

2023 年 10 月 25 日

## 中国宏观

### 宏观稳定与增长：万亿特别国债的引擎效应

2023 年 10 月 24 日，人大常委会通过增发国债和调整预算案的决议，提出在 4 季度增发 1 万亿特别国债，并将财政赤字由 3.88 万亿元增加到 4.88 万亿元，赤字率相应由 3% 提高到 3.8%。预算安排上，4 季度使用 5000 亿元，结转下一年使用 5000 亿元。万亿国债均通过转移支付方式全部安排给地方，资金使用上，特别国债发行主要用于灾后恢复重建、补防灾减灾救灾短板等八大方面。

我们认为此次万亿国债的发行，信号意义非凡，一个更灵活也更积极的财政扩张周期正在开启。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

#### ⊕ “更灵活”：中央政府加杠杆、突破赤字率目标限制

**中央政府主动加杠杆。**基建项目通常由地方政府发债提供资金，而此次特别国债发行的一个非同寻常的信号在于中央政府选择主动加杠杆提供资金，并通过转移支付安排给地方。我们认为此举即是考虑到地方财政因土地出让金收入减少，且囿于化债压力而加杠杆空间受限，也是向市场传递出一个新信号，即未来中央政府在财政扩张周期中将扮演更重要的角色。

**突破赤字率目标限制。**此次万亿特别国债的发行将财政预算赤字率提高到 3.8%，高于政府在此前设定的 3% 的上限，且同样高于特殊年份 2020 年的 3.6%。且特别国债选择在 2023 财年末发行，并纳入赤字预算也释放出了两个信号。1) 赤字预算纳入上一财年年末，使得下一新财年的财政预算将更具弹性，操作上也更加灵活。2) 突破赤字率目标意味着未来财政支出或不再受限于财政赤字目标，可能会有更多超预期、逆周期调节的财政措施推出。

#### ⊕ “更积极”：非特殊年份发行特别国债、财政发力更加靠前

**非特殊年份发行特别国债。**发行特别国债并提高赤字率此前仅出现在 1998-2000 年这类外有亚洲金融危机、内有自然灾害的特殊年份。而此次在非特殊年份发行特别国债并提高赤字率，凸显了政府在稳增长方面的决心。

**财政发力更加靠前。**中国 2023 年 3 季度 GDP 同比超预期增 4.9%，4 季度 GDP 同比增 4.4% 以上即可完成全年 GDP 增长 5% 左右的目标，难度不大。选择在 4 季度发行特别国债更是为了 2024 年提前蓄力，财政发力更加靠前。

#### ⊕ 万亿特别国债有望拉动 2024 年 GDP 增长 0.5 到 0.6 个百分点。

- \* 由于 2023 年 4 季度仅剩两个月，从发债到基建项目施工需要一定的时间，预计特别国债较难在年内形成实物工作量，因此实物工作量应首先形成于 2024 年。
- \* 我们基于 2.5 的财政乘数估算。1 万亿元特别国债有望拉动名义 GDP 增长近 2.5 万亿元。假设基建项目在 3 年左右完成，预计每年带动名义 GDP 增长约 0.8 万亿元，相当于拉动 2024 年名义 GDP 增长 0.5%-0.6%。

⊖ 资本市场影响：此次特别国债发行释放了积极“宽财政”信号，我们持续看好大宗、中国股市。

- \* 预计相关防灾基础设施的启动将带动资源品需求，而大宗商品市场最为直接受益。我们在 9 月 6 日的《[港股 Beta 可期，且看 Alpha 配置策略的“三板斧”](#)》的报告中已提示看涨大宗。同时，我们近期一系列的大宗报告中会更进一步提示做多大宗商品的非对称机会。此次万亿国债的推出则进一步强化了我们对于大宗商品的看多。
- \* 更灵活更积极的财政政策也有利于改善投资者对于经济增长前景的预期和中国股市风险偏好，一定程度上可以缓解近期海外趋紧的流动性对于中国股市造成的压力。

⊖ 对于后续稳增长政策的实施步伐和频率，我们将继续密切追踪：

- \* 地产投资的变化情况—地产投资开发投资有待改善，仍需密切留意其边际变化。
- \* 社融环比增长，政府专项债发行同比变化—观察总需求是否改善的领先指标。

图表 1: 预算调整后的赤字率达到了 3.8%，超过了 2020 年的水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 中国固定资产投资同比增速企稳回升



资料来源: Wind, 交银国际

图表 3: 基建投资同比增速平稳, 后续有望加速



资料来源: Wind, 交银国际

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康泮生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博森生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司及极兔速递环球有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**