

2024年财政系列展望总结梳理

核心观点：

伴随今年财政预算草案的发布，2024年财政政策的基调和方向基本“尘埃落定”。银河宏观团队自去年年底便开始密切关注财政政策的变化，实际上从2023年到2024年，财政政策逻辑的确发生了显著调整，从“一揽子化债”到“新增万亿国债”再到“超长期特别国债”，新一轮积极财政政策如期而至，财政逆周期调节和结构性调整的工具和方向均发生了系统性变化。为此，我们对财政政策展望的系列报告进行再次梳理和总结，回答几个关键问题。对于之前对财政关注不多的投资者，相信通过该篇报告可以对2024年财政政策变化有一个全面了解。

一、如何理解新一轮“积极财政”的政策内涵？ 财政作为宏观调控和国家治理的支柱，在不同时期有不同使命任务。读懂财政政策，首先要准确把握政策内涵。我们在《2024年财政政策展望：积极财政的新内涵》一文中回顾了過去三轮积极财政政策背后的逻辑演变，特别是2023年逆周期回归的现实原因。在此基础上，我们提出：鉴于当前宏观经济形势发生了重要转变，2024年或将是新一轮积极财政“元年”，新内涵将兼顾“防风险”与“稳增长”，执行上具备“相机抉择”的动态选择。与之对应的政策工具便是“化债一揽子政策”及超长期特别国债。

二、2024年地方化债可能以何种方式推进？ 我国先后进行过三轮化债，但为何隐形债务问题总是“野火烧不尽”？对此，我们在《从国际经验看化解中国地方债务的出路》一文中详细分析了债务风险的形成机制：由于地方政府基于“土地财政”有了不受预算约束的自主融资能力，使得过去我国面临类似于欧洲“货币统一、财权独立”的矛盾困境。但有别于欧元区无法统一财政的先天缺陷，中国可以通过加强中央统筹的财政体制来逐步控制和化解地方政府债务风险。其次，我们在《2024年地方化债何去何从？》一文中又对2024年地方化债的背景进行了分析：过去高风险地区的转移支付、债务、投资增长显著高于其人口流入、GDP占比，是一种不可持续的基建和公共服务过剩，未来“钱随人走”将是财政政策调整的重要方向。

三、如何看待超长期特别国债？ 如果说财政政策有“热搜榜”，超长期特别国债无疑是2024年的头条。为何要发行特别国债，怎么发，对经济和市场又会有那些影响？为回答上述问题，我们在春节前发布的《如何看待超长期特别国债？》一文中对超长期政府债的历史和存量结构进行了详细分析，同时对于发行超长期特别国债的政策意图、审批节点、发行方式、流动性影响进行了预测和推演。

四、如何理解今年3%赤字率目标，以及财政政策有何转变？ 去年10月份新增万亿国债之后，预算赤字率达到3.8%，为此市场对于今年赤字率的普遍预期在3.5%左右，而政府工作报告中3%的赤字率目标是否表达了财政政策的相对克制？我们在《如何理解3%赤字率目标？》一文中分析：3%的目标赤字率更多体现的是对于政府行政开支的财政约束，而非政策力度的紧缩，2024年“适度加力”的财政力度并未弱于去年。虽然财政政策力度未有减弱，但从今年财政预算草案中可以看出政策支持方向及方式均有所转变。我们在《预算草案的五大焦点》一文中，列举了几处关键变化：一是财政首要支持政策转向经济转型和科技创新；二是“大国大城”战略下财政和基建转向人口流入的发达经济带；三是广义财政显著扩张，但主体转向中央负债；四是土地收入目标背后隐含了中央对于地产的预期趋于平稳；五是国有资本经营预算反映地方“盘活存量”压力大幅缓解。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

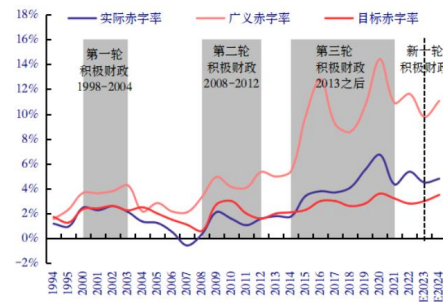
✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理

聂天奇

过去历次积极财政政策周期



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 财政政策不及预期的风险
3. 经济超预期下行的风险
4. 政府债券违约超预期的风险

目 录

一、 如何理解新一轮“积极财政”的政策内涵？	3
二、 如何看待超长期特别国债？	3
三、 2024 年地方化债将以何种方式推进？	4
四、 3%赤字率是财政政策的克制表现吗？	5
五、 今年财政重点支持方向有哪些转变？	5

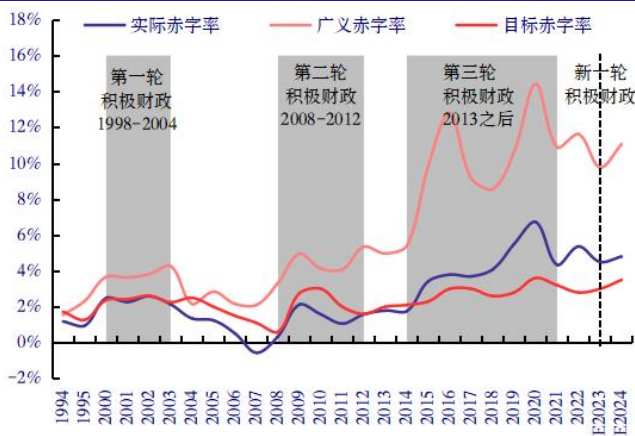
伴随今年财政预算草案的发布，2024年财政政策的基调和方向基本“尘埃落定”。银河宏观团队自去年年底便开始密切关注财政政策的变化，实际上从2023年到2024年，财政政策逻辑的确发生了显著调整，从“一揽子化债”到“新增万亿国债”再到“超长期特别国债”，新一轮积极财政政策如期而至，财政逆周期调节和结构性调整的工具和方向均发生了系统性变化。为此，我们对财政政策展望的系列报告进行再次梳理和总结，回答几个关键问题。对于之前对财政关注不多的投资者，相信通过该篇报告可以对2024年财政政策变化有一个全面了解。

一、如何理解新一轮“积极财政”的政策内涵？

财政作为宏观调控和国家治理的支柱，在不同时期有不同使命任务。读懂财政政策，首先要准确把握政策内涵，继而才能对未来政策走向预测和判断。我们在去年底发布的《2024年财政政策展望：积极财政的新内涵》一文中回顾了过去三轮积极财政（分别始于1998年、2008年、2013年）策背后的逻辑演变，特别是2023年逆周期回归的现实原因。在此基础上，我们提出：鉴于当前宏观经济形势发生了根本转变，2024年或将是新一轮积极财政“元年”，新内涵将兼顾“防风险”与“稳增长”，执行上具备“相机抉择”的动态选择。

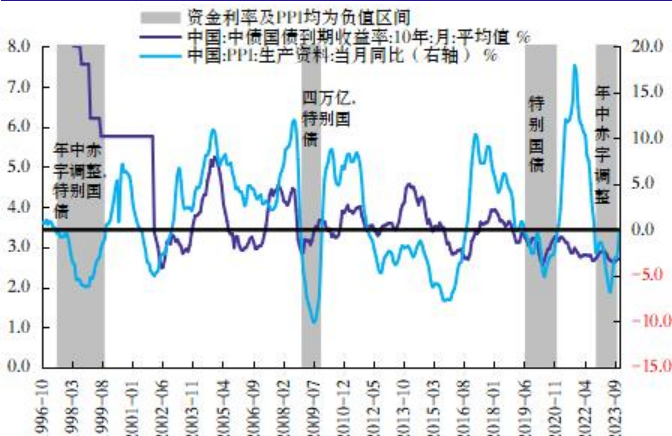
目前来看，政策走向与我们预期推演基本一致。2024年提出的“未来连续几年发行的特别国债”显著体现了财政政策“稳增长”诉求，实际上我们认为，当前的资金价格水平和物价水平既显示了财政具备较大的扩张空间，也是未来观测有效需求恢复和财政政策发力的重要指标。根据有效需求的恢复情况，特别国债使得财政政策可以“相机抉择”地多发或少发一些。其次，今年财政扩张与往年的显著区别是，负债主体由过去连年扩张的地方专项债转向中央特别国债，账目上二者虽然均计入政府性基金预算且不纳入赤字率计算，但由中央为主体发行后转移给地方使用的扩张方式显然将具有更低的融资成本，也可以更好防范地方债务风险卷土重来。稳增长基础之上兼顾了“防风险”诉求。

图1：过去三轮积极财政和新一轮政策周期“元年”



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图2：历次财政扩张与资金、物价水平变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

二、如何看待超长期特别国债？

如果说财政政策有“热搜榜”，超长期特别国债无疑是2024年的头条。为何要发行特别国债，怎么发，对经济和市场又会有那些影响？为回答上述问题，我们在春节前发布的《如何看待超长期特别国债？》一文中对超长期政府债的历史和存量结构进行了详细分析，同时对于发行超长期特别国债的政策意图、审批节点、发行方式、流动性影响进行了预测和推演。

首先，我国自2016年以来，为了健全合理的超长期国债收益率曲线，开始增发30年期国债，但自2019年开始超长期国债与专项债新增规模“此消彼长”。目前存量政府债中，10年以上专项债占比

显著高于国债。而发行超长期特别国债既能有效弥补有效需求的不足，也有助于合理优化政府债结构。

其次，我们认为在政策意图上：发行超长期特别国债有替代专项债、中央加杠杆的长期趋势。从今年一季度各省政府债券发行计划即实际发行情况来看，专项债规模较去年有所降低，其中不乏大多数地方申报项目难以满足专项债的预期收益要求。而超长期国债在项目审批和发行使用上更加灵活，更加注重长期综合社会回报率。相较于普通国债，超长期债券能够缓解中短期的偿债压力，以时间换空解决经济发展和地方债务的不平衡。审批时间节点方面：我们之前推测的两个节点是3月的两会和4月份的全国人大常委会，目前来看符合预期。未来发行方式方面：由于本次特别国债用于项目建设，而不同于前两次的财政注资行为，我们认为大概率采取公开市场发行方式。

最后，对于流动性影响的测算：仅从政府债规模的角度来看，如果24年新增特别国债在1.2万亿以下，财政债务融资对资金造成的压力不会大于去年。目前来看，发行量在预期之内。但这里需要小幅修正的预期是：由于今年一季度政府债发行节奏低于预期，今年二、三季度可能是地方债及国债集中发行其，届时存在短期供给冲击的可能。

表 1：我国三次特别国债发行的对比总结

	1998 年： 补充四大行资本金	2007 年： 购汇注资成立中投公司	2020 年： 发行抗疫特别国债
发行背景	1998 年发行的 2700 亿特别国债主要用于对四大行补充资本金，以满足《巴塞尔协议》及《商业银行法》对银行资本充足率不低于 8% 的要求、防范金融风险。	中国加入 WTO 后，出口增长迅速，人民币迅速增加，出现流动性过剩、通货膨胀严重等问题。为回收流动性、有效经营管理外汇储备，2007 年我国发行 1.55 万亿元特别国债注资成立中投公司	2020 年为对冲疫情影响，4 月 17 日召开的中共中央政治局会议指出将发行抗疫特别国债。5 月 22 日，两会政府工作报告提出，发行 1 万亿元抗疫特别国债。
发行方式	全部定向发行	定向发行+公开发行	全部公开发行
发行期限及规模	30 年期：2700 亿	10 年期：6963.78 亿元，占 45% 15 年期：8538.5 亿元，占 55%	10 年期：10000 亿元
最终持有者	中国人民银行	中国人民银行（定向部分）+ 金融机构、企业和居民（公开发行部分）	金融机构、企业和居民

资料来源：国务院、财政部，中国银河证券研究院

三、2024 年地方化债将以何种方式推进？

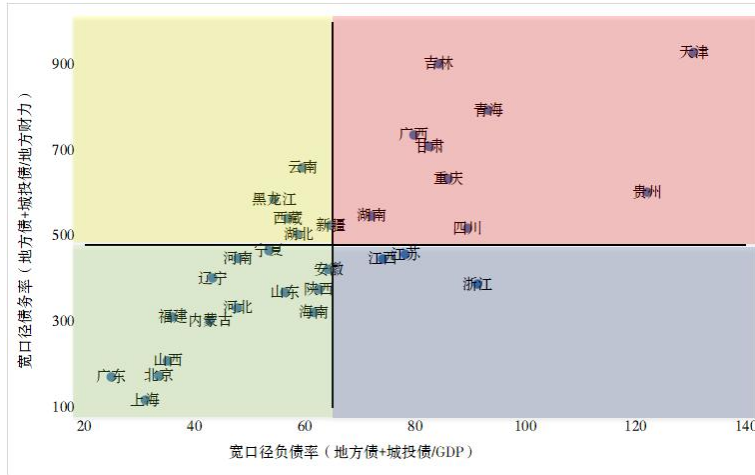
自从 2015 年《预算法》修订以来，“开前门、堵后门”化解地方隐性债务风险几乎每年都是财政的重点工作之一，我国过去也先后进行过三轮化债，但为何隐性债务风险问题总是“野火烧不尽、春风吹又生”？对此，我们在《从国际经验看化解中国地方债务的出路》一文中详细分析了债务风险的形成机制：由于地方政府基于“土地财政”有了不受预算约束的自主融资能力，使得过去我国面临类似于欧洲“货币统一、财权独立”的矛盾困境。但有别于欧元区无法统一财政的先天缺陷，中国可以通过加强中央统筹的财政体制来逐步控制和化解地方政府债务风险。

去年以来，债务化解和财政体制改革也基本如上文所述的方式推进。至于下一步地方化债走向如何，以及需要多久能够完成风险处置？我们在《2024 年地方化债何去何从？》一文中进一步分析了重点区域化债的根本逻辑：过去高风险地区的转移支付、债务、投资增长显著高于其人口流入、GDP 占比，是一种不可持续的基建和公共服务过剩，未来“钱随人走”将是财政政策调整的重要方向。实际上我们在今年财政预算草案中已经看到了相关表述，印证了我们对财政政策调整方向的判断。

其次，对于未来地方化债的规模和所需时间问题：我们对全国 31 个省份进行全景扫描，认为 12 个

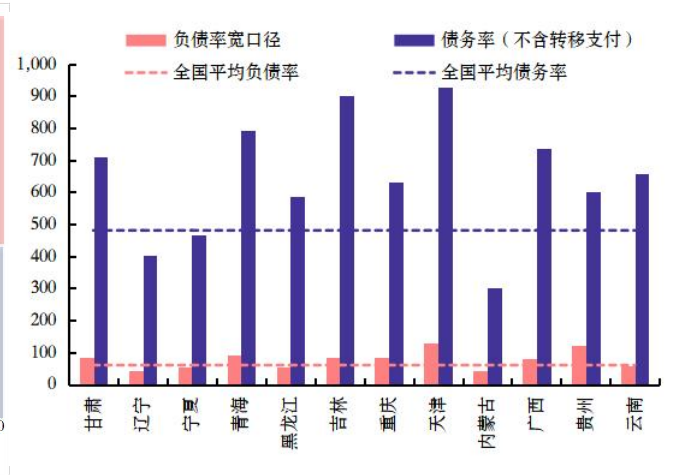
重债省份债务降低至中低风险水平,大致需要缩减 3.2-3.6 万亿债务规模,参考往年化债进度有望在 2025 年底前实现重点区域的风险处置。

图 3: 重点化债区域及全国平均负债率、债务率水平 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图 4: 重点区域负债率及债务率水平 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

四、3%赤字率是财政政策的克制表现吗？

去年 10 月份新增万亿国债之后,预算赤字率达到 3.8%,为此市场对于今年赤字率的普遍预期在 3.5% 左右,而政府工作报告中 3% 的赤字率目标是否表达了财政政策的相对克制?我们在《如何理解 3% 赤字率目标?》一文中分析:3% 的目标赤字率更多体现的是对于政府行政开支的财政约束,而非政策力度的紧缩。实际上,在考虑到物价水平因素 2024 年实际赤字率可能略高于 3%,按照今年财政拟安排的 4.06 万亿赤字总规模以及 3% 的赤字率目标可以推算出 2024 年的名义 GDP 增速和 GDP 平减指数分别为 7.4% 和 2.4%。这一物价涨幅显著高于我们的测算和预期(全年 0.5%),因此意味着在 2024 物价水平没有大幅超预期增长的基础上,实际的狭义赤字率水平将高于 3%。

其次,2024 年的考虑调入资金的一本账实际赤字率与去年基本保持一致,二本账赤字率高于去年,政府性基金支出的增速规模更将大幅高于去年。“适度加力”的财政力度并未弱于去年。

图 5: 历年调入资金规模及占财政收入比重



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图 6: 实际赤字率及广义赤字率水平



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

五、今年财政重点支持方向有哪些转变？

每年财政预算草案内容详实,涵盖财政工作的方方面面,也指明当年财政政策的重点支持方向。详

读今年及往年预算草案，可以看出作为新一轮“积极财政”之下，政策的方向还是有几点显著变化的。尤其是对于经济转型和科技创新的支持，我们在《预算草案的五大焦点》一文中，重点提示了今年财政预算草案与往年相比的几处关键变化：

一是财政首要支持政策转向经济转型和科技创新。今年预算草案中的主要收支政策中，前两项均和科创相关，第一是支持加快现代化产业体系建设，第二是支持深入实施科教兴国战略。去年的首要目标“扩大内需”已经移居第三。相应的预算安排和政策方面：今年中央科技支出和教育支出增速大幅提升、特别国债的首要投向是科技创新、结合国有资本经营预算改革更好发挥国有资本和国有企业在科技创新中引领作用。

二是“大国大城”战略下财政和基建转向人口流入的发达经济带。本次预算草案在提及“推动城镇化建设”时，提出城市基础设施的建设将更多倾向吸纳农村人口较多的城市，并推动健全常住地提供基本公共服务制度。这与我们之前所述地方化债的逻辑一致，或将深刻影响未来的政府投融资方向。

三是广义财政显著扩张，但主体转向中央负债。2024年政府性基金支出大幅提升18.6%（去年为-8.4%），背后主要是特别国债和中央政府性基金的增收。

四是土地收入目标背后隐含了中央对于地产的预期趋于平稳。2024年预算草案中，地方政府性基金收入目标为6.6万亿，较去年增长0.1%。我们认为这一增速目标较为客观，也从侧面反映了中央对于2024年房地产一级市场的预期和政策导向以稳为主。

五是国有资本经营预算反映地方“盘活存量”压力大幅缓解。去年我国“三本账”收入6743亿元，预算完成度为125.9%，增长18.4%，背后主要是地方加大资产处置力度，一次性产权转让收入增加。而2024年收入预算仅5925.14亿元，下降12.1%。“一升一降”背后反映了疫后财政逐步走向正常化，地方国资通过存量盘活应急的压力大幅缓解。

图7：2021年-2024年主要财政指标及政策表述

	2021年	2022年	2023年	2024年
总基调	积极的财政政策要提质增效、更可持续	积极财政政策提升效能，更加注重精准、可持续	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要适度加力、提质增效。
财政赤字	3.46万亿	3.5万亿+2万亿国企利润和稳定基金	3.88+1万亿	4.06万亿
赤字率	3.2%左右	2.8%左右	3%+0.8%	3%
专项债	3.65万亿	3.65万亿	3.8万亿	3.9万亿+1万亿特别国债
主要收支政策：	1. 推动创新发展和产业升级；2. 支持实施扩大内需战略；3. 支持推进区域协调发展和新型城镇化；4. 支持全面实施乡村振兴战略；5. 支持加强污染防治和生态建设；6. 加强基本民生保障；7. 支持国防、外交和政法工作。	1. 加强对市场主体支持，着力稳企业保就业；2. 大力推进科技创新，提升产业发展水平；3. 充分挖掘内需潜力，推进区域协调发展和新型城镇化；4. 推动农业高质量发展，全面推进乡村振兴；5. 持续改善生态环境，推动绿色低碳发展；6. 突出保基本兜底线，切实保障和改善民生；7. 强化资金和政策保障，支持国防、外交、政法等领域工作	1. 发挥财政稳投资促消费作用，着力扩大国内需求；2. 推进高水平科技自立自强，支持现代化产业体系建设；3. 进一步优化政策实施方式，持续增强各类企业活力；4. 加强乡村振兴投入保障，着力推进城乡融合和区域协调发展；5. 完善绿色低碳财税支持政策，协同推进降碳、减污、扩绿、增长；6. 强化基本公共服务，扎实做好民生保障；7. 统筹发展和安全，支持国防、外交、政法等工作	1. 支持加快现代化产业体系建设；2. 支持深入实施科教兴国战略；3. 支持扩大国内需求；4. 支持保障和改善民生；5. 支持推进乡村全面振兴；6. 支持城乡融合、区域协调发展；7. 支持加强生态文明建设；8. 支持国防、外交和政法工作
减税降费	继续执行制度性减税政策，实施新的结构性减税举措，对冲部分政策调整带来的影响。对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到100万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税	实施新的组合式税费支持政策。坚持阶段性措施和制度性安排相结合，减税与退税并举。对小微企业年应纳税所得额100万元至300万元部分，再减半征收企业所得税。计全年退税减税约2.5万亿元，其中留抵退税约1.5万亿元，退税资金全部直达企业。	完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税免税等措施，该延续的延续，该优化的优化	落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。全年新增税费优惠超过22亿元。

资料来源：财政部、中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 过去三轮积极财政和新一轮政策周期“元年”	3
图 2: 历次财政扩张与资金、物价水平变化	3
图 3: 重点化债区域及全国平均负债率、债务率水平 (%)	5
图 4: 重点区域债务降至全国平均水平或许缩减的债务规模 (亿元)	5
图 5: 历年调入资金规模及占财政收入比重	5
图 6: 实际赤字率及广义赤字率水平	5
图 7: 2021 年-2024 年主要财政指标及政策表述	6

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。

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

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

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