

兼顾民生和发展的“万亿国债”

核心观点：

事件回顾：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，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，整体提升我国抵御自然灾害的能力。

主要观点及市场影响：

1.为何在当前时点增发国债？三季度GDP超预期增长，按去年四季度较低基数来看，全年完成经济目标似乎并无压力，为何中央在此时调高赤字。我们认为一方面是对今年部分地区灾后重建的客观需要，根据应急管理部发布的2023年前三季度全国自然灾害情况所述“前三季度我国自然灾害形势复杂严峻，各种自然灾害共造成直接经济损失3082.9亿元”叠加今年地方政府债务化解及“三保”压力较大，土地收入持续降低，难有余力应对预料之外的自然因素，增发国债确有需求。另一方面弥补今年以来财政支持基建力度的不足，更好发挥积极财政政策的稳预期作用。今年尤其在二季度专项债发行“空档期”基建支出大幅降低，不利于稳定经济预期。目前来看，虽然三季度基建投资有所回升，但政府性基金在当前土地收入下行情况下，或较难完成年初预算，而本次新增国债则恰能弥补该部分缺口，进一步提升微观主体信心、稳定预期。

2.新增国债如何使用，有何影响？新增1万亿国债于今年四季度发行，其中5000亿用于今年财政支出，5000亿结转明年使用。在技术层面或将通过专项转移支付方式利用定向下达给地方政府。根据今年受灾情况，或将更多向受洪较为严重的京津冀、西南、西北地区倾斜。对经济产生以下方面影响：一是助力灾区重建和经济复苏，并直接拉动当地基建投资增长，方向集中在与水利建设相关排水、防洪工程以及农田建设。考虑到今年大部门地区的灾后重建已经启动，专项资金的拨付将能更快形成现金流，部分减少政府债券发行对流动性的影响；二是政策力度加码，将带动有效需求，稳定市场信心，从以往年中调整国债预算的历史回顾看，均在国债发行后带动了有效需求的提升，继而拉动股市表现较好；三是1万亿国债今年发行分两年使用的资金安排为明年新增债务规模留出充足空间，同时又能有效衔接明年一季度“开门红”，提高政策发力的可持续性。

3.增发国债背后的政策含义？体现出中央对当前经济形势的客观研判、中央财政的主动作为和政府预算的科学管理。增发政府债务既可以通过增发地方一般债和专项债的方式，也可以通过特别国债方式发行，其中通过增发地方专项债或特别国债的方式均不计入财政赤字率预算，且在操作上更加便利，但本次中央仍然选择通过提高赤字的方式发行，表明了中央财政的主动担当，打破了3%赤字率红线的传统预期，实事求是地面对客观存在的经济波动，通过发行国债更好降低债务成本，平衡中央与地方债务结构。此举表明当前或以后一段时期财政政策对于“防风险”和“稳增长”的统筹兼顾。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：聂天奇

历次年中新增国债后的市场表现：



风险提示

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

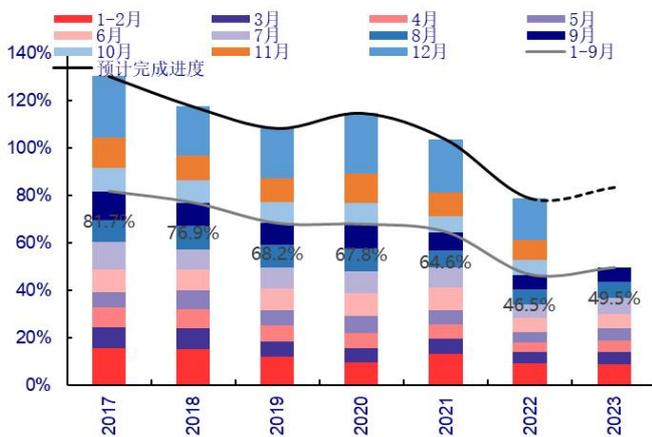
目 录

一、为何在当前时点增发国债?	3
二、新增国债如何使用,有何影响?	4
三、增发国债背后的政策含义?	6

一、为何在当前时点增发国债？

我们认为一方面是对应今年部分地区灾后重建的客观需要。根据应急管理部发布的2023年前三季度全国自然灾害情况所述“前三季度，我国自然灾害形势复杂严峻，以洪涝、干旱、台风、风雹和地质灾害为主，低温冷冻和雪灾、地震、沙尘暴、森林草原火灾等也有不同程度发生，各种自然灾害共造成直接经济损失3082.9亿元”，对于以上受灾地区客观形成了灾后重建的财政支出压力。对此一般性公共预算尽管年初预算已经安排了相关常规救灾和防灾减灾资金，但难以满足提升防灾减灾救灾能力的需要。

图 1. 历年来政府性基金收入完成进度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2. 全国政府性基金收入构成及支出 (亿元)

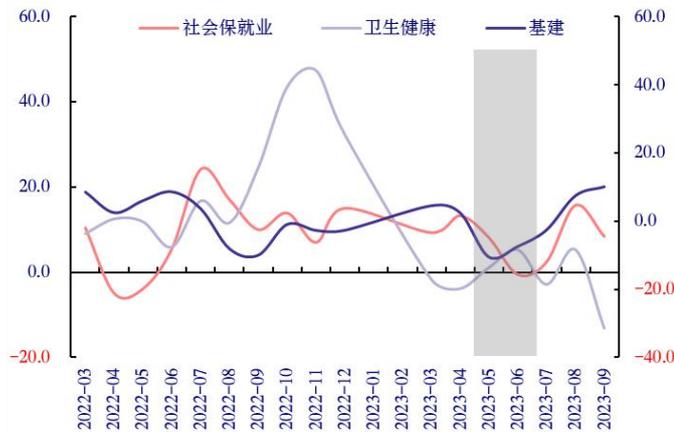


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

加上今年土地收入的持续下行，地方政府性基金收入完成进度大幅低于往年，截止9月份全国政府性基金预算收入45898亿元，比上年同期下降24.8%（如图1-2所示），叠加今年地方政府债务化解及“三保”压力较大，难有余力应对预料之外的自然因素，增发国债确有需求。

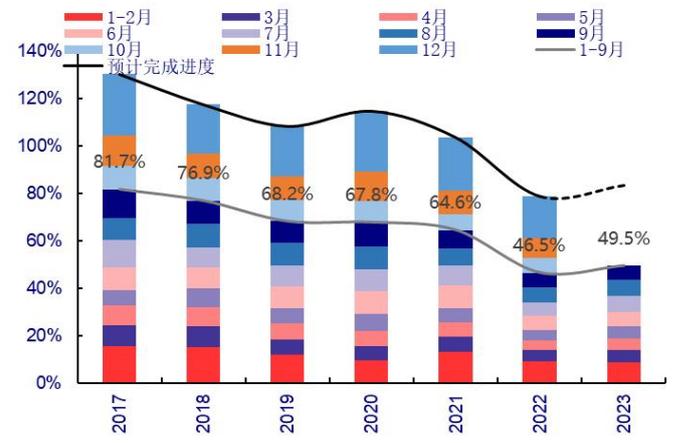
另一方面是弥补今年以来财政支持基建力度不足，更好发挥积极财政政策的稳增长作用。今年前三季度基建支出力度较弱，尤其在二季度有所回落（如图3-4所示），不利于稳定经济复苏的预期。目前来看，虽然三季度基建投资有所回升，但政府性基金在当前土地收入下行情况下，或较难完成年初预算，而本次新增国债则恰能弥补该部分缺口，进一步提升微观主体信心、稳定预期。按照前三季度政府性基金收入基准测算，在不考虑年底调入资金的情境下，我们预计全年政府性基金的完成进度或在85%左右，对应全年政府性基金欠收金额在1.1万亿左右。

图 3. 二季度财政相关支出同比增速降低 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4. 2023 年政府性基金完成进度及预期完成进度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、新增国债如何使用，有何影响？

新增国债如何使用？ 新增 1 万亿国债于今年四季度发行，其中 5000 亿用于今年财政支出，5000 亿结转明年使用。在技术层面或将通过专项转移支付方式利用定向下达给地方政府。

重点支持方向： 根据财政部介绍，新增国债用以应对部门地区的灾后重建和提升我国抵御自然灾害的能力，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 and 京津冀受灾地区等高标准农田建设。通过梳理今年受灾严重地区或许能一窥资金重点流向的地区。

根据应急管理部发布的 2023 年前三季度全国自然灾害情况，今年全国自然灾害时空分异特征明显，与近 5 年同期相比，华北、东北等地灾情偏重，西南、西北等地灾情偏轻。从灾情来看，主要是强降雨和山洪较为严重，造成经济损失 2393 亿元，占受灾损失比例大，涉及京津冀、黑龙江、吉林地区。因此我们认为考虑到目前财政资金直达机制已较为成熟，今年增发的 1 万亿特别国债或优先、集中向以上地区进行中央专项转移支付。

表 1: 2023 年前三季度主要受灾地区及经济重建规模

灾害类型	主要涉及地区	造成经济损失
华北、东北遭遇极端强降雨过程，局地山洪地质灾害突发	京津冀、黑龙江、吉林	2393 亿元
西南地区冬春连旱、华北、西北阶段性干旱	云贵川渝、内蒙古西部、宁夏、甘肃大部、青海东部	197.1 亿元
台风生成和登陆数均偏少，强台风影响范围广、损失较重	福建、广东、浙江	324.8 亿元
风雹灾害多点散发，江苏遭受强龙卷风影响	华北、西北、西南和黄淮等地	113.4 亿元

西部局地遭受低温冷冻和雪灾,西藏林芝突发重大雪崩灾害	山西、陕西、甘肃、宁夏、新疆等地	45.1 亿元
云南、山东等局地遭受地震影响	云南保山、山东平原县	6.6 亿元

资料来源: 应急管理部, 中国银河证券研究院

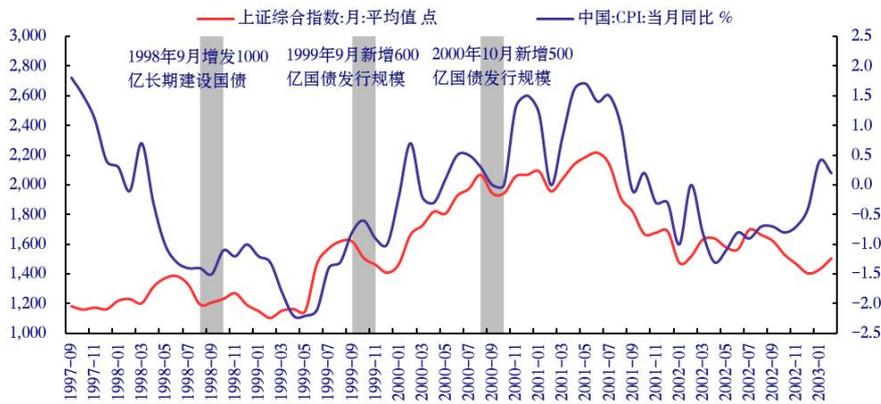
新增国债发行使用对于当前经济的积极影响:

一是助力灾区重建和经济复苏, 并直接拉动当地基建投资增长, 方向集中在与水利建设相关排水、防洪工程以及农田建设。考虑到以上地区的灾后重建工作实际已在进行中, 我们认为新增债务资金下达后将能较快转化为施工企业的现金流, 相较于专项债从债券发行到形成实物工作量对于资金的占用, 国债发行对于市场流动性影响较小。

二是政策力度加码, 将带动有效需求, 稳定市场信心, 从以往年中调整国债预算的历史回顾看, 均在国债发行后带动了有效需求的提升, 继而拉动股市表现较好。我国历史上分别在 1998 年、1999 年以及 2000 年的年中进行过国债发行规模的调整, 当时主要用以对冲亚洲金融危机对的影响。

从资金投向来看, 之前三次均主要用于基础设施建设。从货币和财政政策的协同配合来看, 1998 年 8 月首次调整预算前, 货币政策提供了流动性支持, 于 1998 年 3 月将存款准备金率由 13% 大幅降低至 8%, 随后年内三次调降贷款基准利率, 调整后中长期贷款利率及短期贷款利率分别大幅降低了 2.97%、2.25%。在货币先行发力打开政策空间后, 财政政策发力有效拉动了内需的复苏, 对 CPI 和股票市场均起到了积极作用 (如图 5 所示)。

图 5: 之前历次年中预算调整的市场表现及影响



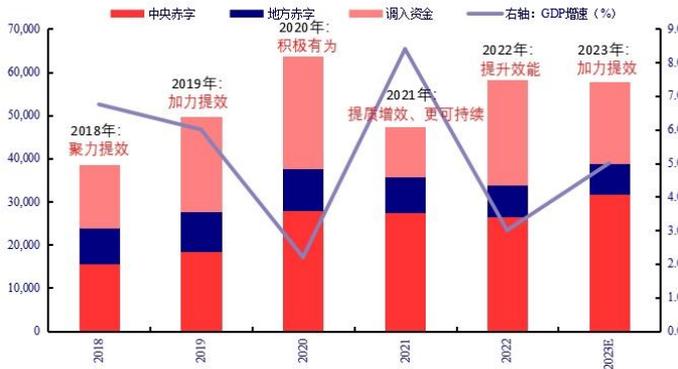
资料来源: 财政部, Wind, 中国银河证券研究院

三是 1 万亿今年发行分两年使用的资金安排为明年新增债务规模留出充足空间, 同时又有效衔接明年一季度“开门红”, 未来有望进一步提高政策发力的可持续性。2023 年我国整体财政力度略低于 2022 年, 财政支出和收入增速较前两年也有所降低, 尤其是在专项债发行“空窗期”基建投资增速也在二季度之后有所放缓, 前三季度对经济的支持力度弱于去年。目前来看, 今年地方专项债已基本发行完毕, 未来 11 和 12 月份除去正在发行的“特殊再融资债券”之外, 财政用于支持基建的资金或将同样面临与二季度相同的“空窗期”, 而新增国债的发行和使用将能有效衔接今年四季度至明年一季度投资支出。

此外，一万亿国债均在今年四季度发行，意味着将不挤占明年的债务额度和市场流动性，在有效支撑今年经济稳定复苏的基础上，还能为明年财政政策发力提供更多的空间，有利于保持政策发力的可持续性。

图 6. 近年财政赤字率及调入资金（亿元）

图 7. 公共财政收入及支出累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

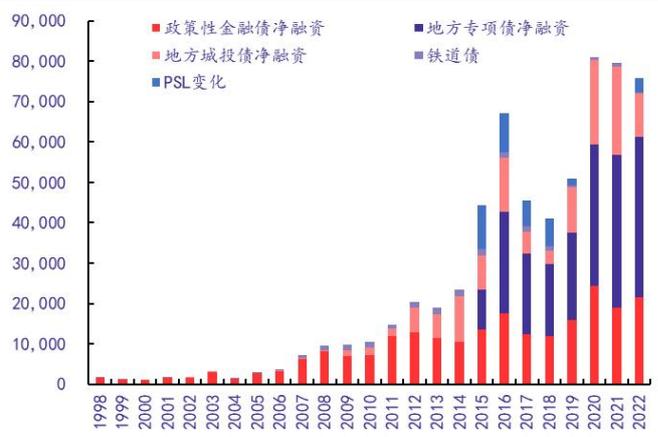
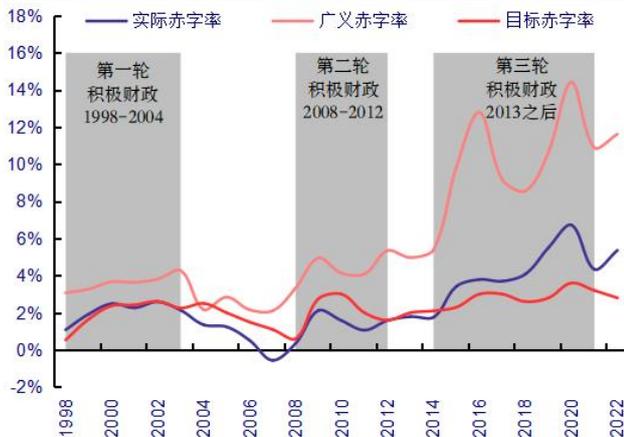
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、增发国债背后的政策含义？

我们认为本次新增国债额度体现出：**中央对当前经济形势的客观研判、中央财政的主动作为、政府预算的科学管理**。增发政府债务既可以通过增发地方一般债和专项债的方式，也可以通过特别国债方式发行，其中通过增发地方专项债或特别国债的方式均不计入财政赤字率预算，且在操作上更加便利，但本次中央仍然选择通过提高赤字的方式发行，表明了中央财政的主动担当，打破 3% 赤字率红线的传统预期，实事求是地面对客观存在的经济波动，通过发行国债更好降低债务成本，平衡中央与地方债务结构。此举表明当前或以以后一段时期财政政策对于“防风险”和“稳增长”的统筹兼顾。

图 8. 1998 年至今的三次积极财政政策扩张

图 9. 2015 年之后广义财政净融资大幅提升（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

实际上从我国过去三轮积极财政政策的赤字率水平来看，虽然狭义目标赤字率始终维持在

3%左右的水平，但考虑到每年从政府性基金、国有资本经营预算等其他账目调入资金的实际赤字率，以及考虑到地方专项债、城投债、政金债等准财政资金的广义赤字率水平均有不同程度的扩张。

目前来看，中央选择发行国债提高财政赤字率的方式增强财力，表明了对当前经济形势和实际债务率客观认识，不再拘泥于3%赤字率红线的传统约束，明年以及未来一段时间内有望持续提高狭义赤字的逆周期调节力度，进一步平衡央地间债务关系。如楼继伟在《基于国情背景认识财政预算有关问题》一文中所述“在中国，现阶段3%的指标更多的是一条心理防线，不守住这条防线也确实容易引发经济主体的不理性行为，但与此同时客观上形成了对财政政策的束缚，这种“赤字有害”的思维影响深远。”

图表目录

图 1 . 历年来政府性基金收入完成进度	3
图 2 . 全国政府性基金收入构成及支出（亿元）	3
图 3 . 二季度财政相关支出同比增速降低（%）	4
图 4 . 2023 年政府性基金完成进度及预期完成进度	4
图 5 : 之前历次年中预算调整的市场表现及影响	5
图 6 . 近年财政赤字率及调入资金（亿元）	6
图 7 . 公共财政收入及支出累计同比增速（%）	6
图 8 . 1998 年至今的三次积极财政政策扩张	6
图 9 . 2015 年之后广义财政净融资大幅提升（亿元）	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn