



宏观研究

【粤开宏观】增发1万亿国债的意义

2023年10月24日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】美国2008年房地产危机的成因、处置和启示——海外房地产系列之二》2023-10-23

《【粤开宏观】库存周期的误区、分歧与辨析》2023-10-22

《【粤开宏观】经济下行压力最大的时刻已经过去：9月经济数据解读——宏观研究》2023-10-18

《【粤开宏观】特殊再融资债券重启——宏观研究》2023-10-15

《【粤开宏观】关于减税降费的一些认知与思考——宏观研究》2023-10-15

导读

2023年10月24日，全国人大常委会批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议草案，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。

资金将重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。

同时，会议表决通过了关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定。

摘要

一、当前增发国债和调整预算有六大积极意义

一是中央审时度势，实事求是根据经济社会发展形势做出预算调整，赤字率将上升到3.8%左右，以实际行动打破3%赤字率的束缚，充分利用我国较大的中央财政空间。事实上，在1998年面临东南亚金融危机以及暴雨灾害时，我国也做出过预算调整。这意味着在符合法定程序的情况下，根据形势变化动态调整政策是必要的。

二是增发国债用于特定的减灾防灾建设等八大方面，有利于补短板、惠民生，充分体现了财政支出以人民为中心的发展理念。随着近年来中国基建投资快速发展，一系列大国工程先后重大作用，关于基建投资空间和潜力的讨论较多。我国基建投资仍具有较大空间，尤其是在减灾防灾比如城市排水防涝、防洪建设等方面，同时我国基建投资呈现出区域结构不均衡的特点。此次资金用途针对性强，目标明确，选择了补短板、惠民生的领域，这也是财政保障国家重大战略和重点工作的应有之义。

三是有利于扩大总需求，推动经济持续向好。当前宏观经济形势总体持续恢复，但总需求不足、微观主体信心不振的问题依然存在，增发国债有利于加强基础设施建设，扩大总需求，为四季度和明年的经济运行打下好的基础。

四是有利于提振信心与预期。一段时间以来，信心不足制约了微观主体经济活动的扩张，影响了投资和消费，当前增发国债超出市场预期，释放了政府稳定经济增长的信号。

五是有利于增加可支配财政资金，有利于更好地落实积极的财政政策。今年以来受制于房地产市场总体低迷等，土地出让收入继续大幅下行，政府性基金预算收入持续负增长，制约了财政支出的力度。1-9月一般公共预算收入与政府性基金预算收入和支出低于年初的预算目标，其中，一般公共预算收入



与政府性基金预算收入之和两年平均增速为-4.5%；两本预算之和支出之和的两年平均增速仅为 2.7%。

六是有利于优化债务结构，防范化解地方债务风险。从债务管理看，增发国债后赤字增加并转移支付给地方政府，缓解了地方财政压力的同时优化了债务结构。当前地方债务占比高，地方政府债务风险总体可控但部分区域存在风险，增发国债有利于从总体上优化债务结构，降低地方债务风险。

二、下阶段尤其是明年财政政策的建议：打破 3%赤字率约束，以支出政策为主、收入政策为辅，推动政策方向从重投资转向投资与消费并重，增强财政政策不同方式的系统集成性

2024 年经济形势总体上仍将延续今年的疫后恢复态势，从动能看，主要还是服务业和高端制造带动，房地产在政策作用下预计将逐步回暖但是恢复力度还要看政策的进一步加码；同时从经济周期来看，库存周期大概率已见底回升，从去库存进入到补库存对于经济增长也是积极作用。

当然，2024 年仍会面临一系列风险挑战，既有中长期和结构性因素，还有短期的房地产、地方政府债务、金融风险、结构性失业等问题。因此，政策方面仍要继续实施积极的财政政策、稳健偏宽松的货币政策、继续发力的房地产政策，**将提振市场主体信心和解决就业置于更高的位置，推出一揽子举措提振市场信心。**

财政政策要有新的内涵：

其一，打破赤字率 3%的约束，赤字规模中由中央占主导。实事求是面对真实赤字率，避免长期采用的“控赤字+扩专项债”导致赤字规模过小、专项债使用效率偏低的局面。同时，鉴于部分存量项目仍需要专项债继续支持，专项债规模可略低于去年，并大幅提高赤字率至 4% 以上。

其二，财政政策以支出政策为主、减税降费等收入政策为辅，提高财政资源的使用效率。经济下行期以及信心恢复期，收入政策有可能受制于市场主体行为的收缩，减税降费未必能快速转化为投资和消费；而支出政策能产生更加有效的结果。

其三，推动财政政策逐步从重投资转向投资与消费并重，对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税 APP 等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施。当前我国低保覆盖较为完善，因此尤其要关注三个群体：1) 低保临界线以上、社平工资以下的城镇低收入群体；2) 低保临界线以上、社平工资以下的农村低收入群体，尤其是老人群体；3) 失业大学生群体。鉴于当前在实操层面持续面临难以精准补贴的问题，当前有必要尽快建立补贴群体筛选的机制和基础设施，可利用个税 APP 平台申报个人收入，即使不需缴纳个税也鼓励申报，作为直接补贴的依据，这样就可以根据收入分布及标准动态筛选出补贴群体。

其四，要尽快稳定宏观税负，缓解财政收支矛盾。对于对普通老百姓影响不大、但有利于绿色发展的税种可以扩围、提高税率。对消费税征收范围扩围，从目前以烟酒汽车为主扩展到高端服务业，比如五星级酒店等，同时提高消费税税率。提高资源税、环保税税率。研究探索碳税，研究探索并构建适配数字经济发展的数据财政体系等，包括数据资产税、数据财政等。短期可转



让减持一部分国有股权。

其五，要在一揽子政策的安排下继续推进财政化债、金融化债。1) 提高债务限额，为再融资债券发行腾出空间，推动隐性债务显性化；2) 盘活并出让国有资产资源；3) 与金融机构展期、下降利率；4) 四大资产管理公司提前购买部分城商行、农商行持有的城投债，避免财政风险传递为金融风险；5) 政策性金融机构发放中长期贷款等。

其六，增强非财政政策与财政政策的配合、非经济政策与经济政策的协同，增强财政政策不同方式的系统集成性，增强政策的效率效果，推动财政政策从“数量规模型”转向“效率效果型”，同时强化与市场的有效沟通。从2024年起，出台财政政策有必要更加强调系统谋划思维，将收入、支出和债务统筹考虑；尤其要将增值税立法与一系列“补丁”统筹考虑；统筹个人所得税改革，比如家庭征收、综合征收、动态调整扣除额、调整税率级次和税率、奖金计算，避免碎片化推进专项附加扣除等；统筹社会保险缴费基数、费率与规范征管等。

系统推进财税改革、统筹推进财政政策实施，走在市场预期前面引导预期，加强与市场的沟通。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、此次增发国债的背景和意义	5
二、明年财政政策的建议.....	5



一、此次增发国债的背景和意义

此次增发国债和调整预算具有以下六大方面的积极意义：

一是中央审时度势，实事求是根据经济社会发展形势做出预算调整，赤字率将上升到 3.8% 左右，以实际行动打破 3% 赤字率的束缚，充分利用我国较大的中央财政空间。事实上，在 1998 年面临东南亚金融危机以及暴雨灾害时，我国也做出过预算调整。这意味着在符合法定程序的情况下，根据形势变化动态调整政策是必要的。

二是增发国债用于特定的减灾防灾建设等八大方面，有利于补短板、惠民生，充分体现了财政支出以人民为中心的发展理念。随着近年来中国基建投资快速发展，一系列大国工程先后重大作用，关于基建投资空间和潜力的讨论较多。我国基建投资仍具有较大空间，尤其是在减灾防灾比如城市排水防涝、防洪建设等方面，同时我国基建投资呈现出区域结构不均衡的特点。此次资金用途针对性强，目标明确，选择了补短板、惠民生的领域，这也是财政保障国家重大战略和重点工作的应有之义。

三是有利于扩大总需求，推动经济持续向好。当前宏观经济形势总体持续恢复，但总需求不足、微观主体信心不振的问题依然存在，增发国债有利于加强基础设施建设，扩大总需求，为四季度和明年的经济运行打下好的基础。

四是有利于提振信心与预期。一段时间以来，信心不足制约了微观主体经济活动的扩张，影响了投资和消费，当前增发国债超出市场预期，释放了政府稳定经济增长的信号。

五是有利于增加可支配财政资金，有利于更好地落实积极的财政政策。今年以来受制于房地产市场总体低迷等，土地出让收入继续大幅下行，政府性基金预算收入持续负增长，制约了财政支出的力度。1-9 月一般公共预算收入与政府性基金预算收入和支出低于年初的预算目标，其中，一般公共预算收入与政府性基金预算收入之和两年平均增速为-4.5%；两本预算之和支出之和的两年平均增速仅为 2.7%。

六是有利于优化债务结构，防范化解地方债务风险。从债务管理看，增发国债后赤字增加并转移支付给地方政府，缓解了地方财政压力的同时优化了债务结构。当前地方债务占比高，地方政府债务风险总体可控但部分区域存在风险，增发国债有利于从总体上优化债务结构，降低地方债务风险。

二、明年财政政策的建议

2024 年经济形势总体上仍将延续今年的疫后恢复态势，从动能看，主要还是服务业和高端制造带动，房地产在政策作用下预计将逐步回暖但是恢复力度还要看政策的进一步加码；同时从经济周期来看，库存周期大概率已见底回升，从去库存进入到补库存对于经济增长也是积极作用。

当然，2024 年仍会面临一系列风险挑战，既有中长期和结构性因素，还有短期的房地产、地方政府债务、金融风险、结构性失业等问题。因此，政策方面仍要继续实施积极的财政政策、稳健偏宽松的货币政策、继续发力的房地产政策，将提振市场主体信心和解决就业置于更高的位置，推出一揽子举措提振市场信心。

财政政策要有新的内涵：

其一，打破赤字率 3% 的约束，赤字规模中由中央占主导。实事求是面对真实赤字率，避免长期采用的“控赤字+扩专项债”导致赤字规模过小、专项债使用效率偏低的局面。同时，鉴于部分存量项目仍需要专项债继续支持，专项债规模可略低于去年，并大幅提



高赤字率至 4% 以上。

其二，财政政策以支出政策为主、减税降费等收入政策为辅，提高财政资源的使用效率。经济下行期以及信心恢复期，收入政策有可能受制于市场主体行为的收缩，减税降费未必能快速转化为投资和消费；而支出政策能产生更加有效的结果。

其三，推动财政政策逐步从重投资转向投资与消费并重，对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税 APP 等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施。当前我国低保覆盖较为完善，因此尤其要关注三个群体：1) 低保临界线以上、社平工资以下的城镇低收入群体；2) 低保临界线以上、社平工资以下的农村低收入群体，尤其是老人群体；3) 失业大学生群体。鉴于当前在实操层面持续面临难以精准补贴的问题，当前有必要尽快建立补贴群体筛选的机制和基础设施，可利用个税 APP 平台申报个人收入，即使不需缴纳个税也鼓励申报，作为直接补贴的依据，这样就可以根据收入分布及标准动态筛选出补贴群体。

其四，要尽快稳定宏观税负，缓解财政收支矛盾。对于对普通老百姓影响不大、但有利于绿色发展的税种可以扩围、提高税率。对消费税征收范围扩围，从目前以烟酒汽车为主扩展到高端服务业，比如五星级酒店等，同时提高消费税税率。提高资源税、环保税税率。研究探索碳税，研究探索并构建适配数字经济发展的数据财政体系等，包括数据资产税、数据财政等。短期可转让减持一部分国有股权。

其五，要在一揽子政策的安排下继续推进财政化债、金融化债。1) 提高债务限额，为再融资债券发行腾出空间，推动隐性债务显性化；2) 盘活并出让国有资产资源；3) 与金融机构展期、下降利率；4) 四大资产管理公司提前购买部分城商行、农商行持有的城投债，避免财政风险传递为金融风险；5) 政策性金融机构发放中长期贷款等。

其六，增强非财政政策与财政政策的配合、非经济政策与经济政策的协同，增强财政政策不同方式的系统集成性，增强政策的效率效果，推动财政政策从“数量规模型”转向“效率效果型”，同时强化与市场的有效沟通。从 2024 年起，出台财政政策有必要更加强调系统谋划思维，将收入、支出和债务统筹考虑；尤其要将增值税立法与一系列“补丁”统筹考虑；统筹个人所得税改革，比如家庭征收、综合征收、动态调整扣除额、调整税率级次和税率、奖金计算，避免碎片化推进专项附加扣除等；统筹社会保险缴费基数、费率与规范征管等。

系统推进财税改革、统筹推进财政政策实施，走在市场预期前面引导预期，加强与市场的沟通。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com