



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

10月24日靴子落地，全国人大常委会通过新增国债以及预算调整的决议，将于四季度增发2023年国债10000亿元。

**增扩赤字，增发国债，终在年内落地，超过我们团队之前判断。**

1万亿增发国债全部通过转移方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。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。

### ► 三个“刻意”设定，说明这次增扩赤字具有标志性意义

历史上增扩赤字的年份只发生在1999年至2000年。当年增扩赤字不仅因为当年经济承受着内外部双重冲击——外有亚洲金融危机，内有98年洪涝灾害；更重要的是，当年财政工具没有太多选择——政策性金融工具、商业银行信贷、城投融资，当时启用均存约束。增扩赤字，增发国债，是当年难以绕开的工具选择。

**（一）**当下财政工具箱非常丰富，理论上财政扩张不必然选择增发国债，毕竟增发国债面临较多约束，例如需人大审核，并设投向规定，使用起来灵活度有限，并非应急之用的完美工具。

**（二）**四季度已是财年收官时期，历史上较少年份会选择在财年收官时期发布财政新工具，尤其是突破赤字，增发国债。

**（三）**这次国债发行按照特别国债管理，然而又纳入赤字预算，这一点非常特殊。要知道过往常见情形为特殊国债不纳入赤字，例如2007年，又例如2020年。说明这次国债发行，本可以在特别国债口径之下，不扩张赤字。然而这次增发国债，刻意扩大赤字，说明突破赤字率是当前财政的主动选择。

**刻意选择特殊时点（财年收官之际），刻意选择特殊财政工具（增发国债），并刻意突破赤字率，可以说财政意图非常明确——释放强烈信号，预示未来或将见到常规的或者非常规的积极政策，稳定全社会信心。**

正因如此，我们强调，相较这次国债发行规模几何、用向哪里、撬动多少GDP，更重要的是这次增扩赤字带来的信号意义。

### 相关研究

- 1.宏观事件点评：化债方法论-2023/10/22
- 2.全球大类资产跟踪周报：避险情绪蔓延-2023/10/22
- 3.宏观专题研究：测算未来地产竣工弹性-2023/10/20
- 4.2023年9月经济数据点评：经济是否“N”型大反弹？-2023/10/18
- 5.全球大类资产跟踪周报：汇金罕见出手-2023/10/15

➤ **这次“刻意”增扩赤字，或预示着两个重要的财政运行方向。**

当前地方政府困囿于地方债务约束，土地出让金下台阶大趋势下，地方政府杠杆空间受限。我们注意到这次增发国债用途不同寻常：(1) “通过转移支付方式全部安排给地方”。(2) “有助于缓解地方财政收支压力，进一步优化了财政支出结构，也进一步优化了债务结构”。

**国债对应中央部门加杠杆，这次国债增发，最终形成的格局是杠杆加在中央，支出却落在地方，中央撬动整体政府杠杆。这一点与以往形成鲜明对比。**

地方化债浪潮已来，化债本质逻辑是债务重定价过程中，完成风险转移并化解，并伴随一轮权责重塑。这也意味着，本轮化债还将伴随着深刻的财政运行框架变革。结合这次“刻意”的增扩赤字，我们似乎能够窥见未来财政运行框架的两大变革趋势。

方向之一，未来财政运行，中央政府权重提高。

方向之二，未来财政运行，政府的支出和债务结构中央地结构重塑。

➤ **本轮增扩赤字，对资本市场的影响。**

**鉴于这次增扩赤字，政策刻意释放积极信号，股票、商品和汇率，预计将给与积极的反应，债券市场影响则较为复杂。**

增扩赤字推高四季度利率债供给，短期内加大资金面压力，加上增扩赤字释放较为浓烈的关注经济的政策信号，债券市场表现有待观察。

但另一方面货币后续如何配合，资金面紧张态势何时缓解，需要我们进一步观察。历史上特别国债曾采用非常规方式，对央行特定发行，**货币流动性配合程度或是未来债市利率波动幅度的关键变量。**

➤ **风险提示：**政策变化超预期；国内经济走向超预期。

## 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
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