

开年财政怎么看？

1月4日人民日报发布了财政部部长蓝佛安关于当前经济财政形势的问答，题目为《强化政策支持和资金保障 促进国民经济循环畅通》，继中央政治局会议、中央经济工作会议及全国财政工作会议后，文章对2024年财政政策总基调做了进一步解读，尤其是对近年来财政工作、“适度加力、提质增效”的财政内涵、财政政策如何推进中国式现代化进行了详细论述。结合2024年度财政政策展望以及近期系列相关会议精神，我们对年初政策重点做进一步梳理总结。

核心观点：

我们在2024年财政政策展望中提出：2024年将是新一轮积极财政的“元年”，内涵将兼顾“防风险”和“稳增长”，其中重要政策途径将通过财政和准财政政策对“三大工程”的支持，以保障经济高质量转型中的稳定性。节奏方面在新增特别国债和专项债提前下达延续的背景下，支出有所前置。目前来看，以上预期正在逐步兑现，结合近期政策层面的边际变化，我们提示投资者重点关注以下方面：

一是“适度加力”之下，2024年财政政策力度如何？蓝佛安部长在论述2024年积极财政政策内涵时，对“适度加力”的首要解读便是“保持适当支出强度，释放积极信号”，并提到要“确保财政总的支出规模有所增加”。财政总支出规模主要包括一般公共预算和政府性基金收入，从当前收支情况来看，一般公共预算基本平稳，但是有鉴于政府性基金在土地收入影响下持续降低，我们认为对于“确保支出规模有所增加”需要的政策力度不宜低估。年初的赤字率目标虽然未必超预期，但视经济、尤其是地产复苏情况，2024年仍有增量政策出台的可能性。自2020年政府性基金收入完成进度持续降低以来，除2021年经济恢复较好以外，近年基本均有增量财政政策出台（20年抗疫特别国债、22年央行上缴结存利润、23年特殊再融资及新增国债）。这样看来，3500亿元的PSL可能只是“前菜”。

二是“化存控增”下区域新增政府债投资有所分化，再融资比例提升。2023年特殊再融资已累计发行超1.3万亿，在“化解存量、遏制新增”的政策背景下，2024年各地新增政府债券的获批额度将逐步有所分化，经济大省挑大梁、风险集中省份控制新增。我们通过2023年各省特殊再融资债券发行规模与当前新增债券的比值衡量，认为当前贵州、内蒙、吉林、天津、云南、辽宁几省隐债压力较大，2024年新增政府债尤其是专项债规模或有所压降。新增债券或将向经济大省倾斜，而这在当前各省披露的24年一季度政府债发行计划中已有所体现，其中山东新增债券额度显著高于去年。而其余各省一季度新增债券额度较去年有所降低，再融资债券比例大幅提升。

三是财政支持中国式现代化建设下，需重点关注政府投资方向的调整。自2023年8月28号十四届全国人大第五次会议便提出要研究“专项债扩容”，根据近期系列会议的政策表述，我们认为2024年专项债资金有望新增“城中村”和“数字经济”两项用途。对比之前历次专项债扩容，均对新增投向的相关行业起到了重要的支撑作用，例如2021年新增的保障安居工程、2022年新增的新基建、新能源项目，均显著提升了相关行业的景气度。我们预计伴随2024年专项债扩容如期落地，“数字经济”和“城中村”将对新动能和传统地产投资起到较大提振作用。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：聂天奇

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.财政政策不及预期预期的风险
- 3.政府债券发行超预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

目录

一、“适度加力”之下，2024 年财政支出力度如何? 3

二、“化存控增”之下，省域间政府债获批额度将有所分化4

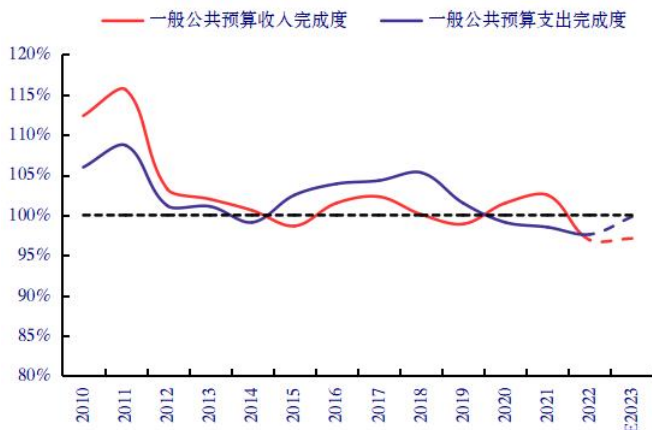
三、支持中国式现代化建设，关注 2024 年新增政府投资方向6

一、“适度加力”之下，2024 年财政政策力度如何？

蓝佛安部长在论述 2024 年积极财政政策内涵时，对“适度加力”的首要解读便是“保持适当支出强度，释放积极信号。除财政自身收入外，2024 年安排一定规模的赤字，并从预算稳定调节基金、其他政府预算调入一部分资金，确保财政总的支出规模有所增加，更好发挥拉动国内需求、促进经济循环的作用，形成对经济社会发展的必要支撑。”

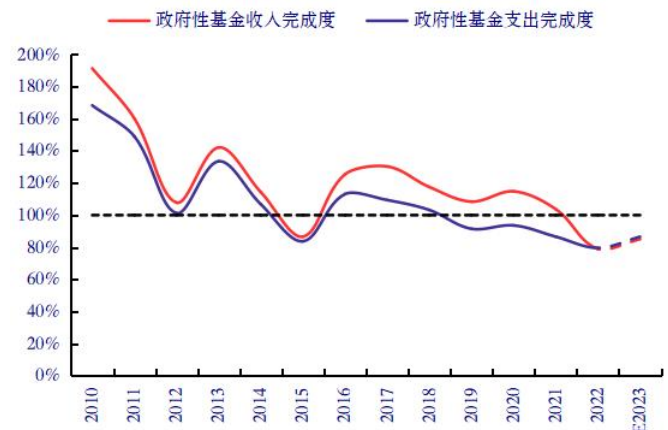
“确保总支出规模有所增加”需要多少新增资金规模？ 确保总支出规模有所增加，即应该从广义财政支出的角度看待 2024 年财政政策的制定，其中主要为一般公共预算和政府性基金预算支出的总规模。就 2023 年收支形势来看，截止 11 月一般公共预算收支完成进度分别为 91.1% 和 86.8%，我们认为全年基本能够完成预算数，而重点是近年来政府性基金收支的持续下滑。受地产趋势性因素影响 2021 年以来，我国政府性基金收支持续降低，截至 11 月份政府性基金支出仅完成全年预算进度的 70.5%，即使考虑历年 12 月土地出让金的季节性高峰因素，我们预计全年完成进度也最多在 85% 左右，相较于年初 11.7 万亿的支出预算而言将欠收 1.75 万亿。就当前房地产市场趋势来看，2024 年即使有所回暖，土地收入增速也最多保持平稳，难以完全回升至 2023 年制定的收支目标。因此，要确保总支出规模与去年预算持平，2024 年财政预算至少要在去年各项赤字基础上增加约 2 万亿元，再考虑到支出规模要有所增加，所需资金规模或许更高，不排除增量政策进一步出台可能性。如图 2 所示，自 2020 年以来政府性基金收入完成进度持续降低以来，除 2021 年经济恢复较好以外，近年基本均有增量财政政策出台（20 年抗疫特别国债、22 年央行上缴结存利润、23 年特殊再融资及新增国债）。

图 1：历年一般公共预算完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：历年政府性基金完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

“适度加力”所需政策力度不宜低估，2024 年仍有增量政策出台的可能性。 根据上述测算，政府性基金收入降低部分资金只依靠提高赤字率和专项债显然难以支撑。调入资金方面根据 2023 年财政预算草案显示，截止 2022 年末，中央预算稳定调节基金余额仅 2351.63 亿元。狭义赤字率方面，即使按 3.5%

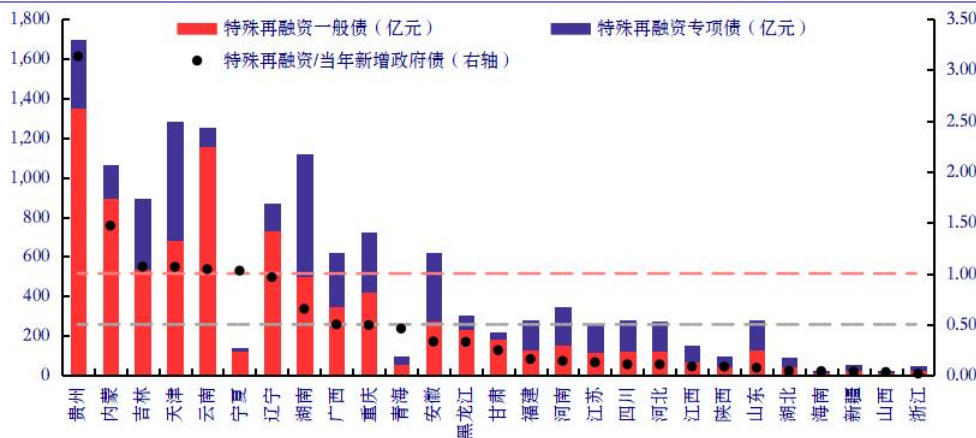
安排，较去年增加资金规模也仅大致 7000 亿元左右。专项债鉴于目前使用效率未有大幅提升，难以有大幅提升空间。因此，要保持总支出规模所有增加，在提高赤字率的基础上，或许还需要新的增量政策出台，“适度加力”所需的政策力度并不低。即使年初狭义赤字率水平有所落差，年中依然有再次新增国债的可能性。对此，蓝佛安部长在总结近年来积极财政政策时也提到“我们合理、审慎确定赤字率水平，既适度扩大支出规模，满足实际需要，又“留有后手”，为应对未来可能的风险挑战留出空间。”

二、“化存控增”之下，区域新增政府债投资将有所分化

2023 年特殊再融资已累计发行超 1.3 万亿，其中发行规模集中在个别省份，我们认为在当前“化解存量、遏制新增”的政策背景下，2024 年地方政府新增债券的获批发行规模或将向经济建设大省倾斜，对于债务风险及财政压力较大的省份将进一步严控政府新增投资规模，落实“三保”等刚性支出依靠中央加大均衡性转移支付力度解决其基层政府财力问题。既化债大省新增债务规模将有所控制。

政府债发行额度将向哪些省份倾斜，控制哪些省份的新增债务？仅依靠特殊再融资债券发行规模和目前部分省份公布的一季度债券发行计划难以客观判断，我们认为需要结合各省新增债券的发行总量和获批特殊再融资债券的额度分析。如图 3 所示，当前贵州、内蒙、吉林、天津、云南、辽宁六省获批特殊再融资债券额度最多，且再融资债发行额度与其 2023 年新增的地方政府债务（包括一般债和专项债）的比值均超过 100%，显示财政压力及债务风险较大；其次，湖南、广西、重庆三省再融资规模也较大，占比处于 50%-100%之间；而其余省份无论是规模还是占比方面均相对较小，显示地方债务风险集中在省内个别县区。

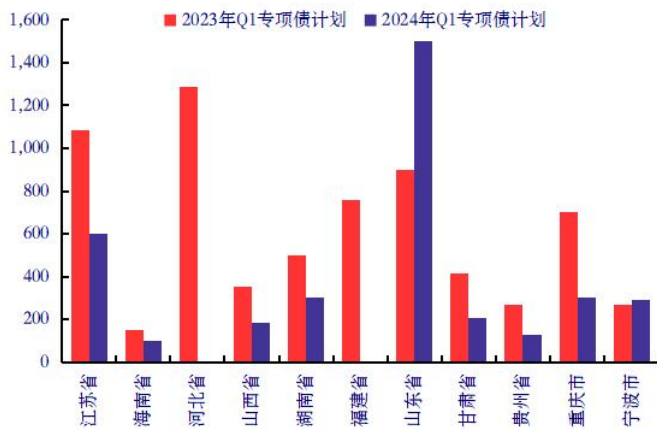
图 3：各省特殊再融资债券及新增政府债发行规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

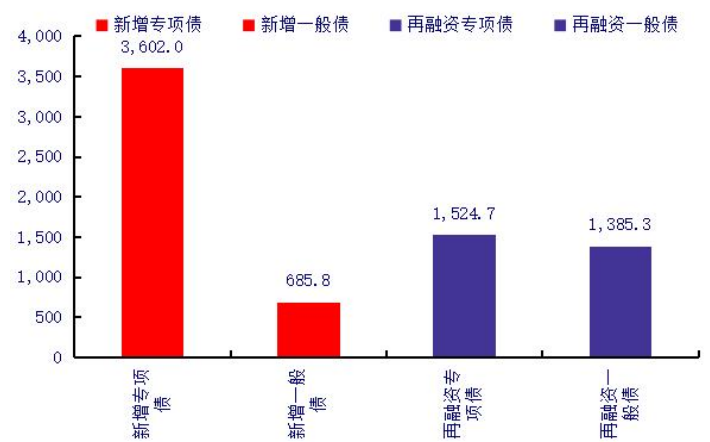
从目前已披露发行计划来看，化债大省一季度新增专项债已有所缩减。对于以上投资区域分化的判断，在各省公布的一季度地方政府债务发行计划表（目前仅 11 省公布）中有一定体现，例如债务压力及化债规模较大的贵州、重庆、湖南专项债发行规模较 2023 年一季度均有较大降幅，而山东披露的一季度专项债发行计划中，新增专项债规模 1500 亿元，较去年 900 亿大幅提升。

图 4：目前各地已披露一季度专项债发行计划（单位：亿元）



资料来源：Chinabond，中国银河证券研究院

图 5：一季度已披露债券发行计划共 7197.79 亿元（单位：亿元）



资料来源：Chinabond，中国银河证券研究院

2024 年一季度新增债务规模较去年有所降低，再融资规模大幅攀升。仅根据当前已经披露政府债券发行计划的省份对比来看，2024 年整体新增债券整体发行规模小于去年，再融资债券发行比例大幅提升。如表 1 所示，2023 年新增一般债合计 1102 亿元，新增专项债合计 6991 亿元，而 2024 年新增债券一般债和专项债分别为 685.8 亿元及 3602 亿元，新增债券规模显著降低。而 2023 年再融资一般债规模仅 703.23 亿元，再融资专项债规模 456.01 亿元，2023 年分别提升至 1385.31 亿元及 1524.65 亿元。根据目前已公布发行计划来看，2024 年一季度地方政府债务到期续作规模显著提升。

表 1：目前部分省份披露的政府债券发行额度及与 2023 年对比（单位：亿元）

	2023 年 Q1 新增一般债	2024 年 Q1 新增一般债	2023 年 Q1 新增专项债	2024 年 Q1 新增专项债	2023 年 Q1 再融资一般债	2024 年 Q1 再融资一般债	2023 年 Q1 再融资专项债	2024 年 Q1 再融资专项债
江苏省	152.00	128.00 ↓	1,085.00	600.00 ↓	178.31	185.13 ↑	154.05	487.74 ↑
海南省	64.00	60.00 ↓	150.00	100.00 ↓	6.00	36.90 ↑	0.00	0.00
河北省	287.00	0.00 ↓	1286.00	0.00 ↓	90.46	36.38	117.31	170.07 ↑
山西省	80.00	67.80 ↓	350.00	180.90 ↓	49.28	72.23 ↑	0.00	81.43 ↑
湖南省	191.00	177.00 ↓	500.00	300.00 ↓	0.00	0.00	0.00	44.00 ↑
福建省	87.00	0.00 ↓	755.00	0.00 ↓	0.00	39.00 ↑	0.00	0.00
山东省	0.00	0.00	900.00	1500.00 ↑	311.00	286.23	113.00	373.36 ↑
甘肃省	105.00	105.00	416.00	208.00 ↓	0.00	0.00	0.00	0.00
贵州省	88.00	0.00	265.00	124.12 ↓	0.00	654.05 ↑	0.00	270.86 ↑
青岛市	41.00	39.00 ↓	319.00	0.00	17.18	22.00 ↑	6.65	13.00 ↑
青海省	0.00	103.00 ↑	0.00	0.00	30.00	30.00	0.00	0.00
重庆市	0.00	0.00	700.00	300.00 ↓	51.00	23.40	65.00	78.00 ↑
宁波市	7.00	6.00 ↓	265.00	289.00 ↑	0.00	0.00	0.00	6.20 ↑
合计	1102.00	685.8 ↓	6991	3602.02 ↓	703.23	1385.31 ↑	456.01	1524.655 ↑

数据来源：Chinabond，中国银河证券研究院

三、支持中国式现代化建设，关注 2024 年新增政府投资方向

2024 年政府投资重点关注专项债扩容。自 2023 年 8 月 28 号十四届全国人大第五次会议便提出研究“专项债扩容”，近期系列会议的政策表述在此表明了 2024 年财政重点支持方向，2024 年专项债资金将新增“城中村”和“数字经济”两项用途。根据历年财政工作会议的几大重点工作来看，2024 年首次“支持加快现代化产业体系建设”放在首位，与中央经济工作会议保持高度一致。而中央经济工作会议在提及“以科技创新引领现代化产业体系建设”时指出：要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。发展数字经济居于首位。

表 2：历年全国财政工作会议强调的重点工作

2023 年	2022 年	2021 年
一是支持加快现代化产业体系建设。 二是支持扩大国内需求。 三是支持深入实施科教兴国战略。 四是支持保障和改善民生。 五是支持抓好“三农”工作。 六是支持推进城乡融合、区域协调发展。 七是支持加强生态文明建设。 八是支持扩大高水平对外开放。	一是增强财政政策的针对性有效性，大力提振市场主体信心。 二是发挥财政稳投资促消费作用，着力扩大国内需求。 三是提升科技投入效能。 四是切实兜牢民生底线。 五是积极稳妥防范化解风险隐患。 六是深入推进改革创新。 七是大力加强财会监督。 八是深化对外财经交流合作。	一是加强对市场主体支持。 二是发挥财政稳投资促消费作用。 三是加强风险防控。 四是强化会计质量监督和行业建设。 五是优化财政科技经费管理。 六是突出保基本兜底线。 七是保障农业农村优先发展。 八是完善生态文明财税支持政策。 九是加快建立现代财税体制。 十是深化国际财经交流合作。
2020 年	2019 年	2018 年
一是精准有效实施积极的财政政策。 二是坚定实施扩大内需战略。 三是推动创新发展和产业升级。 四是加强基本民生保障。 五是完善财政支农政策。 六是坚持资金投入同污染防治攻坚任务相匹配。 七是做好重点领域风险防范化解工作。 八是加快建立现代财税体制。 九是进一步强化财政管理和监督。 十是深化对外财经务实合作。	一是着力支持打赢三大攻坚战，推动如期全面建成小康社会。 二是着力推进创新发展和产业升级。 三是着力贯彻实施乡村振兴战略。 四是着力提升地区间财力均等化水平。 五是着力保障和改善民生。 六是着力推进财税体制改革，加快建立完善现代财政制度。 七是着力强化财政管理监督，切实提高财政资金使用效益。 八是着力深化国际财经合作。	一是继续支持打好三大攻坚战。 二是推动经济转型升级。 三是进一步释放内需潜力。 四是促进区域协调发展。 五是贯彻实施乡村振兴战略。 六是加强保障和改善民生。 七是深化财税体制改革。 八是确保地方财政可持续。 九是持续提升财政管理效能。 十是推进国际财经合作。

资料来源：财政部，中国银河证券研究院

数字经济作为现代化产业建设的首位，或将是未来财政支持新旧动能转换的重要方向。对此，1 月 3 日在央视网对财政部相关负责人专访中，财政部预算司司长王建凡表示：地方政府专项债券将城中村改造、5G 融合设施等纳入专项债券的投向领域，将供热、供气等纳入项目资本金范围，推动了一批交通、水利、能源等利当前、惠长远的重大项目建设。对比之前历次专项债扩容，均对新增投向的相关行业起到了重要的支撑作用，例如 2021 年新增的保障性安居工程、2022 年新增的新基建、新能源项目，均显著提升了相关行业的景气度。我们预计伴随 2024 年专项债扩容如期落地“数字经济”和“城中村”将对新动能和传统地产投资起到较大提振作用。

表 3：2019 年至今历次专项债用途扩容及项目投资收益率

2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2024 年
		交通基础设施		交通基础设施
		能源	交通基础设施	能源
		农林水利	能源	农林水利
交通基础设施	交通基础设施	生态环保	农林水利	生态环保
能源	能源	民生服务	生态环保	民生服务
农林水利	农林水利	城乡冷链物流	民生服务	城乡冷链物流
生态环保	生态环保	市政产业园区	城乡冷链物流	市政产业园区国
民生服务	民生服务		市政产业园区	家重大战略项目
城乡冷链物流	城乡冷链物流		国家重大战略项目	保障性安居工程
市政产业园区	市政产业园区	新增：	保障性安居工程	新型基础设施
		国家重大战略项目		新能源项目
		保障性安居工程	新增：	预计新增：
			新型基础设施	数字经济
			新能源项目	城中村改造

资料来源：财政部，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 历年一般公共预算完成进度	3
图 2: 历年政府性基金完成进度	3
图 3: 各省特殊再融资债券及新增政府债发行规模	4
图 4: 目前各地已披露一季度专项债发行计划 (单位: 亿元)	5
图 5: 一季度已披露债券发行计划共 7197.79 亿元 (单位: 亿元)	5

表格目录

表 1: 目前部分省份披露的政府债券发行额度及与 2023 年对比 (单位: 亿元)	6
表 2: 历年全国财政工作会议强调的重点工作	7
表 3: 2019 年至今历次专项债用途扩容及项目投资收益率	8

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。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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。

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

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn