

8月以来地产政策密集落地，降准、财政支出提速，市场再度预期稳增长政策。除此之外，9月中旬一笔计划外国债发行，多省份人大超预期计划进行预算调整，似乎暗示政策加码，债市也在当前出现回调。

上述迹象是否意味着年内将迎来一次财政扩张？面对财政运行的误解，真相又是如何？

➤ 误解之一，8月财政支出同比由负转正，代表开启财政扩张新阶段？不一定

今年5月之后，财政支出连续三个月负增长，8月财政支出同比转正（7月-12.7%，8月1.6%），叠加9月初降准，市场预期8月扩张将开启财政扩张的新阶段，支出力度走强将持续至年末。

我们提示8月的财政扩张或难以持续至年末，主要有两方面原因。其一，8月财政支出同比加快，主因低基数。**其二**，当前财政收入偏弱，约束四季度支出。

今年企业所得税、土地出让收入下行，全年财政或较年初预算减少2.3万亿。2022年财政收入减少时，财政支出同步缩减，今年或有类似情况。

➤ 误解之二，9月计划外国债发行，代表今年将新增赤字？概率低

财政部一般会在上季度末公布下一季度国债发行计划。9月15日，财政部公布9月22日将发行一只5年期1150亿元国债，这一发行公告并未在本季度国债发行计划披露，市场称之为“计划外国债”，有市场观点质疑，计划外国债是否意味着今年将新增赤字。

我们认为本轮计划外发行仅仅是国债提前发行，而非赤字增扩，提前发行基于两点原因。

一则应对短期中央收支缺口。历史上计划外发行国债并不多见。但中央财政连续三个月负增时，或有提前发债可能。今年6月至8月，中央财政连续负增，按理可以提前发行计划外国债，目的是为了应对临时性的财政资金短缺。**二**则用于平滑利率债供给。9月地方债发行节奏放缓，国债发行节奏加快，能够稳定本月利率债总供给。另外，四季度或将发行万亿特殊再融资债，国债提前发行可以规避年末出现利率债供给高峰。

➤ 误解之三，地方政府预算调整，代表地方债务提额增扩投资？不，与化债有关。

8月末多省份常委主任会议决定，将在9月下旬地方人大常委会审议预算调整案。年中地方预算调整，一般代表国务院向地方下达新增债务额度。今年财政部已在6月下达3.7万亿专项债额度，根据常规流程，地方只需要在7-8月进行一次预算调整。

当前多地计划新一轮预算调整，市场解读为财政部下达新增额度（结存限额），支持地方提额扩投资。

历史经验，动用地方债结存限额主要用于基建和化债，本轮预算调整更多与化债有关，原因有二。其一，今年7月政治局会议提出推行“一揽子化债政策”方案，且地方已于6-7月向国务院上报建制县化债方案，按照时间推算，9月中旬正是预算调整时期。**其二**，本轮预算调整省份主要是债务高风险地区，包括云南、天津、重庆，印证本轮调整与化债有关。

➤ 展望后续月份，财政扩支增扩基建的概率低，后续需对化债增量工具保持关注。

疫后财政与基建逐步脱钩，注重保民生与防风险，今年财政延续这一主线，后续扩支投资概率低。

2020年以后，积极财政更倾向减收而非扩支，支出重心向民生偏倚，且更加注重财政金融风险，意味着当前预算内加杠杆扩投资并非政策首选。

这一政策思路在今年也得到印证，二三季度时压力较大，财政仍然保持较强定力。这也意味着，四季度经济动能若维持平稳，财政预算内大幅扩张概率较低。

参照今年基建投资结构，地方基建扩容概率低，如有加码，也是依靠中央基建，总体规模有限。**后续需要关注的财政增量政策，主要是跟踪具体化债方式方法。对于化债政策而言**，当前明确执行的特殊再融资债仅仅是“一揽子化债政策”的其中之一，后续需要关注SPV化债、银行信贷置换化债等方式。

风险提示：海外经济超预期下行，地产政策调整超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683548

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 周恺悦

执业证书：S0100523090001

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：海外紧缩担忧再起-2023/09/24
- 2.宏观专题研究：人民币贬值何时休-2023/09/19
- 3.全球大类资产跟踪周报：商品“走强”-2023/09/17
- 4.2023年8月经济数据点评：8月经济：拐点已现？-2023/09/15
- 5.2023年9月央行降准点评：降准的“药效”-2023/09/15

目录

引言	3
1 误解之一：四季度财政扩张无虞	4
2 误解之二：计划外国债发行等同新增赤字	5
3 误解之三：地方政府预算调整等同新增投资	8
4 财政加杠杆扩张意愿的再探讨	10
4.1 疫后财政与基建投资逐步脱钩	10
4.2 今年财政定力强，扩支意愿有限	11
5 风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

引言

8月财政支出同比增速由负转正，9月财政部发行一笔计划外国债、地方人大超季节性的预算调整，似乎都意味着财政当前重回扩张态势，债市也同步出现回调。

8月财政支出回正、国债计划外发行、地方预算调整，是否能够等同财政进入扩张阶段？利率债又是否面临超预期供给？

我们逐一厘清财政扩支、计划外国债发行、地方预算调整的真实目的，并且最终从政策思路角度出发，回答财政后续扩张的可能性以及后续更有可能启用的增量政策。

1 误解之一：四季度财政扩张无虞

8月广义财政支出同比快速回正至1.6%（7月，-12.7%），支出节奏回归正常，市场对四季度宽财政预期抬头。

今年财政支出同比增速自5月转负，随后经历5、6、7连续三个月的负增长。我们曾形容这一期间财政表现出“疲态”，支出力度收缩，节奏也低于历史同期水平。

而8月广义财政支出快速上修至1.6%，较前值上行14个百分点，支出进度回升至历史均值，叠加9月初降准，似乎财政与货币政策力度开始同向加码，市场对四季度宽财政预期抬头。

我们提示8月的财政扩张或难以持续至年末，主要有两方面原因。

一方面，8月支出增速回升主因低基数。

2022年8月开始，预算外政策性金融工具发行支持基建，预算内支出节奏开始放缓，同时专项债也在6月结束发行，8月广义支出增速得以从7月的13.3%下行至0.4%。

另一方面，今年企业所得税、土地出让收入下行，全年广义收入或较年初预算减少2.3万亿，制约财政持续发力。

与支出相反，8月广义财政收入同比仅-9.2%（7月，0.2%），收入节奏达到2015年以来最低值。1-8月财政收入进度则为历史次低值。

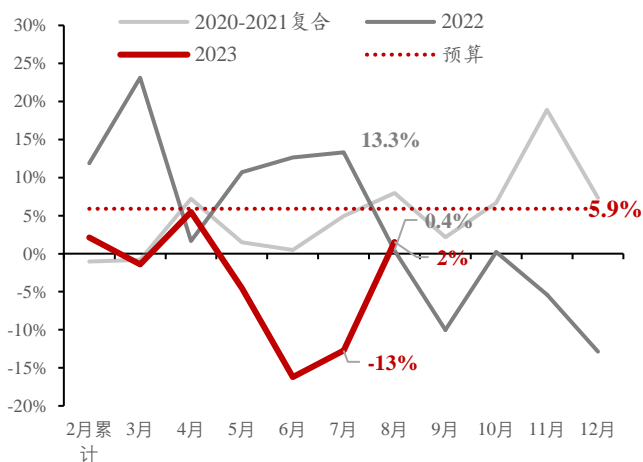
1-8月土地出让收入同比仅-19.6%、1-8月国内公共财政收入同比为-2.5%，其中企业所得税拉低1.7个百分点。

上述收入在短期内反弹概率较低，首先，企业所得税与工业企业利润相关，在上游成本价格维持高位，同时制造业出口表现相对较弱，工业企业利润或在下半年持续磨底。其次，房地产销售中枢下行，地产相关税收、土地出让收入短期反弹概率较低。

粗略计算，若土地出让收入、企业所得税按照历史节奏推演，全年财政收入将减收2.3万亿（其中土地出让收入减收1.7万亿，企业所得税减收0.6万亿）。

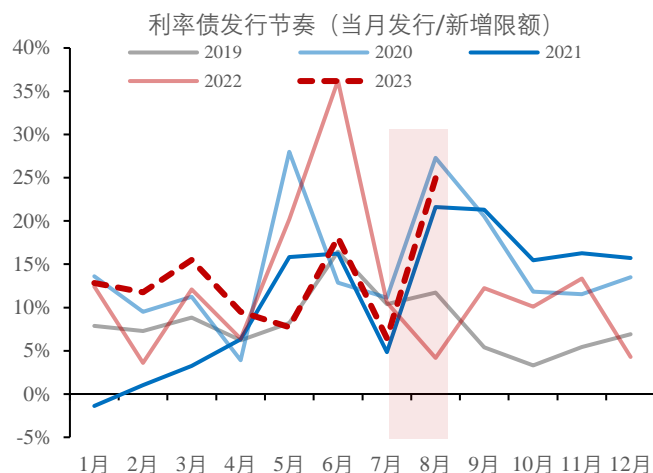
2022年财政收入减少时（广义收入较预算减少2.7万亿），财政支出同步缩减（广义支出较预算减少3.8万亿），今年或有类似情况。

图1：2023年8月支出同比增速走高



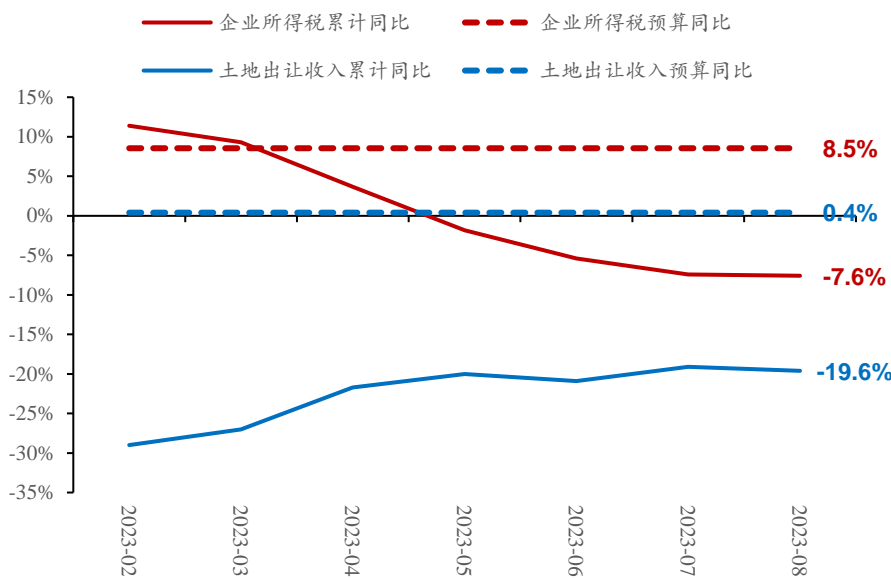
资料来源：财政部，民生证券研究院

图2：2023年8月政府债务供给节奏加快



资料来源：财政部，民生证券研究院

图3：企业所得税、土地出让收入或将低于预算规模



资料来源：财政部，民生证券研究院

2 误解之二：计划外国债发行等同新增赤字

9月15日，计划外的国债发行公告带来市场宽财政预期。

根据财政部三季度国债发行计划，9月仅有一期5年期国债在9月6日发行。然而9月15日，财政部公告将于9月25日发行一期1150亿元的5年期付息国债，大超市场预期并引起当日债市大幅回调。

国债计划外发行并不多见，市场预期有两种可能，一是新增全年赤字，二是四季度国债提前发行。

若旨在新增全年赤字，国债规模可能新增 2200 亿元。

根据历史经验，国债净融资可能超出年初赤字预算，若为情况一，赤字规模可能超出年初预算 2200 亿元。

我国国债发行采用限额余额管理的制度，虽然每年初两会会制定中央预算赤字，但是理论上只要年末国债余额不超过余额限额即可。这意味着只要国债限额与余额间有差距，年内国债净融资有可能超过年初赤字。

历史上来看，而 2013 年，2020 年，这两年国债净增量均高于中央财政赤字预算，国债净融资规模分别达到预算的 107%、106%。

若按照历史上限计算，今年年初国债预算为 3.1 万亿，实际净融资规模则可能达到 2200 亿元。

相较新增赤字，我们更倾向本轮计划外发行仅仅是国债的提前发行，主要有两点原因。

原因之一，填补中央临时性的收支缺口。

历史上计划外发行国债并不多¹，往往发生在中央财政收入连续三个月同比为负时，发行国债为填补临时短收带来的资金缺口。

2015 年后，先后有 2020 年末发行计划外国债，2022 年 5、6 月近 1000 亿的国债发行。都是在季末出现，就是季末有临时的资金需求，进行计划外的融资。

根据 2020 年末、2022 年 5 月-6 月以及今年 9 月计划外融资时期观察，会发现中央在这些月份出现普遍的连续三个月收入同比为负的情况。而当前中央财政收入 6 月至 8 月已经连续负增，有理由判断，本次中央发行计划外国债是为了应对临时性的财政资金短缺。

原因之二，平滑利率债供给。

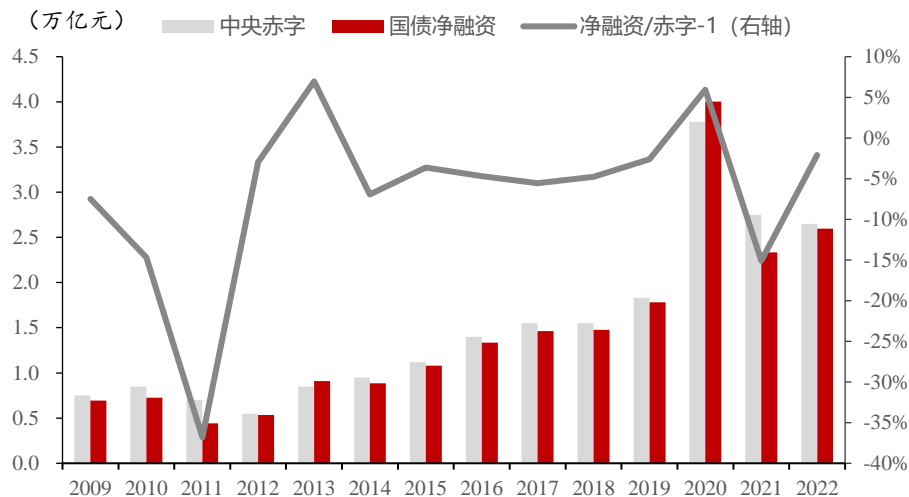
国债和地方债务发行总体呈现一高一低的状态，这样基本可以保证利率债总月度供给稳定。

9 月地方债发行节奏放缓，新增专项债仅达 0.4 万亿，国债 9 月发行规模适度抬头能够稳定本月总体利率债供给规模。

另外，随着一揽子化债政策持续推进，预计四季度或将展开一轮债务置换，届时特殊再融资债放量发行，国债提前发行可以规避年末出现利率债供给高峰。

¹ 计划外国债发行并不多见，2015 年以来，仅有一次 2020 年 12 月 23 日 200018XF 2Y 500 亿在计划外发行。此外，2022 年有 4 只计划外贴现国债发行，合计规模 1000 亿。今年还有一只贴现国债较计划提前发行：23 贴现国债 40 的原计划发行日期是 7 月 21 日，提前至 7 月 7 日发行。

图4：中国赤字规模与国债净融资规模

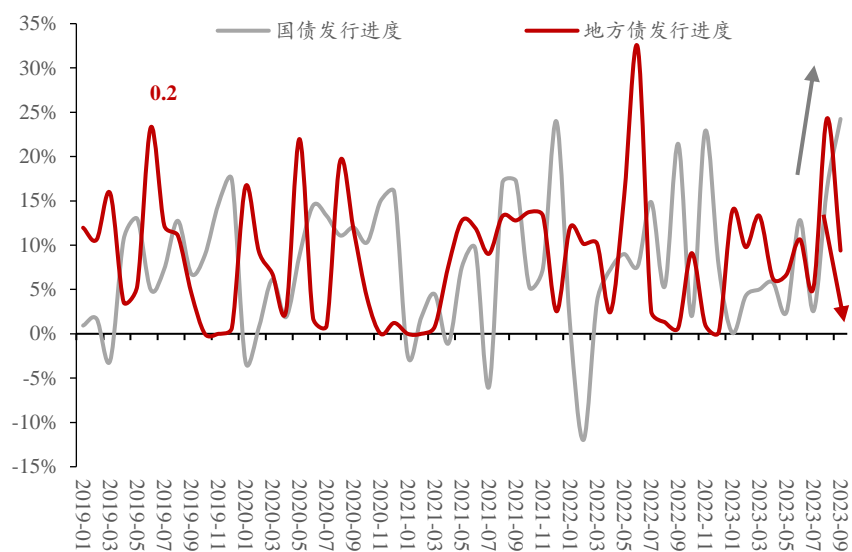


资料来源：财政部，民生证券研究院

图5：中央公共财政收入走弱伴随计划外国债发行



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：9月地方债发行节奏放缓


资料来源：财政部，民生证券研究院

3 误解之三：地方政府预算调整等同新增投资

8月末多地人大常委会主任会议决定，将在9月下旬地方人大常委会审议预算调整案，市场同样对此作出“宽财政”解读。

按照《预算法》，预算调整一般在以下四种情形进行预算调整：（一）需要增加或者减少预算总支出的；（二）需要调入预算稳定调节基金的；（三）需要调减预算安排的重点支出数额的；（四）需要增加举借债务数额的。

实际执行层面来看，地方会在年中根据财政部下达的债务限额，多次进行预算调整²（两会后有几次下达，一般就会有几次调整）。而在年末，地方会根据全年的预算执行情况，调整总收支额度，使得预算与当年执行数相一致。

今年财政部5月下达1.51万亿专项债，原则上地方仅需进行一次预算调整，但是根据8月末多个省份（包括天津、云南、重庆、江西）人大主任会议披露，会在9月下旬进行年内第二次预算调整。市场判断该举措可能是在新增地方债务发行额度，地方将在后续月份财政扩张。

表1：多地在9月中旬计划进行新一轮预算调整

地区	年内进行过“审议预算调整报告”的人大常委会日期		
	第一次预算调整	第二次预算调整	第三次预算调整
黑龙江	8月30日	否	—
天津	3月30日	7月26日	9月21日
云南	7月26日	9月21日	—
重庆	5月30日	9月26日	—

²两会人大批复的全年债务限额后，省级财政部门依照财政部下达的限额，提出本地区政府债务安排建议，编制预算调整方案。

江西	5月26日	时间未定	—
----	-------	------	---

资料来源：地方政府官网，民生证券研究院整理

当前地方进行新一轮预算调整或有两种可能。

第一，常规操作，财政部下达第三批专项债额度，地方跟进预算调整。今年还剩余 1000 亿专项债额度，财政部可能在 9 月下达地方，地方据此调整预算。

第二，财政部对地方下达地方债务结存限额。

地方政府想要新增债务收入，除了调增当年债务新增限额，还可以动用结存限额。结存限额是债务总限额-总余额，是历史年份政府少发债或者偿付本金积累而成。当政府计划动用结存限额，国务院只需要将此计划报备给全国人大而不必进行预算调整³，随后下达分配至地方。

例如 2022 年 8 月财政部向国务院报批后，将 5000 亿结存地方债务限额下达至地方，地方据此调整各自预算中的债务收入。

结存限额历史上有两种用途，一是用于新增投资，譬如上述 2022 年新增的 5000 亿结存限额用于新增投资。

二是用于置换预算外隐性债务，2019 年至 2022 年进行的全域无隐债试点与建制县化债都是动用结存限额，发行特殊再融资实现。

表2：2022 年动用结存限额即地方预算调整流程（湖北省为例）

时间	会议	内容
8月24日	李克强主持召开国务院常务会议	依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕
9月27日	湖北省第十三届人民代表大会常务委员会第三十三次会议	债务收入由 1434.4 亿元调整为 2194.8 亿元， 调增 760.4 亿元 。 一是截至目前，财政部下达我省新增专项债务限额 1606 亿元，核定我省再融资专项债券发行规模上限 346.8 亿元，共计 1952.8 亿元，较年初预算增加 518.4 亿元 。 二是近期财政部报请国务院批准后，将允许我省利用专项债务空间发行专项债券 242 亿元 ，相关数据以后期正式文件为准。

资料来源：地方政府官网，民生证券研究院整理

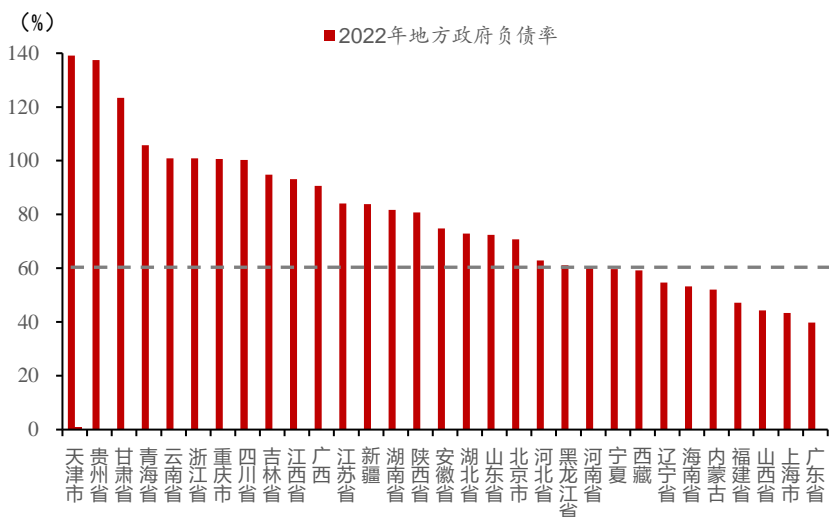
我们倾向本轮预算调整是财政部下达结存限额，更多或用于化解隐性债务。

其一，今年 7 月政治局会议提出推行“一揽子化债政策”方案，且地方已于 6-7 月向国务院上报建制县化债方案，按照时间推算，9 月中旬正是预算调整时期。

³ http://czt.hubei.gov.cn/bmdt/ztzl/hbsyjsxxgk/sjzfyjszgk/202210/t20221017_4353071.shtml

其二，本轮预算调整省份主要是债务高风险地区，包括云南、天津、重庆，印证本轮调整与化债有关。

图7：当前披露预算调整地方隐债风险较高



资料来源：企业预警通，民生证券研究院绘制

4 财政加杠杆扩张意愿的再探讨

前文我们更多从技术层面（财政空间与预算流程）分析当前财政发力的可能性。但是财政后续扩张与否，最终还是取决政策思路。我们尝试从过去以及今年以来财政运行特征探讨这一问题。

4.1 疫后财政与基建投资逐步脱钩

在 2017 年十九大提出“高质量发展”目标后，财政政策也一直遵循这一原则，且主要体现在财政开支稳基建意愿逐步降低，主要有三点体现：

第一、积极财政更多通过减收而非扩支完成。

2017 年以后，相较扩支，减收成为财政更为频繁使用的扩张工具，平均每年减收万亿规模以上，降低实体负担。2020 年降低社保费用达 1.7 万亿，2022 年创新进行增值税存量留抵退税，规模达 2.46 万亿。

第二、防范地方债务风险重要性抬升，地方投资动能受到压制。

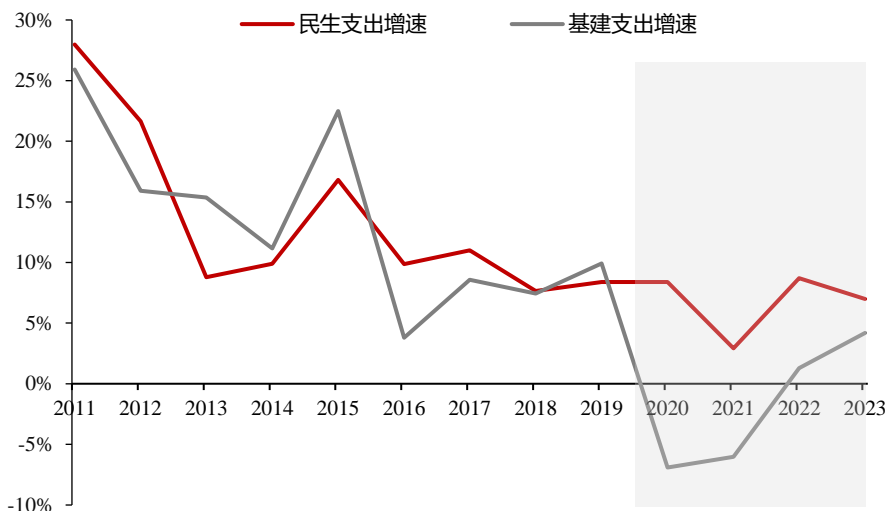
2018 年后财政进入第二轮化债进程，叠加“倒查责任终身”政治纪律的建立，隐性债务化解成为 2023-2028 年任务主线。

为防范隐债新增，政策一方面强化对新增隐债监管，缩减平台融资渠道（2021 年 15 号文），地方投资动能受到压制。

第三、财政支出重心向民生领域偏倚。

2020 年以后，财政用向民生支出占比持续提升，而相应的基建支出占比持续走弱。2018-2021 年基建投资同比增速持续维持低位。

图8：2020 年后公共财政支出倾向民生领域



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 今年财政定力强，扩支意愿有限

根据上文，2020 年以后，积极财政更倾向减收而非扩支，支出重心向民生偏倚，且更加注重财政金融风险，意味着当前预算内加杠杆扩投资并非政策首选。

这一政策思路在今年也得到印证，今年二、三季度经济下行压力较大，财政保持较强定力。

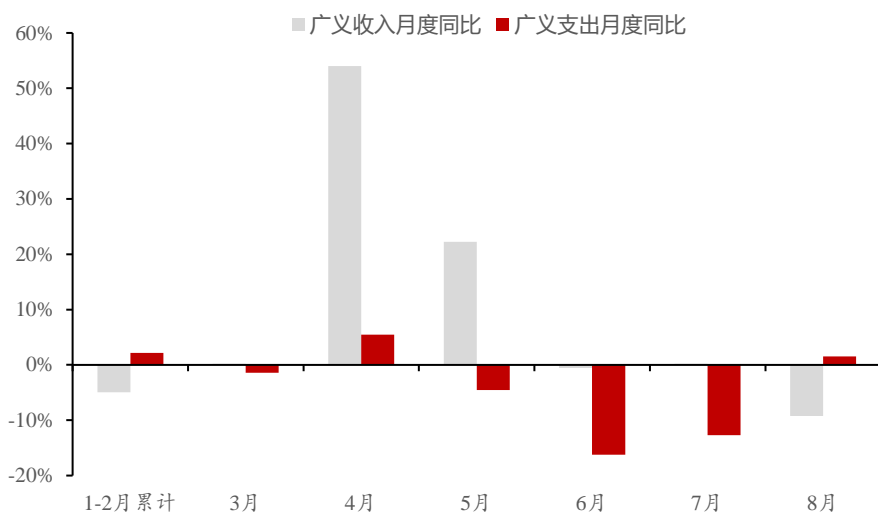
二季度消费、出口增长动能回落，经济下行压力较大，但财政扩张力度不升反降，债券发行节奏放缓，支出同比增速由正转负。

7 月政治局会议明确加大宏观政策调控力度。但是会后财政政策加码仍然较为克制，主要政策增量更多面向居民消费、产业创新以及债务风险化解。

总结而言，面对二季度经济下行压力，以及 7 月政治局会议明确财政加码，财政政策的扩张力度都选择保持克制，我们认为，若四季度经济动能若没有下修风险，财政扩张的概率较低。

另外，参照今年基建投资结构，地方基建扩容概率低，如有加码，也是依靠中央基建，总体规模有限。

图9：二季度广义财政支出同比增速转负



资料来源：财政部，民生证券研究院

5 风险提示

1) **海外经济超预期下行**。若四季度海外经济增速超预期下行，我国出口增速或低于市场预期，财政扩张必要性将大幅提升。。

2) **地产政策调整超预期**。若地产政策力度超预期，全年土地出让收入或在年末企稳，财政收入实际值或高于本文测算结果，减收对财政扩支的约束或低于本文预期。。

插图目录

图 1: 2023 年 8 月支出同比增速走高.....	5
图 2: 2023 年 8 月政府债务供给节奏加快.....	5
图 3: 企业所得税、土地出让收入或将低于预算规模.....	5
图 4: 中国赤字规模与国债净融资规模.....	7
图 5: 中央公共财政收入走弱伴随计划外国债发行.....	7
图 6: 9 月地方债发行节奏放缓.....	8
图 7: 当前披露预算调整地方隐债风险较高.....	10
图 8: 2020 年后公共财政支出倾向民生领域.....	11
图 9: 二季度广义财政支出同比增速转负.....	12

表格目录

表 1: 多地在 9 月中旬计划进行新一轮预算调整.....	8
表 2: 2022 年动用结存限额即地方预算调整流程（湖北省为例）.....	9

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026