

宏观点评 20240310

“紧日子”怎么过？地方财政看“门道”

2024年03月10日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ “各级政府过‘紧日子’是长久之计”是财政部部长蓝佛安的最新发言。目前看来，地方政府的“钱袋子”确实比较紧——不仅地方政府本级财政收支的增速已不及疫情前水平，而且地方财政支出增速屡屡大于收入增速。为何比较“紧”？其实是因为地方政府在化债的同时，还面临着土地财政不可持续的问题。除此之外，2024年地方政府还需要加大“稳经济”的力度、加大科技和安全方面的支出。不过，前有资产处置力度的加大、后有超长期特别国债的发行，在一定程度上都起到了为地方财力“保驾护航”的作用。中央逐步加大对地方的支持力度是近年来的趋势，这将在一定程度上有效缓解地方财政压力。

■ 地方政府的“钱袋子”为何变紧了？一是房地产市场景气度尚未完全恢复，导致具有“土地依赖症”的地方政府并未完成政府性基金收入目标。根据2023年决算案来看，地方政府的政府性基金收入整体仅完成预算的89.6%。

二是土地财政见底产生的“连锁反应”，决定了调入资金的“底气”有多大。通常每一年地方财力的表现，会在一定程度上决定下一年地方财政调入资金的“底气”有多足。由于2022年充当地方财力“主力军”的政府性基金收入远不及预算案预期，导致2023年可调入地方财政的资金规模受限，其中一般公共预算、国有资本经营预算中调入资金及使用结转结余规模均低于预算案预期。

■ 中央转移支付、以及资产处置力度的加大，保障了2023年地方的基本财力。地方财政吃紧的同时，其对应的事权却并未减少，地方政府承担着加杠杆“主角”的任务。因此，财政状况相对宽裕的中央政府不断为地方财力“充电”，2023年中央对地方转移支付的总规模也大于预算案。

除此之外，地方政府自身也在“东寻西觅”扩张财政收入的方法。2023年地方政府就通过“加大资产处置力度，一次性产权转让收入增加”的方法，有力推高其国有资本经营收入规模，也使国有资本收入决算与预算规模之差创了历史新高。与此同时，地方政府国有资本预算调入一般公共预算的规模也在明显走高，以此支持公共财政往更多领域“加力提效”。不过即便有来自处置资产的“助攻”，总量口径下的地方公共财政收入还是并未达到预算案中所给规模。

■ 一次性收入“昙花一现”后，2024年地方财力靠什么？2023年地方政府的资产处置是一次性收入来源，而后续地方财政发力的“动力源”主要来自于超长期特别国债——虽然超长期特别国债主要纳入中央政府性基金预算收入，但鉴于2024年政府性基金预算内中央向地方转移支付的规模直接提升了一个量级（与2020年抗疫特别国债的情况相似），我们认为1万亿元的超长期特别国债大部分资金将由地方使用。

■ 与此同时，超长期特别国债也为地方公共财政收入“发电”。超长期特别国债除了能为地方政府性基金收入“保驾护航”，或许也能在一定程度上为地方一般公共预算收入“添砖加瓦”。2024年地方公共财政收入中调入资金达12708亿元，明显超过2023年实际执行规模，背后可能也是来源于超长期特别国债的“助攻”。参考2020年，抗疫特别国债的发行也冲高了地方政府一般公共预算的调入资金规模。不过与2020年不同的是，目前地方政府性基金收支的缺口更大，因此特别国债资金需要更多地“分流”至政府性基金，导致调入一般公共预算的资金规模略小一些。

■ 地方公共财政支出可能会往高科技和安全相关领域“进攻”。由于财政预算案中仅给出全国以及中央层级的公共财政支出细项数据，我们尝试着根据这些数据，去大致推算地方层级的公共财政支出在不同领域的资金规模。结果显示，地方财政支出“科技”和“安全”的含量更高了一——科技方面，不仅科学技术支出力度加强，与科技发展“一脉相承”的教育支出（人才要素）也在提高；安全方面，地方防灾、应急管理支出

相关研究

《2月通胀：春节效应助力CPI率先回正》

2024-03-09

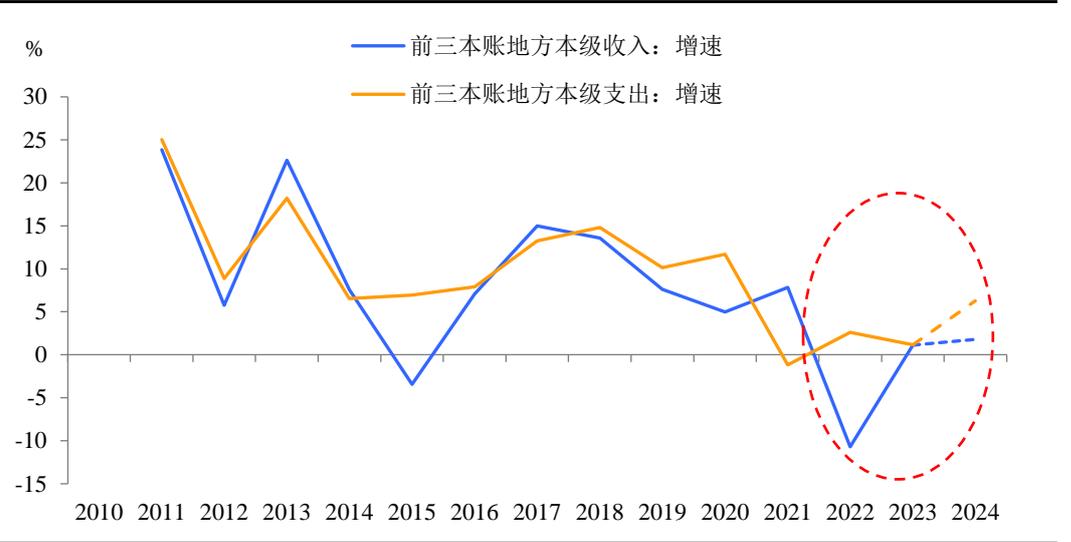
《2月非农的降息叙事》

2024-03-08

的占比变得更高了。除了科技与安全，地方政府还兼顾着“稳经济”的任务，譬如基建中的农林水支出和城乡社区支出都保持较高力度，以及用于社会保障和就业支出的资金规模也有了明显提高。

■ **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 地方政府过“紧日子”的趋势愈发明显



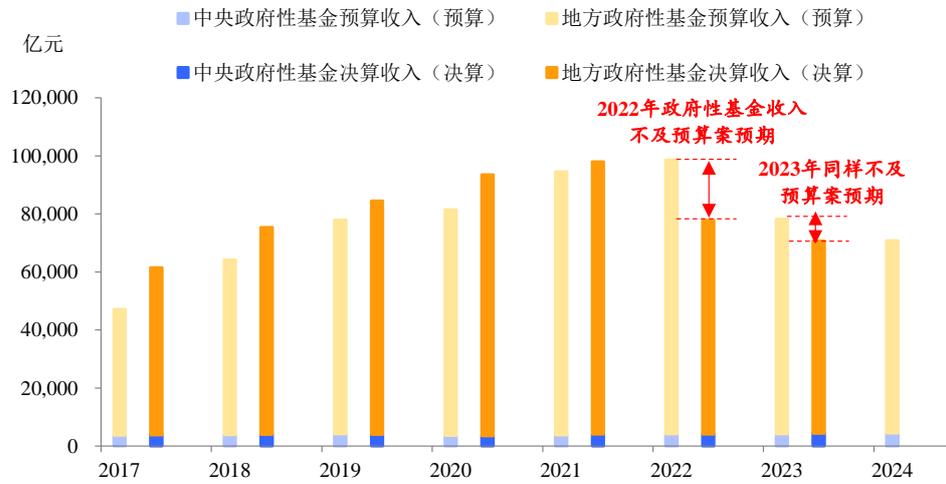
注: 前三本账指的是一般公共预算、政府性基金预算及国有资本经营预算。
数据来源: 每年财政预算与决算报告, 东吴证券研究所

图2：地方财政收支一览表

【单位：亿元】		2022年预算案	2022年决算案	2023年预算案	2023年决算案	决算与预算差额	2024年预算案	vs2023年决算案
第一本账：一般公共预算								
收入端								
1	地方本级	115260	108818.5	117135	117218.55	83.55	121525	4306.45
2	中央向地方转移	97975	97144.75	100625	102945.19	2320.19	102037	-908.19
3	中央对地方税收返还	0	0	0	0	0	0	0
4	地方财政调入资金及使用结转结余	10620	11876	11780	8990.68	-2789.32	12708	3717.32
5	-1+2+3+4	223855	217839.25	229540	229154.42	-385.58	236270	7115.58
支出端								
6	地方本级	231055	225039.25	236740	236354.42	-385.58	243470	7115.58
7	向社会保险基金预算、政府性基金预算、预算稳定调节基金调入	0	0	0	0	0	0	0
8	-6+7	231055	225039.25	236740	236354.42	-385.58	243470	7115.58
9	-6-1	115795	116220.75	119605	119135.87	-469.13	121945	2809.13
10	-8-5	7200	7200	7200	7200	0	7200	0
第二本账：政府性基金预算								
收入端								
11	地方本级	94420	73755.35	74021	66287.31	-7733.69	66327.53	40.22
12	中央向地方转移	887.91	786.69	896.6	893.19	-3.41	6153.48	5260.29
13	地方财政调入资金及使用结转结余	0	0	0	0	0	0	0
14	地方专项债	36500	36500	38000	38000	0	39000	1000
15	-11+12+13+14	131807.91	111042.04	112917.6	105180.5	-7737.1	111481.01	6300.51
支出端								
16	地方支出（总量口径）【官方仅公布总量口径】	131807.91	105039.49	112917.6	96487.36	-16430.24	111481.01	14993.65
17	-16-15	0	-6002.55	0	-8693.14	-8693.14	0	0
第三本账：国有资本经营预算								
收入端								
18	地方本级	2860	3345.29	2948	4480.02	1532.02	3532.74	-947.28
19	中央向地方转移	32.83	48.98	44.55	44.55	0	39.16	-5.39
20	从结转结余资金调入	308.86	133.02	186.49	0	-186.49	0	0
21	-18+19+20	3201.69	3527.29	3179.04	4524.57	1345.53	3571.9	-952.67
支出端								
22	地方本级	1829.57	1734.3	1764.04	1894.61	130.57	1571.9	-322.71
23	补充一般公共预算	1372.12	1606.5	1415	2629.96	1214.96	2000	-629.96
24	结转下年使用	0	186.49	0	0	0	0	0
25	-22+23+24	3201.69	3527.29	3179.04	4524.57	1345.53	3571.9	-952.67
26	-22-18	-1030.43	-1610.99	-1183.96	-2585.41	-1401.45	-1960.84	624.57
27	-25-21	0	0	0	0	0	0	0
第四本账：社会保险基金预算								
收入端								
28	地方本级	99847.1	101146.78	108848.81	111124.31	2275.5	116997	5872.69
29	中央安排部分地方弥补企业职工基本养老保险基金缺口专项资金	2175.88	2440.44	0	2716.32	2716.32	0	-2716.32
30	中央补助下级收入	0	82	0	0	0	0	0
支出端								
31	地方本级	91915.48	91089.59	97497.19	98892.38	1395.19	106336.33	7443.95
32	中央调剂资金支出	2175.03	2439.59	0	0	0	0	0

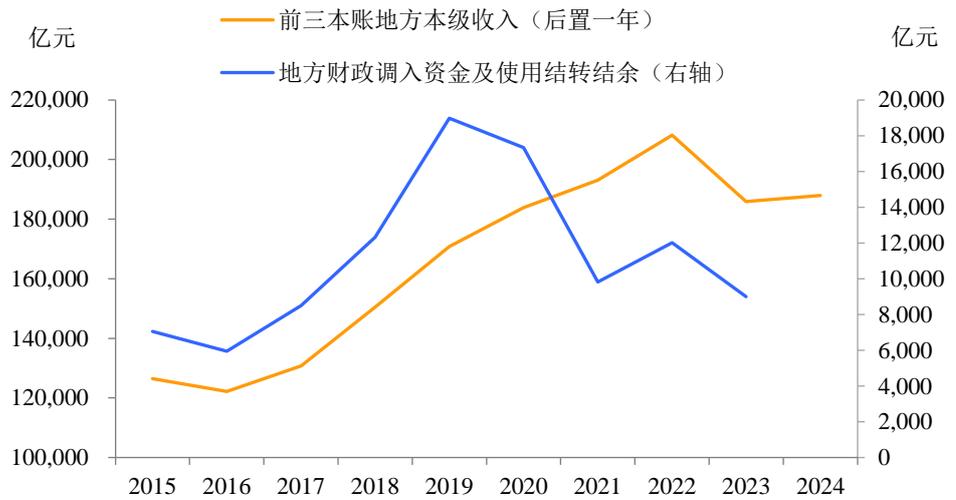
数据来源：每年财政预算与决算报告，东吴证券研究所

图3：2023年政府性基金收入再次不及预期



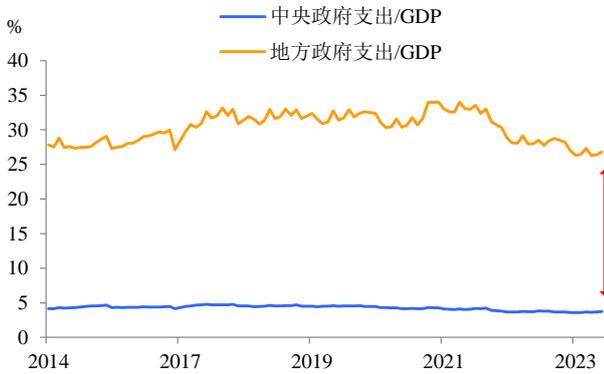
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：通常每一年地方财力的表现，会决定下一年调入资金的“底气”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 地方政府加杠杆力度超过中央



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 近年来中央对地方转移支付的规模不断加大



注: 2024 年为预算案数据。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2023 年国有资本经营预算收入决算与预算规模之差创了历史新高



数据来源: Wind, 每年财政预算与决算报告, 东吴证券研究所

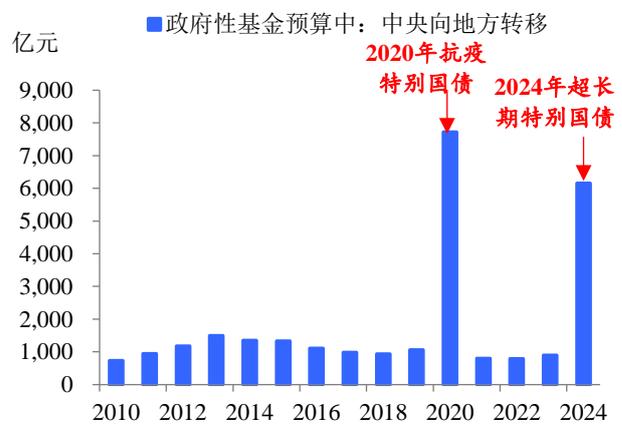
图8：2023年地方政府国有资本预算调入一般公共预算的规模明显上升



注：2024年为预算案数据。

数据来源：每年财政预算与决算报告，东吴证券研究所

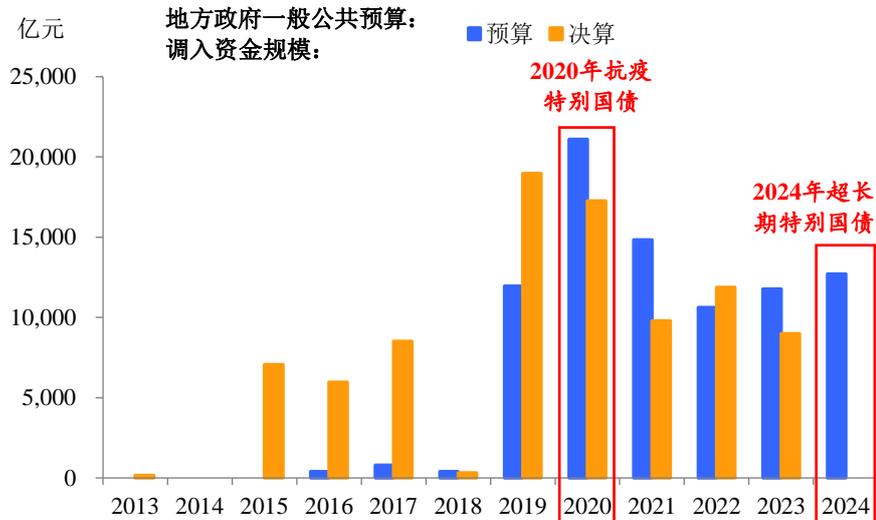
图9：2024年政府性基金预算内中央向地方转移支付的规模直接提升了一个量级



注：2024年为预算案数据。

数据来源：每年财政预算与决算报告，东吴证券研究所

图10：2024年地方公共财政收入调入资金规模上升或有超长期特别国债的影响

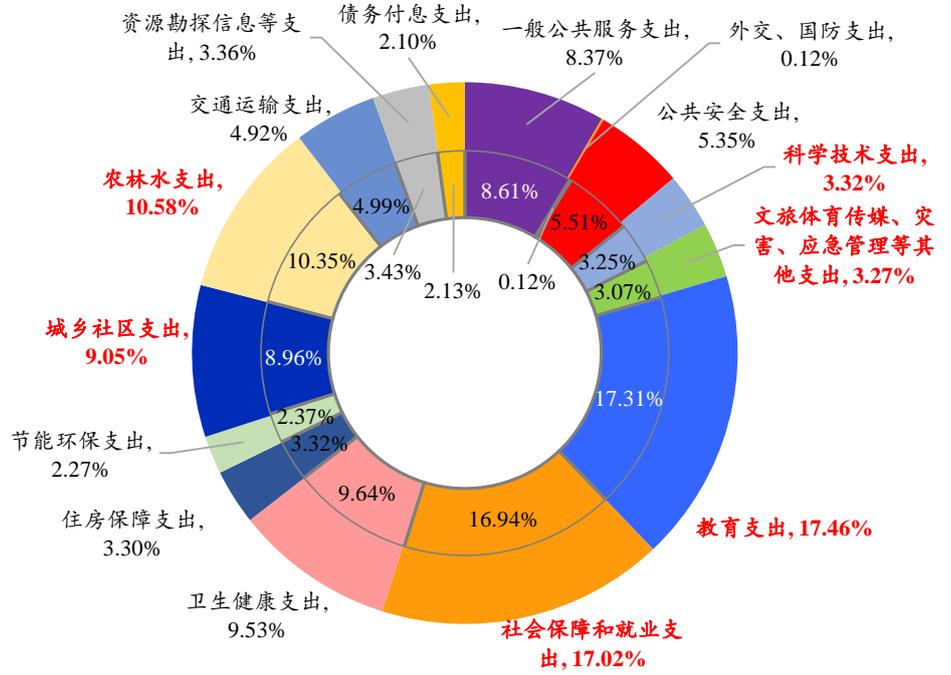


注：调入资金来源于政府性基金、国有资本经营、结转结余、预算稳定调节基金。

数据来源：每年财政预算与决算报告，东吴证券研究所

图11: 2023年 vs 2024年: 地方公共财政支出方向有何变化?

地方公共财政支出各细项占比: 外环(2024年), 内环(2023年)



注: 图中字体红色且加粗表示 2024 年支出占比较 2023 年有所提高的领域。

数据来源: 财政预算与决算报告, 东吴证券研究所

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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不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>