

增发万亿国债提振市场信心，四季度降准概率升高

2023年10月23日-10月29日双周报

报告摘要

◆ 财政积极发力，提振市场信心

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。中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。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。

此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。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。

今年货币政策在支持经济复苏方面已经明显发力，年内已降息两次、降准两次，宽货币先行后，宽信用进程相对滞后且偏弱。本次增发1万亿元国债，有助于通过财政支出的形式拓宽宽货币向宽信用的传导途径，推动内需扩张，支持稳增长。

今年四季度发行1万亿元国债，年内使用5000亿元，明年使用5000亿元，考虑到债券发行、财政支出以及需求在产业链上传导等环节的时间，预计这1万亿元国债在稳增长方面的效果会主要体现在明年，而发行对流动性造成的压力、对赤字率的抬升等“成本”主要集中在今年。我们认为政策如此制定是充分考虑当下以及明年经济状况的结果。

从国内经济现状来看，7月政治局会议是我国经济政策调整的重要节点，会议之后各方面利好政策不断出台，宏观调控力度明显加大。近两个月多方面经济数据显示，经济积极信号正在不断积累。三季度GDP同比4.9%，好于市场预期，四季度经济动能有望进一步回升，预计全年GDP增速有望达到5.2%左右，大概率能够实现5%左右的年度增长目标。按照这一预期，今年进一步进行强力政策刺激并拉高四季度经济增速的必要性并不强。而明年国内外不确定性依然较多，因此，今年财政提前筹备，为明年稳增长增加缓冲是合理的选择。

本次1万亿元增发国债全部通过转移支付方式安排给地方，有助于缓解地方财政压力，提升地方财政投资稳增长能力，这是我国地方政府债务负担重、财政平衡压力大，而中央财政压力相对较小、加杠杆空间依然较大这一客观现实下的合理选择。

本次增发国债将令今年的赤字率大幅提升至3.8%，其政策含义值得关注，可能意味着财政政策的弹性增加，以提升财政政策应对宏观经济状况进行调控的能力，进而有助于提升市场对未来宏观经济持续稳定健康运行的信心。

主要数据

上证指数	3017.7842
沪深300	3562.3851
深证成指	9770.844

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC执业证书: S0640122090025
联系电话: 010-59562515
邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

财政积极发力，提振市场信心 —2023-10-26
金融市场分析周报 —2023-10-26
经济动能走弱趋势已经得到一定程度遏制 —
2023-10-24

当前海外风险仍值得关注，但边际影响减弱，国内7月已出现政策底，经济利好信号正在积累，经济底基本显现，同时市场估值较低，性价比高。综合来看，预计A股市场已经处于底部区间，未来有望触底回升、波动上行。

◆ 资金面持续承压，政府债发行扰动下降准概率升高

在税期高峰、政府债发行缴款等因素对流动性形成的挤压效应下，本周资金利率持续在2%水平线以上运行，资金面压力较大，截止10月27日，DR007报收2.09%，较上周五下行22BP；SHIBOR1W报收2.05%，较上周下行5BP。截止目前10月DR007的月度均值已达1.96%，远高于去年同期的1.65%。

资金面持续趋紧促使央行本周加大了公开市场操作规模，平抑资金面过度波动。10月23日至10月27日，央行累计投放7D逆回购28240亿元，中标利率1.80%，逆回购到期量14540亿元，通过逆回购投放流动性13700亿元。8月中旬以来，受到政府债发行提速、信贷投放加码以及汇率制约货币政策工具预期等因素影响，银行间流动性边际收紧，资金利率持续处于政策利率上方。往后看，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，年底前政府债供给扰动加大，资金面压力不减，央行或通过持续增大公开市场操作的规模以及降准等方式进行补充银行体系的流动性。由于央行年内已开展两次降息，银行体系息差压力较大，叠加汇率制约下货币政策空间受限，央行对降息或更加谨慎。

◆ 美债收益率波动加剧，人民币汇率持续承压

截至10月27日，我国10年期国债收益率报收2.71%，较上周五持平；美国10年期国债收益率录得4.84%，较上周五下行9BP。美元指数周内走强，截至本周五报收106.58，人民币汇率持续承压，美元兑人民币即期汇率周内持续处于7.3上方。

近期美债收益率波动加剧，北京时间10月23日下午，10年期美国国债收益率飙升至5%以上，为2007年美国次贷危机最严重时期以来首次突破5%关口。美债收益率的大幅波动已传导至全球资产市场，近期包括美国本土在内的多地股市下挫。美国商务部10月26日公布的初始估算数据显示，今年第三季度美国实际国内生产总值(GDP)按年率计算环比增长4.9%，超出市场预期。虽然这大概率不能动摇下周美联储议息会议暂停加息的预期，但是增加了美联储将高利率维持更长时间的筹码。此外，巴以冲突局势日益复杂，对全球经济带来的冲击日益显现，多种因素影响下，美债收益率或持续在高位区间波动。

9月中旬以来，虽然美债收益率处于高位，美元指数走强，但是美元兑人民币汇率并没有出现进一步的上行，而是逐步稳定在7.3附近，表明人民币汇率在7.3附近的支撑力度增强，市场预期触顶。往后看，在我国政府连续出台稳增长政策，积极化解地方债务，国内经济筑底向好趋势明确，基本面对人民币汇率的支撑力度增加，叠加央行通过调整中间价等方式积极引导市场预期，美元兑人民币汇率短期内或在当前水平双边震荡。

◆ 资金面趋紧叠加万亿特别国债提振基本面，债市长端收益率承压

国务院增发万亿特别国债稳增长信号意义明确，进一步提振了国内经济基本面向好的预期，从多方面对债市形成了冲击。除了基本面提振对债市情绪形成压制以外，债券供给量上升同时也会对市场流动性形成压力。10月24日，我国10年期国债收益率报收2.72%，较前一个交易日上行2BP，周内持续在2.72%附近震荡。往后看，央行或通

过降准以及增大市场公开操作规模释放流动性，以缓解特别国债发行对银行体系的冲击。在基本面修复底色得到验证之前，宽松的货币政策基调下，债市长端收益率进一步上行的可能性不大。

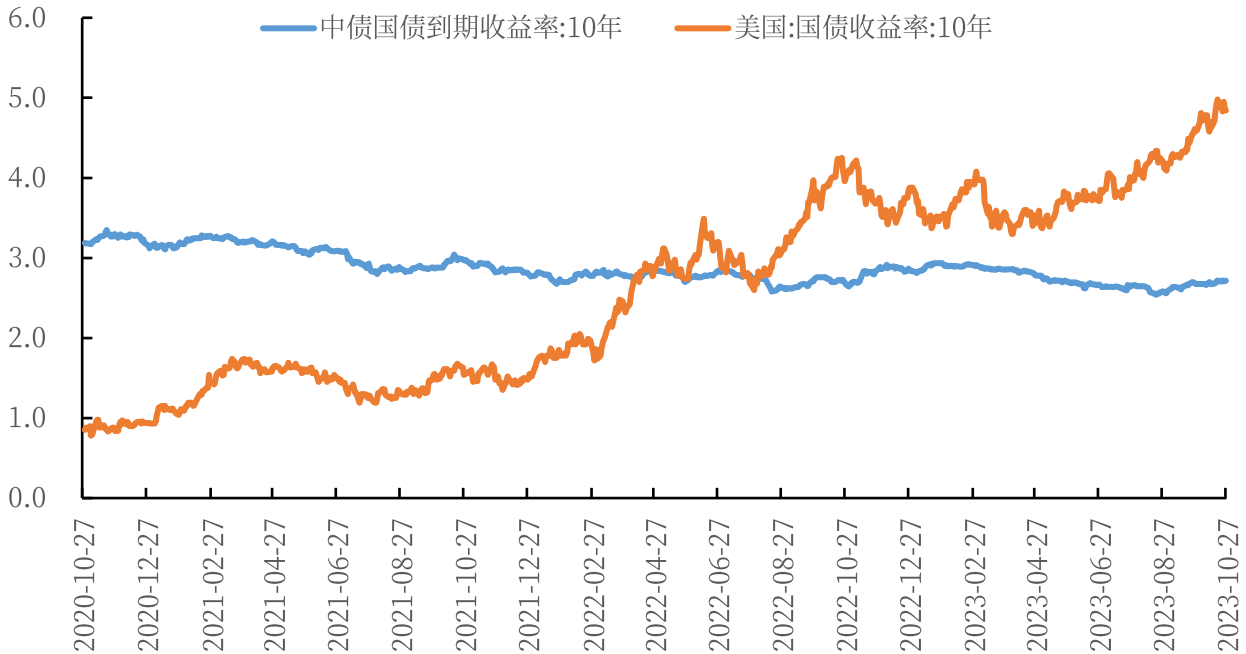
本周各等级、各期限信用债和城投债收益率涨跌不一。截止 10 月 27 日，AAA 级 3 年期中短期票据收益率较一周前下行 2.04BP，录得 2.94%；信用利差较一周前上行 5.96BP，录得 43.14BP。城投债方面，AAA 级 3 年期城投债收益率录得 2.98%，较一周前上行 0.9BP，信用利差录得 47.68BP，较一周前大幅上行 8.90BP。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 月度经济数据情况

	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
社零(当月同比)	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	2.7%	3.4%	10.6%	3.5%	1.8%	5.9%	0.5%	2.5%
社零:商品零售(当月同比)	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	5.9%	9.1%	2.9%	0.1%	5.6%	0.5%	3.0%
社零:餐饮(当月同比)	13.8%	2.4%	5.8%	6.1%	35.1%	3.8%	26.3%	9.2%	14.1%	8.4%	8.1%	1.7%
固投(累计同比)	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%	5.8%	5.9%
制造业投资(累计同比)	6.2%	3.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%
基建投资(累计同比)	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%
房地产开发投资(累计同比)	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-9.8%	-8.8%	-8.0%
固投(当月同比)	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%	3.5%	3.1%	0.7%	5.0%	6.6%
制造业投资(当月同比)	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	3.3%	6.2%	8.1%	7.4%	3.2%	6.9%	10.7%
基建投资(当月同比)	6.8%	6.2%	5.3%	2.3%	10.3%	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	13.9%	12.8%	16.3%
房地产开发投资(当月同比)	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-19.9%	-16.1%	-12.1%
出口金额(美元,当月同比)	-6.2%	-8.8%	-14.5%	-2.40%	-7.5%	-8.5%	-14.8%	-6.8%	-9.9%	-8.7%	-0.3%	-3.9%
进口金额(美元,当月同比)	-6.3%	-7.3%	-12.4%	-6.80%	-4.5%	-7.9%	-1.4%	-10.2%	-7.5%	-10.6%	-0.7%	-0.3%
工业增加值(当月同比)	4.5%	4.5%	3.7%	4.40%	3.5%	3.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	3.3%
服务业生产指数(当月同比)	6.9%	6.8%	5.7%	6.80%	1.7%	3.5%	9.2%	5.5%	40.8%	1.9%	0.1%	1.3%
制造业PMI	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	月50.1, 2月52	47.0	48.0	49.2	50.1
非制造业PMI	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2	月54.4, 2月56	41.6	46.7	48.7	50.6
建筑业PMI	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6	月56.4, 2月60	54.4	55.4	58.2	60.2
服务业PMI	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	月54.0, 2月55	39.4	45.1	47	48.9

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 中美长期国债利差走势(%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637