

# 中央加杠杆定基调，关注财政货币配合

## ——2023年10月财政数据的背后

### 核心观点

中央政府加杠杆定调积极财政政策，政策协同发力稳增长，关注财政货币配合机制配合逆周期政策及产业政策实施。

防范化解地方债务风险、严控新增隐性债务的大背景下，地方政府债务风险逐步缓释，建议可适当配置部分公开城投债，特别是化债区域的强城投。

#### □ 中央加杠杆定基调，关注财政货币配合

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，明确提出“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”。其中，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元，10000亿元国债资金均通过转移支付方式全部安排给地方。资金使用方面，据财政部介绍，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。**

**增发国债提升赤字，中央财政积极发力。**我们此前在多篇报告中提示7月政治局会议定调财政积极发力后，关注增量政策工具及储备政策，本次万亿增发国债可以视为中央财政积极发力，是落实7月政治局会议“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”的实践映照，预计对基建投资等方面需求有积极作用。此外，本次提升赤字增发国债更为重要的是印证宏观调控的政策决心，我们预计，后续财政政策有望进一步加码扩围、积极发力。

**中央加杠杆定调，关注财政货币配合。**在中央政府加杠杆的积极定调之下，我们认为财政货币配合发力有望更大程度推动经济增长和产业转型。在2023年1月及3月外发报告中我们提示关注“中国特色的财政货币配合新机制”，产业政策驱动经济结构转型升级将是未来我国经济发展的主线，但转型过程中可能面临财政收入不足、货币政策宽信用体量不够、经济增速承压等问题，核心解决之道在于财政货币的有效配合，未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局，重点关注两大领域，1)再贷款资金强化支持制造业。2)PSL、特殊再贷款为新市民公共基础设施及新基建等领域提供资金支持，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设和保障性住房等值得关注。

#### □ 财政政策积极定调，关注化债布局城投

**统筹发展与安全背景下，一揽子化债方案扫除道德风险、提振效率与意愿。**在财政政策统筹发展与安全的背景下，要兼顾短期又着眼长期，防范化解系统性风险是助力产业结构转型的重要前提。百年未有之背景下，过去三年地方财政面临着意外冲击和产业转型阵痛的多重扰动，同时2023年面临着防范化解地方政府债务风险、压实地方主体责任和终生追责、逆周期发力维稳的复合要求，7月政治局会议明确“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，形如特殊再融资、超长期贷款置换、债务重组降低利息负担等方式，我们认为一方面有助于降低地方政府债务风险约束，腾挪政策空间用于经济建设及产业转型，另一方面有助于化解道德风险，提升地方政府主体意愿，提升政府投资效率及积极性。截至11月上旬，地方政府特殊再融资债券发行规模已经突破万亿，也有印证。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 1 《10月经济维持弱修复态势，逆周期政策或加码》  
2023.11.15
- 2 《短期关注美债利率反弹风险》  
2023.11.15
- 3 《10月金融数据：稳增长仍需政策合力》  
2023.11.14

我们认为，财政政策的一系列表态，清晰表达出了防范和化解隐性债务的思路，确保法定债券不出任何风险，部分区域阶段性公开债出现偿债压力较大时，以地方政府为核心，地方金融机构、地方国企等会配合化解风险，例如使用贷款替代公开债。综合来看，我们预计在隐性债务化解和城投平台转型和剥离过程中，债券市场风险与机遇并存，对待非标债券相对审慎，城投平台公开债不会出现违约冲击，建议可适当配置部分公开城投债，特别是化债区域的强城投。

#### □ 一般公共预算收入：低基数助力收入改善

2023年1-10月累计，全国一般公共预算收入187494亿元，同比增长8.1%。其中，税收收入157841亿元，同比增长10.7%；非税收入29653亿元，同比下降3.8%。结构层面，1-10月国内增值税、国内消费税、企业所得税和个人所得税分别同比增长51.8%、-4.8%、-6.3%和-0.5%。

**经济对冲政策呵护收入，低基数助力收入改善。**7月政治局会议定调“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”后，出台了一系列宏观对冲政策，经济渐进修复，8月经济数据也有体现，供给侧工业和服务业边际改善好于市场预期。从需求端看，市场销售边际加快，投资动能平稳增长，对冲政策呵护经济以带动收入回升，但整体看经济仍处于弱修复阶段。同时，我们认为，除经济恢复、总体回升向好带动外，财政收入回升主要是因为去年4月份开始实施大规模增值税留抵退税政策，集中退税较多、拉低基数，低基数助力收入改善。

**税收结构凸显经济压力，增值税较好源于低基数支撑。**从结构来看，增值税表现较强，消费税、企业所得税和个人所得税相对较弱。我们认为税收结构数据凸显经济承压，经济处于弱修复状态，与房地产财富效应催生的超前及超额消费在当下面临逻辑反转带来的扰动有关，就业质量和收入预期不稳对消费能力及意愿形成扰动，超额储蓄的形成也侧面印证消费的相对疲软，消费税增速较弱；同时经济处于弱修复阶段，生产端面临工业企业净利率较低、产能利用率低位增长和工业去库仍未完成的扰动，企业盈利面临挑战，自然拖累企业所得税和个人所得税。增值税增速较高，主因在于2022年增值税大规模集中退税带来的低基数利好。综合来看，我们认为税收结构与宏观经济表现相互印证，经济在生产端及需求端此前均面临一定潜在因素的扰动，宏观政策仍需持续加以呵护。

#### □ 一般公共预算支出：支出平稳增长，三保支出较强

2023年1-10月累计，全国一般公共预算支出215734亿元，同比增长4.6%。分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出30271亿元，同比增长6.8%；地方一般公共预算支出185463亿元，同比增长4.2%。结构来看，社保就业、农林水支出进度较快，分别达到了84.4%和80.4%，城乡社区、教育、交通运输等支出也相对较快。

**财政支出平稳增长。**7月政治局会议定调“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”后，市场对逆周期发力较为期待。从财政支持角度来看，1-10月财政支出同比增长4.6%，边际回升、总体平稳，我们认为，积极的财政政策更重要在于提质增效，而非大举增支，要发挥其对社会投资和居民、企业消费的杠杆和引领作用，未来关注财政政策与货币政策配合推动内需回升。

**支出结构延续近三年特征。**从一般公共预算支出结构来看，支出进度较快的是社保就业、农林水，分别达到了84.4%和80.4%，其他领域相对落后于整体支出进度，城乡社区、教育、交通运输、卫生健康等领域支出进度分别达到78%、76.6%、76%和74.6%。我们认为，2023年财政支出结构与过去三年较为接近，首先，三重压力下政府“兜牢三保”的任务较重，保持较大规模的社保就业支出有较强必要性，2023年财政预算安排超10万亿中央对地方转移支付及大规模财政直达机制，目的也是在于保障基层财力。卫生健康支出较多与巩固公共卫生防范效果并提升潜在应对能力相匹配；教育支出增速边际增长较快，我们认为主因与呵护就业有关，扩大招生并加大就业辅导政策落实。此外，交通运输和城乡社区是预算内基建的重要投资领域，这两项支出增速较快，但增速边际回落，与基建边际回落、总体较强的走势相互印证。

#### □ 政府性基金：卖地收入相对不足，增量工具或可期

2023年1-10月累计，全国政府性基金预算收入43795亿元，同比下降16%。其中，国有土地使用权出让收入34992亿元，同比下降20.5%。1-10月累计，全国政府性基金预算支出72899亿元，同比下降15.1%。其中，国有土地使用权出让收入相关支出38811亿元，同比下降17.5%。

**卖地收入渐进修复。**今年以来卖地收入修复较慢，1-10月国有土地使用权出让收入34992亿元，同比下降20.5%，较去年同期减少近9000亿元。我们认为，一方面房地产市场仍处于修复进程，一系列呵护需求、补充流动性、稳定预期和权益补充的政策措施有序进行，效果有待进一步提升。重点关注新开工链条的修复，若新开工显著改善则后续土地市场有望进一步回暖。目前来看，地产销售修复较慢和现房库存较高决定了新开工大概率修复较慢，2023年1-10月新开工面积同比增速为-23.2%，也有体现。另一方面源于卖地收入是分期支付，不论是去年房企购地尾款还是当前土地成交“首付”，整体上均表现的相对较弱，预计卖地收入仍将相对承压。

**中央政府加杠杆，关注财政货币配合。**基建到位资金主要来源于预算内基建、政府性基金、专项债、银行信贷、城投债等，在卖地收入修复较慢的情况下，财政政策加速专项债集中发行递补资金缺口。截至11月中旬，年内已发行专项债已经接近发完。中央财政加杠杆增发国债提升赤字，一定程度上能给予基建资金支持，但更重要的是关注财政货币配合，准财政工具发力帮助基建解决到位资金问题。展望后续，我们继续提示关注增量财政工具填补卖地收入的资金缺口，2022年由于卖地收入的显著下滑，决策层通过集中上缴央行结存利润、集中前置发行专项债、增发政策性金融工具和补充发行限额内专项债等方式递补卖地收入下滑的影响，从而保障了政府性基金支出的相对平稳和基建投资的稳步增长，结合2022年经验，我们提示关注增量财政及准财政工具的潜在使用可能。

## □ 风险提示

经济超预期下行，政策落地不及预期，大国博弈超预期。

## 正文目录

1 财政数据跟踪 .....	6
----------------	---

## 图表目录

图 1: 2023 年社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多, 1-10 月社保就业、农林水支出较快 ..... 6

## 1 财政数据跟踪

图1：2023年社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多，1-10月社保就业、农林水支出较快

一般公共预算支出投向	2021		2022预算		2022决算		2023预算		2023预算较2022年决算绝对值新增		2023预算较2022年决算占比新增		2023年1-10月支出进度
	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	亿元	%	%		
农林水支出	22169	9.0%	24041	9.0%	22490	8.6%	23661	8.6%	1171	0.0%		80.4%	
公共安全支出	13794	5.6%	14692	5.5%	14333	5.5%	14857	5.4%	524	-0.1%			
科学技术支出	9607	3.9%	10418	3.9%	10023	3.8%	10455	3.8%	432	0.0%		70.2%	
社会保障和就业支出	33746	13.7%	37398	14.0%	36603	14.0%	39344	14.3%	2741	0.3%		84.4%	
教育支出	37687	15.3%	41404	15.5%	39455	15.1%	42095	15.3%	2640	0.2%		76.6%	
城乡社区支出	19459	7.9%	21103	7.9%	19415	7.4%	19809	7.2%	394	-0.2%		78.0%	
外交、国防支出	14287	5.8%	15226	5.7%	15376	5.9%	16508	6.0%	1132	0.1%			
节能环保支出	5419	2.2%	5877	2.2%	5396	2.1%	5778	2.1%	382	0.0%		69.9%	
一般公共服务支出	19952	8.1%	21103	7.9%	21109	8.1%	21460	7.8%	351	-0.3%			
资源勘探工业信息等支出	6651	2.7%	6945	2.6%	7297	2.8%	7704	2.8%	407	0.0%			
文化旅游体育与传媒、灾害防治及应急管理等其他支出	15518	6.3%	17096	6.4%	15637	6.0%	16783	6.1%	1146	0.1%		17.1%	
债务付息支出	10346	4.2%	11219	4.2%	11358	4.4%	12381	4.5%	1023	0.1%		78.4%	
交通运输支出	11331	4.6%	12021	4.5%	12025	4.6%	12381	4.5%	356	-0.1%		76.0%	
住房保障支出	7143	2.9%	7747	2.9%	7558	2.9%	7704	2.8%	146	-0.1%			
卫生健康支出	19213	7.8%	20836	7.8%	22542	8.6%	24211	8.8%	1669	0.2%		74.6%	
总计	246322	100.0%	267125	100.0%	260609	97.56%	275130	100.0%	14521			78.4%	

资料来源：Wind、WSJ，浙商证券研究所

### 风险提示：

经济超预期下行，受不确定性外生冲击经济大幅下行，财政政策或出现大幅宽松可能。

政策落地不及预期，财政政策落地大幅不及预期，或导致财政政策基调大幅转松、扩围加码。

大国博弈超预期，中美等大国博弈持续演绎，意识形态对抗在军事、科技、金融、人权、外贸、气候治理、能源转型、农业等领域恶化，导致财政政策大幅转向。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>