

财政政策加力提效，稳增长组合拳持续发力

——《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》政策解读

核心内容：

● 主要事件：

- 8月28日，十四届全国人大常委会第五次会议在京召开，审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》，会议在提到下一步财政重点工作安排时，提及四方面主要内容：**一是**加强财政经济运行监测和形势分析，密切跟踪地方和部门预算执行情况；**二是**今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围，引导带动社会投资。加强专项债券项目储备和投后管理；**三是**落实好相关税费支持政策；**四是**加强财政、货币等政策的协调配合，更好发挥协同效应。

● 核心观点：

- 我们认为本次会议的重要关注点是“专项债9月底前发行完毕、10月底前力争资金使用完毕、研究扩大专项债投向和用作资本金范围”三点关于下半年财政加力的表述。专项债发行节奏放缓是今年财政政策主要预期差之一，而本次会议对于专项债的要求，无疑对于三、四季度的经济增长以及后续增量政策的预期影响至关重要，主要观点：
- 一是本次会议再次明确了“9月底前地方专项债发行完毕”的时间节点，短期资金需求再度抬升。结合当前地方债和中央国债的发行进度，我们认为未来几个月间的流动性缺口仍将维持。
- 二是会议首次指出“10月底前专项债资金使用完毕”，增量政策性金融工具的必要性提升。10月底前资金使用完毕意味着后续几个月将进入政府投资项目的密集发布期。而由于目前政策要求专项债用资金作项目资本金比例不得超过25%，使得政策性金融工具的必要性进一步提升。
- 三是会议再次提及“加强财政、货币等政策的协调配合”，提高降准、降息预期。结合当前市场资金面仍然偏紧，DR007高于政策利率的现状，我们认为货币政策降准、降息的预期进一步提升，9月份或先行降准。
- 四是本次会议对于专项债使用范围的表述，有望在未来进一步提高政府投融资效率。其实对于专项债发行及使用政策的优化一直是今年以来政策关注的重点，目前部分项目存在实际收益率难以满足发行要求及“过度包装”的问题也是今年第二批专项债额度下达较慢的因素之一。未来对专项债使用的“扩围”，或将更好发挥财政政策在经济逆周期调节中的关键作用。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

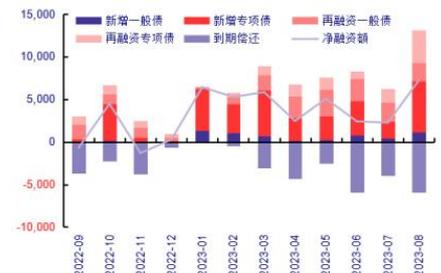
✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

风险提示：

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.政策落实不及预期的风险

8月份地方政府债券净融资规模创新高：



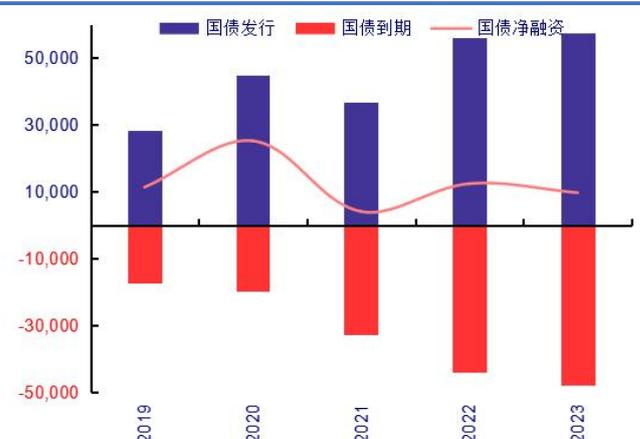
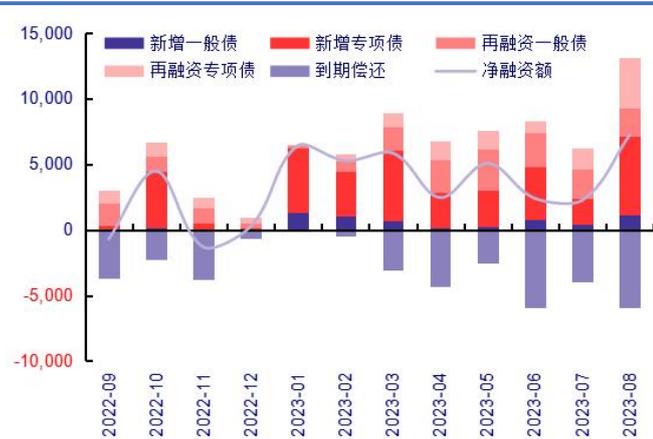
本次会议在8月份央行先后调降MLF政策利率和LPR市场利率后，重点强调了对于财政政策的“加力提效”，正如我们在7月份的财政政策数据点评中所言：目前货币政策空间已逐步打开，今年剩余4个月时间里将是财政政策的集中发力期，而今年财政政策的政策空间主要是地方专项债，伴随政府债券发行节奏“提速”，财政和货币政策组合拳将有力托举全年经济增长目标。具体来看：

一、8月专项债发行已显著提速，9月仍将维持高增。

本次会议再次明确9月底的专项债发行节点，近期政府债券发行将持续处于高位。今年地方债券发行进度在3月份净融资额达到高峰后有所下行，而目前8月份单月（截止29日）的新增债券发行金额（地方一般债+专项债）已达1.3万亿，其中新增专项债发行金额5945亿元，当月净融资额7176亿元，无论是发行总额还是净融资额均已远超3月份的债券发行高峰（3月份新增债券发行共8900亿元，净融资5822亿元）。根据本次会议的明确要求，今年剩余新增专项债额度将于9月底前发行完毕，即意味着9月份仅专项债发行就有约8000亿元的规模，维持政府债券净融资的高增。除此之外仍需注意：今年国债发行节奏也明显“后置”，1-8月份国债累计净融资仅9759亿元，占全年国债新增额度的30%，远低于去年的47%。这也意味着未来几个月的流动性缺口或将高于往年。

图1：8月份地方政府债券净融资规模已创新高（亿元）

图2：国债发行与净融资金额（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，2023年为截至8月29日

二、10-12月将是项目集中上马期，准财政政策必要性进一步提升

“10月底前专项债资金使用完毕”意味着后续几个月将进入政府投资项目的密集上马期。对于本次会议提及的“专项债券于9月底前发行完毕”要求，其实在之前第二批专项债额度下达时已有提及，并未超出市场预期。而“项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕”却为公开会议首次提及。这不仅意味着未来两个月将是政府投资项目的集中上马期，更为重要的是“10月底前资金使用完毕”意味着市场需要更多的配套资金以支持项目的开工建设。根据目前对于专项债资金的使用要求，其用于项目资本金比例不得超过25%，而会议提及的“扩大投向领域和用作项目资本金范围”还在“研究阶段”时，

增量政策性金融工具出台以支持项目开工的必要性再次提升。目前来看，准财政政策工具的资金撬动作用高于专项债。

表 1: 2022 年政策性开发性金融工具撬动作用测算

	规模	落地时间	2022 年可发挥投资效果时长	撬动基建投资(12 倍)	撬动基建投资(14 倍)
第一批	3000 亿	2022 年 7 月	0.5 年	3.6 万亿	4.2 万亿
第二批	4399 亿	2022 年 9 月	0.3 年	6.2 万亿	6.2 万亿
合计	7399 亿	/	/	8.9	10.4

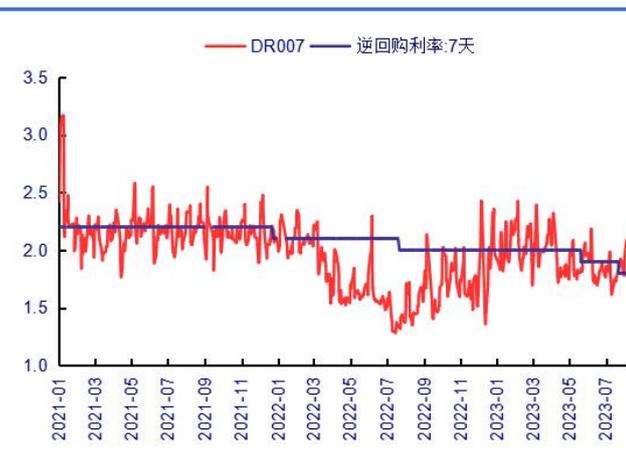
资料来源：中诚信国际，中国银河证券研究院整理

三、财政、货币政策协同，四季度有力托举全年经济目标

会议再次提及“加强财政、货币等政策的协调配合”，货币政策降准、降息预期进一步提升。实际上，下半年为支持财政政策发力，货币政策已先行调降了政策利率配合政府债务的密集发行，但目前来看当前资金面仍然偏紧，如图 3 所示，目前 DR007 已高于政策利率。面对 8-9 月份专项债的连续发行高峰，以及 10-12 月项目“集中上马”期，今年后续几月对于资金的需求将进一步提升，因此央行降准、降息以配合财政政策发力计入我们的预期之内，届时四季度将成为今年政策稳增长的集中发力期，有望通过提升财政支出和广义财政支持基建投资力度拉动经济增速的环比提升，助力经济完成全年经济目标。如图 4 所示，2 季度以来基建投资增速有所放缓，也是当前经济复苏偏弱的原因之一。

图 3: DR007 抬升显示当前资金面仍然偏紧 (%)

图 4: 二季度以来基建投资增速有所放缓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

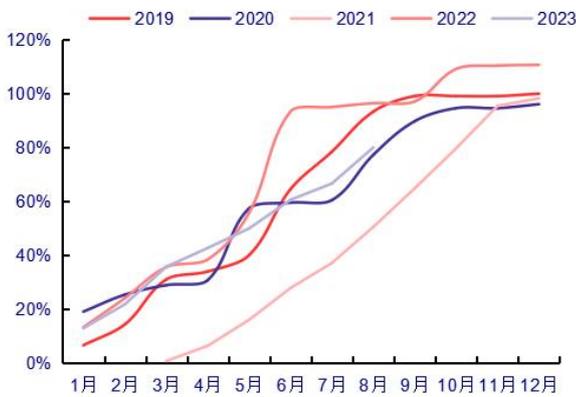
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、专项债投向和资本金扩围，有望提高政府资金杠杆撬动作用

本次会议对于专项债使用范围的表述，有望在未来进一步提高政府投融资效率。今年专项债发行节奏自 4 月份以来显著放缓，主要是源于年初将去年储备项目集中发行完毕

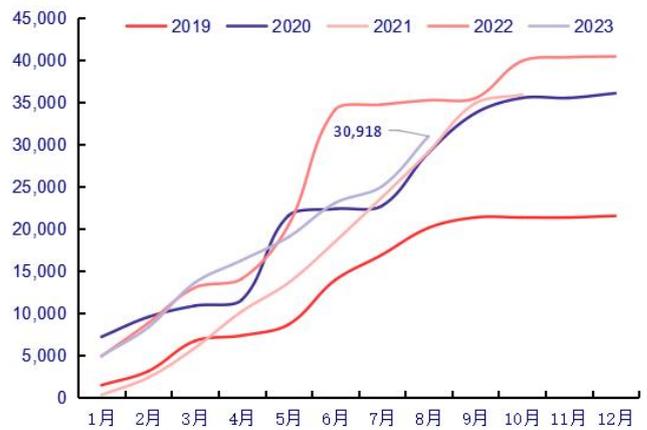
后，在等待第二批专项债项目审批时出现了短暂的“项目空窗期”。而这背后也暴露出当前专项债发行过程中的相关规范问题，即部分项目存在实际收益率难以满足发行要求及“过度包装”的问题，以上问题也正是今年第二批专项债项目审核时间较长的原因。而中央显然也注意到了这一问题，因此本次会议提出的“研究扩大投向领域和用作项目资本金范围，引导带动社会投资”也明确指向了这一问题。专项债使用扩围或将迎来专项债发行和使用制度的优化改革，更好发挥财政政策在经济逆周期调节中的关键作用，这也意味着在未来一段时间里，专项债仍将作为政府端融资的重要工具，毕竟目前专项债发行额度尚未计入显性政府赤字率。

图 5：政府专项债券发行节奏



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：政府专项债券发行规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1：8 月份地方政府债券净融资规模已创新高（亿元）	2
图 2：国债发行与净融资金额（亿元）	2
图 3：DR007 抬升显示当前资金面仍然偏紧	3
图 4：二季度以来基建投资增速有所放缓	3
图 5：政府专项债券发行节奏	4
图 6：政府专项债券发行规模（亿元）	4

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。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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。

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：苏一耘 0755-83479312 suiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_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