

2023年10月25日

中央有望持续加杠杆，2023年GDP增速或可完成

宏观研究团队

5.5%

——9月财政数据和增发国债点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

- **事件：**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。

- **如何理解增发万亿国债并调增赤字？**

据新华社报道，预算调整后，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。我们认为本次调增赤字增发国债释放了中央财政扩张的积极信号。资金用途或将涉及基础设施、城市及农林水利工程相关领域，注重抵御灾害的长期能力建设和高质量发展，预计四季度和2024年固定资产投资资金端有望得到提振；同时，也意味着后续有望继续突破3%的赤字率限制，进行中央加杠杆。

一、我们判断2023年全年GDP增速或可达到5.5%。(1)路径：增发国债→杠杆→基建实物工作量→GDP；(2)杠杆：参考1998-2002年，6600亿元长期建设国债共带动银行贷款和其他社会资本形成3.3万亿元的投资规模，杠杆约5倍；(3)拉动：发改委投资副司长张建民指出“这些（政策性金融工具）项目的建设周期平均是三到五年”，基建项目平均工期若计为4年，则年内增量约为5000亿元*5(杠杆)/4年(工期)/4(年内开工按3个月计)=1563亿元，拉动2023年基建增速、GDP增速分别为0.74、0.13个百分点。赤字突破关键3.0%约束后，全年GDP增速或可触及5.5%；(4)同理，我们预计2024年基建增量为10000亿元*5(杠杆)/4年(工期)=1.25万亿元，分别拉动2024年基建、GDP 5.4、1.0个百分点。

二、或造成银行间流动性偏紧，可能降准投放流动性。首先债券净融资额增加，银行购买债券，吸收狭义流动性；随后债券资金使用形成财政支出，实现基础货币投放。但11-12月债券集中发行后，一则有5000亿元国债会结转到2024年使用，则形成5000亿财政净收入，对资金面形成冲击；二则其余政府债发行后资金也有部分无法及时使用，造成流动性偏紧。因此，四季度央行为对冲流动性紧张，进行公开市场净投放、降准等操作较为可能。

增发国债发行时预计普通国债可能进行让路，但国债集中发行或对债市产生供给冲击；此外，积极财政对于2024年经济增长的预期或对债市收益率造成影响。

- **9月财政数据：财政收入边际改善，基建支出发力**

(1) **财政收入降幅收窄，税收收入持续修复。**9月财政收入下降1.26%，但降幅显著收窄，税收收入同比转正。结构上看，9月税收收入增速转正，但财政收入增速仍为负，受非税收入负增的拖累较大，但税收和非税收入都较前值有所改善，反映9月经济趋稳。增值税和企业所得税增速下滑，地产相关税收增速回升。

(2) **财政支出增速趋稳，基建类支出发力。**9月公共财政支出26515亿元，同比增速小幅下降至5.2%，财政支出力度略微放缓。9月财政支出更倾向于基建。基建类支出增速继续提升，交通运输、农林水利、城乡事务分别增长18.62%、10.1%和8.5%。

- **政府性基金收入持续下滑，支出显著提速**

9月政府性基金收入降幅持续扩大。2023年9月全国政府性基金收入4709亿元，同比下降20.4%，降幅继续扩大，为2023年以来最低增速。专项债资金使用推动政府性基金支出提速。9月政府性基金支出9150亿元，同比增速显著提高至26.1%。专项债资金落地使用加速或有效拉动政府性基金支出扩大；且2022年9月基数较低。

- **风险提示：**政府债发行进度不及预期；基建项目推进不及预期；财政和货币政策变化超预期。

相关研究报告

《节后供需恢复速度偏缓—宏观周报》-2023.10.22

《美债利率大幅波动成因及联储的选择—宏观经济专题》-2023.10.20

《市场与经济背离，博弈落在两个关键时点—兼评9月经济数据》-2023.10.18

目 录

1、 一万亿国债发行提高赤字，体现积极财政政策.....	3
1.1、 赤字率提高至 3.8%，中央全部转移支付给地方	3
1.2、 有望提振基础设施投资，全年 GDP 增速或达 5.5%	3
1.3、 银行间流动性和债市供给或面临冲击.....	4
2、 9 月财政数据点评：财政收入边际改善，基建支出发力.....	5
3、 政府性基金：收入持续下滑，支出显著提速.....	7
4、 风险提示.....	9

图表目录

图 1： 四季度国债到期量共约 1.8 万亿	4
图 2： 历史上年内调增赤字后短期内股指表现较好.....	5
图 3： 9 月公共财政收入同比降幅缩窄	5
图 4： 国内和进口环节增值税和消费税是税收收入的最主要部分.....	6
图 5： 9 月消费相关税种增速较高	6
图 6： 9 月财政支出增速显著回升	7
图 7： 土地出让金收入增速仍在低位	8
图 8： 政府性基金收支完成进度均较为缓慢.....	8

1、一万亿国债发行提高赤字，体现积极财政政策

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2023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。

年内增发国债并调增赤字在历史上较为罕见，可对标1998-2000年发行长期建设国债，财政部连续三年在年内人大常委会上审议通过中央预算调整方案。

1.1、赤字率提高至3.8%，中央全部转移支付给地方

据新华社报道，预算调整后，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。且10000亿元国债发行后，资金全部转移支付给地方，则2023年中央本级支出不增加，中央对地方转移支付比年初预算增加5000亿元，地方一般公共预算支出预算相应增加5000亿元。中央财政赤字增加10000亿至41600亿，赤字总量由38800亿元提高到48800亿元，赤字率突破2020年的3.7%。

根据10月25日的国务院政策例行吹风会，本次国债将以公开发行方式发行。

1.2、有望提振基础设施投资，全年GDP增速或达5.5%

1、国债用于灾后重建和基础设施建设等领域

本次发行国债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。

可供参考的是，1998年8月开始发行的长期建设国债用于农林水利、交通通信、环境保护、城乡电网改造、粮食仓库和城市公用事业等基础设施建设，此后长期建设国债一直发行到2004年，用于扩大基建。

1998-2000年，中央财政赤字预算分别调增了500、300、500亿元，年内赤字率的调增首次开启了积极的财政政策。因此，我们认为本次调增赤字增发国债释放了中央财政扩张的积极信号。新发行国债资金用途或将涉及基础设施、城市及农林水利相关领域，注重抵御灾害的长期能力建设和高质量发展，预计四季度和2024年固定资产投资资金端有望得到提振；同时，也意味着后续有望继续突破3%的赤字率限制，进行中央加杠杆。

2、全年GDP增速或达5.5%

我们曾在《市场与经济背离，博弈落在两个关键时点》指出，“全年实现5.0%压力不大，市场认为Q4总需求政策加码的必要性下降。但地产动能仍弱，经济延续修复仍需要政策的持续呵护，后续政策有望持续加码落地。若对经济维持高增仍有诉求，则中央加杠杆空间有望打开”。如今中央加杠杆、扩基建政策落地，我们判断2023年全年增速或可达到5.5%。

(1)路径：增发国债→杠杆→基建实物工作量→GDP。

(2)杠杆：参考1998-2002年，6600亿元长期建设国债共带动银行贷款和其他社

会资本形成 3.3 万亿元的投资规模，杠杆约 5 倍。

(3)拉动：发改委投资副司长张建民指出“这些（政策性金融工具）项目的建设周期平均是三到五年”，基建项目平均工期若计为 4 年，则年内增量约为 $5000 \text{ 亿元} * 5(\text{杠杆})/4 \text{ 年}(\text{工期})/4(\text{年内开工按 3 个月计})=1563 \text{ 亿元}$ ，拉动 2023 年基建增速、GDP 增速分别为 0.74、0.13 个百分点。赤字突破关键 3.0% 约束后，全年 GDP 增速或可触及 5.5%。

(4)同理，我们预计 2024 年基建增量为 $10000 \text{ 亿元} * 5(\text{杠杆})/4 \text{ 年}(\text{工期})=1.25 \text{ 万亿元}$ ，分别拉动 2024 年基建、GDP 5.4、1.0 个百分点。

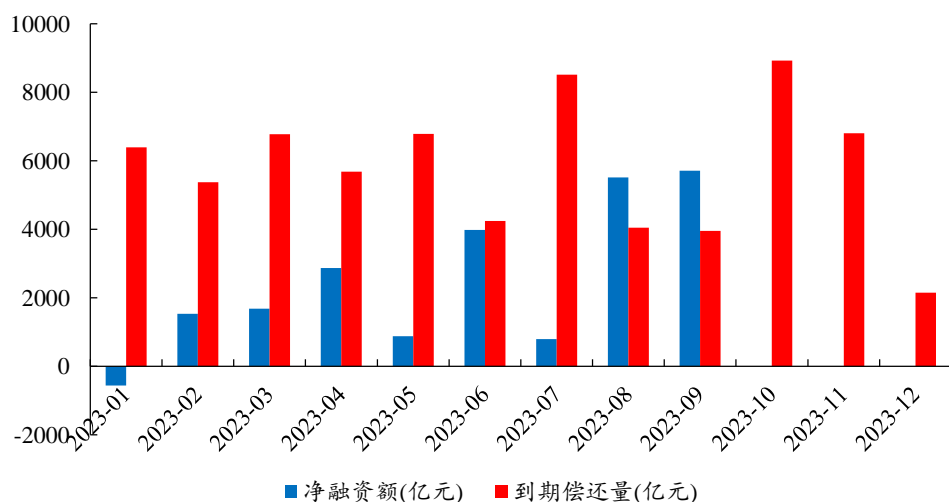
1.3、银行间流动性和债市供给或面临冲击

首先，考虑政府债在四季度的净发行量。财政部负责人表示，“财政部已对四季度国债发行计划作出调整，为增发国债留出空间”。原计划的国债发行应与中央赤字 31600 亿元对应，截至 9 月底，国债净融资额约为 22339 亿元。若假设普通国债在四季度发行不超过原赤字规模 31600 亿元，则四季度普通国债净融资额不超过 9300 亿元，并假设四季度共发行 1.5 万亿特殊再融资债，叠加 1 万亿增发国债，则估算四季度政府债净发行规模约为 3.4 万亿。11、12 月国债发行为主，10 月特殊再融资债放量。

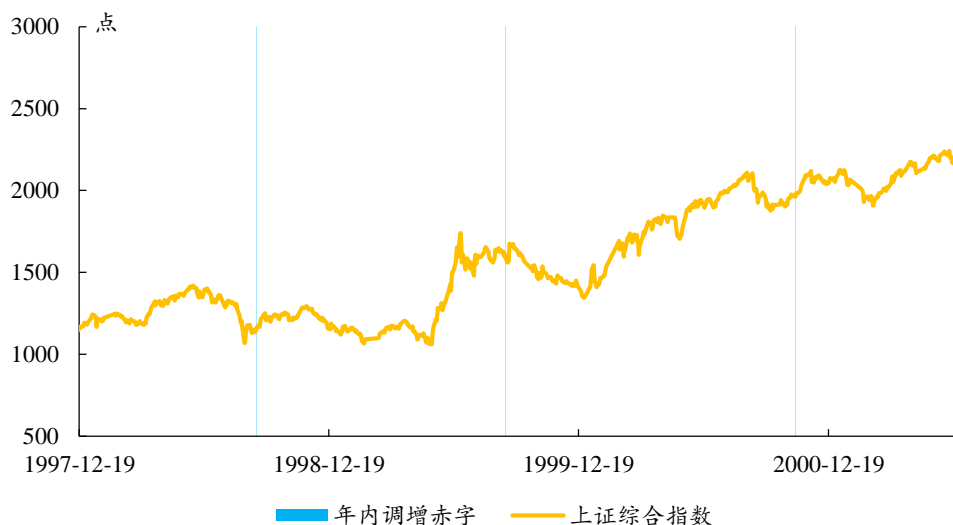
(1) 政府债净发行增加或造成银行间流动性偏紧。首先债券发行后净融资额增加，银行购买债券，吸收狭义流动性；随后债券资金使用形成财政支出，实现基础货币投放。但 11-12 月债券集中发行后，一则有 5000 亿元国债会结转至 2024 年使用，则形成 5000 亿财政净收入，对资金面形成冲击；二则其余政府债发行后资金也有部分无法及时使用，造成流动性偏紧。因此，四季度央行为对冲流动性紧张，进行公开市场净投放、降准等操作较为可能。

(2) 国债集中发行对债市会产生一定供给冲击；此外，积极财政对于 2024 年经济增长的预期或对债市收益率造成影响。

图1：四季度国债到期量共约 1.8 万亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

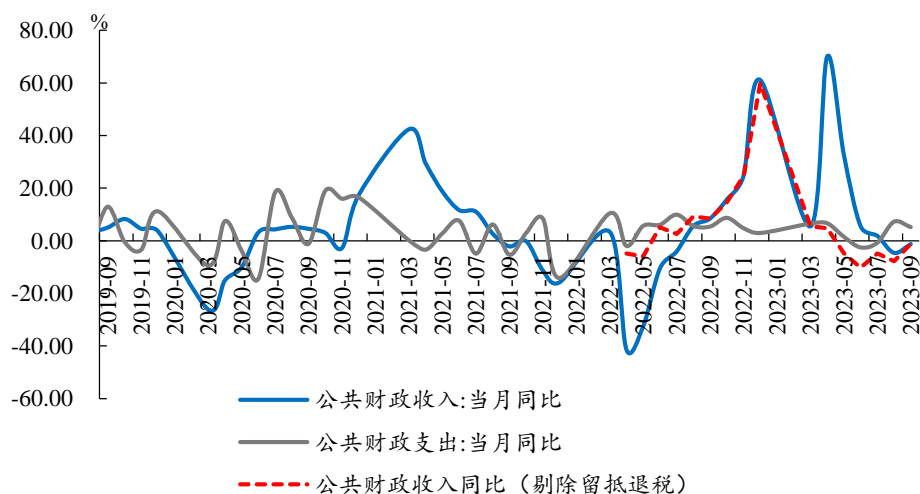
图2：历史上年内调增赤字后短期内股指表现较好


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、9月财政数据点评：财政收入边际改善，基建支出发力

(1) 财政收入降幅收窄，税收收入持续修复

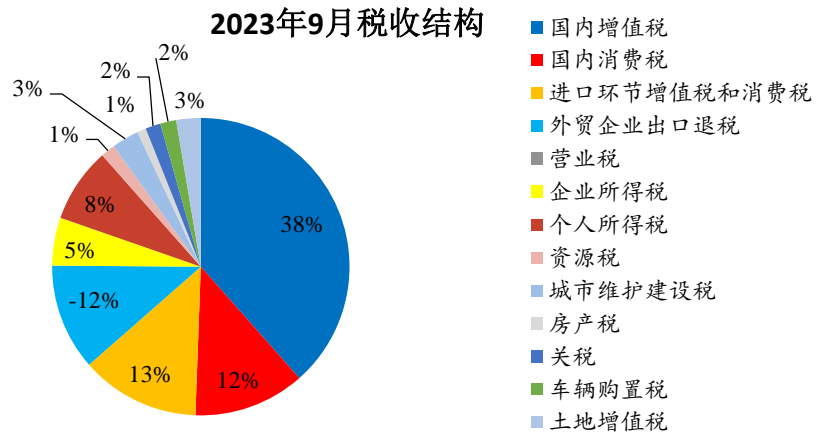
9月财政收入仍负增但降幅显著收窄，税收收入同比转正。9月公共财政收入14917亿元，同比下降1.26%，较8月降幅收窄。剔除留抵退税后，财政收入同比下降1.2%（8月下降7.8%），降幅显著缩窄。税收收入11220亿元，同比增速由负转正，增长0.9%，剔除留抵退税因素后同比上升1.5%（前值-6.8%），受国内生产、消费逐步修复影响，税收收入边际改善；非税收入录得3697亿元，同比下降7.4%，较8月降幅大幅收窄。从结构上来看，9月税收收入增速转正，但财政收入增速仍为负，受非税收入负增的拖累较大，但税收和非税收入都较前值有所改善，反映9月经济趋稳。

图3：9月公共财政收入同比降幅缩窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

税种方面，**增值税和企业所得税增速下滑，地产相关税收增速回升**。占比较高的主要税种看，9月国内增值税收入5165亿元，剔除留抵退税后同比增长1%（前值为-7.5%），增值税收入有明显好转；进口环节增值和消费税收入降幅收窄，同比降低0.2%；个人所得税收入同比降低3.3%，反映居民收入或无明显改善，企业所得税增速回正，扭转自2023年3月起的负增态势，同比增长3.2%；消费税表现较好，9月同比增长35%，9月迎接中秋、国庆双节，烟酒等高档消费较2022年同期呈现较大反弹；出口退税同比延续下降，降幅为13%。车辆购置税、房产税、城镇土地使用税表现较为亮眼，同比分别增长32.4%、21.5%、8.2%。9月地产投资拐点初步显现，但地产类税收占税收收入比重较小，且存在2022年基数较低影响。

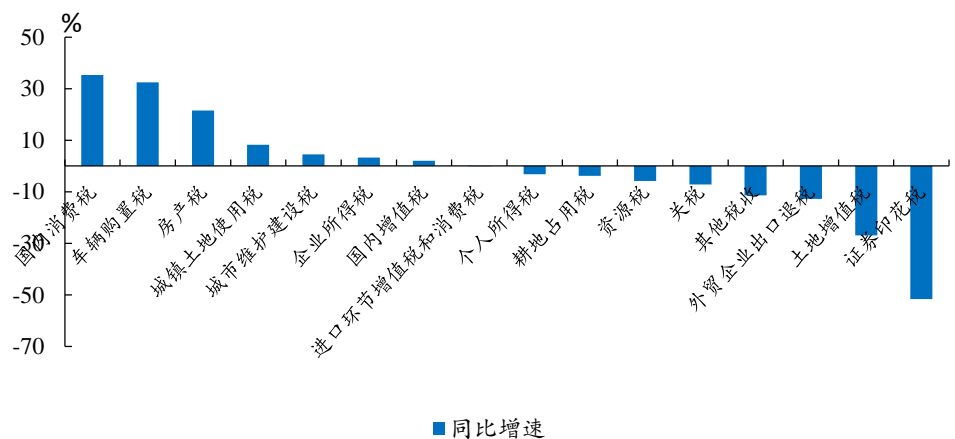
图4：国内和进口环节增值税和消费税是税收收入的最主要部分



数据来源：Wind、开源证券研究所

9月**税收增速和结构呈现较为积极的经济状况，企业、消费、地产等经济部门收入改善较为显著**；也要看到，居民所得税收入同比下行、土地增值税降幅较大，揭示实体经济修复仍需时间，地产销售端和土地收入仍不乐观，居民信心亟待恢复。

图5：9月消费相关税种增速较高

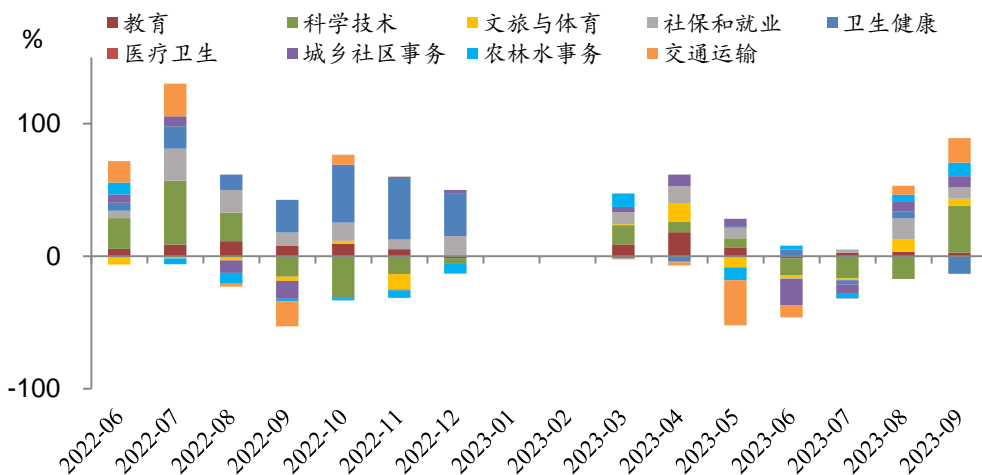


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：图中增值税未剔除留抵退税因素

(2) 财政支出增速趋稳，基建类支出发力。

9月公共财政支出26515亿元，同比增速小幅下降至5.2%，财政支出力度略微放缓，但增速趋稳。9月财政支出更倾向于基建。基建类支出增速继续提升，交通运输、农林水利、城乡事务分别增长18.62%、10.1%和8.5%。9月财政对教育和社保就业支出力度较8月有所放缓，同比分别增长2.7%和8.5%。科技类支出大幅增长，同比增长35.5%。

图6：9月财政支出增速显著回升

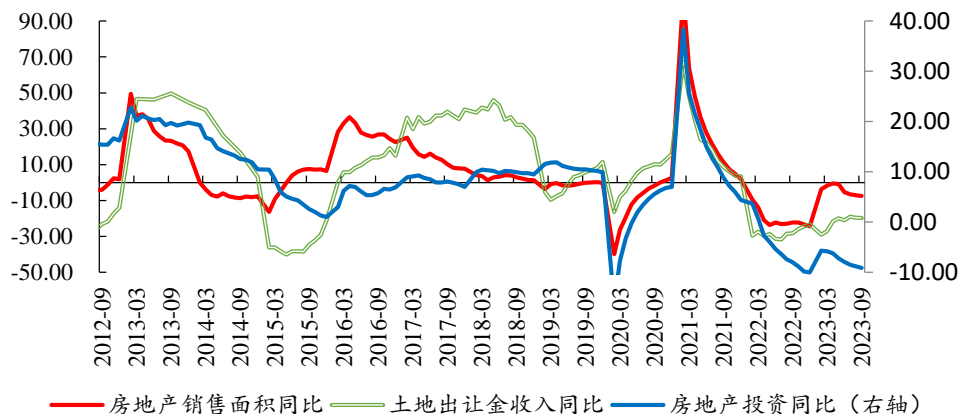


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、政府性基金：收入持续下滑，支出显著提速

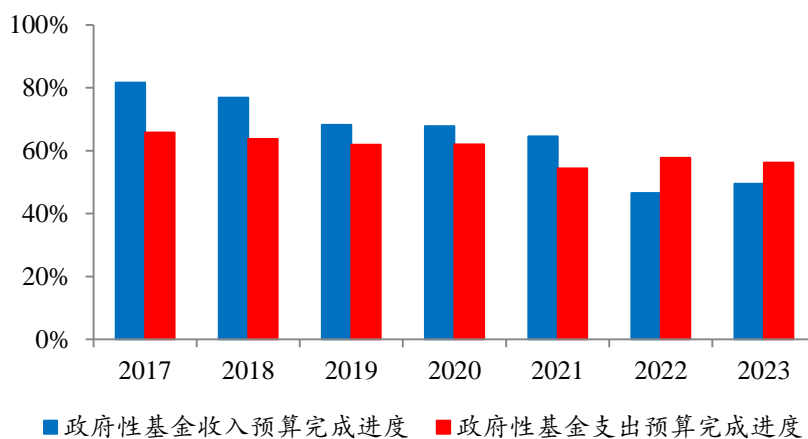
9月政府性基金收入降幅持续扩大。2023年9月全国政府性基金收入4709亿元，同比下降20.4%，降幅继续扩大，为2023年以来最低增速；地方本级政府性基金收入下降18.3%。国有土地出让金收入3779亿元，同比降幅较8月小幅缩窄。地产改善幅度较弱、居民信心仍不足等难以推动土地量价边际回暖。

专项债资金使用推动政府性基金支出提速。9月政府性基金支出9150亿元，同比增速显著提高至26.1%。截至9月底，专项债已累计发行33959.6亿元，9月发行规模略不及预期，但9月专项债资金落地使用加速或有效拉动政府性基金支出扩大；此外，政府性基金支出增长有2022年9月基数较低的原因，2022年、2023年9月两年复合增速为-13.3%。向后看，9月发行的专项债资金10月将继续落地使用，新增专项债的剩余4000亿作用额度的大部分或将在10月发行，10月政府性基金支出增速有望保持。

图7：土地出让金收入增速仍在低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

总体看，9月财政收入呈现税收边际修复、基建类支出提速的特点；广义财政收支完成进度均慢。政府性基金收入完成进度为49.5%，在近五年内仅高于2022年同期，而2022年前五年的均值为71.8%。政府性基金支出进度为56.3%，近五年均值为60%。

图8：政府性基金收支完成进度均较为缓慢


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023年预算草案中一般公共预算收入为21.73万亿元，截至三季度第一本账仅收得16.67万亿元，根据历史规律，四季度一般完成预算的19%-24%，则约为4.1-5.2万亿元，则四季度达成预算目标稍有难度；全年政府性基金预算7.82万亿，前三季度累计为3.87万亿元，为预算的49.5%。2021-2022年四季度政府性基金收入平均完成了预算的35.8%，若2023年四季度也按照这个速度，则仍有大约1.1万亿缺口。综上，我们测算2023年广义财政收入大约有1-1.2万亿缺口。支出方面，前三季度一般公共预算支出19.8万亿，完成进度为71.9%，高于2020-2022年同期；政府性基金支出完成进度低于近5年均值。2023年广义财政支出力度有限，一方面与地方政府土地收入下滑导致财政资金紧张有关，另一方面地方政府化解债务风险是2023

年财政重点。支出力度不大，或也是为 2024 年留出政策空间。

4、风险提示

政府债发行进度不及预期；基建项目推进不及预期；财政和货币政策变化超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn