

2024年2月23日

中证鹏元资信评估股份有限公司
工商企业评级部
翁欣 袁媛 游云星

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

热点简评：地方政府专项债发行不及预期，2024年财政和基建将如何发力？

主要内容：

在化债防风险和稳增长的背景下，2024年财政和基建发力空间需要多少，能有多少？今年以来地方政府专项债发行不及预期，未来供给和发行进度如何？用于化债的规模有多少？1万亿美元的超长期特别国债又将在何时发力？这些近期市场对财政和基建方面比较关注的问题。本文针对这些问题进行探究。

2024年财政组合拳可能为“3.8%赤字率+1万亿特殊再融资债+1万亿超长期特别国债+3.9万亿专项债+准财政工具”，测算下2024年全口径下广义财政空间将达到11.78万亿。从财政发力节奏来看，2024年上半年经济增长压力仍较大，“三大工程”将是财政发力重要抓手，财政支出节奏与对应实物工作量可能“双重前置”。

地方政府专项债发行不及预期，未来供给和发行进度如何？1月份地方债专项债计划发行3,641亿元，实际发行1,907亿元，低于计划值约1,734亿元，其中山东省计划发行专项债1,117亿元，实际仅发行347亿元，低于计划约770亿元。专项债发行不及预期，或让位于国债或优先发行。中证鹏元了解到，目前专项债额度已下发，各地方正在进行项目上报，但批复偏慢，因此发行进度偏慢。预计稳增长背景下，财政有靠前发力的诉求，2024年专项债发行高峰期预计为3-6月。除了新发行地方债3.9万亿外，还需关注存量地方债未披露“一案两书”和资金用途变更，此部分或为化债带来增量资金。

1万亿美元的超长期特别国债又将在何时发力？是否纳入赤字？2023年12月以来，各地方会议多次提及超长期特别国债项目储备。中长期特别国债用作项目资本金可撬动信贷及其他社会资本形成5倍左右投资乘数效应。特别国债或不计入财政赤字，由“第二本账”（政府性基金预算）进行核算。预计2024年将增发1万亿中长期建设国债，发行时间可能在6月专项债发行之后，关注落

地后带来的乘数效应。

一、2024 年经济胜负手在积极财政

2024 年财政和基建发力空间需要多少？这里我们从宏观总量层面对 GDP 进行拆分，测算出基建增速区间。根据市场普遍预期，2024 年经济目标或在 5% 左右，具有弹性的部分主要是地产、基建和外需。5% 左右的增长目标按照三大需求做一个简单拆分，预计消费表现持平，全年增速维持在 5% 左右；出口增速对经济仍然有所拖累，2024 年美国动能向下，企业部门的投资补库存可能对我国出口形成一定的支撑，预计 2024 年下半年美联储开启降息周期，出口增速在 -5% 到 0% 区间。因此，三驾马车中投资部分需要达到略高于 5% 的同比增速。在投资中，随着“三大工程”、城中村改造及限售放松等地产政策频出，地产投资增速探底有望加快，地产投资增速可能在 -5% 至 -10% 左右。制造业投资增速 2023 年已逐步企稳回升，2024 年增速假设与 2023 年持平，预计达到 6.5%-7.0%。那么，完成全年 GDP 经济增速目标，基建投资需实现 7%-10% 的增速，这很大程度上需要积极财政及货币政策的配合。

图 1 2024 年经济胜负手在积极财政



二、2024 财政发力空间能有多少？

财政发力空间需算清楚能收多少钱、要花多少钱以及要借多少钱，也就是测算广义财政请务必阅读正文之后的免责声明

收入、赤字以及财政组合。

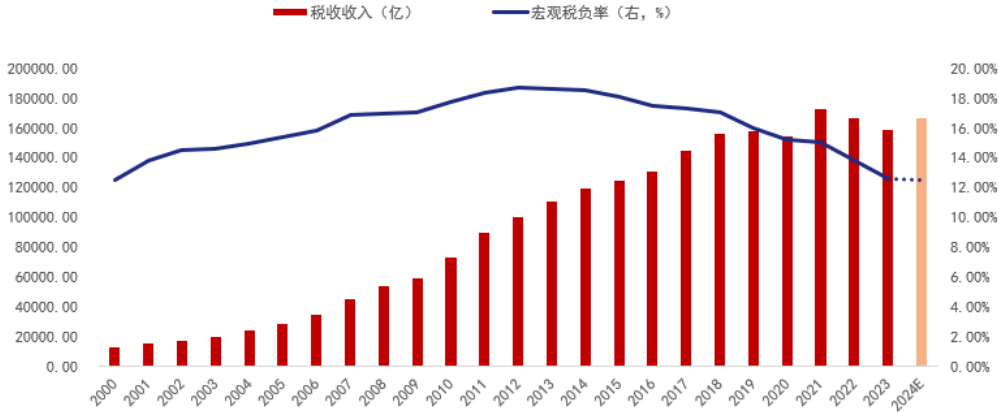
2.1 2024 财政收入预测

广义财政收入等于一般公共预算收入和政府性基金收入之和，其中一般公共预算收入包括税收收入和非税收入。税收收入=名义 GDP×宏观税负率。名义 GDP 根据地方两会 GDP 增速目标及通胀，这里假设增速在 5.05%左右。宏观税负率近年来持续下降，从 2012 年 18.7%下降到 2023 年 12.6%，主要由于持续推进减税降费，这里假设 2024 年宏观税负率与 2023 年持平。综合以上预测，2024 年税收收入有望达到 16.7 万亿元，较 2023 年增加约 0.8 万亿元。非税收入=专项收入+国有资源（资产）有偿使用收入+行政事业性质收费+罚没收入等，2022-2023 年非税收入保持高位，主要是地方政府为化债盘活资产，国有资产有偿使用收入增长较快所致。那么，2024 年非税收入预计大概率与 2023 年持平，即 3.57 万亿左右。

政府基金收入中大部分为土地使用权出让收入，近年来受地产下滑影响大幅下滑。假设 2024 年土地出让收入降幅较 2023 年有所减缓，预计降幅为 10%，那么土地出让收入约 5.22 万亿元左右，较 2023 年减少 0.58 万亿元。

综上，估计 2024 年一般公共预算收入在税收收入的带动下增加 0.8 万亿元左右，政府性基金收入受土地出让收入的拖累下降 0.58 万亿元左右，那么计算出 2024 年综合财政收入可能较 2023 年小幅增长 2200 亿元左右，增幅不大。

图 2 近年来我国宏观税负率下降

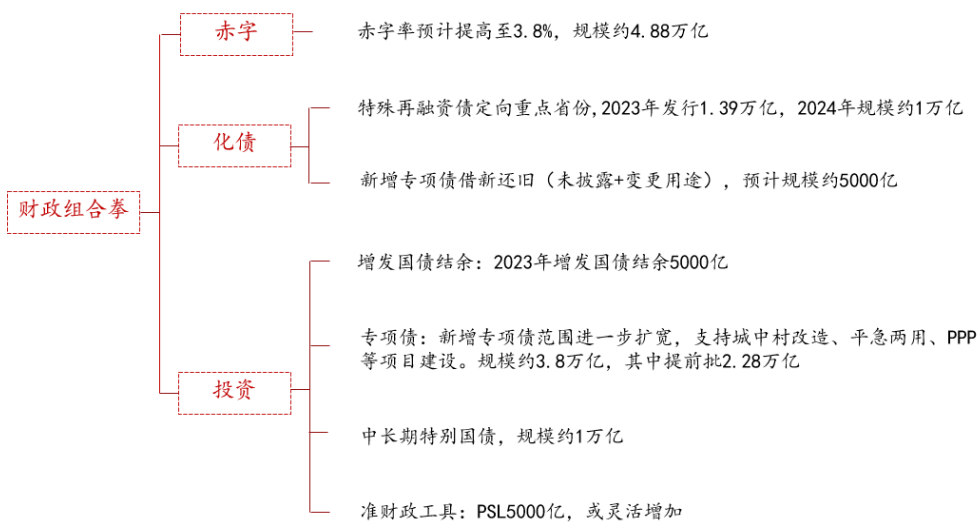


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2.2 财政组合拳下，2024 年广义财政空间或将达到 11.78 万亿

2024 年财政组合拳可能为“3.8%赤字率+1 万亿特殊再融资债+1 万亿超长期特别国债+3.9 万亿专项债+准财政工具”，那么测算下 2024 年全口径下广义财政空间将达到 11.78 万亿，较 2023 年增长 23%。从财政发力节奏来看，2024 年上半年经济增长压力仍较大，“三大工程”将是财政发力重要抓手，财政支出节奏与对应实物工作量可能“双重前置”。

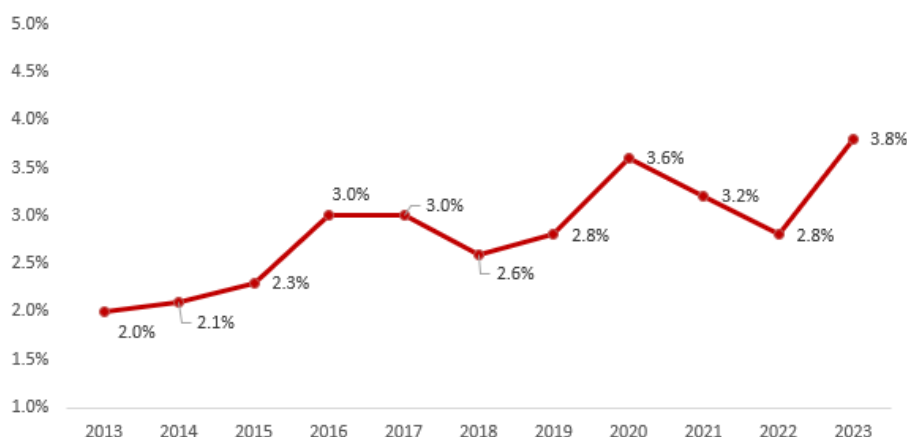
图 3 2024 年财政组合拳



资料来源：中证鹏元整理

赤字方面，2023 年 10 月中央财政赤字增加 1 万亿，财政赤字增加将全部计入中央，预计狭义赤字率由 3% 上调至 3.8%。本次 1 万亿增发国债中结转 2024 年使用 5000 亿元。增发国债虽然按特别国债进行管理，但从本质上来说仍属于一般国债，主要是因为本次增发国债计入财政赤字，由“第一本账”（一般公共预算）进行核算。而特别国债不计入财政赤字，由“第二本账”（政府性基金预算）进行核算。2024 年 1 月，蓝佛安部长进一步明确，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。由此可见，2024 年的财政发力的意向较明确。

图 4 全国财政赤字率政府预期目标

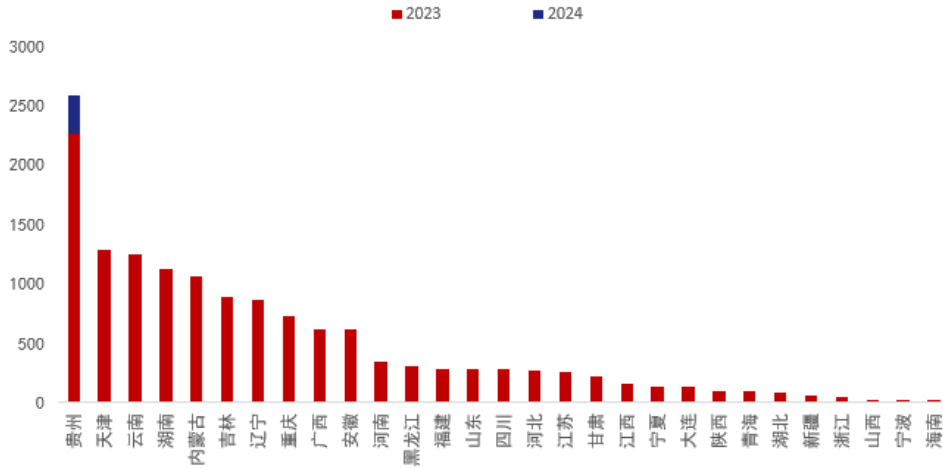


资料来源：Wind，中证鹏元整理

特殊再融资债方面，2023 年 10 月以来，各地陆续启动发行特殊再融资债券，截至 2023 年年底发行规模超 1.39 万亿元。2024 年 2 月 2 日贵州发行 325 亿元特殊再融资债，特殊再融资债空间主要由地方政府债务限额和余额决定，预计 2024 年理论上再融资债的规模上限约 1.4 万亿，实际发行规模或能达到 1 万亿。

图 5 各省市已发行特殊再融资债（亿元）

请务必阅读正文之后的免责声明



资料来源：Wind，中证鹏元整理

表 1 2023 年末地方政府债务空间测算（亿元）

	金额	备注
2022 年债务限额	376,474	第十三届全国人民代表大会第五次会议审议
2022 年债务余额	350,618	第十三届全国人民代表大会第五次会议审议
2022 年债务空间	25,856	限额-余额
2023 年债务限额	421,674.3	第十四届全国人民代表大会第一次会议审议
2023 年债务余额	407,542.1	2022 债务余额+2023 新增债券+2023 年新增再融资债-2023 年偿还政府债券规模=350,618+46,777.93+46,793.67-36,647.31=407,542.1
2023 年债务空间	14,132.23	限额-余额

资料来源：Wind，中证鹏元整理

地方政府专项债发行不及预期，未来供给和发行进度如何？

专项债方面，2024 年地方债专项债提前批额度 2.28 万亿元，全年或将发行 3.9 万亿元。2023 年 10 月全国人大常委会审议授权提前下达部分新增地方政府债务限额的议案，中央将 2023 年提前下达的专项债限额再次提升至 60%，专项债 2024 提前批已定 2.28 万亿，预计全年专项债将发行 3.9 万亿。从投向领域来看，按照监管要求 2024 年专项债投向整体保持 10 大领域不变，但一些细项发生变化，保障性安居工程领域新增城中村改造、保障性住房两个投向；专项债作资本金领域新增供气、供热两个领域。

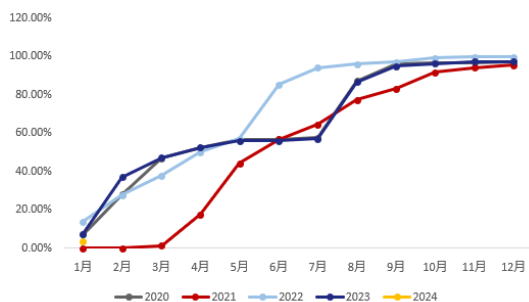
地方政府专项债最新进度如何？1 月份地方债专项债计划发行 3641 亿元，实际发行 1907 亿元，低于计划值约 1734 亿元，其中山东省计划发行专项债 1117 亿元，实际仅发行 347 亿

请务必阅读正文之后的免责声明

元，低于计划约 770 亿元。专项债发行不及预期，或让位于国债或优先发行。中证鹏元了解到，目前专项债额度已下发，各地方正在进行项目上报，但批复偏慢，因此发行进度偏慢。预计稳增长背景下，财政有靠前发力的诉求，2024 年专项债发行高峰期预计为 3-6 月。

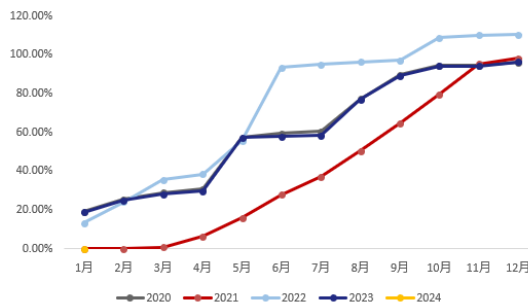
地方债可用于化债的规模有多少？除了新发行地方债 3.9 万亿外，还需关注存量地方债未披露“一案两书”和资金用途变更，此部分或为化债带来增量资金。2023 年 10 月以来，许多省份地方政府专项债发行未披露“一案两书”，即《专项债券项目实施方案》、《项目财务评价报告书》和《项目法律意见书》；此外，山西、浙江发布公告，调整多支专项债用途为棚户区改造项目。这部分债券用途变更之后，可加大对特定领域支持力度，在一定程度上用于化解债务，为化债带来一定增量资金。

图 5 新增一般债发行进度 (%)



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 新增专项债发行进度 (%)



资料来源：Wind，中证鹏元整理

1 万亿美元的超长期特别国债又将在何时发力？是否纳入赤字？

中长期特别国债方面，在地方政府去杠杆和化解债务风险的背景下，中央加杠杆配合中央重大项目落地是重要的政策工具。2023 年 12 月以来，各地方会议多次提及超长期特别国债项目储备。如浙江省发改委在发布文件中提及“争取超长期特别国债等资金对重大项目的支持”；山东济宁市发改委在重点工作会议中强调“全力以赴争取超长期特别国债项目”等；河北、江西、河南等多地均召开会议，明确紧抓超长期特别国债项目筹备。本次超长期特别国债支持方向为粮食安全、能源安全、产业链安全、新型城镇化、乡村振兴等领域。中长期特

请务必阅读正文之后的免责声明

别国债用作项目资本金可撬动信贷及其他社会资本形成 5 倍左右投资乘数效应。特别国债或不计入财政赤字，由“第二本账”（政府性基金预算）进行核算，特别国债投向领域需产生收益，要有稳定的现金流或资产与之对应，以对应的收益偿还债务。预计 2024 年将增发 1 万亿中长期建设国债，发行时间可能在 6 月专项债发行之后，关注落地后带来的乘数效应。

表 2 近期各地会议多次提及超长期特别国债项目筹备工作

省份	地区	时间	政府部门	文件	主要内容
浙江		2023 年 12 月	浙江发改委	关于进一步推动经济高质量发展的若干政策	向上争取资金支持。 争取地方政府专项债券、增发国债、超长期特别国债等资金对重大项目的支持 ，争取中央预算内投资不于 60 亿元，全省投放政策性开放型银行中长期项目贷款 1600 亿元左右。
山东	济宁	2023 年 12 月	济宁发改委	全市发改系统重点工作攻坚会议	以大会战的攻势抓项目，推动项目投资见实效， 全力以赴争取政府专项债项目、超长期特别国债项目、中央预算内投资项目 。
河北	东光县	2024 年 1 月	东光县发改局	关于提前做好超长期特别国债重大项目谋划储备有关工作的通知	发改局已梳理 16 个超长期国债项目，总投资 13.36 亿元 ，其中已完成审批手续的项目共 8 个，总投资 9.66 亿元；谋划项目 8 个，总投资 3.7 亿元。
河北	赵县	2024 年 1 月	赵县人民政府	超长期特别国债项目谋划工作调度会	结合赵县实际，瞄准资金投向领域，准确把握国家政策导向，以前瞻性眼光精心谋划，研究、编制项目，切实提高项目的针对性、可行性，实现效益最大化；要强化系统管理，加强业务指导，以及解决项目推进过程中出现的各类问题，确保项目成功落地，顺利推进；要做好前期准备工作，加强对上问计，提高项目申报质量和成功率， 确保超长期特别国债项目谋划申报工作取得实效 。
河北	深泽县	2024 年 1 月	甚至县人民政府	超长期特别国债重大项目谋划储备工作会议	各级各部门要充分认识到 做好超长期特别国债重大项目谋划储备工作的重要性 和紧迫性，紧密结合我县实际，在各自领域内积极谋划储备一批长远、惠民生、促发展的大项目、好项目，为深泽高质量发展夯实基础。
河南	商丘	2024 年 1 月	河南省人民政府	商丘市经济运行和重大项目调度会	要抓好项目谋划， 紧盯地方政府专项债、超长期特别国债、中央预算内投资等投放领域 ，前瞻性谋划储备一批投资前景广、效益好、带动性强、契合商丘发展实际的大项目、好项目。
江西	新余	2024 年 1 月	新余住建局	市住建局组织召开超长期特别国债项目谋划工作调度会	会议要求， 各单位要高度重视超长期特别国债项目的谋划储备工作 ，围绕区域协调发展和新型城镇化领域支持方向，结合市政基础设施建设、公共服务设施建设、应对自然灾害能力提升等，积极谋划包装好一批项目，充分做好项目的前期准备工作，做到早谋划、早储备、早论证，提高项目申报质量和成功率。

请务必阅读正文之后的免责声明

资料来源：财联社、各地发改、政府网站，中证鹏元整理

表 3 历史上增发特别国债资金用途

	时间	用途
第一次	1998 年 8 月	财政部宣布发行期限为 30 年的 2700 亿元特别国债，向四大国有商业银行定向发行，所筹资金专项用于补充四大银行资本金，以达到《巴塞尔协议》的要求。
第二次	2007 年 6 月	财政部经授权，宣布将发行 2000 亿美元的特别国债，用于购买外汇注资中投公司。
第三次	2020 年	发行 1 万亿抗疫特别国债，其中 7000 亿元主要投向基建项目，3000 亿元主要用于保就业、保基本民生、保市场主体。
第四次	2024 年	支持方向为粮食安全、能源安全、产业链安全、新型城镇化、乡村振兴等领域

资料来源：中证鹏元整理

准财政工具方面，2024 年 1 月 8 日据央行官微披露《稳健的货币政策精准有力》明确“新增抵押补充贷款额度 5,000 亿元”，2023 年 12 月已投放至三大政策性银行的 PSL 规模共 3,500 亿，2024 年 1 月再度投放 1,500 亿额度。本轮 PSL 已投放 5,000 亿，大约可撬动 2-3 倍信贷，预计带动信贷新增 1-1.5 万亿元，用于支持基础设施建设及“三大工程”建设。

表 4 三轮补充抵押贷款（PSL）资金用途

	时间	用途
第一轮	2015-2018	主要用于棚户区改造贷款，并支持重大水利工程建设专项过桥贷款、水利建设贷款、农村公路贷款等领域。
第二轮	2022. 9-2022. 11	央行“为技术设施重点领域设立金融工具和提供信贷支持”，或可用于“保交楼”建设。
第三轮	2023. 12-至今	为政策性开发性银行发放“三大工程”建设项目贷款提供中长期低成本资金支持

资料来源：中证鹏元整理

2024 年广义财政空间有多大？

2024 年财政发力空间有多大？在稳增长和化债背景下，财政发力空间不仅观察狭义口径赤字率提升幅度，更应关注全口径下广义赤字所代表的财政空间以及财政发力后对基建和经济带来的信贷乘数空间。预计 2024 年全口径下广义财政空间为 11.78 万亿，较 2023 年增长 23%。从财政发力节奏来看，2024 年上半年经济增长压力仍较大，“三大工程”将是财政发力重要抓手，预计财政支出节奏与对应实物工作量可能“双重前置”。

表 5 广义财政空间测算

请务必阅读正文之后的免责声明

年	广义财政空间	备注
2023	9.57 万亿	3.88 万亿赤字规模+3.8 万亿新增专项债+5000 亿增发国债+1.39 万亿特殊再融资债
2024	11.78 万亿	4.88 万亿赤字规模+3.9 万亿新增专项债+1 万亿特别建设国债+1 万亿特殊再融资债+5000 亿结转增发国债+5000 亿 PSL 准财政工具

资料来源：中证鹏元整理

2024 年财政发力加码，但高质量发展诉求下财政发力并非只强调规模，而是更加重视资金用途和结构。本文测算了 2024 年财政发力的空间和具体财政工具的规模和节奏，但结构性稳增长和防风险问题仍存在，12 个化债重点省份与非 12 省份分化比较严重，部分省份及区域基建增速及固投增速出现明显下滑，2024 年是否会有新增“稳增长”措施？3 月全国两会对于赤字率、专项债等的具体安排如何？这些问题后续仍有待持续观察。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道7008号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世茂大厦C座23层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路1299号丁香国际商业中心西塔9楼903室 总机：021-51035670 传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路200号华坤时代2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路108号万达西地贰街区商务区15幢610室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北段869号数字经济大厦5层5006号 电话：028-89102569 传真：
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心SOHO办公楼1单元4315室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安高新区唐延路的金辉国际广场902室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中39号丰盛创建大厦10楼1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140