



2024 年 2 月 23 日
2024 年财政收支猜想

核心观点：

中性假设下，2024 年广义财政赤字将在 9-10 万亿。假设 2024 年名义 GDP 超过 133 万亿，赤字率定在 3%，那么一般公共预算下的赤字仅 4 万亿，略显不足。2023 年增加 1 万亿特别国债后赤字为 4.88 万亿，今年可以考虑再发行 1 万亿特别国债，列入政府性基金收入用于地方列支。2023 年地方专项债额度为 3.8 万亿，鉴于地方政府化债压力较大，今年专项债额度也需要提高。此外，政金债和 PSL 可以成为财政加力工具，PSL 的发挥空间很大。

南华研究院 金融资产研究组

徐晨曦 Z0001908
xuchenxi @nawaa.com

电 话：
0571-89727506

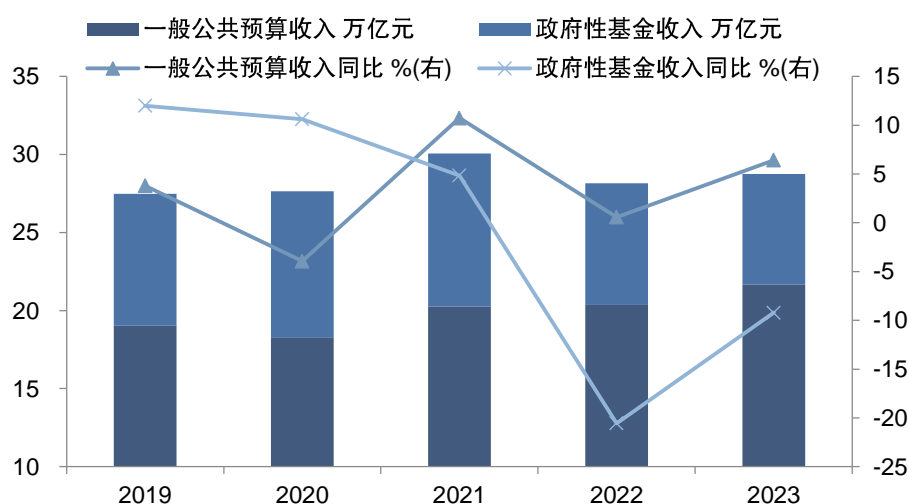


请务必阅读正文之后的免责条款部分

随着“两会”时间的临近，市场的目光将再度聚焦政策，由于货币政策对总需求的拉动作用有限，各方对财政政策的关注度无疑将更高。本篇，我们将在分析回顾2023年财政支出力度的基础上，对今年的政策进行估计。因财政收支四本账中，赤字主要体现在一般公共预算和政府性基金上，故以下主要关注这两项。

2月初财政部公布了2023年财政收支情况，先看收入方面。(1)2023年全国一般公共预算收入21.68万亿元，同比增长6.4%。其中，作为主要构成部分的税收收入18.11万亿元，同比增长8.7%。从主要税收项目来看，仅国内增值税同比大幅增长，主要原因在于2022年留抵退税较多，基数较低。而其余主要税种，如国内消费税、企业所得税、个人所得税、进出口货物增值税及消费税均呈现下降态势，显示经济承压背景下税收增长乏力。分中央和地方看，中央收入9.96万亿元，同比增长4.9%；地方本级收入11.72万亿元，同比增长7.8%。(2)2023年全国政府性基金收入7.07万亿元，同比下降9.2%。其中，中央政府性基金收入4418亿元，同比增长7.1%；地方本级政府性基金收入6.63万亿元，同比下降10.1%，主因国有土地出让收入大幅下滑。

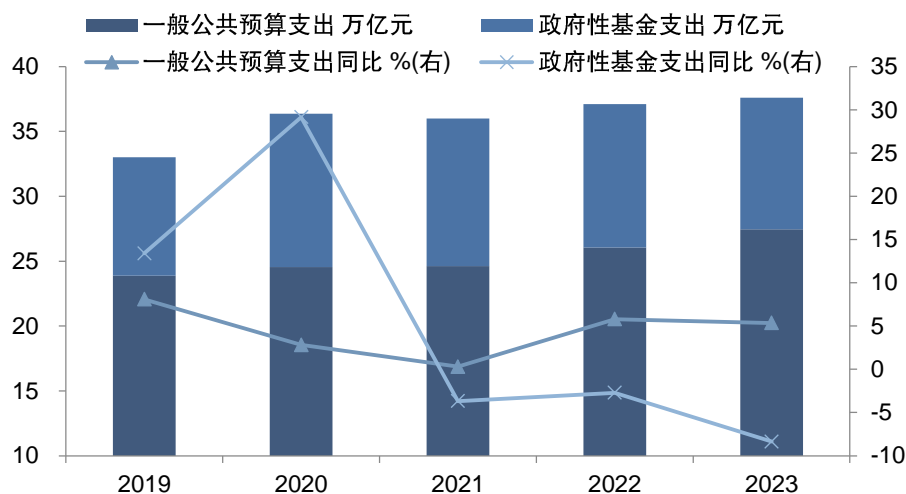
图 1：一般公共预算收入与政府性基金收入



资料来源：Wind、南华研究

支出方面，(1)全国一般公共预算支出27.46万亿元，同比增长5.4%。其中，中央本级支出3.82万亿元，同比增长7.4%；地方支出23.64万亿元，同比增长5.1%。(2)全国政府性基金支出10.13万亿元，同比下降8.4%。其中，中央本级支出4851亿元，同比下降12.5%；地方支出9.65万亿元，同比下降8.2%。

图 2：一般公共预算支出与政府性基金支出



资料来源：Wind、南华研究

对比2023年两会公布的预算（表1、表2）来看，一般公共预算的实际收支与计划收支相差不大，基本完成了年初目标。而政府性基金的实际收支则与计划收支存在较大差距，全国总收入只完成了计划的90%，总支出只完成了计划的86%，主要原因在于地方卖地收入锐减导致支出乏力。

表1：2023年一般公共预算计划收支与实际收支

	总收入 万亿元	中央 万亿元	地方本级 万亿元	总支出 万亿元	中央本级 万亿元	地方 万亿元
计划	21.73	10.02	11.71	27.51	3.79	23.67
实际	21.68	9.96	11.72	27.46	3.82	23.64

资料来源：Wind、南华研究

注：年初计划中，一般公共预算支出总额中含中央预备费 500 亿元，执行中根据实际用途分别计入中央本级支出和对地方转移支付，故支出总额比中央本级与地方支出之和多 500 亿。

表2：2023年政府性基金计划收支与实际收支

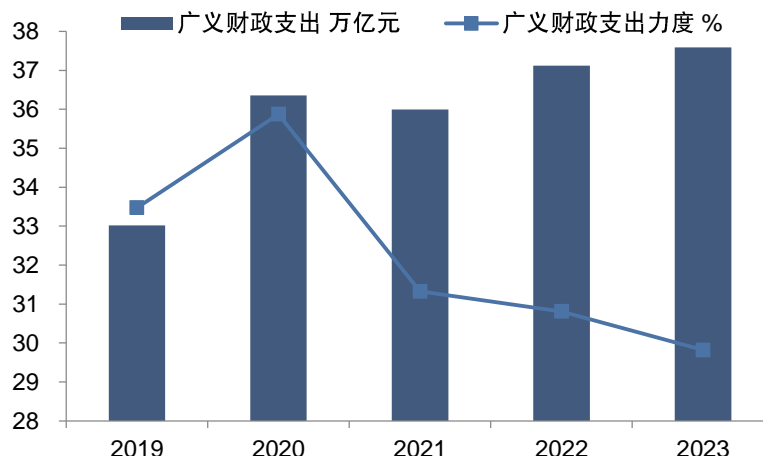
	总收入 万亿元	中央 亿元	地方本级 万亿元	总支出 万亿元	中央本级 亿元	地方 万亿元
计划	7.82	4148.9	7.40	11.80	5045.39	11.29
实际	7.07	4418	6.63	10.13	4851	9.65

资料来源：Wind、南华研究

回顾了2023年财政收支情况，那么2023年财政支出力度究竟如何？我们可以用财政支出/GDP作为衡量指标，但需要先定义财政口径。一般财政口径只包含一般公共预算，广义财政口径既包含一般公共预算，也包含政府性基金预算。如果进一步扩大口径，可以加上城投融资，甚至可以加上政策性金融债和抵押补充贷款(PSL)。以广义财政口径来看，观察历年来一般公共预算支出与政府性基金支出之

和与名义GDP之比（图3），不难发现2020年为财政支出力度的高点，此后不断下滑，2023年处于近几年来的低点，因此可以说2023年财政发力是不足的。

图 3：财政支出力度



资料来源：Wind、南华研究

中央经济工作会议对今年的财政政策定调为“适度加力，提质增效”，那么今年的政策能在哪些方面加力，以下从财政两本账中逐一分析。

2023年一般公共预算支出增速为5.4%，年初计划为5.6%，在“适度加力”的基调下，假设今年增速为6.0%，那么一般公共预算支出将达到29万亿。政府性基金支出已经连续三年下降，假设今年在政策发力之下降无可将，维持在去年相当水平，那么广义财政支出规模将达到39万亿。2023年一般公共预算收入增速为6.4%，年初计划为6.7%，假设今年增速6.5%，那么一般公共预算收入将达到23万亿。政府性基金收入2022年下滑20.6%，2023年下滑9.2%，假设今年继续下滑，但幅度缩小至5%左右，那么政府性基金收入将在6-7万亿之间。加总起来，广义财政收入接近30万亿，与支出相比，产生9-10万亿的赤字，部分可以通过调入资金及使用结转结余填补，剩余则需要发行国债及地方债。以上有关收入的假设中，如果实际增速低于假设，那么赤字将高于估算水平，也就意味着需要更多融资。2023年国债、地方一般债、专项债分别净融资4.12、1.47、4.19万亿，共计9.78万亿，今年可能需要更多。

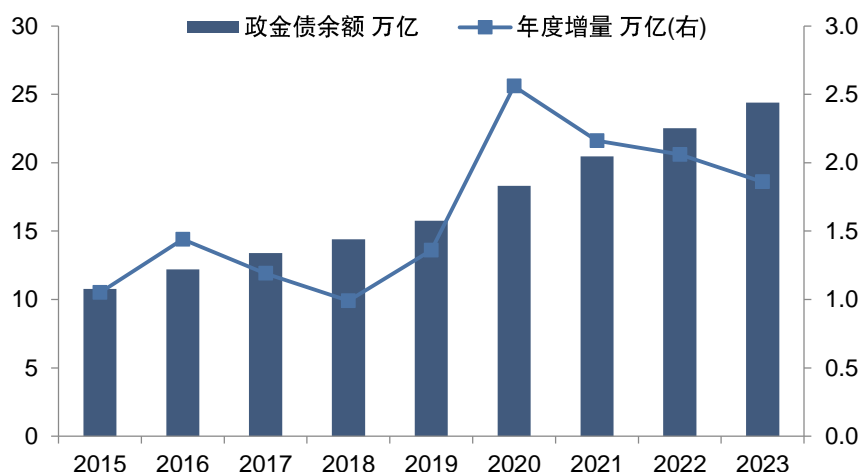
假设今年的名义经济增速达到6.0%，那么名义GDP将超过133万亿，如果两会仍把赤字率定在3%，那么一般公共预算下的赤字仅4万亿，略显不足。2023年增加1万亿特别国债后赤字为4.88万亿，今年可以考虑再发行1万亿特别国债，列入政府性基金收入用于地方列支。2023年地方专项债额度为3.8万亿，鉴于地方政府化债压力较大，今年专项债额度也需要提高。

如果将城投融资、政策性金融债、PSL工具纳入考量，我们认为政金债和PSL可以成为财政加力工具。政金债在疫情三年期间每年的净融资均在2万亿以上，去年降至1.86万亿，今年可以适度增加至2万亿左右。PSL曾在2015-2019年为棚改提供约3万亿资金，此后也为“保交楼”提供了数千亿资金，去年12月以及今年1月再度开始增长以支持“三大工程”。合理猜测PSL可以成为今年财政发力的最大灵活

项，或能提供近万亿的资金。而城投在化债背景下，债券净融资将减少，贷款和非标融资也会受到限制，难以对财政形成助力。

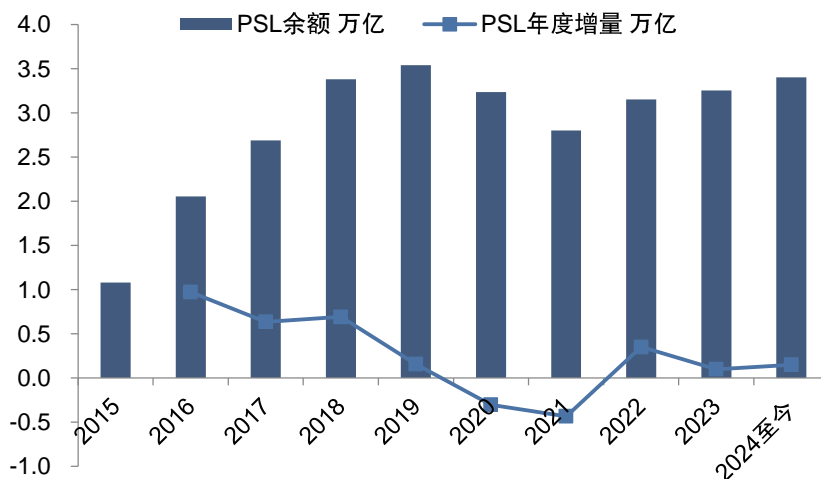
整体上，一般公共预算以及政府性基金下的财政加力空间较为有限。考虑更广义的财政资源，政金债和PSL可以一定程度上成为加力工具，尤其是PSL具备较大的发挥空间。

图 4：政策性金融债余额及年度增量



资料来源：Wind、南华研究

图 5：PSL 余额及年度增量



资料来源：Wind、南华研究

表：不同口径下的财政赤字

口径	财政赤字
一般口径	国债+地方一般债+调用其他预算、历史结余和预算稳定基金等
广义口径 1	狭义口径+地方专项债
广义口径 2	广义口径 1+城投净融资
广义口径 3	广义口径 2+政策性金融债净融资、抵押补充贷款增量

资料来源：南华研究

参考资料：

1. 关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告

http://www.xinhuanet.com/politics/2023lh/2023-03/16/c_1129434207.htm

2. 赤字率的约束和空间 天风证券

窄口径的广义赤字，我们定义为“一般公共预算的收支缺口”，这个口径除了国债和地方一般债所对应的狭义赤字，还包括调用其他预算、历史结余和预算稳定基金等部分。

中口径的广义赤字，我们定义为“一般公共预算和政府性基金的收支缺口”，比窄口径的广义赤字多了这些年扩张较快的专项债等政府性基金“赤字”。

较宽口径的广义赤字，我们定义为“一般公共预算和政府性基金的收支缺口以及城投公开债券净增额”，比中口径的广义赤字多了城投的公开债融资。

更宽口径的广义赤字，我们定义为“一般公共预算和政府性基金的收支缺口以及城投带息债务净增额”，比较宽口径的广义赤字又多了城投的贷款、非标等其他债务融资。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1783248260317426552&wfr=spider&for=pc>

3. YY：2024年财政能发力吗？ Ratingdog公众号

4. 多大逆周期政策力度能走出需求不足 财经杂志

<https://finance.sina.cn/2024-02-10/detail-inahpmnh4887555.d.html>

5. 今年的广义财政赤字水平将如何？ 中信证券 明晰笔谈公众号

6. 2023年财政特征回顾与2024年展望 广发证券

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1789747493699127423&wfr=spider&for=pc>

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

