

宏观点评 20231113

明年“宽财政”空间有多大？

2023年11月13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

相关研究

《美国财政知几何—海外宏观经济周报》

2023-11-12

《特殊再融资债发行进行时，进度如何？》

2023-11-12

■ 临近年末，增发1万亿国债释放了“宽财政”的信号，明年“宽财政”的空间到底会有多大？今年以来财政（尤其是地方财政）面临的压力不小：房地产复苏的不及预期，使得以土地出让金为主的政府性基金收入在2022年不及预算案预期，这一定程度也导致了今年上半年“紧财政”的现象。同时我国正在进行中长期的地方政府隐性债务去杠杆过程，承担基建投资主力的地方政府发展接承受阻，间接使中国经济复苏似乎来得比较慢。我们认为“非疫情年”年末上调赤字率是一个积极的信号，不过1万亿元可能仅够弥补地方政府性基金收入0.7-1万亿元的缺口，并不足以再使房企走出流动性困境、也不够再弥补外商对内投资意愿的减弱。往后看，中央财政加杠杆的空间还很大，“准财政”亦可加力、为财政补充“弹药”。

■ 为什么这次的“1万亿”如此特殊？此次增发1万亿元国债~一般国债与特殊国债的“结合体”。本次增发的1万亿元国债一大特别之处在于它将“作为特别国债管理”，但它本质上并不是特殊国债——特别国债不计入财政赤字、由“第二本账”（即政府性基金预算）进行核算。这次增发的国债实则则会纳入“第一本账”（即一般公共预算）、且计入财政赤字的一般国债，这与1998年的长期建设国债有着异曲同工之妙。

为何要作为特别国债管理？我们认为主要原因在于特别国债通常专款专用、有明确的特定资金用途，不仅可以防止截留挪用资金的行为发生，并且将有助于资金迅速落地到项目、形成实物工作量，在基建迎“逆风”之际稳住其前进的“舵盘”。尤其对于急需灾后重建的地区来说，这笔资金可以缓解地方财政“燃眉之急”，也算是间接化债。

■ “小杠杆”撬动“大难题”？严格意义来说，本次增发国债的规模并不算大——2008年的“四万亿”计划占当时GDP的12.5%，而如今的1万亿元增发国债仅占当前GDP的0.8%。中央政府明确表示资金将用于灾后恢复，这也证明当局并没有计划推出“大水漫灌式”刺激政策。那为何增发国债？我们认为主因有两点：

其一，通过对地方政府转移支付的方式，缓解地方财政压力的“良药”。目前地方政府土地出让收入同比萎缩约20%，而这一形势已持续近两年之久。本次增发的1万亿国债全部通过转移支付方式安排给地方使用，同时还本付息由中央承担、不增加地方偿还负担，这可以对当前陷于负债“困境”、财政收支运行压力较大的地方政府提供莫大支持。由于地产开发商的融资仍较去年减少20%，未来1-2个季度土地出让量将继续萎缩。土地出让收入进一步下降的结果将是地方政府性基金收入出现0.7-1万亿元的赤字，因此新的1万亿元增发国债可能恰好可以弥补地方政府的预算缺口。

其二，财政发力的政策信号不容小觑。虽然此次增发国债规模并不大，但其传导的积极信号意义很强。对于股市来说，此次赤字率的上调不妨可以当作解决信心层面的一种手段，毕竟上一次人大常委会上调赤字率还是发生在2000年8月。历史上“特殊”国债“浮出水面”后都能带动一段时间内股市的走高，这次也不例外——在10月24日人大常委会批准增发国债后，股市活跃度明显上升、促使上证指数重新站上3000点。对于财政来说，在“非疫情年”财政赤字率突破3%的“警戒线”，显示了我国对财政政策的调整和创新，后续财政政策可能会更加积极。

■ 往后看，中央财政加杠杆、促全局去杠杆的必要性升高。长期以来，我国地方加杠杆的力度远大于中央。在地方财力吃紧的情况下，未来中央或将承担加杠杆的主力。我们认为中央政府加杠杆的空间还很大：国际公认的国债负担率的警戒线为发达国家不超过60%、发展中国家不超过45%。2022年我国国债余额占GDP比例为21.4%，这一比例与其他主要经济体（尤其是发达国家）相比其实并不算高。若以国债余额占GDP比例不超过45%进行估算，那么我国国债的发行空间约为28.6万亿元，

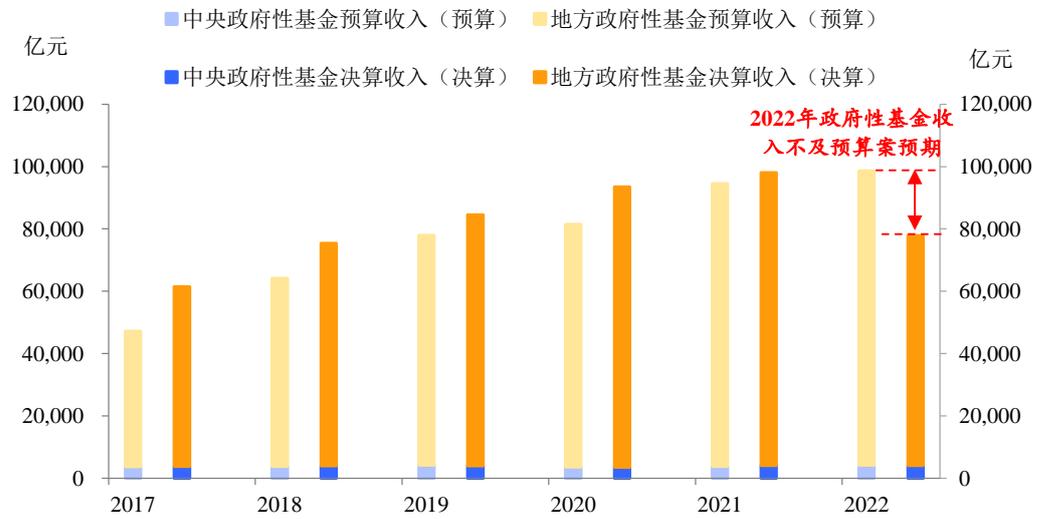
可见我国增发国债的潜力还相当大、中央政府负债仍有提升的空间。鉴于此，2024年财政政策（尤其是中央财政加杠杆）可能会更加积极，赤字率很有可能会维持在3.8%甚至更高的水平。

他山之石：疫后财政加杠杆屡见不鲜。我们在之前的报告《3.8% VS 4.8%：中国离欧美“宽财政”还有多远？》中就有提出，疫情之后更加积极的财政政策成为了海外主要经济体共同的选择，相较而言，中国财政政策的转向则速度偏慢、幅度偏小。此次上调赤字率说明了或许中国也同其他主要经济体一样，开始步入了加杠杆周期。

■ 除此之外，“准财政”亦可为财政发力提供充足的“弹药”。较其他国家而言，其实我国央行资产负债表的规模偏小，央行总资产仅占GDP的33%。在房价下跌、需求疲软、预期低迷种种“困境”之下，央行还有很大空间去扩表刺激需求、为经济增长提供动力。2024年政策性银行或将发挥“准财政”作用，成为财政政策的重要补充。我们认为届时政策性银行将重点支持基建和城中村改造领域，在假设明年基建投资增速9%、城中村改造规模达1.5万亿的情况下，预计“准财政”工具规模可能在6000亿元以上。

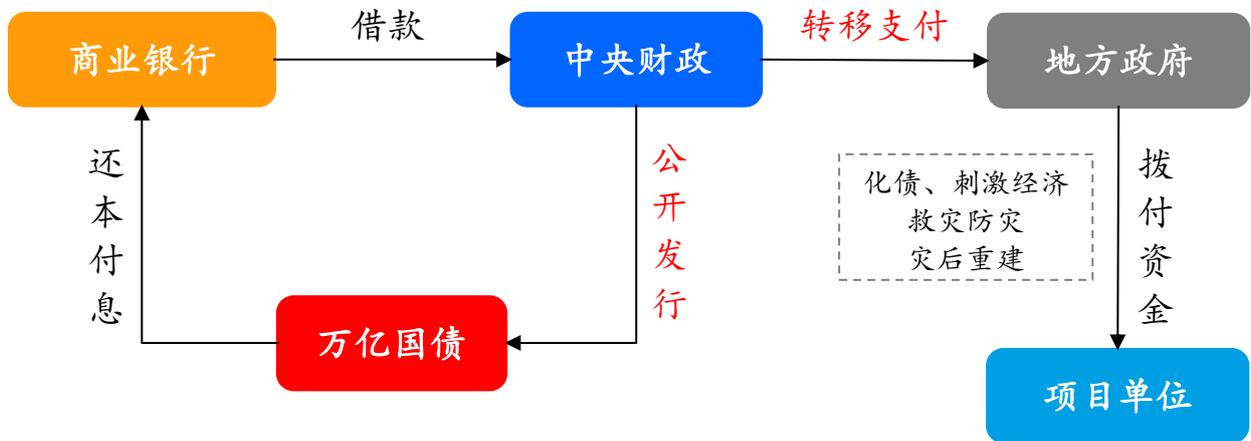
■ **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；政策对内需拉动效果不及预期。

图1: 房地产市场的持续低迷导致了 2022 年政府性基金收入不及预算案预期



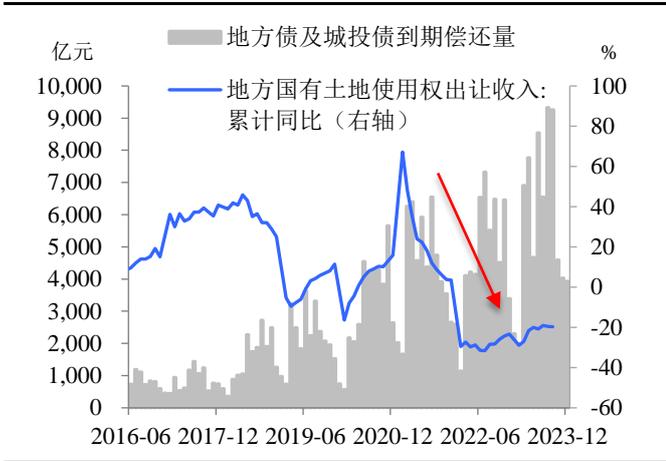
数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

图2: 此次增发的 1 万亿元国债可解地方政府“燃眉之急”



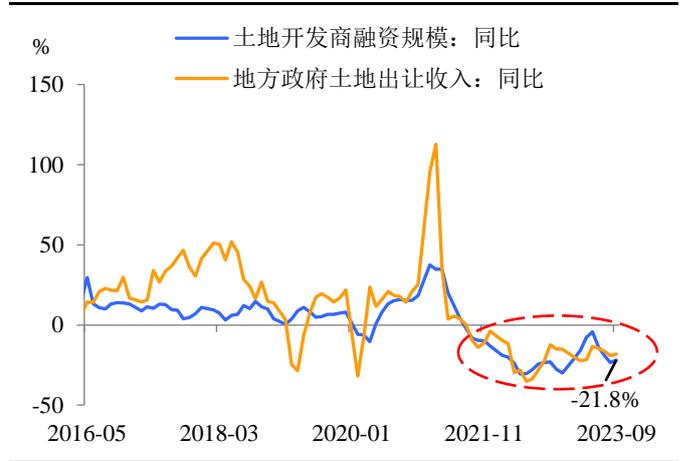
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图3: 地方财政收支压力大、偿债压力有增不减的现象仍未缓解



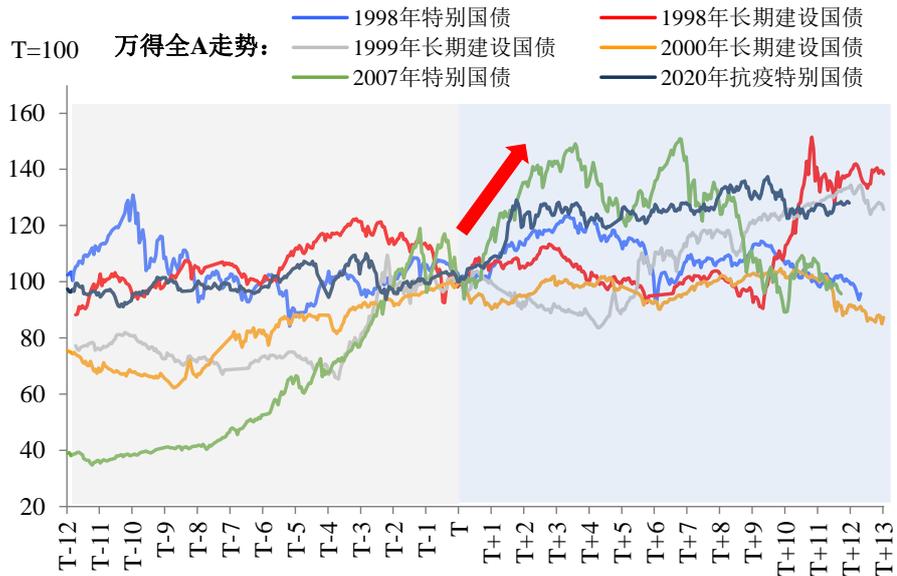
数据来源: Wind, iFind, 东吴证券研究所

图4: 土地开发商融资受阻的情况下, 地方政府土地出让收入也难以改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 历史上“特殊”国债“浮出水面”后, 短期内可带动股市活跃度走高



注: T表示历次特别国债和长期建设国债于人大或人大常委会批准发行的时间点, T时刻标准化为100; T后面的数字表示月份; 灰色阴影部分表示国债批准发行前的阶段, 蓝色阴影部分表示国债批准发行后的阶段。

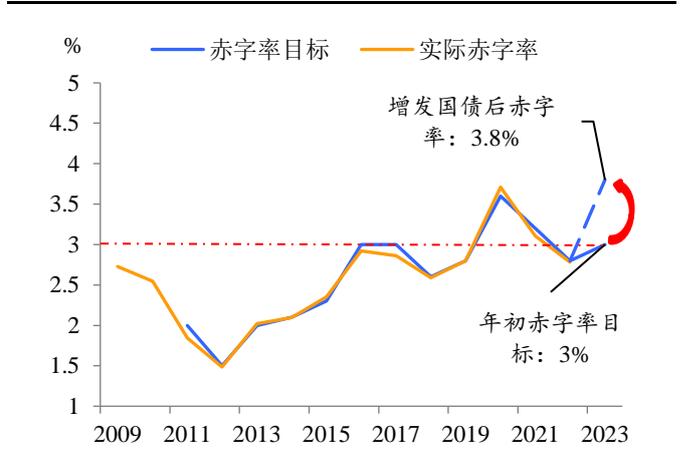
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 此次上调赤字率提振了股市活跃度



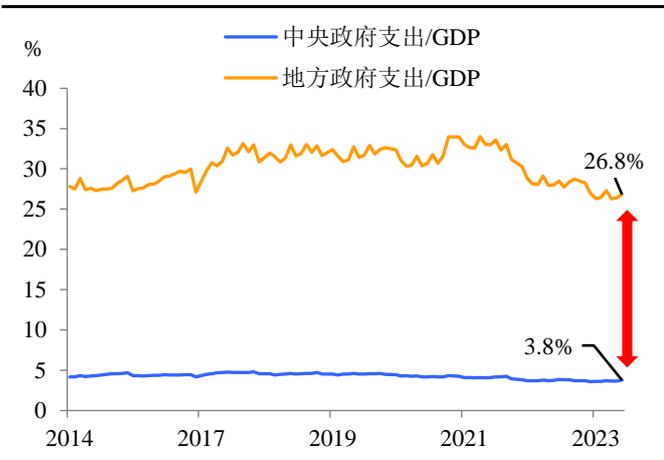
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 增发国债后财政赤字率从原本的3%升至3.8%



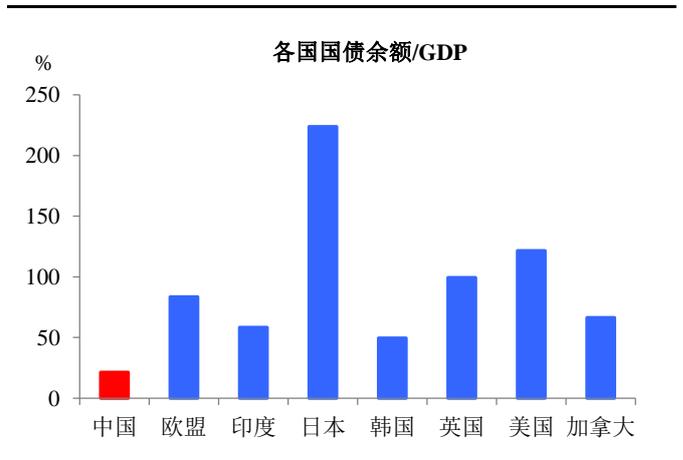
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 地方政府支出力度远大于中央政府



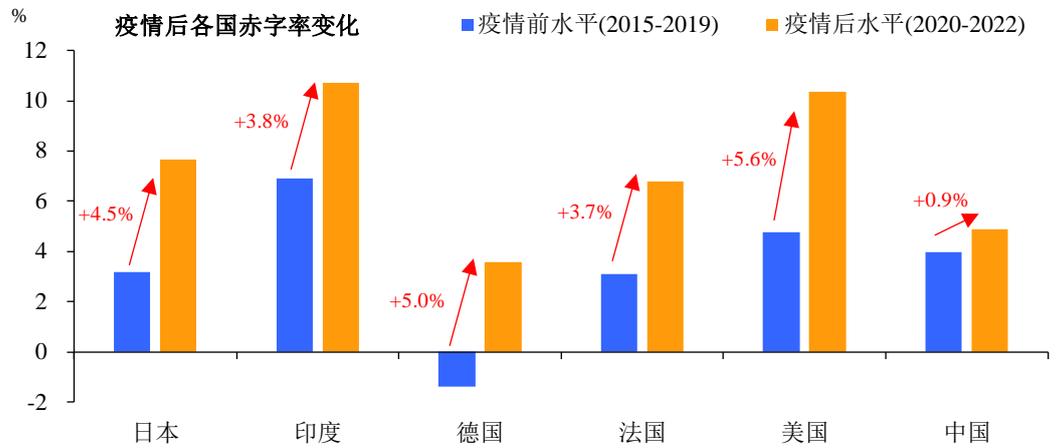
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图9: 我国国债发行仍有空间



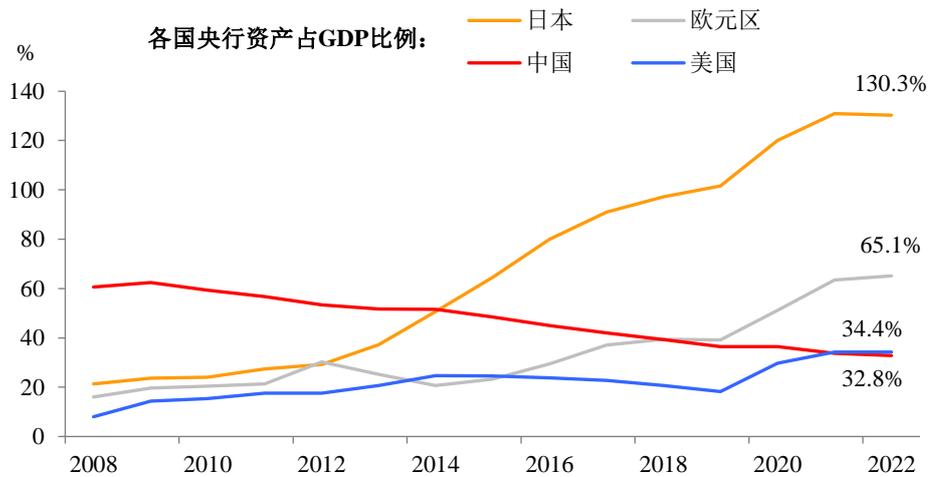
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图10: 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11: 相较于海外其他经济体, 我国央行资产负债表规模偏小



数据来源: CEIC, 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>