



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《央行首提活跃资本市场四端发力》
- 2023.10.24

宏观研究

国债增发助力灾后重建，年底降准可期

● 核心观点

十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人大常委会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，四点理解：

第一，本次预算调整方案一定程度上超出市场预期。

第二，调整后赤字率达到历史最高。

第三，政策目的在于补充地方财力，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。

第四，对于资本市场，经济提振效果可能不充分，但可能对债市形成扰动。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人大常委会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，四点理解：

第一，本次预算调整方案一定程度上超出市场预期。我国曾经四次在年中调整预算，最近的一次是在 2008 年，2008 年 6 月 26 日第十一届全国人民代表大会常务委员会第三次会议，批准 2008 年中央预算调整方案。在此之前，十一届全国人大常委会第五次委员长会议公告提到，建议十一届全国人大常委会第三次会议审议国务院关于提请审议 2008 年中央预算调整方案草案的议案。因此，经验上，中央预算调整方案的审议会在此前委员长会议中公布。而十四届全国人大常委会第十三次委员长会议公告中，宣布十四届全国人大常委会第六次会议于 10 月 20 日至 24 日在北京举行，并未提及中央预算调整方案。本次中央预算调整方案的通过，突破了历史经验，是超预期的。

第二，调整后赤字率达到历史最高。中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 10000 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。历史上，2016 年中国积极的财政政策要加大力度，拟安排财政赤字 2.18 万亿元，比前一年增加 5600 亿元，赤字率提高到 3%，首次碰触了 3% 的所谓国际警戒线。此后直至 2019 年，我国赤字率始终未突破 3%。2020 年因受到外部冲击，2020 年、2021 年赤字率短暂突破 3%，分别达到 3.6%、3.2%，2022 年之后再次回落至 3% 以内，2023 年政府工作报告对赤字率拟按 3% 安排。本次预算调整后，赤字率达到 3.8%，为历史最高。

第三，政策目的在于补充地方财力，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。据财政部介绍，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，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。对比历史上的四次中央预算调整，前三次目的主要是扩大基建投资，2008 年则是开展恢复生产和灾后重建工作。因此本次与 2008 年相似，政策直接意图并不在于扩大基建投资。

——这一点从方案调整时间上看也是一致的。增发的国债将在今年四季度发行，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。资金并不会完全在今年使用完毕，甚至今年安排使用的部分进度能否充分完成，从地方政府专项债的经验来看，可能需要观察。那么相应的，对于经济的拉动作用，并不会在今年充分释放。那么为何要在临近年末的时点调整中央预算？我们的理解，可能是地方政府化债导致的地方财力缺口有关。通过增发国债，全部转移支付给地方使用，有助于补充地方政府财力。由此，明年财政赤字安排是否突破 3% 的上限管理，以达到央地财政，财力、事权相匹配的财政收支运行模式，亦值得期待。

——增发国债按照特别国债管理，对标 2020 年发行的抗疫特别国债，时任财政部副部长许宏才指出“抗疫特别国债主要用于有一定资产收益保障的公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出，包括支持小微企业发展、财政贴息、减免租金补贴等。”即具有专款专用的特点。因此，本次增发国债，意在落实 8 月中共中央政治局常务委员会会议，“加快恢复重建”“进一步提升我国防灾减灾救灾能力”的部署，增加的财力主要用于支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。

第四，对于资本市场，经济提振效果可能不充分，但可能对债市形成扰动。由于增发国债拟安排分两年使用，以及使用进度的不确定性，对于今年经济的拉动作用并不会充分显现。同时国家统计局副局长盛来运提到，如果要完成全年预期目标，四季度只要增长 4.4% 以上，就可以保障完成全年 5% 左右的预期目标。本身今年经济增长目标完成的难度已较小。因此，权益市场分子端-经济增长的提振可能较为有限。对于债市来说，由于增长国债集中在今年四季度发行，可能会明显增加利率债供给。《2020 年中国财政政策执行情况报告》提到，协调人民银行获取流动性支持，做好与市场机构沟通，合理引导市场预期，为抗疫特别国债发行上市营造良好市场环境。本次增发国债，如果央行配套投放流动性规模不匹配，则可能会对债市形成扰动。因此，从活跃资本市场出发，央行 11 月可能采取降准措施配合国债发行。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048