11 月全国一般公共预算收入累计同比增长 7.9%。两年平均增速可以一定程度上平滑了增值税留抵退税政策导致的基数效应，更能反映 2021 年以来财政收入的真实增长情况。1-11 月累计一般公共预算收入两年平均增速仅为 2.3%，一般公共预算与政府性基金预算收入之和的两年平均增速为-3.0%，反映了经济增长放缓背景下，税基扩张缓慢、财政收入增长动力不足的现实。

从收入实现节奏上看，一般公共预算收入增速前低后高，反映出实体经济在疫后逐步恢复，是疫后需求集中释放和前期一系列政策集中发力的结果。一般公共预算收入同比增速较快的时间段主要集中在第二季度，主要源于去年二季度留抵退税较为集中导致的低基数，三、四季度增速有所回落。1-11 月一般公共预算收入完成预算数的 92.1%，超时序进度 0.4 个百分点，预计全年一般公共预算收入与预算持平，增长 6.7%左右。

第三，税收收入增速超过非税，一般公共预算收入结构有所优化。1-11 月税收收入累计同比增长 10.2%，非税收入同比下降 3.0%。税收收入占比为 84.2%，较去年同期提高 1.8 个百分点，但仍低于 2021 年的 86.0%和 2020 年的 85.1%。



图表1：2023年1-11月一般公共预算收入同比增长较快，但两年平均增速较慢



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：2023年1-11月税收收入占比较2022年有所提高



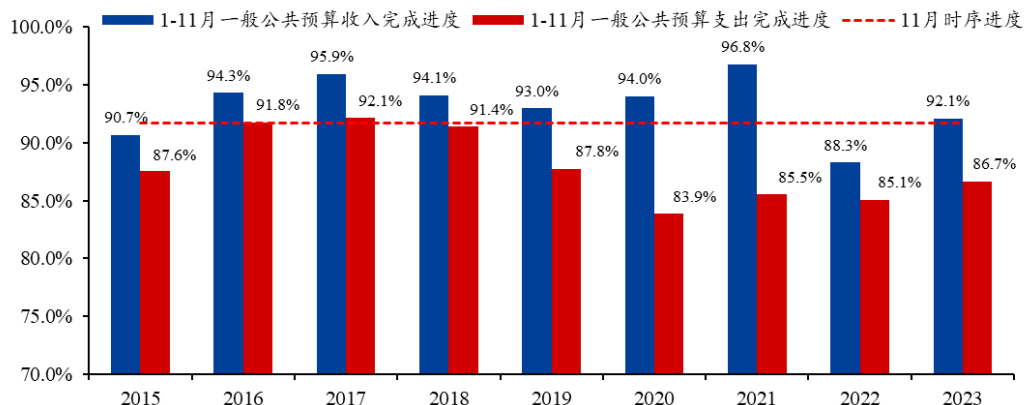
资料来源：Wind、粤开证券研究院

第四，在财政收入增长有限、紧平衡态势加剧情况下，财政支出保持了一定的强度，财政资金使用效率不断提高，支出结构持续优化、重点投向民生领域。2023年通过拓展预算管理一体化建设范围、推动省以下财政体制改革等，财政资金使用效率和财政支出效能不断提高，财政支出不再是大水漫灌式的总量刺激，而是精耕细作。1-11月一般公共预算支出同比增长4.9%，两年平均增速为5.6%，一般公共预算与政府性基金预算支出之和两年平均增速为2.7%。前11月一般公共预算支出累计完成年初预算的86.7%，落后于时序进度约5个百分点。2023年财政支出结构持续优化，教育、社保就业、卫生健康



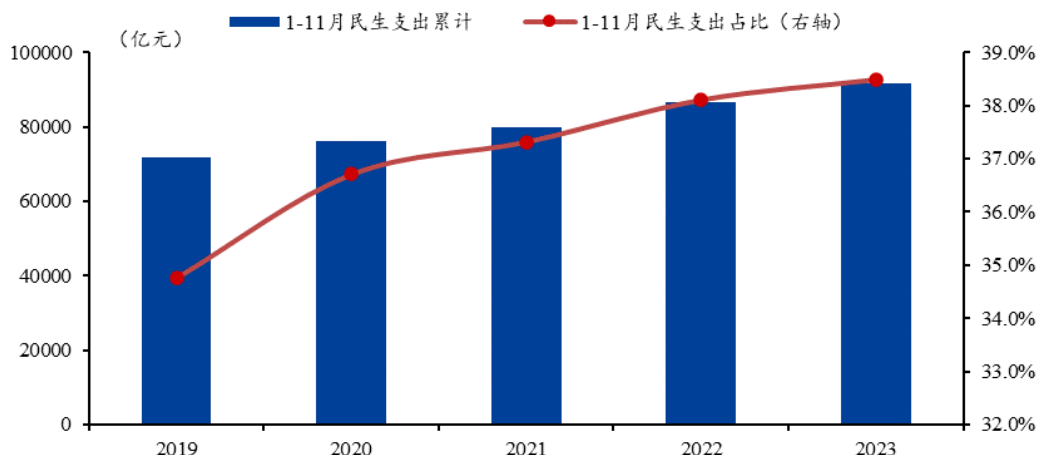
三大民生领域支出合计占比达 38.5%，创近年来同期新高；民生相关支出累计同比增速达到 6.0%，高出整体增速 1.1 个百分点。历年财政支出存在年终翘尾特征，叠加四季度增发 1 万亿国债陆续投入使用，预计全年一般公共预算支出增速在 7.5% 左右。

图表3：2023 年 1-11 月财政支出进度稍显落后



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：教育、社保就业、卫生健康三大民生性支出占比进一步提高

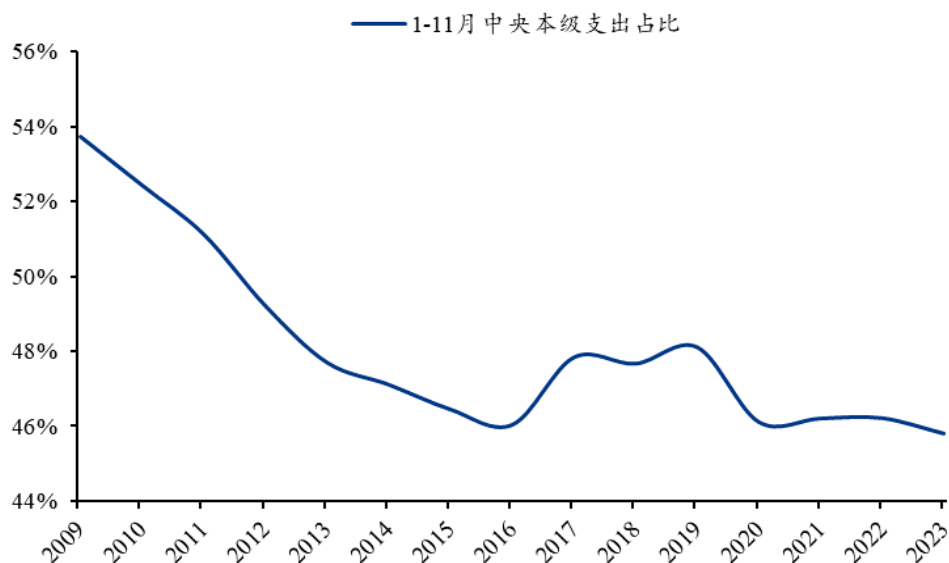


资料来源：Wind、粤开证券研究院

第五，在财政收入增长不及预期、地方债务问题突出、财政可持续性风险上升的背景下，2023 年中央采取了一系列措施政策为地方政府纾困解难。主要有以下三点具体措施：其一，加大中央对地方财政转移支付规模，加快转移支付节奏。2023 年预计安排对地方转移支付 10.1 万亿元，增长 3.6%。同时提高一般性转移支付占比，向财政困难和经济欠发达地区倾斜。截至二季度末，已完成中央对地方转移支付的 90% 以上。其二，优化县级基本财力保障机制奖补办法，加大对基层“三保”的支持力度。2023 年修订了《中央财政县级基本财力保障机制奖补资金管理办法》，更加鼓励地区缩小县域财力差距和将财政资金投入“三保”领域，奖补资金预算总额达 4107 亿元，比 2022 年执行数增长 8.7%。其三，增发的 1 万亿特别国债全部以转移支付的形式支持地方用于减灾防灾建设等八大方面惠民生、补短板领域的支出，一定程度上缓解了地方政府财政收支矛盾。1-11 月中央本级支出占比 14.0%，仅比 2022 年高 0.1 个百分点，但低于其他年份。



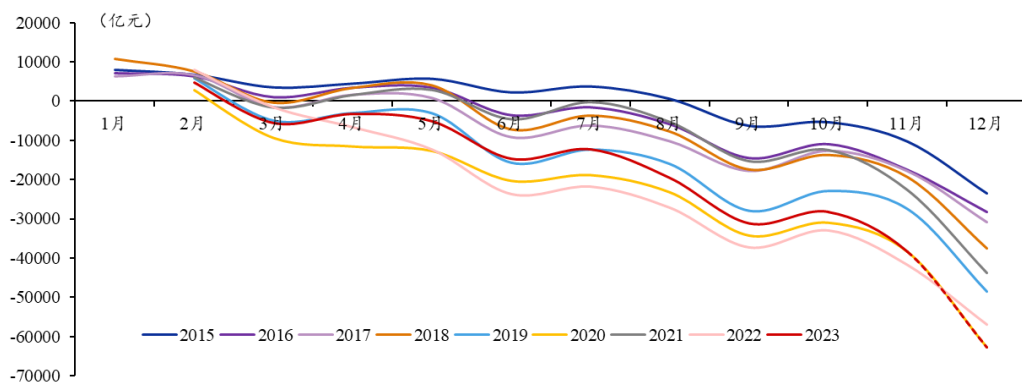
图表5：1-11月中央本级累计支出占比仍然较低



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第六，财政收支矛盾加剧，财政赤字突破历史高点。从各月财政收支差额来看，2023年上半年财政收支差额接近2019年正常水平，但自7月份以来，随着积极财政政策持续发力，收支矛盾愈加突出，1-11月财政收支缺口达到3.8万亿元。10月24日，国常会决定增发1万亿国债，其中5000亿元于今年投入使用。预计全年一般公共预算收支差额达6.3万亿元，占GDP的比重为4.9%，为历史次高水平（最高点在2020年，为6.2%）。官方赤字率预计提高至3.8%左右，突破历史高点，纳入新增专项债的赤字率将达6.8%，仅次于2020年8.4%。

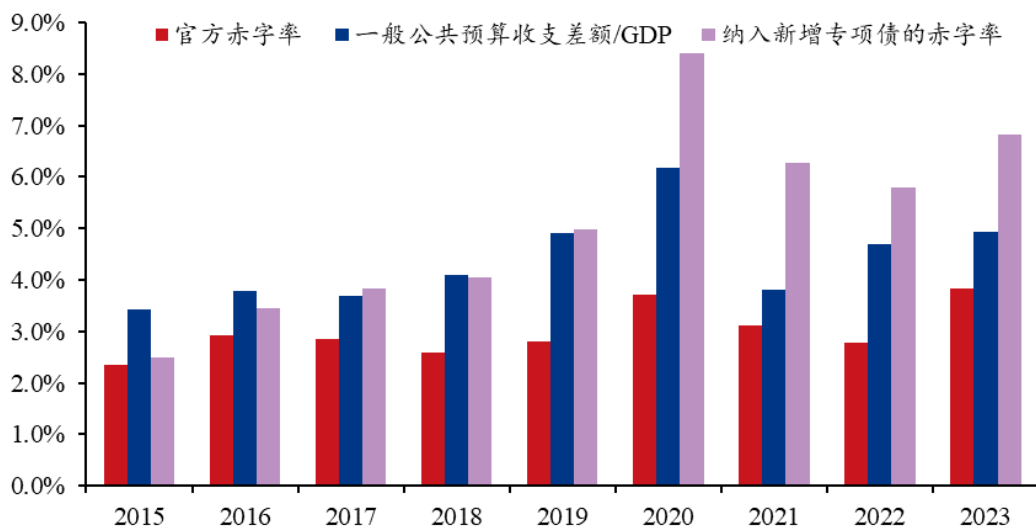
图表6：2023年财政收支缺口较大，财政收支矛盾仍然突出



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表7：预计 2023 年纳入新增专项债的赤字率达 6.8%



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第七，2023 年房地产市场延续 2022 年调整态势，土地出让收入增速持续为负，政府性基金预算收入大幅下滑。自二、三季度各地放松限购等房地产调控政策出台以来，房地产市场短暂回暖，但全国土地成交总价仍保持负增长，进入三季度加速下滑，四季度出现边际改善迹象，但趋势仍不明朗。1-11 月国有土地出让收入同比增速为-17.9%，政府性基金预算收入同比下降 13.8%。随着年末一线城市房地产放松政策的出台，有望带动土地市场和房地产市场更早回暖。考虑到存在部分土地出让收入年底集中入库的情况，乐观地估计，2023 年全年政府性基金收入为 6.5 万亿元，较去年下降 16.8%。

图表8：受房地产市场持续低迷影响，政府性基金预算收入维持负增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）地方层面：财政收入恢复有力但差异较大，支出总体略显乏力但民生性支出增长较快

地区财政形势基本上与全国保持一致，但由于大部分省份月度财政收支数据仅公布



到 10 月份，所以本节分析基于 2023 年 1-10 月各省财政收支数据。

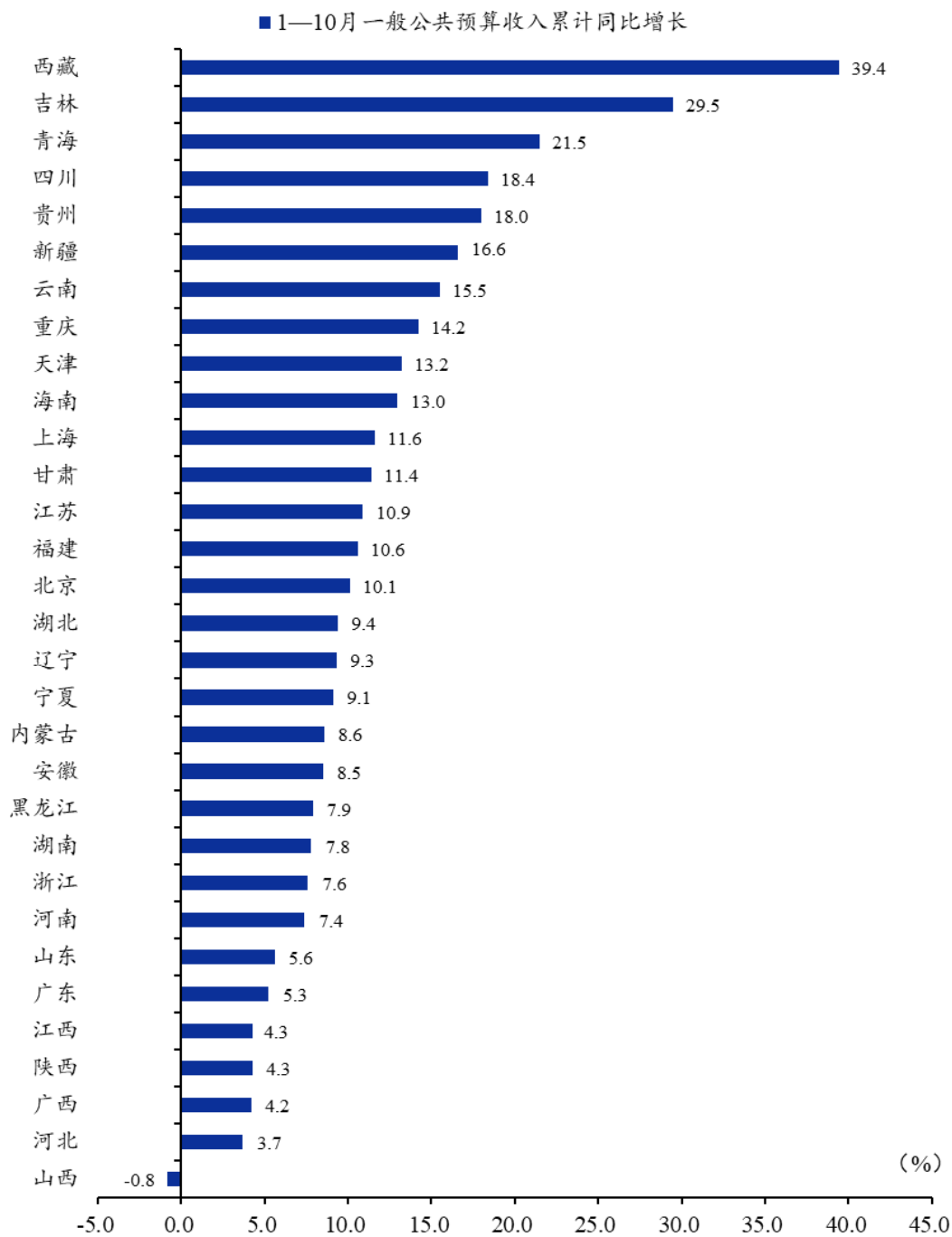
第一，各地财政收入增速较快但差异较大，半数省份 1-10 月一般公共预算收入累计增速超过 10%，仅山西省一般公共预算收入负增长。受 2022 年大规模增值税留抵退税政策导致基数较低的影响，大部分省份财政收入增长较快。其中西藏、吉林、青海三个省份的收入增长超过 20%，分别为 39.4%、29.5%和 21.5%。其中，山西省受 2022 年下半年煤炭等能源量价齐升的影响，导致资源税等相关税收收入高涨，基数较高，所以 2023 年财政收入同比增长为-0.8%。

从两年平均增速来看，内蒙古、新疆和山西等能源大省一般公共预算收入增长居前，其他大多数省份增长率在 5%以下。内蒙古、新疆和山西等资源型省份一般公共预算收入两年平均增速居前，分别为 16.2%、14.9%和 11.0%，吉林最低为-4.2%。

分地区来看，西部地区整体收入增长较快，一般公共预算收入两年平均增速为 6.4%；中部地区两年平均增速次之，为 4.1%，东部地区两年平均增速为 0.8%，东北地区两年平均增速最慢，为-0.2%。这种格局的变化主要源于百年未有之变局下地缘政治冲突引发的供给冲击，资源型省份量价齐升，带动财政收入增长；而东部地区反而受到出口下行的影响，财政收入增速偏低，部分省份如广东、天津等两年平均增速为负。



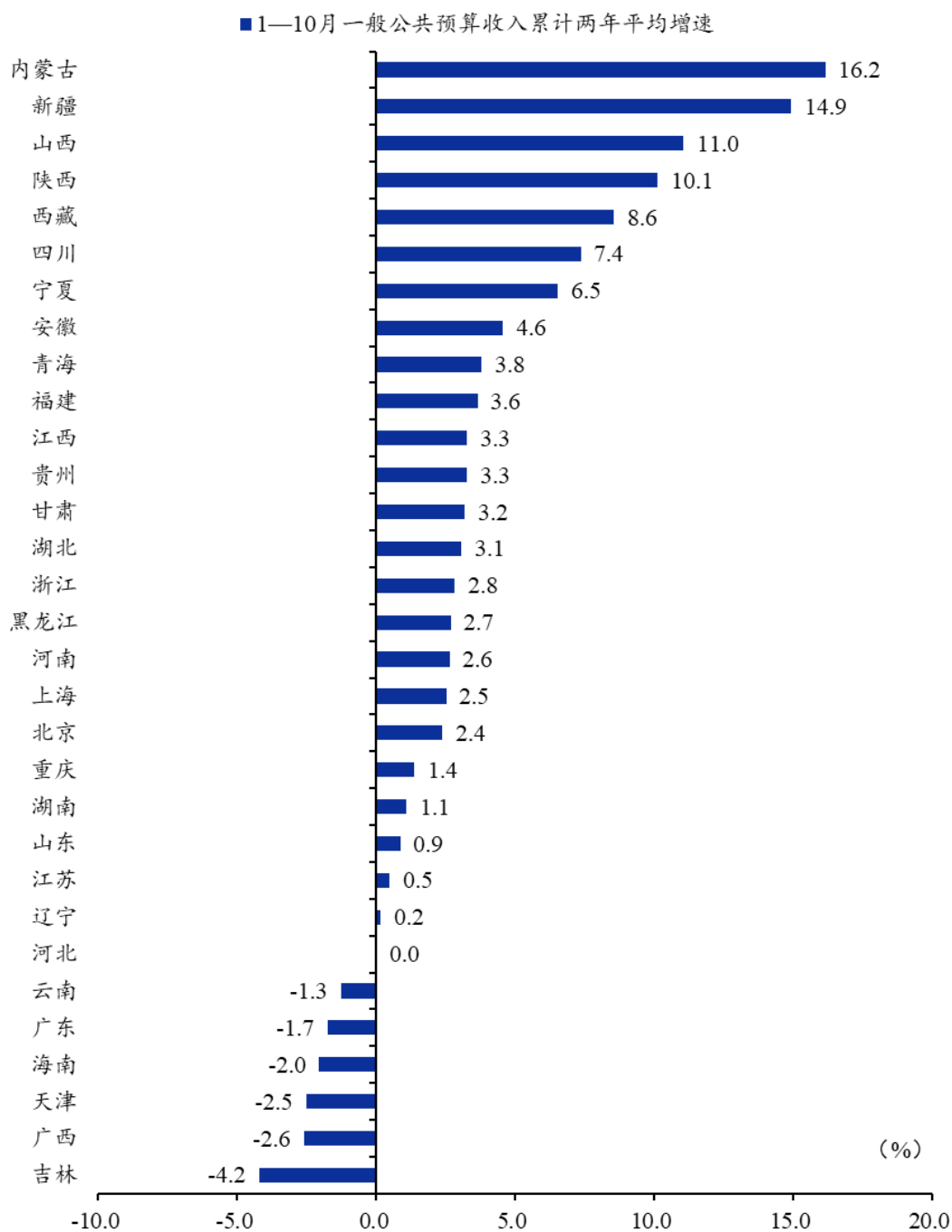
图表9：2023年1-10月各省一般公共预算收入同比增速



资料来源：Wind、各省（市、自治区）财政厅网站、粤开证券研究院



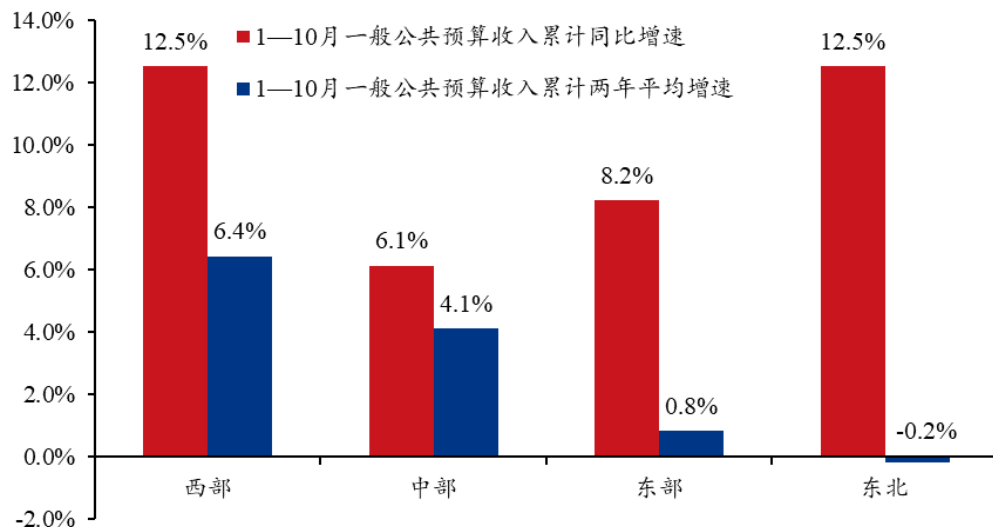
图表10：2023年1-10月各省一般公共预算收入两年平均增速



资料来源：Wind、各省（市、自治区）财政厅网站、粤开证券研究院



图表11：西部地区 1-10 月一般公共预算收入两年平均增速最快



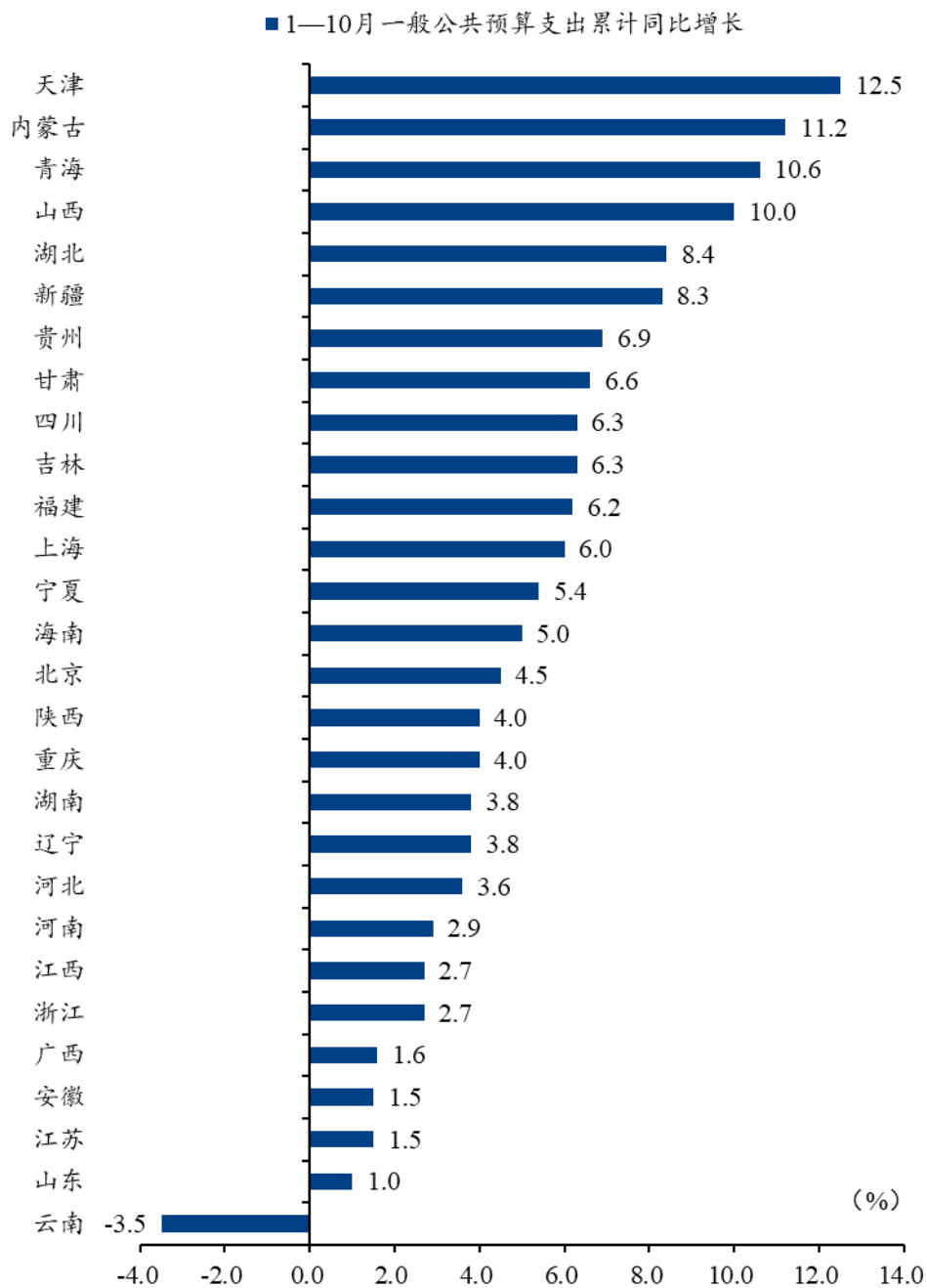
资料来源：Wind、各省（市、自治区）财政厅网站、粤开证券研究院

第二，各地加紧落实积极财政政策，但受限于可用财力有限、收支矛盾加大等客观条件，整体支出增长略显乏力。积极财政政策基调下，各地仍保持了一定的财政支出强度，近半数省份 1-10 月一般公共预算支出增速超过 5.0%，仅天津、内蒙古、青海和山西四省超过 10%。云南、山东、江苏等地一般公共预算支出增速在 3% 以下，其中云南是负增长（-3.5%）。从两年平均增速来看，内蒙古、山西、宁夏、青海等省份增速较快，分别为 12.7%、10.1%、9.6% 和 9.6%，而云南和天津是负增长，分别为 -1.1% 和 -1.7%。在经济下行、财政增收有限、防范化解债务风险等因素影响下，2023 年部分地区出现压减财政支出以缩小财政收支缺口的情况。同时，下半年以来，各地通过积极盘活存量资产、强化征管、提高支出绩效等方式化解财政收支矛盾，确保积极财政政策各项措施得以落实。

第三，2023 年各地民生领域的支出增长较快，民生支出占比不断提高。绝大部分地区社保就业支出增速快于一般公共预算支出增速。即使在一般公共预算支出负增长的云南，社保就业支出增速也达到 7.4%，陕西达 15.0%。此外，2023 年各地也加大了住房保障支出。北京市 1-10 月住房保障支出同比增长 29.8%，远超其他地区。甘肃、内蒙古、福建、吉林、安徽等地前 10 月住房保障支出累计同比增速均超过 10%，分别为 26.2%、15.7%、14.9%、14.4% 和 12.9%。在经济下行与房地产市场低迷的情况下，聚焦老百姓最关心的安居工程，加大保障房领域投入，不仅有利于解决居民的后顾之忧、刺激消费，还有助于分散房地产市场风险，增强微观主体信心。



图表12: 各地财政支出保持一定强度, 但总体略显乏力

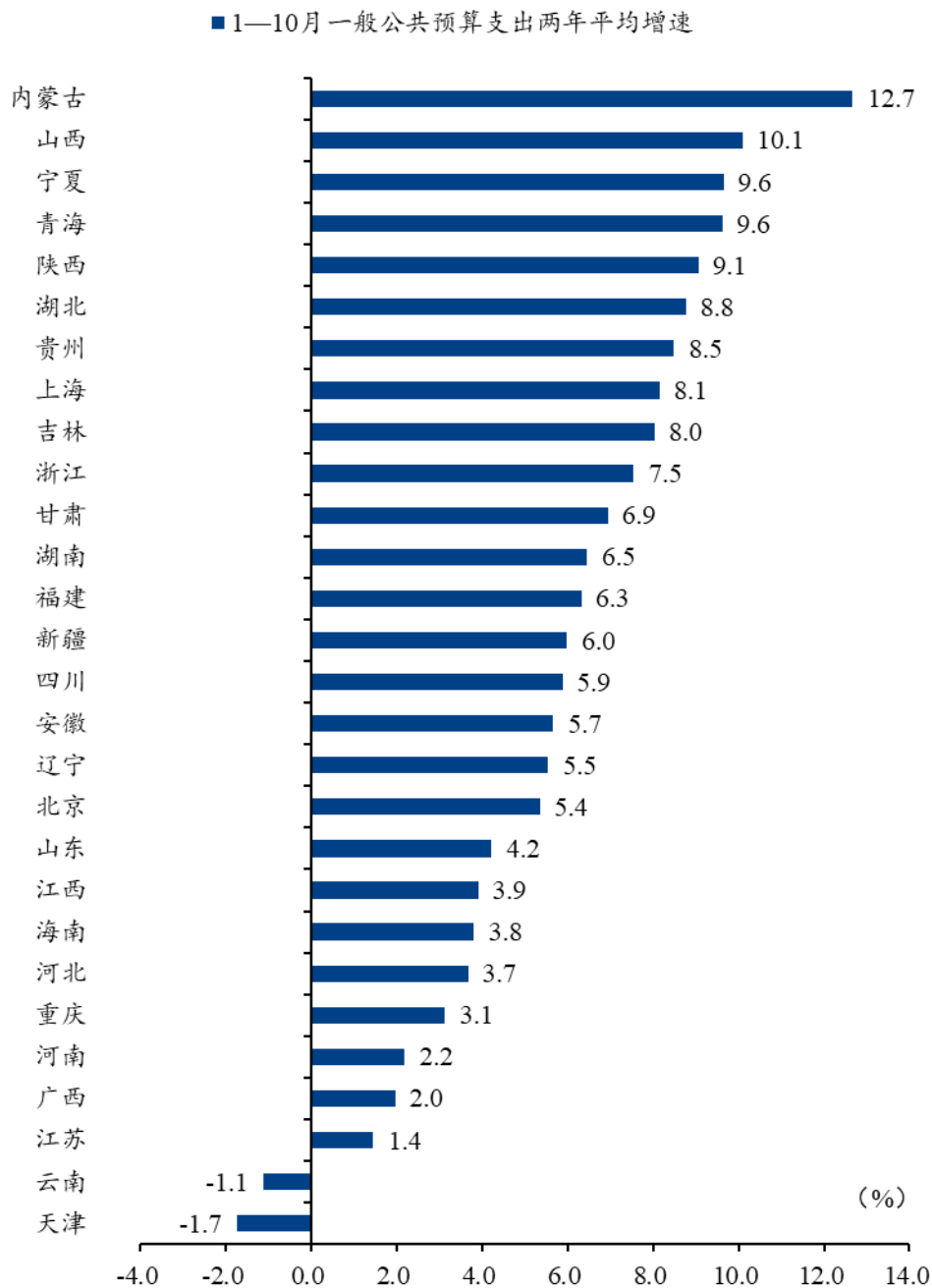


资料来源: Wind、各省(市、自治区)财政厅网站、粤开证券研究院

注: 广东、黑龙江、西藏等地未公布2023年前10月财政支出数据。



图表13：2023年1-10月各省一般公共预算支出两年平均增长情况

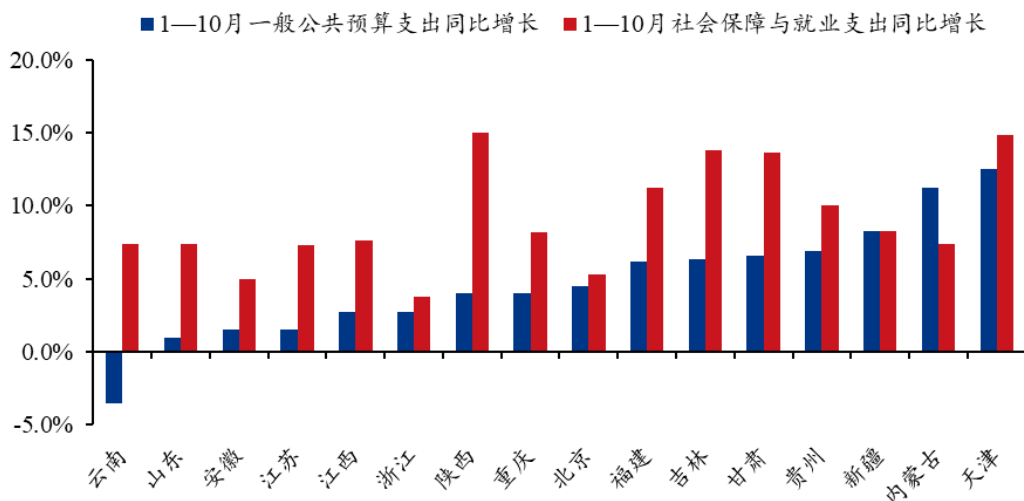


资料来源：Wind、各省（市、自治区）财政厅网站、粤开证券研究院

注：广东、黑龙江、西藏等地未公布2023年前10月财政支出数据。



图表14：绝大部分地区社保就业支出增速高于一般公共预算支出

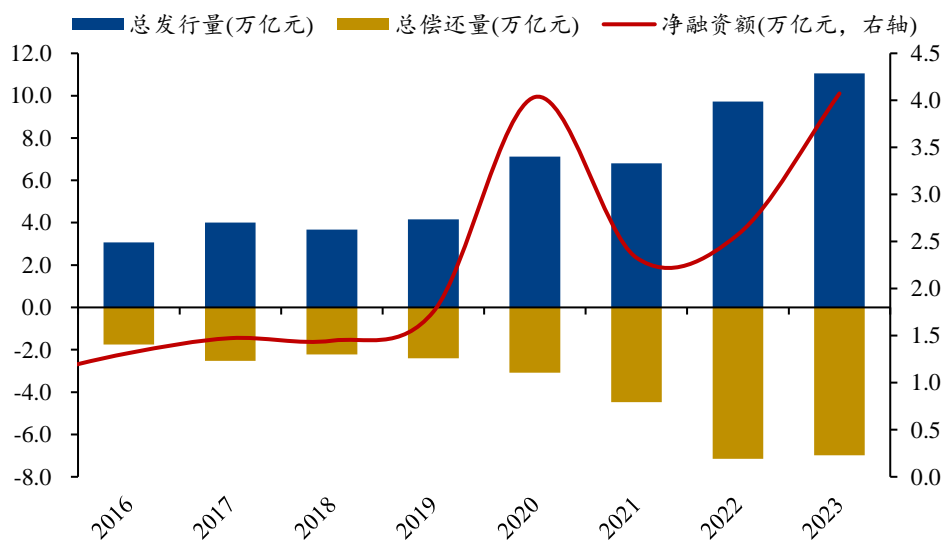


资料来源：Wind、各省（市、自治区）财政厅网站、粤开证券研究院

二、2023 年债务形势总结：国债净融资大幅增长、特殊再融资债券超预期发行

第一，中央加杠杆，国债净融资额大幅增长。截至12月18日，2023年国债总发行规模达到11.0万亿元，总偿还量为7.0万亿元，净融资额达到4.1万亿元，较去年增长58.2%，主因年初预算的全国财政赤字较上年增加5100亿元，全部由中央政府承担，同时10月24日全国人大常委会决定增发1万亿元国债。

图表15：历年国债净融资情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

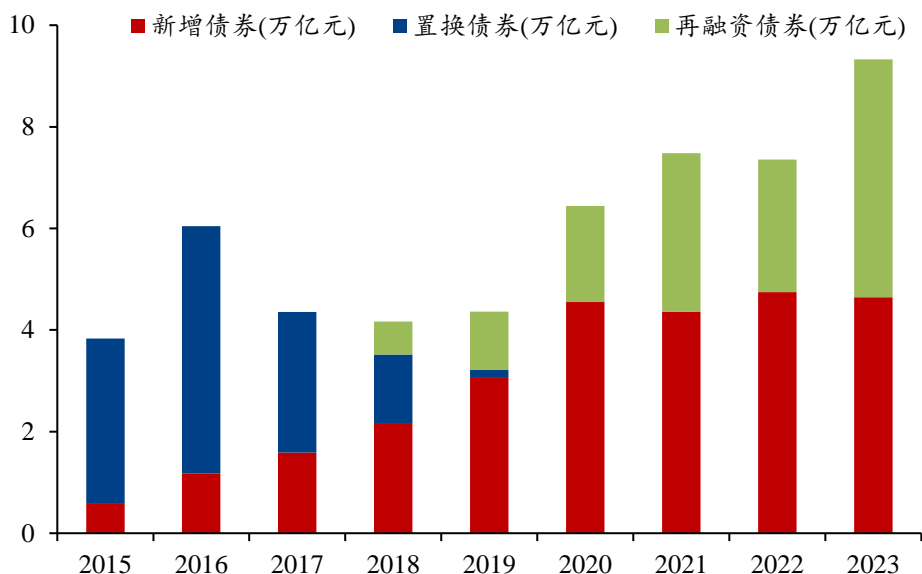
注：2023年截至12月18日，下同。

第二，地方债发行规模较去年大幅上升，主要源于防范化解地方政府隐性债务风险



下特殊再融资债券放量发行。截至12月18日，2023年全国发行地方政府债券9.3万亿元，较去年全年增长26.6%。其中，新增债券发行4.6万亿元，较去年全年减少1115.4亿元。再融资债券发行4.7万亿元，较去年全年增加2.1万亿元，再融资债券发行占比上升至50.2%，较去年提高14.8个百分点。一方面，与“一揽子化债方案”下特殊再融资债券放量发行有关；另一方面反映了当前地方债到期压力加剧，2023年地方债到期规模达到3.7万亿元，较去年增长31.9%。

图表16：历年地方债发行情况

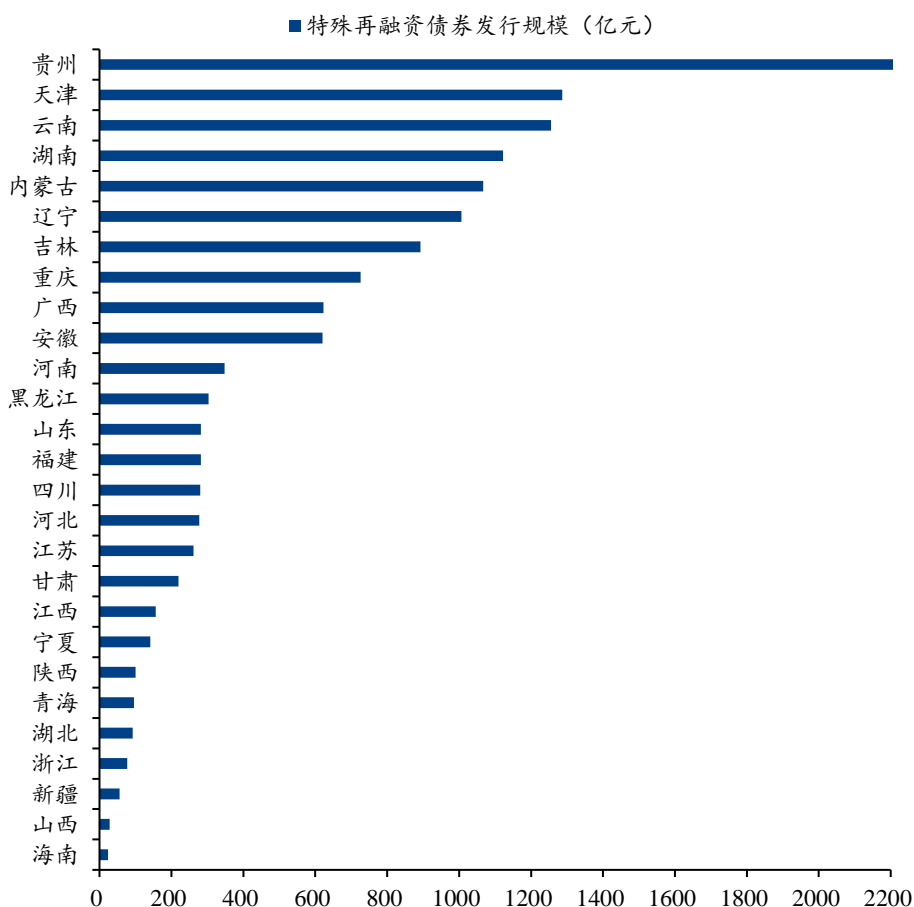


资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第三，万亿特殊再融资债券超预期发行，地方债务结存限额被大幅压缩。7月24日，政治局会议提出“一揽子化债方案”后，各地积极通过财政化债和金融化债等方式推动区域内隐性债务化解。其中，特殊再融资债券超预期发行，截至12月18日，全国共有27个省份累计发行特殊再融资债券上升至13885.1亿元。从地区分布来看，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古、辽宁等债务负担较重的省份成为本轮特殊再融资债券的发行主力，发行规模均超过1000亿元，分别为2263.8亿元、1286.3亿元、1256亿元、1122亿元、1067亿元和1006亿元。特殊再融资债券的发行使得地方债务结存限额大幅减少，截至12月18日，根据净融资情况推算，地方债务余额为40.7万亿元，距离42.2万亿元的限额，结存限额被压缩至1.4万亿元，较2022年末减少44.1%。其中一般债务结存限额为6860.1亿元，专项债务结存限额为7589.4亿元。

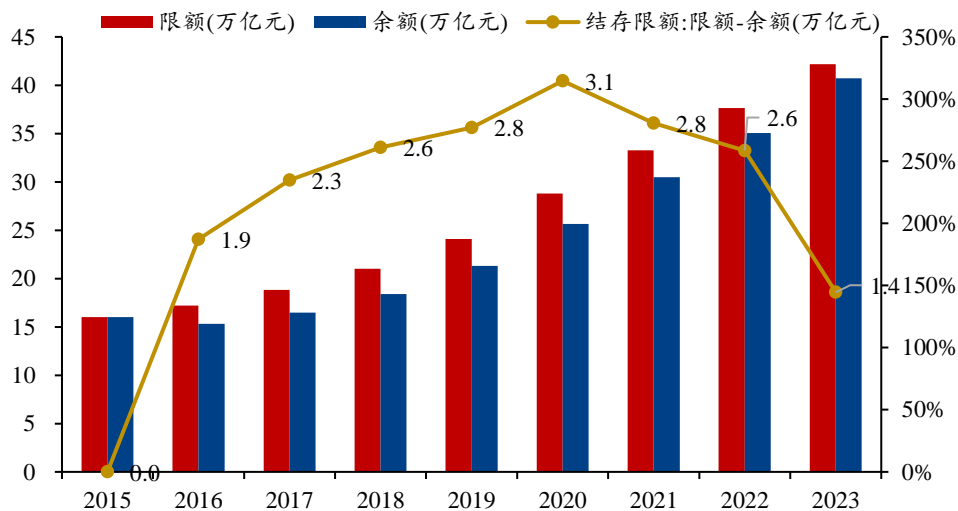


图表17：分省份特殊再融资债券发行情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表18：地方债务结存限额变化情况



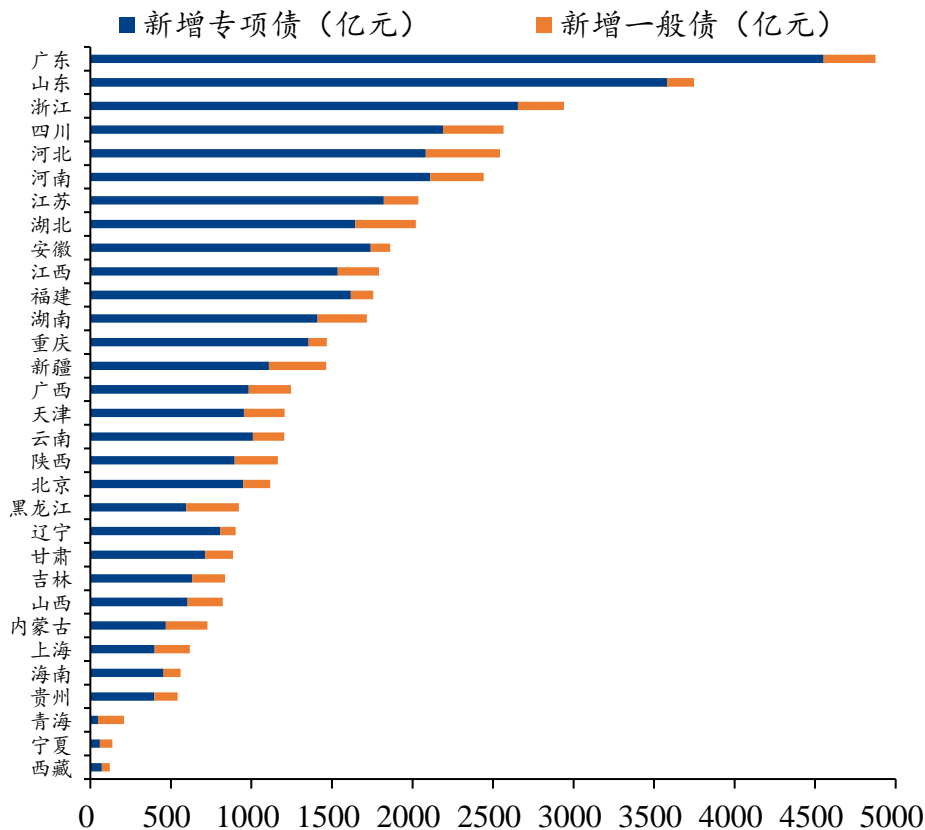
资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第四，分省份来看，粤鲁浙川四省新增地方债发行规模居前，合计约占全国的四分之一。截至12月18日，新增一般债发行规模为7006.7亿元，新增专项债发行规模为



39444.0 亿元。分省份来看，广东、山东、浙江和四川四省新增地方债发行规模居前，分别为4874.7亿元、3747.7亿元、2940.0亿元和2565.4亿元，合计发行规模达到14127.8亿元，占全国的24.9%。

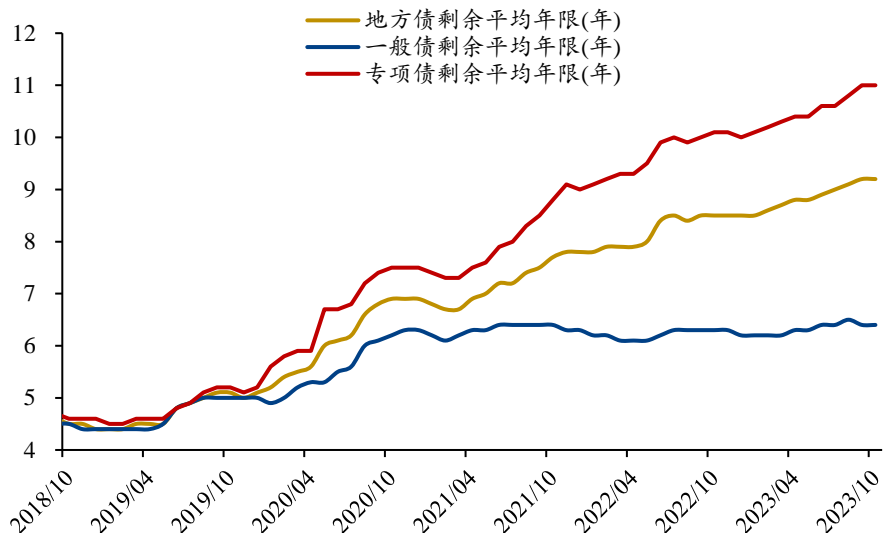
图表19：分省份新增地方债发行情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

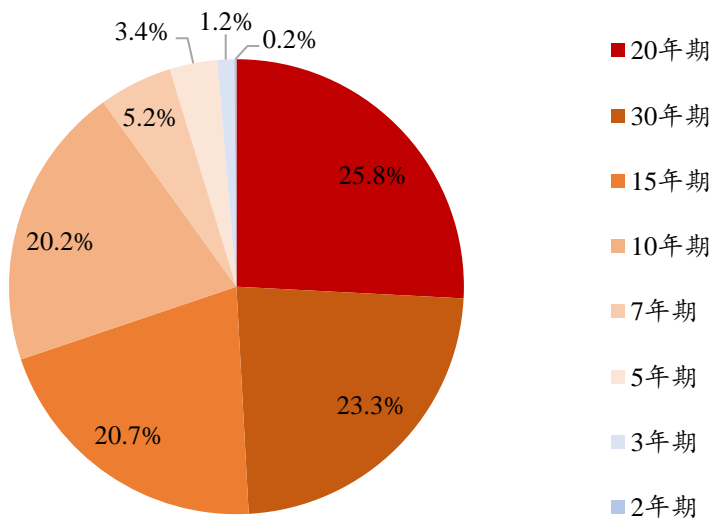
第五，地方债尤其是专项债的剩余平均期限明显拉长，今年发行的新增专项债中近七成为超长期债券。自2019年开始，地方债剩余平均年限呈现出快速上升的趋势。截至2023年10月底，地方债剩余平均年限为9.2年，较2019年初拉长4.8年。其中，专项债剩余平均年限增长较快，并在2022年下半年突破10年，2023年10月底已经达到11年。主要原因在于2019年以来随着专项债使用范围不断扩容，特别是允许使用专项债作为重大项目资本金，发行30年超长期的基础设施专项债发行量大幅增加，拉长了整体债务期限。截至12月18日，2023年发行的新增专项债以20年期、30年期和15年期为主，发行规模占比分别为25.8%、23.3%和20.7%，超长期债券合计占比达到69.8%。

图表20：地方债剩余平均年限变化趋势



资料来源：财政部、粤开证券研究院

图表21：截至 12 月 18 日，2023 年新增专项债期限结构

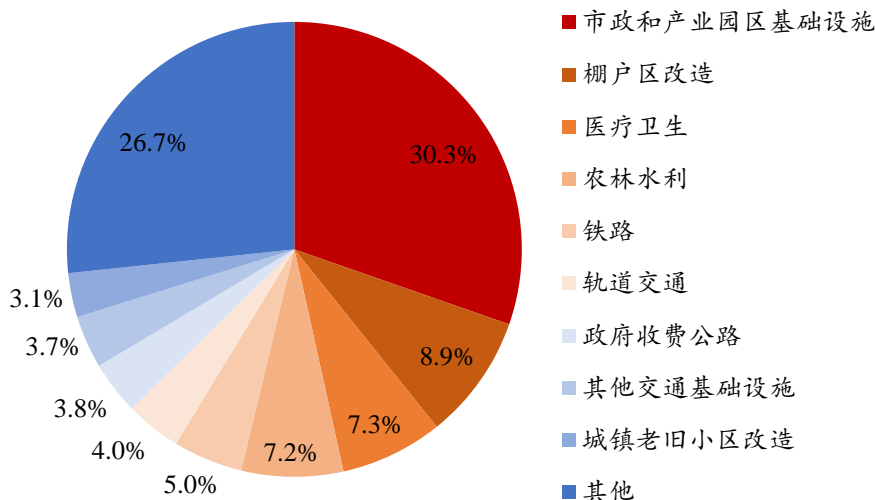


资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第六，从资金投向来看，新增专项债重点投向产业园区、棚户区改造和医疗卫生三大方向。截至 12 月 18 日，新增专项债主要投向市政和产业园区基础设施、棚户区改造、医疗卫生、农林水利、铁路五大方向，占比分别达到 30.3%、8.9%、7.3%、7.2%和 5.0%。与去年全年相比，棚户区改造项目占比下降 2.8 个百分点，铁路项目占比提升 0.6 个百分点。



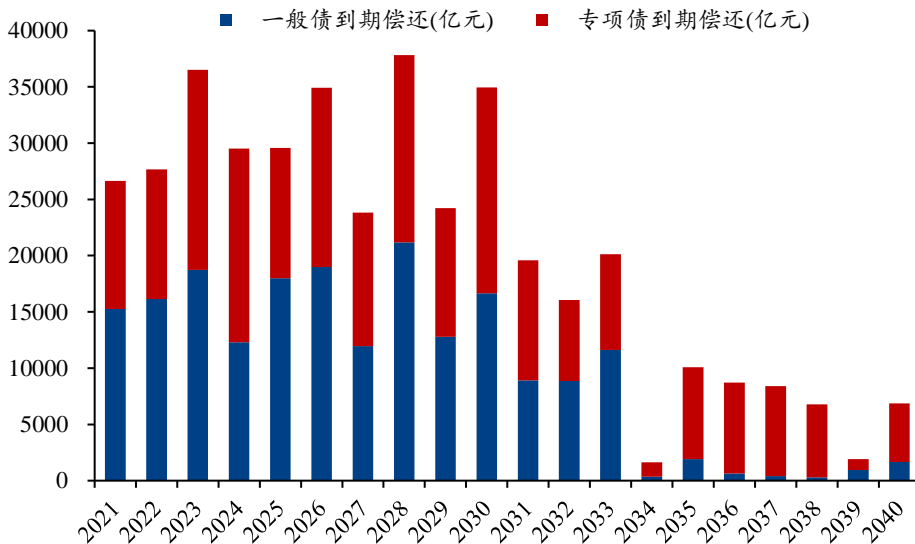
图表22：截至12月18日，新增专项债资金投向



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第七，从地方债到期分布来看，2023年、2026年、2028年和2030年地方债到期压力较大。2020-2030年均为地方债到期高峰，年到期规模均在2万亿元以上。其中，2023年、2026年、2028年和2030年到期规模突破3万亿元，分别达到3.7万亿元、3.5万亿元、3.8万亿元和3.5万亿元。

图表23：2023年、2026年、2028年和2030年地方债到期压力较大



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

三、2024年财政形势及财政重点工作展望

(一) 2024年财政形势将延续紧平衡，控风险、扩支出

总体上，2024年将继续实施积极的财政政策，适度加力、提质增效，财政形势总体



仍将处于紧平衡态势，收支矛盾还可能阶段性加剧。财政政策需要在促进经济恢复、稳定微观主体预期、改善民生福祉、激发创新动力，同时又要控制政府债务风险、保障财政可持续性等多种目标下寻求平衡。

第一，预计 2024 年一般公共预算收入增长 6.0% 左右。2024 年总体上仍将延续 2023 年的疫后恢复态势，经济实际增长速度在 5% 左右。在宏观经济调控政策不断优化的情况下，物价大幅波动的概率不大，预计通货膨胀较为温和，名义增长速度在 6% 左右。根据往年一般公共预算收入增长率与经济增长率的关系，预计 2024 年一般公共预算收入增长 6.0% 左右，占 GDP 的 17% 左右。

第二，2024 年积极的财政政策要求财政支出仍需保持一定强度，预计一般公共预算支出增速在 8% 左右。经过十几年的减税降费，收入端继续实施大规模减税降费政策的边际效果在递减，反而导致宏观税负和财政的宏观调控能力大幅下降，增加了财政政策实施成本，在财政支出刚性的情况下政府债务风险不断攀升。当前企业和居民的预期较差，持续降税降费虽然增加了企业和居民的现金流，但由于市场信心不足，增加的现金流转化为投资和消费的概率和比例较低。经济下行期，支出政策的效果往往好于收入政策。因此，2024 年财政政策中支出政策是重头戏。这就要求财政支出充分发挥逆周期调节作用，保持一定的支出强度和增速，不仅有助于直接拉升总需求，还有助于市场信心恢复和供给侧持续改善，助力经济尽快走出疫情后低迷状态。

第三，预计 2024 年政府性基金预算收入与今年持平或者略有增长。当前房地产市场持续低迷导致土地出让收入大幅下行，而国有土地使用权出让收入占政府性基金预算收入的 85% 左右。当下房地产市场能否企稳回升是明年经济增长能否达到预期的关键，也是目前经济调控的重点。2023 年房地产市场持续低迷，地方政府财政收入受到较大影响，财政收支矛盾加剧，推动政府债务风险上升。2023 年四季度以来，房地产在政策作用下已出现边际改善迹象。12 月份北京、上海等一线城市房地产政策进一步放松，预计将带动房地产市场进一步回暖。2024 年房地产形势可能结束下行周期，但取决于政策力度。根据以往情况，即使房地产市场形势彻底扭转，市场还有一个消化库存的过程，短期内观望情绪也较重，预计明年土地出让收入和政府性基金预算收入增长率整体不会太高。考虑到政府性基金预算收入已连续两年大幅下滑，2023 年基数已经较低，且房地产调控政策有不断加码迹象，2024 年政府性基金预算收入继续大幅下滑的概率也较小。

第四，2024 年财政赤字有必要突破 3%，优化“财政赤字+专项债”政策组合，专项债规模维持不变或略有增加，财政赤字进一步提高至 4% 左右。

2023 年增发 1 万亿特别国债后，官方赤字将达 3.8% 左右，打破了多年来我国财政赤字维持在 3% 以下的传统。过去十几年期间，我国长期采用“控赤字+扩专项债”导致赤字规模过小、专项债使用效率偏低、地方政府债务风险不断上升的局面。2023 年考虑了新增专项债的赤字率达 6.8%。赤字率突破 3% 可向国际国内传递更为积极的财政政策信号，有助于提振微观主体信心。同时，考虑到当前地方政府财政收支矛盾突出和防范化解债务风险的背景，将由中央政府加杠杆来承担更多支出责任或将资金转移给地方政府使用。但由于市场对专项债规模仍较为敏感，在当前经济形势与市场情绪下，短期内仍不宜大幅压减专项债规模，以避免出现较大市场波动。因此，2024 年专项债规模维持 2023 年规模不变或适度小幅增加，以避免“青黄不接”、在建项目无后续资金的问题。待经济恢复态势进一步巩固之后，应考虑逐步压减专项债规模，并根据经济形势和财政收支状况合理确定财政赤字。同时，应逐步优化专项债使用结构，使其在提高公共服务水平、提升居民福祉和促进经济高质量发展方面发挥更大作用。



（二）明年财政重点工作展望

2024 年财政政策总体方向是“适度加力、提质增效”，总体上积极的财政政策主调不变，这是由当前经济恢复基础不牢、微观主体信心仍未根本提振的形势决定的。“加力”以扩大总需求、防范化解经济社会风险，但同时提出“适度”、“提质增效”“强化逆周期和跨周期调节”“用好财政空间”，也就是说要根据经济社会需要来实施，不搞大水漫灌，积极的财政仍是高质量发展框架下的积极，避免大幅提高财政风险，让财政更可持续。此外，谋划新一轮财税体制改革是短期化债、扩大总需求之外更利长远的举措。具体来看，2024 年财政政策主要从以下五方面发力：

一是落实已有减税降费政策和进行结构性优化，注重提升减税降费的精准性和有效性。我国已连续十几年实施积极的财政政策，长期实施大规模的减税降费导致宏观税负逐步下降下行，财政空间仍有但总体在持续收窄。2023 年已经对已有的减税降费政策进行了优化，延长了一些税收优惠政策的期限到 2027 年底，将企业研发费用加计扣除比例提高并制度化等，极大地稳定了市场预期，取得了较好的成效。2024 年财政政策重在落实并优化已有减税降费政策，更加注重结构性减税，但总体宏观税负保持稳定，以避免政府债务规模和财政风险过快攀升。

二是进一步优化财政支出结构，继续加大民生领域财政支出，财政政策重点应逐渐从重投资向消费与投资并重转变。一方面，持续提高社会保障、教育、医疗等公共服务水平，对于增加困难群体收入、提高居民获得感和提振居民信心具有重要作用。2024 年财政支出结构应继续加大对民生领域的投入。另一方面，注重对消费的引导和刺激，带动财政政策重点从重投资向消费与投资并重转变。在经济高质量发展要求下，类似于 2008 年“四万亿”大水漫灌式刺激政策已不再符合发展要求，也不利于控制地方政府债务风险。随着消费在经济总量中的占比不断提升，财政支出政策应更加尤其是要关注低收入群体，由于其边际消费倾向较高，增加其收入具有较为明显的经济提振作用。具体而言，可对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税 APP 等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施。当前我国低保覆盖较为完善，因此尤其要关注三个群体：1）低保临界线以上、社平工资以下的城镇低收入群体；2）低保临界线以上、社平工资以下的农村低收入群体，尤其是老人群体；3）失业大学生群体。

第三，进一步提高财政资金使用效率。当前情况下需要财政政策提质增效，通过提前谋划、强化监督、优化结构、深化财税体制改革等方式提高财政资金使用效率，提升财政支出效能。越是收支矛盾加大，越是要提高财政支出绩效。近年来，为提高财政资金使用效率、更好发挥积极财政政策效能，中央不断推进财政体制改革。例如，建立了中央转移支付资金直达机制，持续推进预算管理一体化，不断完善国库集中支付制度等，财政资金使用效率不断提升。2023 年中央经济工作会议提出要“谋划新一轮财税体制改革”。新一轮财税体制改革与完善，将有助于财政政策实施条件和空间的改善，提高财政资金使用效率，使积极财政政策发挥更大效能。特别是通过财税体制改革进一步理清政府与市场、中央与地方的关系，将提高财税体制运行效率，进一步释放经济活力，进一步激发地方政府推动地区经济高质量发展的积极性。

第四，防范化解地方政府债务风险。当前地方政府风险有所缓释，隐性债务无序扩张的势头得到明显遏制，尤其是部分严重的地区在逐步在以时间换空间，避免了债务集中到期引发的大面积流动性风险。但目前的办法主要是治标，是延缓，而非根治，因此化债之路仍在进行中。防范化解地方政府债务风险仍是明年财政重点工作之一，必须在安全的前提下实现高质量发展。但继续发行大规模再融资债券的空间不大了，目前地方政府债务结存限额已大幅减少。明年及未来的化债重点在于推动城投平台转型，在于通



过体制机制的联动改革抑制隐性债务产生的土壤。在稳定宏观税负的同时，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模，解决无限责任政府职能过大、支出责任过大的问题是根本。

第五，谋划新一轮财税体制改革是下阶段的重要任务，才能从根本上解决当前财政运行紧平衡、地方债务持续增长的问题。分税制改革实施即将迎来三十年，有必要进一步将改革进行到底。1994年分税制改革实施以来，有力地推动了中国经济持续高速增长，是社会主义市场经济体制中至关重要的基础性制度。一是集中了中央财力，有力地提高了中央宏观调控能力；二是建立了税收返还和转移支付制度，有效地降低了区域财力差距，助力推动区域均衡发展和区域基本公共服务均等化；三是配套的税收制度改革等理顺了政府与市场关系，维护了统一大市场，避免了区域分割；四是初步理顺了中央和地方关系，稳定了中央和地方的预期，从形形色色的包干制进入到稳定的中央地方关系阶段。但是，当前仍然存在政府与市场关系和边界不清、中央和地方事权和支出责任划分不清、地方政府承担过多的事权和支出责任、财力不够协调、转移支付不规范、省以下财政体制有待进一步深化等问题，有必要在未来改革中进一步解决。可以预期，未来要进一步理清政府与市场关系，界定政府规模，避免政府支出责任持续扩张；中央上收部分事权和支出责任，减轻地方政府的支出责任和支出负担；进一步稳定宏观税负；不断规范转移支付尤其是共同事权转移支付等。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com