

首席宏观报告

对增发特别国债的四点看法

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2023年10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过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。

平安观点：

对于2023年四季度1万亿元特别国债的增发，我们有以下解读：

- **首先，为巩固中国经济复苏势头、提振市场信心，财政扩张存在必要性。**今年三季度中国经济复苏斜率稳中有升，四季度中国GDP增速有去年低基数加持，仅需增长4.4%即可实现全年经济增速目标。短期今年增长目标实现无虞，但中期视角下财政稳增长必要性却在提升：**1）**当前中国经济复苏的基础尚不牢固，集中体现为房地产和民间投资拖累依然较大。**2）**GDP平减指数连续两个季度处于负值区间，量与价的背离使市场感知更“冷”。**3）**习总书记曾指出“到2035年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的”。2035年远景目标所蕴含的年均GDP增速在4.6%左右，但去年到今年GDP两年复合增速仅略高于4%，低于潜在增速，也不利于远期目标的实现。我们关注到，2023年的赤字率水平已调增至3.8%左右，这与2020年疫情水平相当，意味着3%的赤字率已不再是特殊情形下的“紧约束”。特殊时期需要特殊举措，这种政策理念上的突破尤其值得高度肯定。我们认为，此次增发特别国债更多是出于中期因素的考量，释放积极政策信号，提升资本市场信心，统筹推动今明两年经济增速更快回升至合理水平。有鉴于此，对2024年政府工作目标的设置可以更加乐观，建议设定“5%左右”的GDP增速和“3%-4%”的赤字率水平。
- **其次，增发特别国债有助于平衡央地间的财权事权关系。**自分税制改革以来，地方政府承担着民生和基础建设的大量事权，财权却相对薄弱（2022年地方政府公共财政收入占央地总额的53%，而支出占比却达86%），客观上催生了土地财政的补充机制。2020年以来，地方政府收支矛盾更大，财力不足问题更加突出。**1）**房地产市场连续两年调整，持续拖累地方政府相关收入（2023年前9个月，地方政府国有土地使用权出让收入同比下滑19.8%，土地相关税收同比下滑13.4%）。**2）**近年来，地方政府疫情防控、基本民生、基建稳增长的支出责任均在增加。今年以来，我国多地遭遇暴雨、洪涝、台风等灾害，而前9个月水利环境相关基建投资同比增速降至-0.1%。因此，灾后恢复重建、提升防灾减灾能力有着必要性和增量投资空间。
- **本次增发1万亿特别国债给予地方政府专项支持，在机制设计上也有助于缓解央地财权事权不匹配的关系。**一方面，由中央政府承担偿还责任，全部通过转移支付方式安排给地方；另一方面，据财政部新闻发布会介绍，为减轻地方财政配套压力，将一次性适当提高相关领域中央财政补助标准或补助比例，加大对地方支持力度，确保项目顺利实施。

第三，增发特别国债有助于地方政府隐性债务化解走向良性循环。新《预算法》实施以来，我国曾开展三轮地方政府隐性债务置换（2015-2018年、2019年、2020-2022年），却“化解一批，又增加一批”。究其原因，积极财政政策扩张过程中，地方政府“增支减收”责任增大，因而“隐性债务”随之推升。2023年下半年，中国开启新一轮地方隐性债务化解。此次中央政府“加杠杆”增发特别国债，将募得资金转移给地方政府，“开正门”与“堵偏门”形成合力，实则从源头上遏制地方隐性债务的再度扩张，有助于推动地方政府化债走向良性循环。

第四，为配合特别国债增发，货币政策也有必要进一步加力。今年10月以来，地方政府特殊再融资债券加速发行，叠加缴税因素扰动，资金面呈紧张态势，表现为短端DR007资金利率高于7天期逆回购政策利率，股份行一年期同业存单利率升至1年期MLF政策利率之上。当前，特别国债的发行方式尚未明确，若最终持有人为央行，将有助于增加基础货币的投放，财政货币政策配合程度将向前迈进一步，并打开后续想象空间。**若1万亿特别国债以市场化方式发行，货币政策或需在总量操作上予以配合。**这是因为，发行缴款短期内“抽水”，可能加剧资金面供需矛盾，继而对市场利率形成推升。因此，一方面，为维持流动性合理充裕，货币政策有必要加大流动性投放力度，考虑适时适度“降准”；另一方面，货币政策有必要推动实际利率进一步下行，不排除在适当时点“降息”配合财政发力的可能性，这也有助于缓解公共投资对私人部门投资的潜在挤出效应。尤其是，今年以来，银行中长期存款利率较大幅度调降，已为政策利率的进一步下调创造空间。据融360统计，截至2023年9月，商业银行1年期、2年期、3年期和5年期定期存款加权平均利率分别较2022年末降低7bp、27bp、42bp和40bp，后三者的调降幅度均大于1年期MLF政策利率。

风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，房地产投资对中国经济的拖累超预期，海外经济衰退程度超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层