

宏观点评 20231029

中国离欧美“宽财政”还有多远？

2023年10月29日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 年中上调赤字、突破3%，政策到底有多积极？从中国自身的历史来看，这确实少见——无论是在年中上调赤字，还是赤字率突破3%。不过如果我们把视角投向全球，疫情之后更加积极的财政政策似乎成了海外主要经济体共同的选择（图1），相较而言，中国财政政策的转向则速度偏慢、幅度偏小。考虑到国外复杂的形势，以及国内地方化债的稳步推进，我们不妨对未来中国财政政策（尤其是中央财政）的积极程度更加乐观一些，对于3.8%甚至更高的赤字率多一些期待。

■ 疫情之后，海外主要经济体的政策偏好明显从之前的“宽货币”转向了“宽财政”。2008年金融危机后至疫情前，欧美主要经济体的政策特点是货币政策转向快、幅度大，但增量的财政政策却多是“千呼万唤始出来”。疫情后主要经济体在货币政策上更加谨慎，但是财政上则明显更加“大方”，这背后的原因可能主要来自于两个方面：一方面，长期的宽松之后，货币政策的效果已经大打折扣；另一方面，对于国家安全和国际竞争的重视和强调，让主要国家政府放下了对于积极财政的“芥蒂”。

相反，除了疫情初期的积极外，我国财政更偏谨慎和保守。疫情爆发初期的2020年和2021年，我国赤字率短暂突破3%的束缚，不过此后迅速重回财政纪律——赤字率回到3%以下，财政支出的规模、节奏明显放缓，这可能是疫情放开后我国经济反弹内生动力相对不足的重要原因之一。

■ 海外财政政策转向积极的两大表现：赤字率明显更高；追加赤字成为“常态”。即使渡过了疫情冲击的阶段，追加赤字的情况也屡见不鲜，比较典型的就是日本和美国，背后的原因既有保障居民生活水平，也有应对复杂的地缘政治形势：

■ 日本：在高预算基数上两次追加。2022年日本批准总额为107.6万亿日元的财政预算，并于5月和11月两度补充预算，其中第二次追加金额高达28.9万亿日元，旨在应对物价高涨及新冠疫情对经济的冲击。这使得本已创新高的2022年财政预算总额升至约140万亿日元，赤字率接近8%。追加预算的大部分资金将来自政府债券发行，增加了日本本已膨胀的债务负担。

■ 美国：“常态化”补充财政预算，赤字压力连年攀升。补充财政预算并非新冠疫情期间的专属，即便在逐步减少疫情相关的支出后，由于地缘政治紧张，美国主要继续在国防上追加额外预算。赤字压力偏大是美债收益率居高不下的重要诱因之一。

2023年：应对高通胀。这一财年内成功追加了3次共计151亿美元的支出，其主要都是为了应对高通胀的冲击。其中包含78亿美元应对更加昂贵的医疗支出，以及14亿美元用于社保相关的额外支出。由此使得美国本财年的赤字上涨至近1.7万亿美元，赤字率由2022年的5.4%增加至6.3%。

2024年：地缘政治成为压力源。为支持以色列和乌克兰的战争，拜登开年便申请追加1050亿美元的支出，其中近60%用于援助乌克兰。而这一要求发生在这样的背景下：美国仍在靠临时决议支撑新的财年，且2024财年预算已经达6.9万亿美元的新高，可以预计该预算会在国会面临较大的阻力。

■ “打扫干净屋子再请客”，对我国财政政策转向积极可以更乐观一下。客观而言，疫情之后我国财政的谨慎除了对于财政纪律的恪守外，地方隐性债务的风险也是重要因素。2023年以来地方化债的框架已经基本形成，化债的进度稳步推进（截至10月27日用于置换债务的特殊再融资债券发行规模已经超过1万亿元），为了统筹安全和发展，顺应全球政策的变化，我们认为近期增发国债、上调赤字的动作透露了重要信号，财政政策（尤其是中央财政加杠杆）会更加积极。展望未来，2024年的

相关研究

《罕见！5%GDP增速+5%美债利率如何演绎？》

2023-10-28

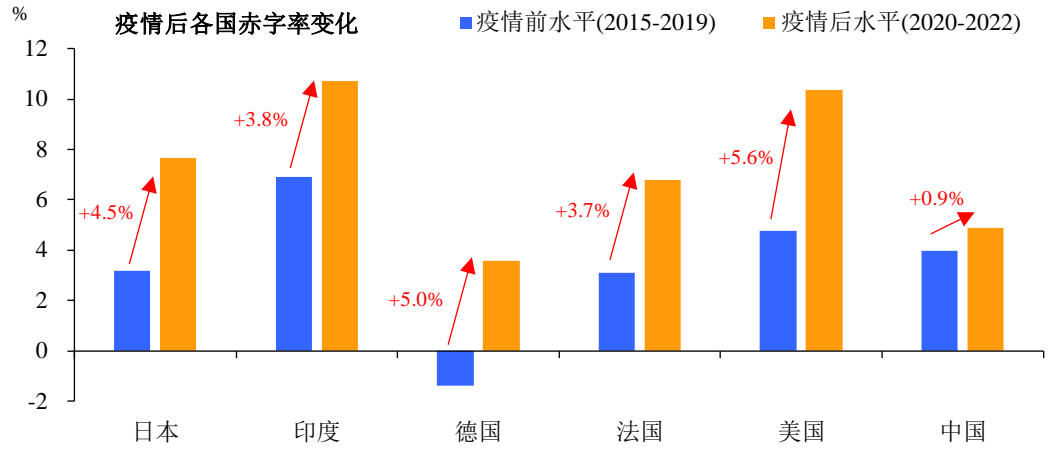
《9月工业企业利润：从工业“三季报”看经济复苏》

2023-10-27

财政赤字率很有可能会维持在 3.8% 甚至更高的水平。

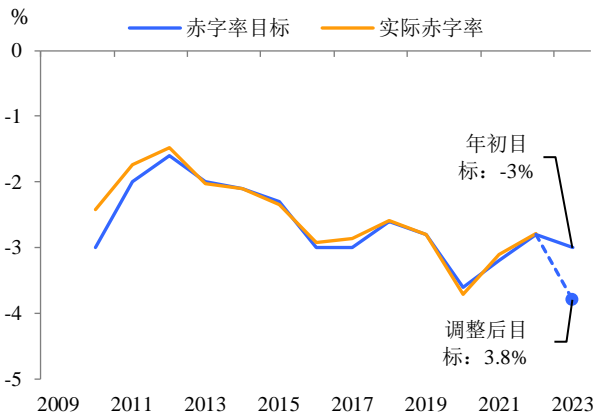
- **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国财政及货币政策超预期，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起。

图1: 全球主要国家在疫后普遍都在财政加杠杆



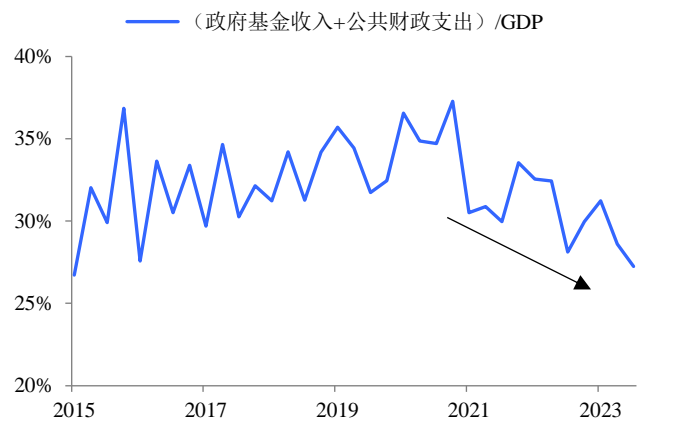
数据来源: IMF, 东吴证券研究所

图2: 我国财政赤字目标和实际赤字率



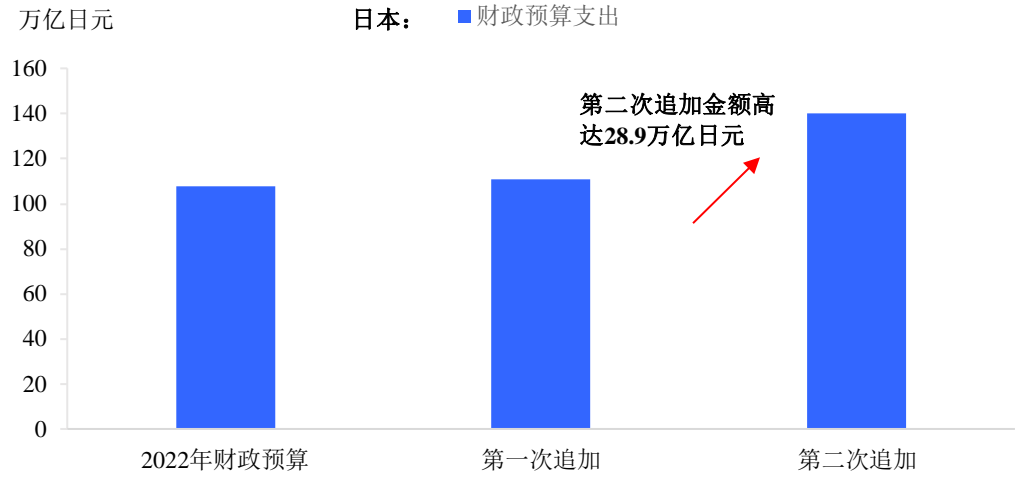
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 疫情之后财政支出的力度在逐渐放缓



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 日本 2022 年追加两次额外财政支出



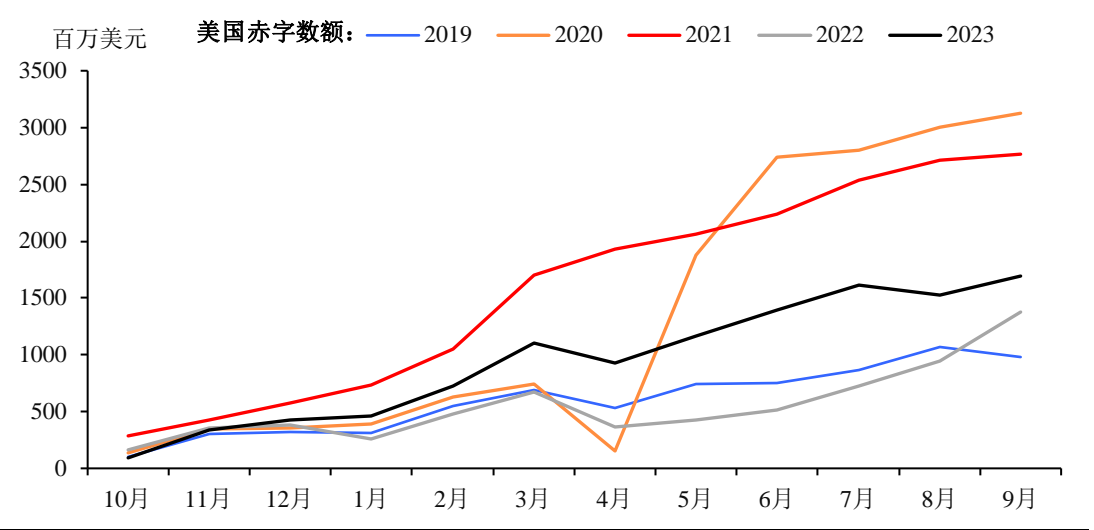
数据来源: 日本财政部, 东吴证券研究所

图5: 美国 2023 财年追加的额外支出

序号	追加支出 (亿美元)	部门	用途
1	78	卫生与公共部	用于医疗保险、由于医疗问题需要短暂救助的家庭; 低收入家庭能源援助; 儿童抚养及家庭抚养
2	14	社会保障局	老年和遗属保险, 残疾人保险
3	59	邮政局	邮政服务
共计			151亿美元

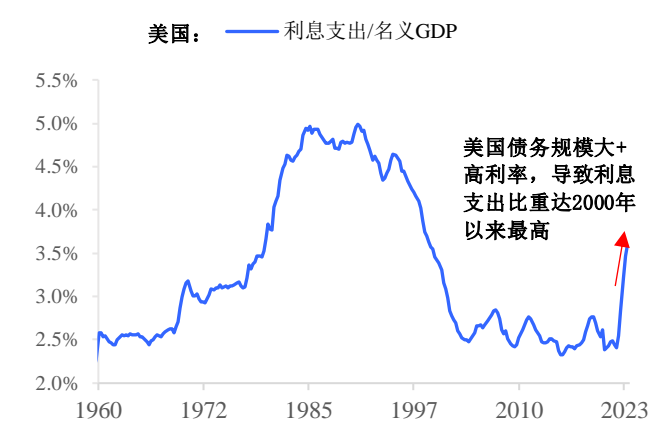
数据来源: 美国财政部, 东吴证券研究所

图6: 美国 2023 年的赤字水平超过疫前水平



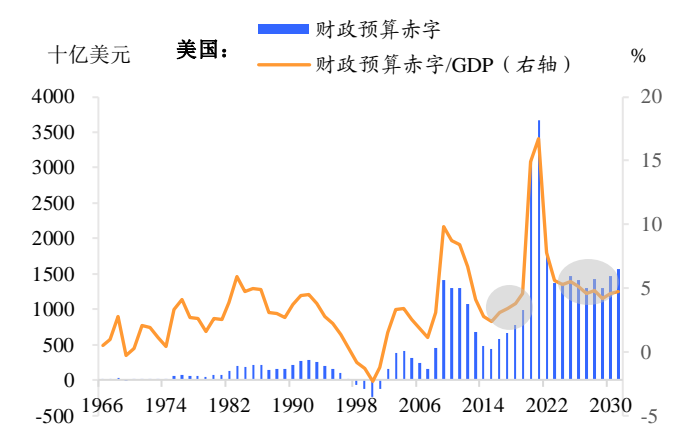
数据来源: Deficit Tracker, 东吴证券研究所

图7: 利息支出显著上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 财政预算赤字较疫前中枢上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：今年地方特殊再融资债券发行规模（截至 10 月 27 日）

地区	特殊再融资债拟发行总金额（单位：亿元）			发行详情
	一般债	专项债	合计	
内蒙古	892.8	174.2	1067.0	<p>9月26日宣布共发行三期：前一期用途为“<u>募集资金全部偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款</u>”；后两期用途为“<u>募集资金全部偿还2018年之前认定的政府负有偿还责任的拖欠企业账款</u>”；</p> <p>10月10日宣布发行第二批特殊再融资债券</p> <p>共发行十一期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行六期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行六期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行五期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行八期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行六期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行五期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p> <p>共发行二期，用于偿还存量债务</p>
天津	537.6	410.5	948.1	
重庆	421.9	304.1	726.0	
广西	349.8	273.2	623.0	
云南	1076.0		1076.0	
辽宁	839.6	166.4	1006.0	
青海	54.0	42.0	96.0	
贵州	882.4		882.4	
湖北	41.1	50.9	92.0	
湖南	285.2	358.1	643.3	
山东	126.1	155.9	282.0	
宁夏	80.0		80.0	
福建	126.1	155.9	282.0	
江西	69.7	86.3	156.0	
甘肃	186.3	33.7	220.0	
陕西	44.7	55.3	100.0	
黑龙江	232.8	70.2	303.0	
吉林	537.0	153.2	690.2	
江苏	116.7	144.3	261.0	
河北	123.8	153.2	277.0	
新疆	25.0	31.0	56.0	
河南	130.8	125.2	256.0	
山西	12.5	15.5	28.0	
四川	125.2	154.8	280.0	
合计	7317.1	3113.9	10431.0	

数据来源：中国政府网，各地方政府网站，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>