

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**分析师：周恺悦**

执业证号：S0100523090001

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

市场关于新增赤字的预期再起，年内是否会有新增赤字？我们回溯历史，从三个维度对比当下和历史背景，尝试回答当下新增赤字的必要性和可行性。

**► 历史上 1998-2000 曾连续三年在年中增扩赤字。**

中国仅在 1998-2000 三年在年中打开赤字额度。

1998 年年中（6 月-8 月）为应对亚洲金融危机冲击，年中上调赤字额度 1080 亿元（中央 500 亿元，地方 580 亿元），重点用于农林水利、交通通信、环境保护、城乡电网改造、粮食仓库和城市公用事业等基础设施建设。当年年初赤字预算规模 460 亿元。

1999 年 8 月，赤字上调 600 亿元（中央 300 亿元，地方 300 亿元），用于增加固定资产投资。当年年初赤字预算规模 1503 亿元。

2000 年 4 月，上调赤字规模 500 亿元（中央），用于增加建设性支出。当年年初赤字预算规模 2299 亿元。

**► 1998-2000 年增扩赤字的历史情景——经济下行压力较大，政府融资渠道较少。**

年内增扩赤字是少见现象，之所以在 1998-2000 年增扩赤字，直接原因是当时较为特殊的宏观经济背景。

当时中国经济正经历内外部冲击，外部冲击有亚洲金融风暴，内部冲击主要来自特大洪水灾害。亚洲金融危机影响我国出口，特大洪水则扰动国内生产投资消费活动，国内需求不足，物价水平持续走低，1998 年中经济增速一度偏离年初设定经济增长目标。

面对内外部压力，政府加大了逆周期调控力度，而增发国债是当时财政扩张的重要工具。

首先，城投融资当时处于起步发展阶段，且土地溢价偏薄，城投融资模式尚未在全国范围内推开。

城投融资中常需要向金融机构抵押优质土地资产（一般从政府获得），而当时房改正值起步阶段，商品房市场尚未成熟，土地溢价偏薄，城投融资模式并不顺畅，尚未作为当时地方财政重要融资通道。

其次，商业银行正在经历不良资产剥离，配套投放信贷能力有限。

**相关研究**

- 1.宏观专题研究：人民币汇率定价的三条线索-2023/10/09
- 2.宏观专题研究：年内的财政空间-2023/10/09
- 3.全球大类资产跟踪周报：美债风暴再起-2023/10/08
- 4.宏观事件点评：汇率研究指南-2023/09/28
- 5.宏观专题研究：财政发力，误解与真相-2023/09/26

1999 年，四大资产管理公司成立，随后两年时间（1999 年-2000 年）内，商业银行的 13939 亿元不良资产全部剥离给新成立的四大资产管理公司。1998-2000 年商业银行持续推进剥离不良资产，其配套投放信贷力度可能受到一定影响。

**最后，政策性银行成立不久，资产负债表扩张有限。**

1994 年，国家为了实现国有专业银行政策性业务与商业性业务的分离，成立了国家开发银行、进出口银行和农业发展银行三家政策性银行，承担了相应的政策性业务。1998 年，政策行刚成立不久，资本金尚不充裕，扩表能力有限，难以配合财政扩张需求。<sup>1</sup>

**通过回溯历史我们发现，新增赤字有两个可能的重要前提：（一）特殊宏观背景需要财政扩张；（二）财政扩张方式有限，新增赤字是绕不开的财政工具。**

判断今年四季度是否可能新增赤字，我们可以沿用上述前提展开判断。

### ➤ **再看当下增扩赤字必要性——三个维度的比较分析。**

**第一，当前财政融资工具箱充盈，并不必要选择增扩赤字。**

当前财政融资工具包括并不限于：中央预算内赤字结存限额、地方债结存限额，预算外有政策行信贷、政策性金融工具、结构性货币工具等。

**上述财政工具，流程上更便利，规模灵活，效果直接，使用效率优于新增赤字。**新增赤字需要财政部调整预算，并上报人大常委会审议，流程相对繁复，后续使用也要配合财政监管，整体发行使用效率低于其它财政工具。

**第二，我们测算得到今年财政收支可以通过其他方式打平，增扩赤字必要性低。**

直观来看，今年税收和土地出让金节奏低于年初预期，看似短收 2.3 万亿。**事实上，财政可以通过非税收入、专项债结存限额等方式增收，补足收支缺口。**

即便不新增融资预算外融资工具，当然也不需要新增赤字（对应新发政府债券），最终财政收支也不会偏离既定预算太大规模。

**第三，当前时间已经是四季度，增扩赤字撬动的增长效果已经非常有限。**

流程上增扩赤字必须通过人大常委会审议。人大常委会一般在双月召开，10 月为最近一次会议召开时间。假设人大常委会通过之后，最快 11 月发行，增扩赤字带来的资金真正落地到项目，至少要到年底的 12 月。

**考虑到年末天气转冷为项目施工淡季，以此推断，即便四季度增扩赤字，对年内经济拉动的效果预计非常有限。**

### ➤ **若有新增赤字，可能解释在于辅助地方化债而非拉动投资。**

新增赤字在历史上非常少见，退一步来说，即便未来真的有新增赤字，其主要目的或并非拉动投资，而是辅助支持地方化债。

当前地方化债压力较大，财政重心也偏向保民生即基层运转，难以承担过重投资事权。若由中央新增赤字代替地方完成投资，能够减轻地方新增隐债风险。

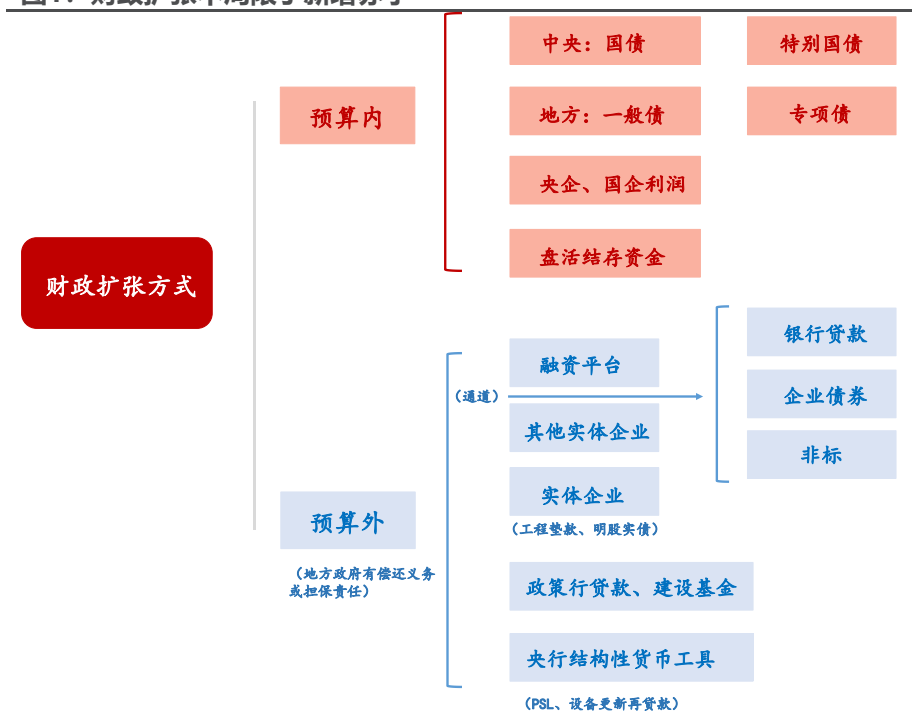
这样一来，新增赤字对应新发政府债券，债券供给虽然多增，但化债最终目的

<sup>1</sup> 国开行的资产负债规模直至 2008 年才开始明显增扩，主要因为国开行于 2007-2008 才正式完成股份制改造。

是为稳定金融体系，债券供给多增之后，也往往对应着宽松货币环境，届时可以期待四季度降准。

➤ **风险提示：** 地产政策变化超预期；国内经济走向超预期。

图1：财政扩张不局限于新增赤字



资料来源：财政部，民生证券研究院整理

## 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。本报告清晰准确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
	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