

# 2024 年财政能发力吗？

YY 团队 2024/1/10

## 摘要：

在经济景气度下行、财政收入增长乏力、城投化债严控新增等背景下，中央经济工作会议提出的财政政策适度加力可能很难在财政支出总量上体现，2024 年的财政政策或许将有心无力。

本文首先回顾了 2023 年的财政收入情况，第一本账增长乏力，第二本账持续下跌，预计 2024 年两本账财政收入相比 23 年略有增长但幅度很小。

其次，本文通过一般财政口径和广义财政口径衡量了 2023 年财政发力情况。一般财政口径（一般公共预算）赤字率近 23 年首次突破 3%，宽财政信号明显。但广义财政口径（一般公共预算+政府性基金）现实广义财政支出强度（广义财政支出/GDP）仅 27.7%，为近十年新低，广义财政赤字率也在 2020 年之后不断下行，财政似乎难以发力。

最后，本文从全口径的视角，对 2024 年进行估计，发现今年财政发力大概率属于有心无力。第一，广义财政赤字规模的空间为 1.2 万亿左右，提高广义赤字率 0.9%至 6.9%；第二，政金债净融资规模预计仍在 2 万亿上下；第三，受化债约束，城投净融资约 2.2 万亿（同比少增 1.8 万亿），其中城投债券净融资将负增长，但若考虑地方产控、金控等泛城投，大概能勉强持平；第四，重启的 PSL 可能成为新发力点，净投放一万亿。综合而言，2024 年全口径财政赤字规模约 13.95 万亿，与 2023 年 13.81 万亿相当，但全口径财政赤字率 11.15%，相比 23 年的 10.92%勉强发力。如果财政政策想要进一步发力，可能需要大超预期的 PSL 或类似 2022 年的政策性开发性金融工具。

**综上，2024 年财政政策空间有限，难以发力，可能与 23 年相近，托而不举。其对利率主要以不定期的脉冲式影响为主，利率趋势将围绕经济基本面和基准利率的下行而下行。**

*风险提示：财政政策超预期*

## 近期研究：

中央经济工作会议解读：加力但适度，债市不悲观-2023/12/14

化债的进展、博弈和影响-2023/12/4

财政的债务工具箱-2023/11/8

一万亿国债增发的经济意义和市场影响-2023/10/26

## 目录

2024 年财政能发力吗? .....	1
摘要: .....	1
目录.....	2
1 2023 年财政收入情况及 2024 年的预期 .....	3
2 2023 年财政发力如何? .....	4
3 2024 年财政政策真的能发力吗? .....	6
4 总结.....	10
瑞霆狗(深圳)信息技术有限公司免责声明.....	11

## 表目录

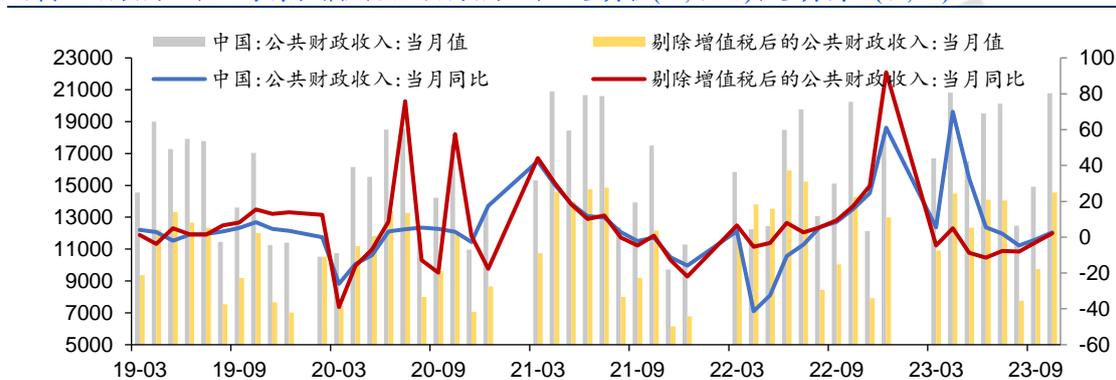
图表 1 公共财政收入与剔除增值税后的公共财政收入当月值(左, 亿元)和当月同比(右, %). .....	3
图表 2 2023 年至 2025 年财政收入(万亿元, 左)及增速(% , 右)预测 .....	4
图表 3 2023 年专项债发行节奏中规中矩.....	4
图表 4 政府债融资 8 月开始发力 .....	4
图表 5 三个财政口径.....	4
图表 6 广义财政支出强度 20 年以来逐年降低.....	5
图表 7 广义财政赤字率同样在 20 年见顶回落.....	5
图表 8 广义财政赤字构成测算(万亿元).....	5
图表 9 政金债金融融资规模.....	7
图表 10 点心债监管漏洞被迅速补上.....	8
图表 11 全国城投新增有息债务及同比增速(右).....	8
图表 12 全国城投债务发行、偿还及净融资情况.....	8
图表 13 PSL 各月新增及余额情况(亿元).....	9
图表 14 全口径下财政赤字力度有限.....	9

2024 年最关注的问题，财政政策是否发力？怎么发力？空间多大？本文对财政政策进行剖析，并做出一些预测。

## 1 2023 年财政收入情况及 2024 年的预期

**2023 年财政收入端明显紧张，第一本账（一般预算收入）剔除留抵退税后增长乏力。**2022 年为了对冲小微企业和制造业受疫情的影响，退税减税约 2.5 万亿元，其中留抵退税约 1.5 万亿元。因此，2022 年公共财政收入出现较大幅度的下降，尤其是 4 月至 8 月。但即使如此，23 年在低基数的情况下，公共财政收入并未出现明显增长，而剔除增值税后的公共财政收入当月同比几乎是负增长。

图表 1 公共财政收入与剔除增值税后的公共财政收入当月值(左, 亿元)和当月同比(右, %)

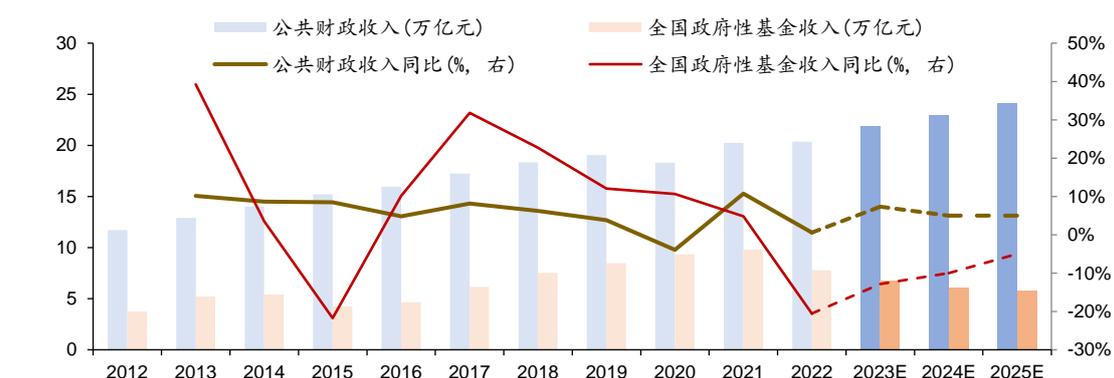


数据来源: Wind, YY 评级

**2023 年第二本账（政府性基金收入）深度下跌。**尽管 2023 年出台了一系列地产支持政策，但居民端的需求改善有限，商品房销售的乏力让房企的现金流难以良性循环，最终传导至土地市场的衰微。同时，23 年对城投拿地的限制也进一步加剧了土地市场的衰退。预计 2023 年的政府性基金收入在 22 年的低基数上进一步下行 10% 以上，且我们预计直到 2025 年政府性基金收入增长都难以回正。

综上，我们预计 2023 年全国一般预算收入与政府性基金收入分别为 21.9 万亿和 6.8 万亿，合计 28.7 亿元；估计 2024 年全两本账的同比增速分别为 5% 和 -10%，则规模分别为 23 万亿元和 6.1 万亿元，合计约 29.1 万亿，相比 23 年略有增长但幅度很小。

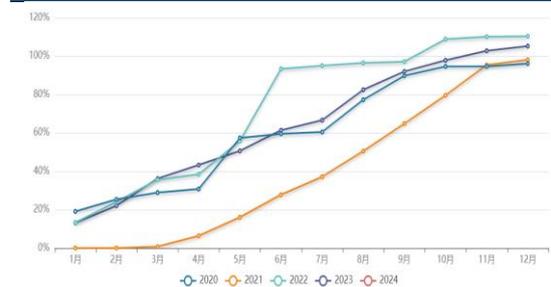
图表 2 2023 年至 2025 年财政收入(万亿元,左)及增速(% ,右)预测



数据来源: Wind, YY 评级

**23 年政府债融资 8 月份开始发力。**从财政发力的节奏来看, 23 年主要集中在下半年发力。2023 年 7 月政治局会议强调“要更好发挥政府投资带动作用, 加快地方政府专项债券发行和使用”。9 月底开启特殊再融资发行, 截至 23 年底合计发行 1.39 万亿。10 月 24 日, 十四届全国人大常委会第六次会议表决通过增发一万亿的决议, 预计赤字率从 3% 上升至 3.8%。

图表 3 2023 年专项债发行节奏中规中矩



数据来源: Wind, YY 评级

图表 4 政府债融资 8 月开始发力



## 2 2023 年财政发力如何?

财政发力情况, 在不同的口径下可能有不同的结论, 所以首先要明确统计口径, 我们定义一下三个口径。

图表 5 三个财政口径

口径名称	口径范围
一般财政口径	一般公共预算
广义财政口径	一般公共预算+政府性基金预算
全口径财政赤字	一般预算赤字+政府性基金赤字+政金债净融资+城投净融资+抵押补充贷款 (PSL)

数据来源: YY 评级

注: ①一般预算赤字=国债净融资+一般债净融资+调入资金及结转结余

②政府性基金赤字=特别国债+专项债+特定机构上缴+政府性基金上年结转-中央政府性基金调入一般公共预算-政府性基金结转结余

**23 年一般财政口径赤字率实现了突破。**第一个一般财政口径，其赤字情况就是我们平时常说的赤字率。23 年 10 月增发的一万亿国债，就是将这一口径的赤字率推高了 0.8%，而打破 3% 赤字率在 00 年之后尚未采用，**从信号意义上来说，23 年的财政发力的意向是显著的。**在《中央经济工作会议解读：加力但适度，债市不悲观》中，我们预计 2024 年的财政组合为“**可能是 3% 的赤字率+一万亿特别国债+4 万亿专项债的组合**”。在这样的预期下，一万亿特别国债虽然计入第二本账，但可以合并起来看，也就是说第一本账的赤字率与 23 年是差不多的。

**广义财政口径看，23 年财政政策表现乏力。**第二个口径广义财政口径，考虑第一本账和第二本账的综合情况，这个口径能更好地反映财政的发力情况。我们以**广义财政支出/GDP**作为衡量指标，记为**广义财政支出强度**。从该指标看，财政政策强度在 2020 年见顶后不断下行，2023 年为近 4 年以来最弱的一年，**广义财政支出强度估计仅为 27.7%，近十年最低值**，至于理由从前文就能看出，即收入端增长乏力。从赤字的角度看，同样在 20 年见顶后，广义赤字率就波动下行。

图表 6 广义财政支出强度 20 年以来逐年降低



图表 7 广义财政赤字率同样在 20 年见顶回落



数据来源：Wind, YY 评级

从广义财政的构成来看，

图表 8 广义财政赤字构成测算(万亿元)

时间	国债净融资	一般债净融资	专项债净融资	调入资金及结转结余	特定国有金融机构和专营机构上缴利润	政府性基金上年结转收入	中央政府性基金调入一般公共预算	地方财政使用结转结余	广义财政赤字
2019	1.75	0.89	2.16	2.22		0.04		1.48	5.56
2020	4.04	0.88	3.49	2.61		0.02	0.30	1.99	8.72
2021	2.33	1.04	3.78	1.17		0.02	0.00	2.08	6.22
2022	2.57	0.62	3.96	2.45	1.81	0.04	0.90	0.60	9.22
2023E	4.12	1.47	4.19	0.40		0.74	0.50	2.84	7.59

数据来源：Wind, YY 评级

注：2023 年数据尚未公布，为估计值

最后一个口径，全口径，覆盖了政府端发力的所有融资渠道，定义全口径财政赤字=一般公共预算赤字+政府性基金赤字+政金债净融资+城投净融资+新增抵押补充贷款(PSL)。这一口径我们放到下一节来看。

### 3 2024 年财政政策真的能发力吗？

我们通过对全口径财政的逐项分析来观察 2024 年的情况。

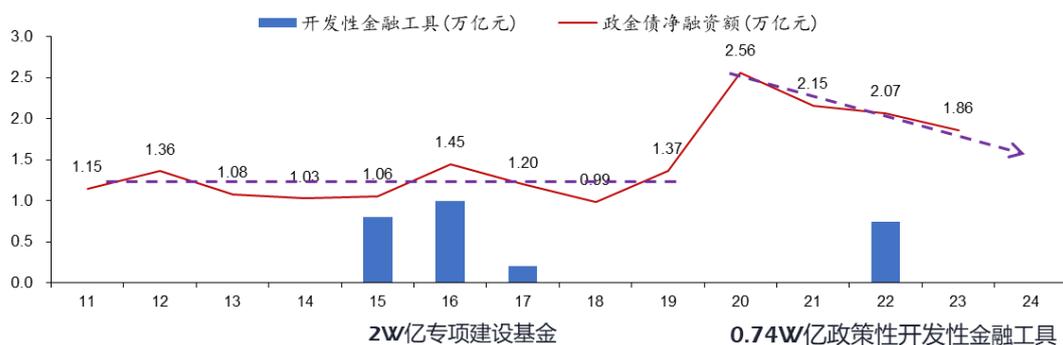
#### (1) 广义财政赤字

**广义财政赤字“适度加力”的空间有限。**前文说到 2023 年广义财政支出强度为 27.7%，考虑到 12 月中央经济工作会议提出的“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，预计 24 年广义财政支出强度将有所抬升。首先，根据前文，预计 24 年相比 23 年两本账的收入增长为 4,000 亿元；其次，23 年的一万亿国债增发有 5,000 亿元结转至 24 年，与 23 年支出 5,000 亿元相抵；第三，再发行一万亿特别国债；第四，专项债额度新增 2,000 亿元。对以上四项进行加总，支出端可以腾挪的空间为 1.6 万亿元，广义财政支出强度可以增加 1.2% 至 28.9%（假设 2024 年名义 GDP 为 134 万亿）；其中赤字规模提高 1.2 万亿，即提高广义赤字率 0.9% 至 6.9%。

#### (2) 政金债净融资

**预计 24 年净融资规模在 2 万亿上下。**政金债净融资有明显的两个阶段，10 年以前，净融资规模一直在 1 万亿以下逐渐增加，11 年至 19 年稳定在 1 至 1.5 万亿之间，而 20 年受疫情影响，政金债金融融资直接飙升至 2.56 万亿，然后逐渐下降，23 年为 1.86 万亿元。考虑到 24 年“适度加力”，线性推测 24 年净融资规模在 2 万亿上下。

图表 9 政金债金融融资规模



数据来源：Wind, YY 评级

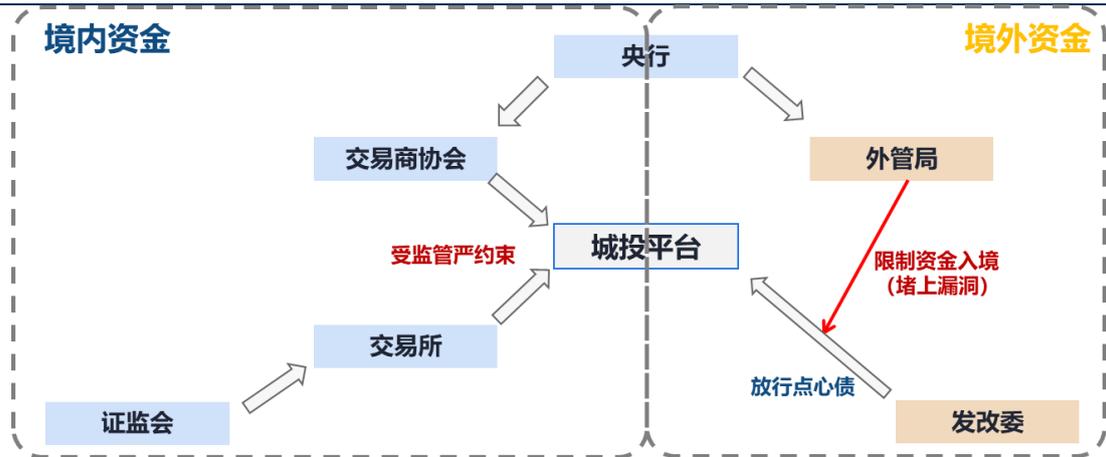
### (3) 城投净融资

预计 2024 年城投债务净融资 2.2 万亿，其中城投债券净融资将负增长，但若考虑地方产控、金控等泛城投，大概能勉强持平。我们在《化债的进展、博弈与影响》中对本轮化债的影响做了详细的分析，其中一大影响即城投新增债务将受到较大约束。相关文件对城投新增融资做了一系列的约束安排：首先，重点 12 省不能新增城投债券，这部分规模有限，23 年这部分规模在一千亿元左右；其次，重点 12 省的贷款、非标融资也将受到限制，22 年贷款、非标再加债券的总新增规模在两千亿左右；第三，非重点省份的新增融资规模不能高于当地贷款增速。

本次化债是否会出现绕过监管新增的情况呢？本次化债的监管强度算是历史之最，因此，城投通过绕过监管进行新增的难度也增加不少，即使有监管漏洞，也会被迅速补上。比如去年四季度发行走俏的城投境外债，尤其是“364 天点心债”<sup>1</sup>，央行通过外汇管理局限制资金入境快速亡羊补牢，同时，据 REDD 援引三位知情人士消息，山东地区城投企业已应国家外汇管理局要求，暂缓发行 364 天期离岸债券。

<sup>1</sup> 发改外资[2015]2044 号文及《企业借用外债备案登记办事指南》明确表述 1 年期及 1 年期以内的外债不适用于 2044 号文，无需在国家发改委办理备案登记。

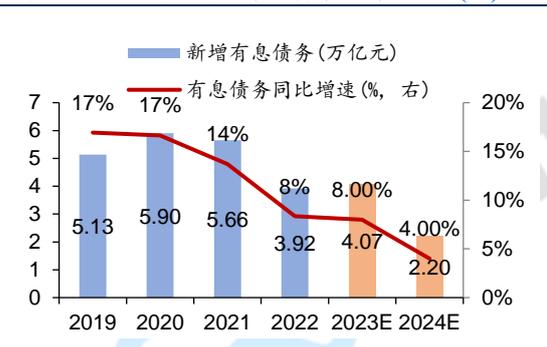
图表 10 点心债监管漏洞被迅速补上



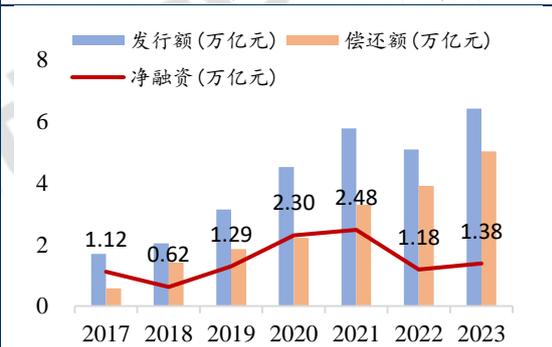
数据来源：YY 评级

综合而言，预计 2024 年新增城投债务同比增速在 4% 左右，规模大约为 2.2 万亿，相比 23 年下降近 2 万亿元左右，主要来源于城投债券可能的负增长（2023 年净融资 1.4 万亿）。

图表 11 全国城投新增有息债务及同比增速(右)



图表 12 全国城投债务发行、偿还及净融资情况



数据来源：Odin, YY 评级

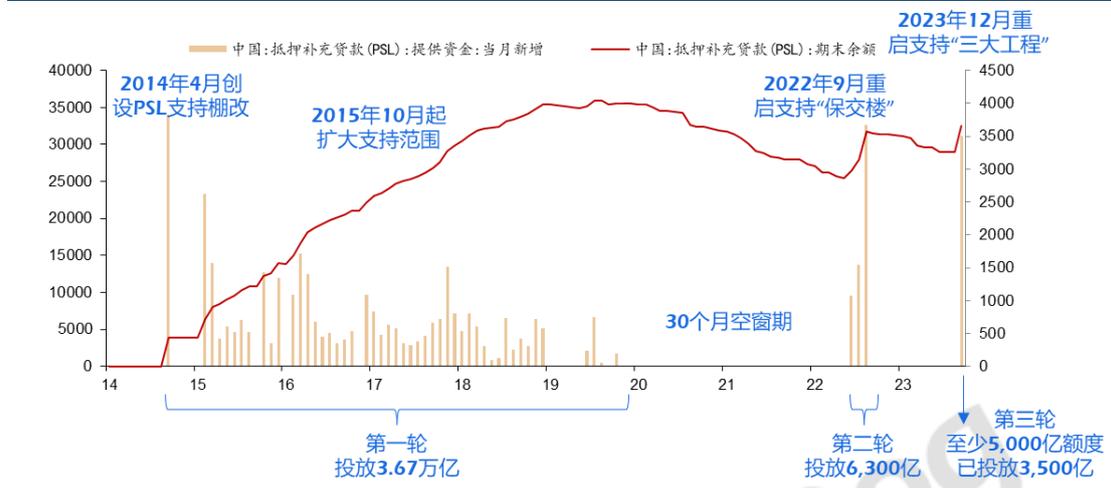
#### (4) 新增抵押补充贷款(PSL)

24 年 1 月 2 日，央行公告称：2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 3500 亿元，期末抵押补充贷款余额为 32,522 亿元。

PSL 于 2014 年 4 月创建，历史上一共有三轮应用，第一轮 2014 年至 2019 年用于支持棚改，合计规模约 3 万亿。第二轮 2022 年用于保交楼，合计规模 6,300 亿元。第三轮即本轮，主要用于支持“三大工程”，目前披露的规模是 5,000 亿元，已投放 3,500 亿元，还有 1,500 亿元未投放。

PSL 可能是 2024 年财政发力最大的灵活项，历史上净投放量最大的是 2016 年的 9,750 亿元，今年“三大工程”的开展需要较大的资金来源，PSL 乐观情况下可能提供超万亿规模的资金，**PSL 将成为 2024 年财政发力的关键点。**

图表 13 PSL 各月新增及余额情况(亿元)



数据来源：Wind，YY 评级

**全口径财政政策有心无力，24 年 PSL 和政策性开发性金融工具可能双发力。**  
 综上，从全口径的角度看，2024 年财政赤字率甚至低于 2023 年，主要原因在于化债对城投债务净融资产生较大约束，而这个缺口在一般预算收入和政府性经济收入增长乏力的背景下，很难被填补上，即使在 PSL 已经达到历史最大值。因此，在 PSL 大额发力的基础上，可能还会有类似 2022 年的政策性开发性金融工具。

图表 14 全口径下财政赤字力度有限

时间	广义财政赤字(万亿)	政金债净融资额(万亿)	城投债务净融资额(万亿)	PSL 年内新增额度(万亿)	GDP: 现价(万亿元)	全口径财政赤字(%，右)	全口径财政赤字规模(万亿)
2019	5.53	1.37	5.13	0.27	98.7	12.47%	12.30
2020	8.72	2.56	5.90	0.02	101.4	16.97%	17.20
2021	5.94	2.15	5.66	0.00	114.9	11.97%	13.75
2022	8.96	2.07	3.92	0.63	120.5	12.93%	15.58
2023E	7.60	1.86	4.00	0.35	126.5	10.92%	13.81
2024E	8.80	2.00	2.20	1.15	134.1	10.55%	14.15

数据来源：Wind，YY 评级

注：黄色区域为预测值

## 4 总结

在经济景气度下行、财政收入增长乏力、城投化债严控新增等背景下，中央经济工作会议提出的财政政策适度加力可能很难在财政支出总量上体现，2024 年的财政政策也许有心无力。

本文首先回顾了 2023 年的财政收入情况，第一本账增长乏力，第二本账持续下跌，预计 2024 年两本账财政收入相比 23 年略有增长但幅度很小。

其次，本文通过一般财政口径和广义财政口径衡量了 2023 年财政发力情况。一般财政口径（一般公共预算）赤字率近 23 年首次突破 3%，宽财政信号明显。但广义财政口径（一般公共预算+政府性基金）现实广义财政支出强度（广义财政支出/GDP）仅 27.7%，为近十年新低，广义财政赤字率也在 2020 年之后不断下行，财政似乎难以发力。

最后，本文从全口径的视角，对 2024 年进行估计，发现今年财政发力大概率属于有心无力。第一，广义财政赤字规模的空间为 1.2 万亿左右，提高广义赤字率 0.9%至 6.9%；第二，政金债净融资规模预计仍在 2 万亿上下；第三，受化债约束，城投净融资约 2.2 万亿（同比少增 1.8 万亿），其中城投债券净融资将负增长，但若考虑地方产控、金控等泛城投，大概能勉强持平；第四，重启的 PSL 可能成为新发力点，净投放一万亿。综合而言，2024 年全口径财政赤字规模约 13.95 万亿，与 2023 年 13.81 万亿相当，但全口径财政赤字率 11.15%，相比 23 年的 10.92%勉强发力。如果财政政策想要进一步发力，可能需要大超预期的 PSL 或类似 2022 年的政策性开发性金融工具。

**综上，2024 年财政政策空间有限，难以发力，可能与 23 年相近，托而不举。其对利率主要以不定期的脉冲式影响为主，利率趋势将围绕经济基本面和基准利率的下行而下行。**

## 瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司免责声明

本报告由瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司撰写，报告中所提供的信息仅供参考。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，并尽可能保证可靠、准确和完整，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司无关。

本报告版权仅为瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司所有，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。如引用发布，需注明出处为瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。