

宏观报告

证券研究报告

2023 年 10 月 25 日

如何理解增发国债？

对经济的影响预计主要体现在明年；按照实物工作量在明年形成、不考虑额外的撬动作用来计算，我们预计增发的 1 万亿国债能够拉动明年基建投资 4-5 个百分点，拉动明年名义 GDP 0.7 个百分点左右。

相比于政策本身、政策对经济的拉动，更加重要的是政策背后的逻辑。第一，政策稳增长诉求更明确；第二，中央财政开始加杠杆；第三，按照当前政策出台的节奏和态度，我们预计明年经济增长目标的设定可能不会过于保守，可能会设置在 5% 以上；第四，资金使用可能会与“十四五”规划重大项目相结合；第五，财政发力或需货币配合。

风险提示：对政策的理解存在主观判断，可能与实际情况存在偏差；地缘政治风险、美债利率上行风险可能会对市场产生扰动。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 10 月第 4 周》2023-10-23
- 2 《宏观报告：宏观报告-房企正在加速去库存》2023-10-22
- 3 《宏观报告：宏观-三季度 GDP 为何超预期》2023-10-20

10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员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，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，财政赤字率预计由3%提高到3.8%左右，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。¹

1、本次增发国债主要在两个方面超预期：

一是流程上超预期。

通常来说，全国人大常委会审议的内容，会事先在全国人大委员长会议上进行预告，而10月13日的委员长会议中，并没有涉及任何关于增发国债、调整预算的内容，在流程上并不常见。

二是必要性上超预期。

今年GDP增速目标为5%左右，一年之内大幅下调目标的概率较小，因此明年GDP增速目标预计至少在4.5%以上，而剔除低基数影响后今年实际GDP两年复合增速预计在4.2%左右，意味着明年GDP增速目标可能要比今年的实际增长更高，明年的政策、尤其是财政政策则需要进一步加码、靠前发力，政府债加大规模、早发早用本就在市场预期之内。

但实际上，实现同样的目标，可能还有更加简易的方法——今年利用往年未使用的国债限额（目前结余8300亿元左右）提前发行国债（不突破债务限额的硬约束），同时预留资金到明年再进行支出（不突破年初赤字的硬约束），即原则上就可以不对财政预算进行调整。但本次选择直接调增赤字、增发国债，没有选择更简易的方法，在政策态度上、取向上释放了较为明确的信号意义。

2、对经济的影响：

1) 对经济的影响预计主要体现在明年。

即使中央已经明确了增发的1万亿国债，今年安排使用5000亿元，明年安排使用5000亿元，但实物工作量可能要在明年才能形成。

从流程上看，本次增发国债到形成实物工作量，需要完成以下环节：中央发行国债→中央拨付地方→地方筹备项目→拨付具体项目→形成实物工作量。

一方面，从发债到形成实物工作量，流程较长，今年还剩两个月，时间上可能来不及。另一方面，马上进入冬季，全国多数地方不具备施工的气温条件（尤其是今年水灾严重的东北和京津冀等北方受灾地区），即使资金到位，可能也无法在今年形成实物工作量。

2) 按照实物工作量在明年形成、不考虑额外的撬动作用来计算，我们预计增发的1万亿国债能够拉动明年基建投资4-5个百分点，拉动明年名义GDP 0.7个百分点左右。

3、背后的政策逻辑：

¹ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202310/t20231024_3912924.htm

相比于政策本身、政策对经济的拉动，更加重要的是政策背后的逻辑。

第一，政策稳增长诉求更明确。有更加简易的操作，但选择了直接调增赤字、增发国债，政策态度是显而易见的，说明了政策层面对经济、对稳增长、甚至对资本市场的诉求已经出现了明确的积极转向（在此之前，历史上仅在 1998 年、1999 年、2000 年在年中调增了赤字，并且 3.8%左右的赤字率也超过了 2020 年 3.6%的水平）；如果仍然无法实现政策的目标，我们认为后续政策加码的可能性也值得期待。

第二，中央财政开始加杠杆。无论是今年的发行特殊再融资债支持化债，还是去年的增发专项债，都是地方财政在加杠杆、发挥稳增长排头兵的作用。而本次增发国债，是中央财政加杠杆，说明稳增长将从地方发力开始切换到中央发力。

第三，按照当前政策出台的节奏和态度，我们预计明年经济增长目标的设定可能不会过于保守，可能会设置在 5%以上。

第四，资金使用可能会与“十四五”规划重大项目相结合。本次增发的国债，主要用于支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，对应今年的暴雨、洪涝、台风等灾害，我们预计以水利及相关领域的基建为主，同样也与引调水、供水灌溉、防洪减灾、城市防洪排涝、应急处置能力提升等“十四五”规划中的重大工程相契合，有望共同推进。

第五，财政发力或需货币配合。参考 2020 年特别国债的发行情况，我们预计本次增发国债大概率也会市场化发行，则将对流动性产生一定的扰动，叠加当前资金面偏紧，我们预计 11、12 月央行或将通过降准等方式来释放流动性，对冲增发国债对资金面的冲击。

4、对市场的影响：

1) 对债市偏利空：

无论是发债对资金面、基本面的影响，还是政策加码发力的预期在短期难以被证伪，对债市的影响都偏利空，我们预计债市在明年一季度之前可能都会偏逆风。

2) 对商品偏利好：

增发的国债，主要用于灾后重建和防灾救灾能力的提升，我们预计将投向水利及相关领域的基建项目，会直接拉动上游商品的需求，利好相关商品价格。

3) 对股市偏利好：

对股市而言，本次政策最大的意义在于明确了政策的态度，政策重心进一步偏向经济增长，有望在一定程度上缓解市场的担忧，提升市场风险偏好。但市场对美债利率、海外流动性等外部问题，对房地产、人口等长期问题的担忧，可能还需时间和赚钱效应来逐渐化解。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com