

财政支出扩张在即，制衡外部紧缩压力

定期报告

华金宏观·双循环周报（第32期）

投资要点

- ◆ **两大因素暂时性推升财政收入，增发国债即将进一步扩张支出。**非税收入和进出口税收高增，暂时性推动10月财政收入增速回升。财政收入的改善对10月财政支出直接形成推动，主要支出的分项是教育、社会保障、卫生健康和其他领域，10月尚未启动集中的防灾减灾类预算内投资。综合收支两端来看，尽管10月的同步改善更多以暂时性的收入端促进因素为主要驱动力，但增发万亿国债并上调全年预算赤字率，意味着11-12月财政支出的增速行将进一步上行，并且将向预算内投资集中，对2024年基建投资和部分不包含于基建口径的预算内投资都将形成明显的促进作用。此外10月集中发行的政府债券在当月尚未开始集中使用，11-12月也有望形成较为集中的支出，对经常性财政支出、以及政府性基金预算下的基建投资等方面也将形成进一步的支出推升作用，起到更持续的稳增长作用。10月决定增发万亿国债的最重要意义可能在于本次增发的规模直接进入年度财政预算，四季度罕见地将全年财政预算赤字率从3.0%大幅上调至3.8%。考虑到预算赤字率的长期黏性，这种与特别国债完全不同的操作模式，很大程度上代表着我国财政政策思维格局的重大变化，3%的传统平衡性赤字率已不再构成实质性约束，新一轮财政扩张周期或已经正式启动。当前经济增长的最大不确定性来源仍是复杂严峻的国际形势——美国一方面实施“脱钩断链”性质的保护主义国际经贸政策，另一方面其前期财政货币的过度扩张导致了明显的国内薪资通胀螺旋，两项因素都指向美国货币政策可能保持限制性的紧缩立场并维持更长时间。在这样的外部紧缩压力仍大的背景下，国内宏观调控政策组合只有将财政体系真正转型至更加积极进取的扩张阶段，才能够为货币政策的合理宽松打开政策空间，而避免因单边过度依赖货币政策而引发本币连续贬值预期以及收缩性的政策约束。更多详细分析，可参考前期报告《扩于当下，利泽绵长——增发万亿国债点评》（2023.10.25）。
- ◆ **美汽车业罢工暂时冲击CPI、零售，紧缩性外溢效应并未真正消除。**美国10月核心CPI同比4.0%，稍低于预期0.1个百分点，主要拖累因素是房租的超预期下滑，不可忽视因美国汽车工人罢工导致的就业市场暂时性降温与房租涨幅回落之间的逻辑关联。汽车行业工人罢工同样传导至美国耐用消费品零售，加之原油价格下行，美国零售名义增速也受到幅度比较明显的冲击，但罢工已经结束，10月数据的扰动可能更多呈现暂时性而非持续性特征。美汽车工人罢工结束，美国经济、就业、通胀数据可能再度反弹至较高水平，暂时性因素或无法改变美联储的鹰派立场，美联储可能在未来更长的时间内保持限制性的政策力度，我们预计如果12月美联储不再加息，首次降息的时间点可能不但不会提前而且更大的概率会推迟至2024年底，我国宏观经济政策或将持续面临较大的外部紧缩性外溢效应压力。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股计算机、汽车领涨，食品饮料跌幅较深；美国长端国债收益率大幅下行，中美10Y利差有所收窄；美元指数下行，CNY小幅升值；油价继续下行。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度低于预期风险；美联储加息力度超预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.com.cn

相关报告

- 消费企稳地产筑底，期待财政货币同步扩张——经济数据点评（2023.10） 2023.11.15
- 居民贷款清冷，政府发债集中——金融数据点评（2023.10） 2023.11.13
- 需求即将见底，政策传导可期——CPI、PPI点评（2023.10） 2023.11.10
- 罢工拖累就业，是否足以改变美联储？——华金宏观·双循环周报（第31期） 2023.11.4
- 矛盾的数据令美联储采取谨慎鹰派立场——美联储FOMC会议（2023.11）点评 2023.11.2



内容目录

两大因素暂时性推升财政收入，增发国债即将进一步扩张支出	3
美汽车业罢工暂时冲击 CPI、零售，紧缩性外溢效应并未真正消除	4
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)	7

图表目录

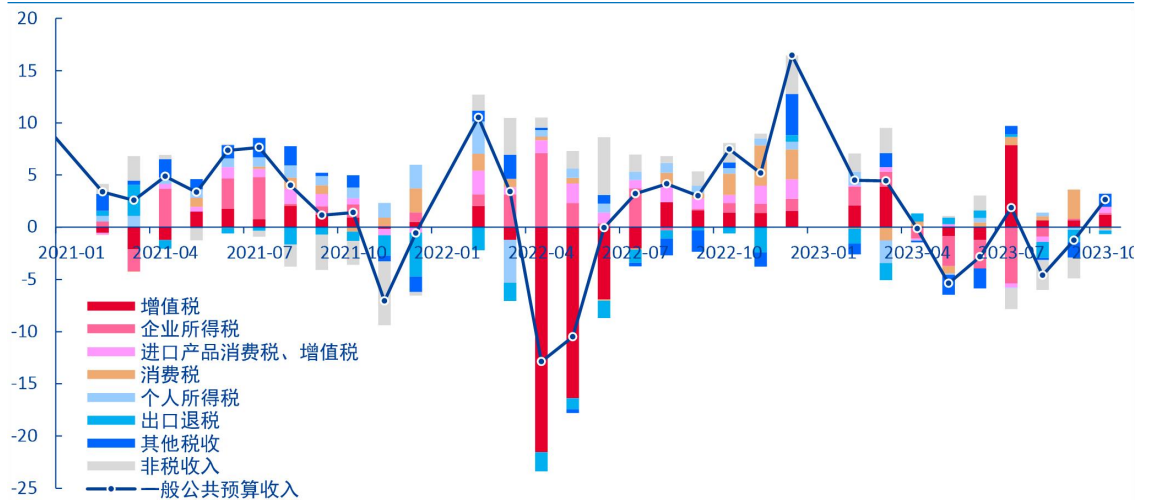
图 1：一般公共预算收入同比及贡献结构 (%)	3
图 2：一般公共预算支出同比及贡献结构 (%)	4
图 3：美国 CPI 同比增速及贡献结构 (%)	5
图 4：广义失业率环比与美国房租环比 (3MMA, %)	5
图 5：美国零售同比增速及贡献结构 (%)	6
图 6：全球股市：海外市场普遍上涨，A 股创业板指跌幅较深	7
图 7：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%)：计算机、汽车领涨，食品饮料跌幅较深	7
图 8：标普 500 及行业涨幅对比 (%)：本周材料板块领涨，能源板块有所下跌	7
图 9：美国国债收益率变动幅度：本周普遍下行较多，10Y 国债收益率下行 16BP	8
图 10：中国国债收益率变动幅度：中短端下行较多，1Y 国债收益率下行 10BP	8
图 11：本周 1Y 国债收益率下行 10BP (%)	8
图 12：中美 10Y 利差有所收窄 (%)	8
图 13：10Y 国开债与国债利差有所缩小 (%)	9
图 14：1Y 信用利差持平、3Y 利差缩小	9
图 15：美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)	9
图 16：主要央行政策利率 (%)	9
图 17：全球汇率：美元指数下行	9
图 18：人民币随美元指数下行而小幅升值	9
图 19：金价本周小幅升值	10
图 20：本周油价延续下行趋势	10
图 21：11 月上旬煤价小幅下行	10
图 22：本周铜价小幅上行	10

本周美国 10 月核心 CPI 数据超预期下行，海外预期美联储宽松或将提前，美元指数大幅回落，但关于后续美国经济是会连续降温还是再度反弹，市场分歧实际上正在扩大；本周公布的中国 10 月一般公共预算支出同比增速大幅上升，但结构上尚未开始反映增发万亿国债的影响。如果在美国汽车行业工人罢工得到解决后，未来美国经济态势重新升温、美联储维持紧缩立场更长时间，我国行将启动的新一轮财政扩张周期则将在很大程度上为我国货币财政共同扩张提供更大的政策空间。相关逻辑我们在本次周报中进行详细的探讨。

两大因素暂时性推升财政收入，增发国债即将进一步扩张支出

非税收入和进出口税收高增，暂时性推动 10 月财政收入增速回升，创 4 个月以来新高。10 月一般公共预算财政收入同比增长 2.6%，较 9 月反弹 3.9 个百分点，为近 4 个月以来新高。主要的推升因素来自两方面：1) 非税收入对总收入同比的贡献从 -2.0 个百分点大幅改善至 0.1 个百分点，但这一项与中央企业利润上缴有关，月度波动较大、可持续性不强。2) 10 月出口增速稍低于市场预期，进口好于预期，进口产品消费税、增值税收入对当月财政收入同比的贡献较 9 月提升达 0.6 个百分点，同时出口退税的拖累减少 0.8 个百分点。而 10 月出口稍低、进口稍高的结构也在很大程度上具有单月波动的偶然性，考虑到去年 11-12 月大范围封控和疫情导致进出口大幅下滑，出口基数走低程度更深，年内后两个月进出口税收的总体贡献可能会再度有所降温。总体上，两项推升财政收入的因素都是暂时性的。而与 Q3 经济增长密切相关的三大税种增值税、企业所得税、个人所得税来看，并没有出现超季节性的强劲表现。

图 1：一般公共预算收入同比及贡献结构（%）



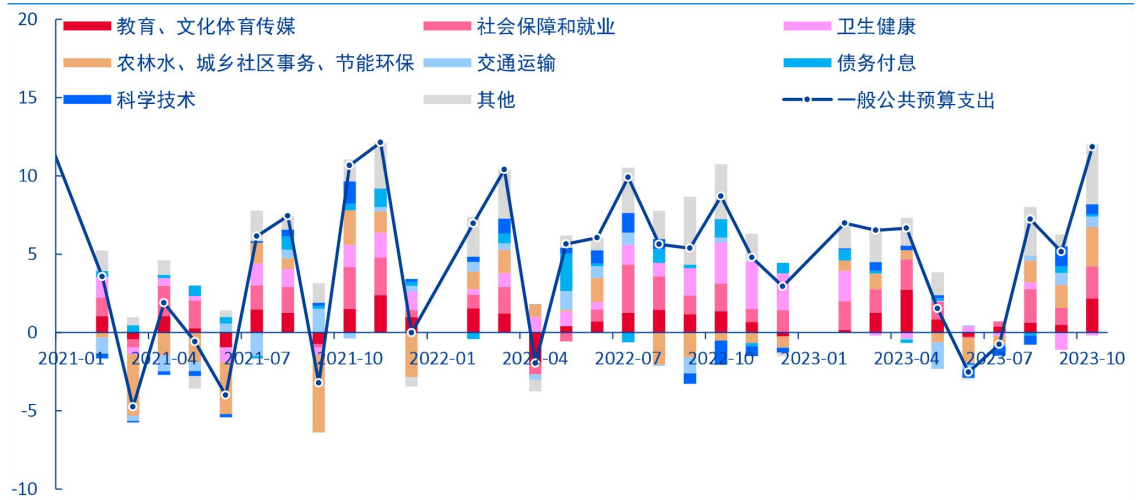
资料来源：CEIC，华金证券研究所

注：2021 年，2022.4-2023.6 为两年平均增速

财政收入的改善对 10 月财政支出直接形成推动，主要支出的分项是教育、社会保障、卫生健康和其他领域，10 月尚未启动集中的防灾减灾类预算内投资。在财政收入改善的推动下，10 月财政支出同比增长达 11.9%，较 9 月上行 6.7 个百分点，创近两年来的单月新高。但支出结构显示，尽管 10 月政府债券融资高达 1.56 万亿，但一方面主要修复了前期节奏偏慢的两会初始预算融资规模，尚未包含大部分 10 月末决定增发的万亿国债，另一方面增发万亿国债所对应的防灾减灾类预算内投资工程也并非 10 月支出增加的主要推动力量。10 月财政支出多增的部分主要分配于教育、社会保障和就业、卫生健康等与民生保障相关度更高的领域，以及不按月公布详细数据的其他领域，与预算内投资关联度高的农林水事务、城乡社区事务支出增速仅温和上行。

综合财政收支两端来看，尽管 10 月的同步改善更多以暂时性的收入端促进因素为主要驱动力，但 10 月末决定增发万亿国债并上调全年预算赤字率，意味着 11-12 月财政支出的增速行将进一步上行，并且将向预算内投资集中，对 2024 年基建投资和部分不包含于基建口径的预算内投资都将形成明显的促进作用。此外 10 月集中发行的政府债券在当月尚未开始集中使用，11-12 月也有望形成较为集中的支出，对经常性财政支出、以及政府性基金预算下的基建投资等方面也将形成进一步的支出推升作用，起到更持续的稳增长作用。

图 2：一般公共预算支出同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

注：2021 年为两年平均增速

10 月决定增发万亿国债的最重要意义可能在于本次增发的规模直接进入年度财政预算，四季度罕见地将全年财政预算赤字率从 3.0% 大幅上调至 3.8%。考虑到预算赤字率的长期黏性，这种与特别国债完全不同的操作模式，很大程度上代表着我国财政政策思维格局的重大变化，3% 的传统平衡性赤字率已不再构成实质性约束，新一轮财政扩张周期或已经正式启动。考虑到当前经济增长的最大不确定性来源仍是复杂严峻的国际形势——美国一方面实施“脱钩断链”性质的保护主义国际经贸政策，另一方面其前期财政货币的过度扩张导致了明显的国内薪资通胀螺旋，两项因素都指向美国货币政策可能保持限制性的紧缩立场并维持更长时间。在这样的外部紧缩压力仍大的背景下，国内宏观调控政策组合只有将财政体系真正转型至更加积极进取的扩张阶段，才能够为货币政策的合理宽松打开政策空间，而避免因单边过度依赖货币政策而引发本币连续贬值预期以及收缩性的政策约束。财政体系、货币政策和经济结构的同步高级化，有望令 2024 年人民币汇率即便面临美元指数高位的外部压力，也可稳定于当前中枢水平附近，经济政策和衷共济，高质量发展行稳致远。

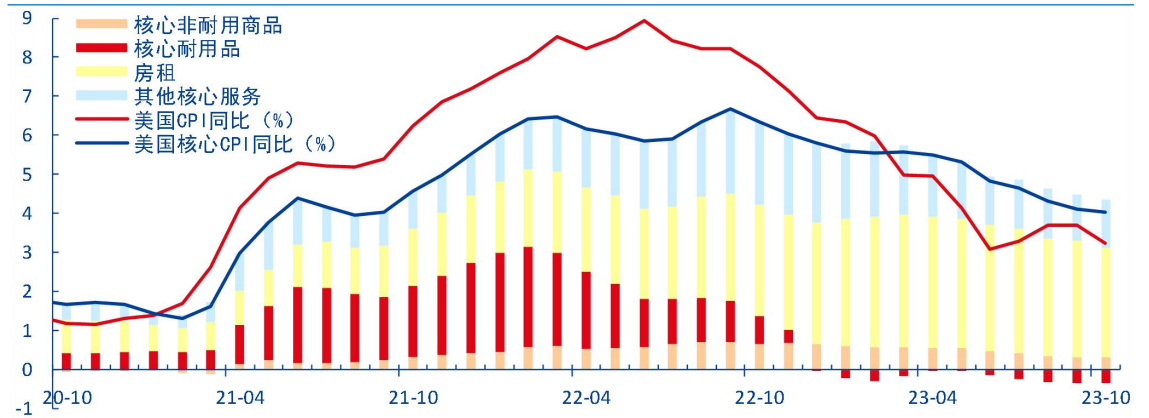
更多关于本轮财政扩张周期的详细分析，可参考前期报告《扩于当下，利泽绵长——增发万亿国债点评》（2023.10.25）。

美汽车业罢工暂时冲击 CPI、零售，紧缩性外溢效应并未真正消除

美国 10 月核心 CPI 同比 4.0%，稍低于预期 0.1 个百分点，主要拖累因素是房租的超预期下滑，不可忽视因美国汽车工人罢工导致的就业市场暂时性降温与房租涨幅回落之间的逻辑关联。据当地时间 11 月 14 日美国劳工统计局公布的数据，美国 10 月 CPI 同比下行 0.5 个百分点

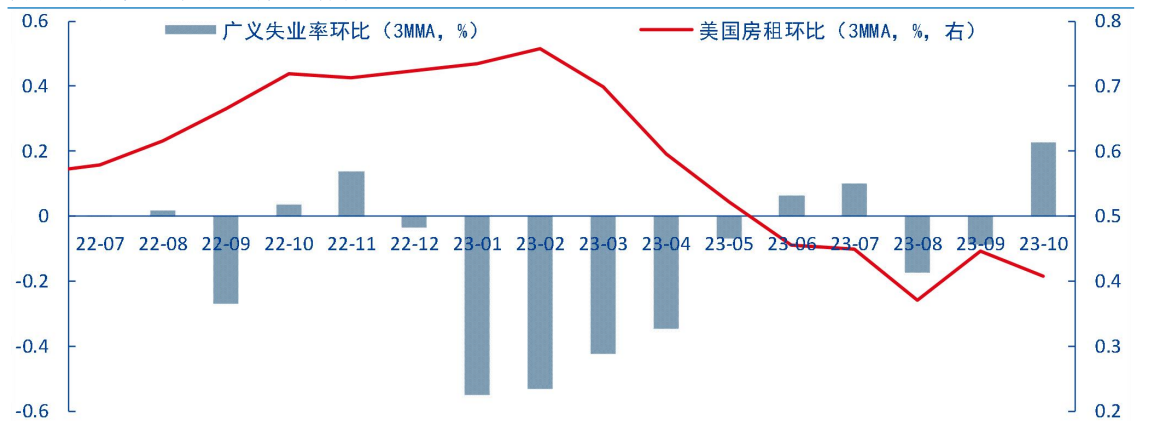
至 3.2%，核心 CPI 超预期下行 0.1 个百分点至 4.0%。10 月全球原油价格月初上涨后迎来大跌，能源项拖累美国总体 CPI 明显回落。核心 CPI 方面，主要超预期下跌的分项是权重最大的居住项，当月同比涨幅下行 0.4 个百分点至 6.8%，尽管居住项主要滞后五个季度左右传导前期美国房价的变化，但也不可忽视劳动力市场紧张程度也是直接驱动租房需求的重要短期因素。9 月中旬起，美国汽车工人连续六周集体罢工，美国 10 月广义失业率上行 0.3 个百分点至 4.8%，很大程度上与居住项价格涨幅单月的下行直接相关。而前期因全球汽车供给趋于过剩造成的耐用品价格降温趋势逐步企稳，10 月美国核心耐用品 CPI 同比跌幅收窄 0.1 个百分点至 -2.1%，不是核心 CPI 偏弱的主要原因。

图 3: 美国 CPI 同比增速及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

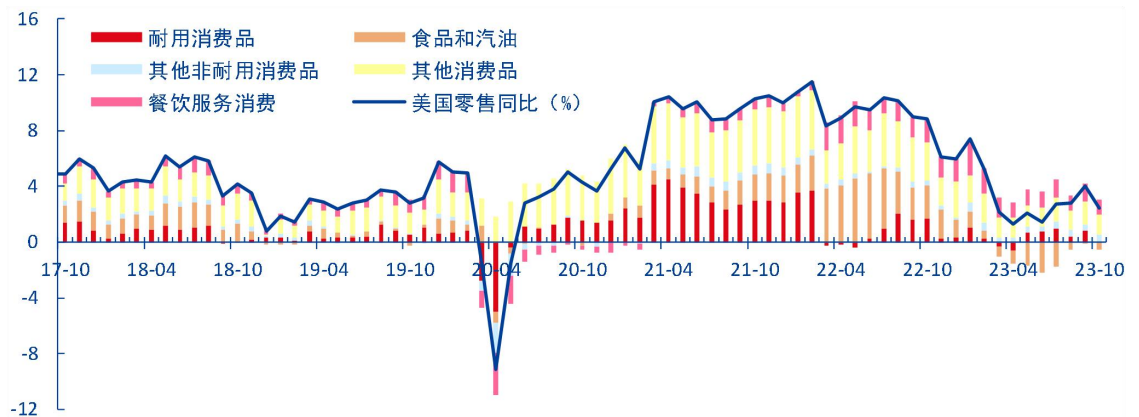
图 4: 广义失业率环比与美国房租环比 (3MMA, %)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

汽车行业工人罢工同样传导至美国耐用消费品零售，加之原油价格下行，美国零售名义增速也受到幅度比较明显的冲击，但罢工已经结束，10 月数据的扰动可能更多呈现暂时性而非持续性特征。美国 10 月零售名义增速大幅下行 1.6 个百分点至 2.5%，主因汽车消费大幅降温所致。从结构上看，汽车行业工人大罢工深度影响汽车供给，10 月美国汽车零售同比增速在去年同期基数较高的背景下，下行 3.2 个百分点至 3.3%，为近 6 个月来新低；而除汽车外的其他耐用消费品同比增速仅下行 1.1 个百分点，下行幅度小于汽车零售。

图 5: 美国零售同比增速及贡献结构 (%)



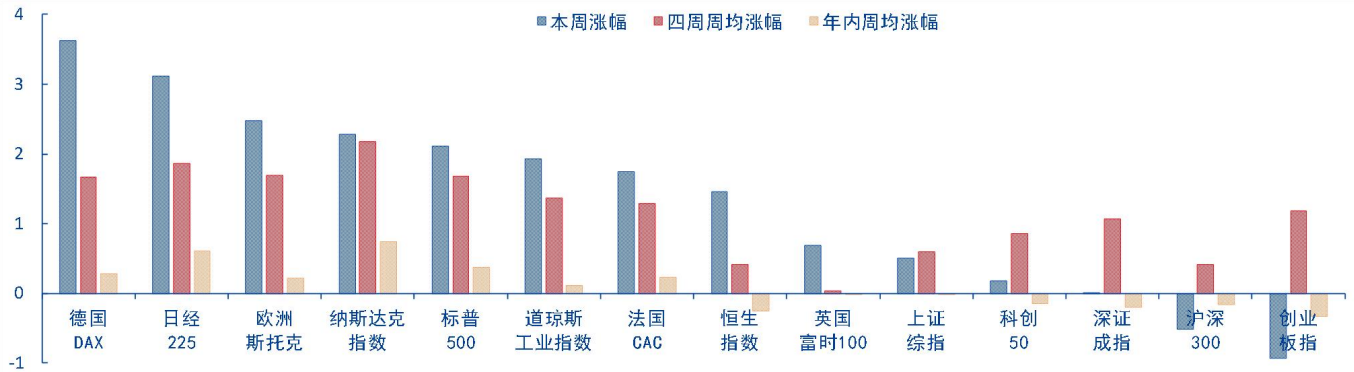
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

美汽车工人罢工结束, 美国经济、就业、通胀数据可能再度反弹至较高水平, 暂时性因素或无法改变美联储的鹰派立场, 美联储可能在未来更长的时间内保持限制性的政策力度, 我们预计如果 12 月美联储不再加息, 首次降息的时间点可能不但不会提前而且更大的概率会推迟至 2024 年底, 我国宏观经济政策或将持续面临较大的外部紧缩性外溢效应压力。从数据结构上来看, 我们认为当前美国核心 CPI 和零售同比增速的降温可能均在较大程度上为前期汽车行业工人大罢工所致, 并不具备较强的可持续性。超预期回落的核心 CPI 数据使得市场普遍预期美联储的本轮加息已经迎来尾声, 美元指数当日随即大幅跳水。而对于美联储来说, 12 月 FOMC 会议上的一次加息 25BP 与否事实上已经不再重要, 在薪资通胀螺旋可能重获强化的情况下, 美国经济当前趋势性衰退风险是极小的, 持续的紧缩性政策意味着美联储将长时间维持目前的高利率水平。我们预期, 若美联储 12 月 FOMC 会议不再加息, 则对应的降息时点将至少推迟至 2024 年底。不建议对 CNY 因美元走弱而开始升值抱有过的期待, 当前货币政策仍然坚持中性偏松方向, 中美货币政策依旧处于相背离的道路, 我们预计 2024 年底前美元指数围绕 105.5 的中枢窄幅波动, CNY 围绕 7.2-7.3 窄幅震荡。在这种外部预期下, 我国货币财政双轮驱动同步扩张宽松, 和衷共济推动经济高质量发展的必要性进一步提升。

风险提示: 稳增长政策力度低于预期风险; 美联储加息力度超预期风险。

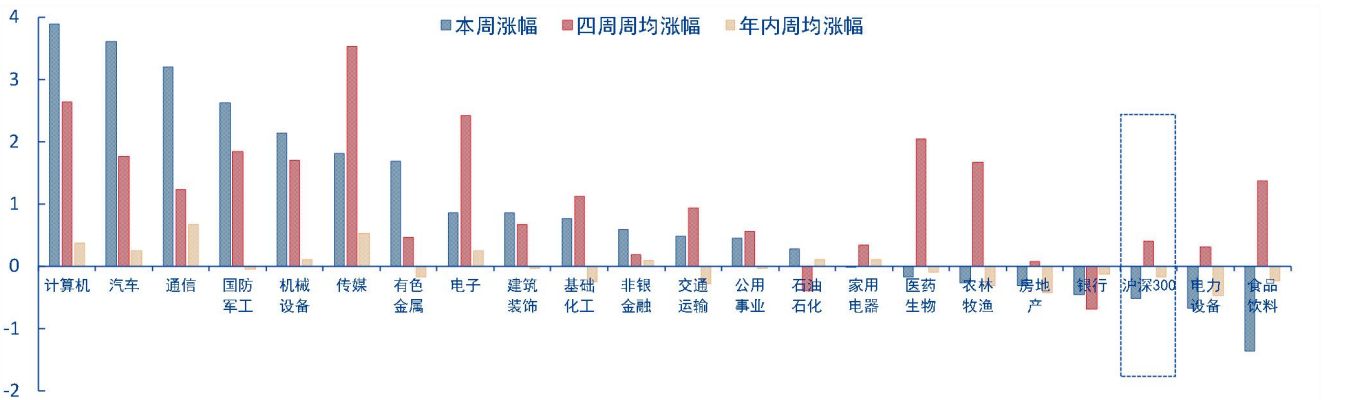
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 6: 全球股市: 海外市场普遍上涨, A 股创业板指跌幅较深



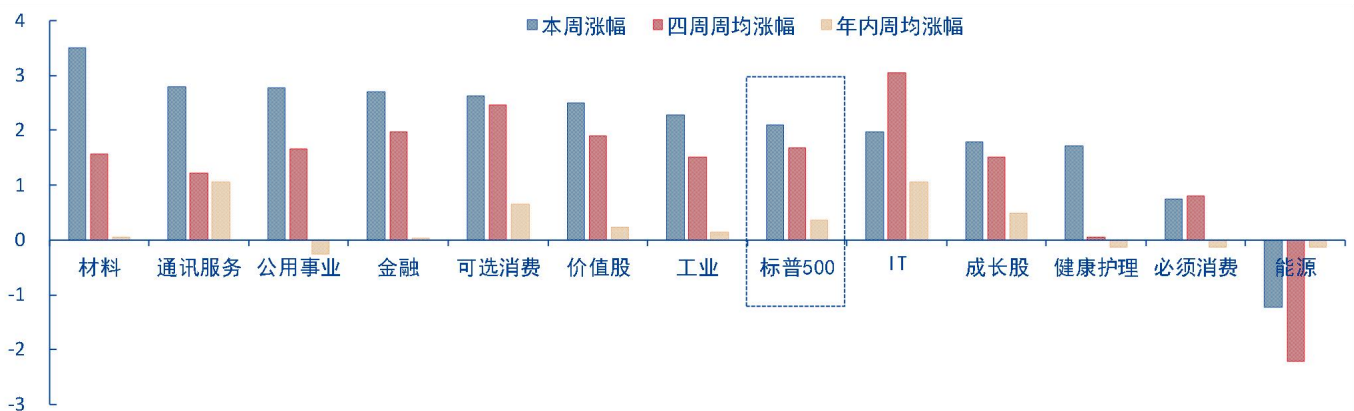
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 计算机、汽车领涨, 食品饮料跌幅较深



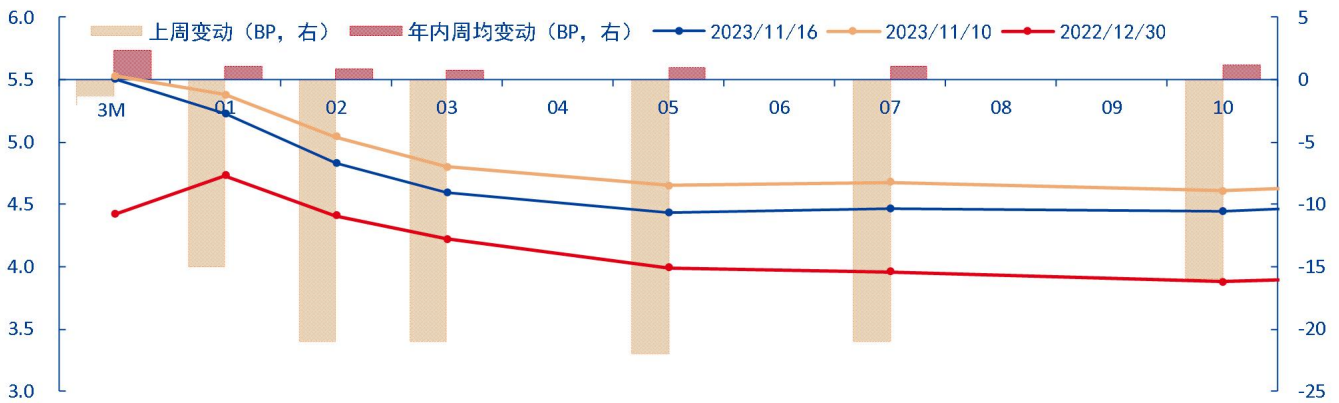
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周材料板块领涨, 能源板块有所下跌



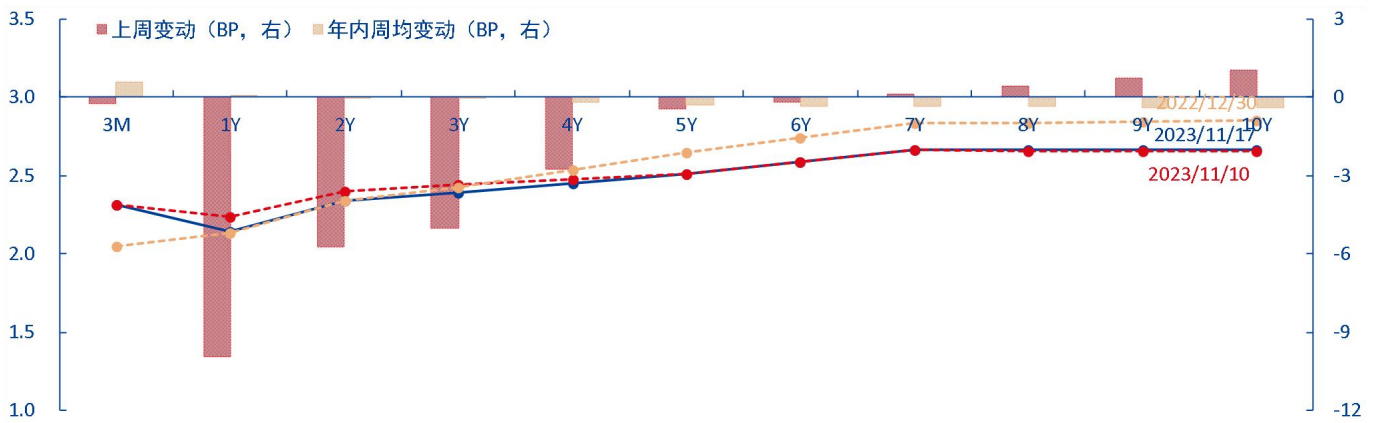
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9: 美国国债收益率变动幅度: 本周普遍下行较多, 10Y 国债收益率下行 16BP



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 10: 中国国债收益率变动幅度: 中短端下行较多, 1Y 国债收益率下行 10BP



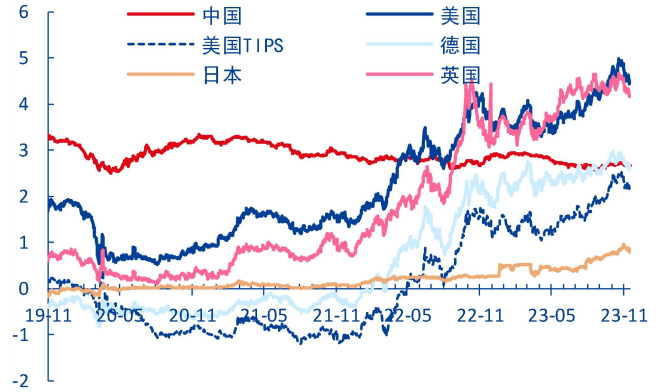
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 本周 1Y 国债收益率下行 10BP (%)



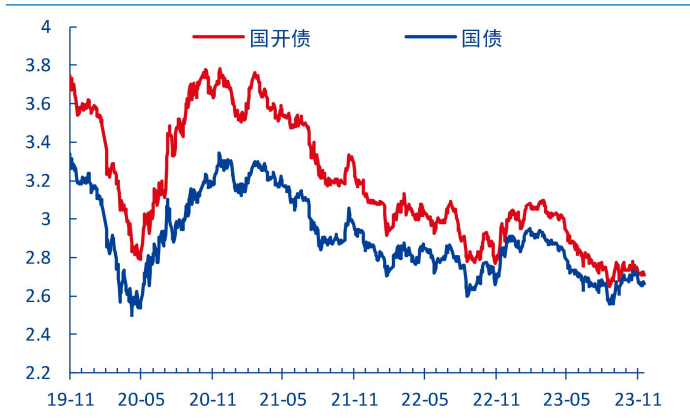
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 中美 10Y 利差有所收窄 (%)



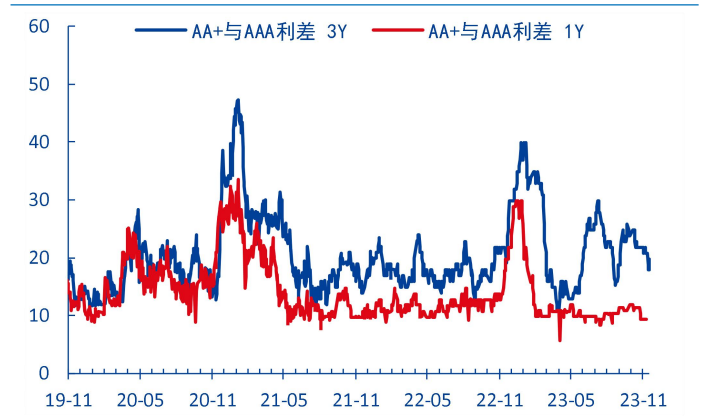
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 10Y 国开债与国债利差有所缩小 (%)



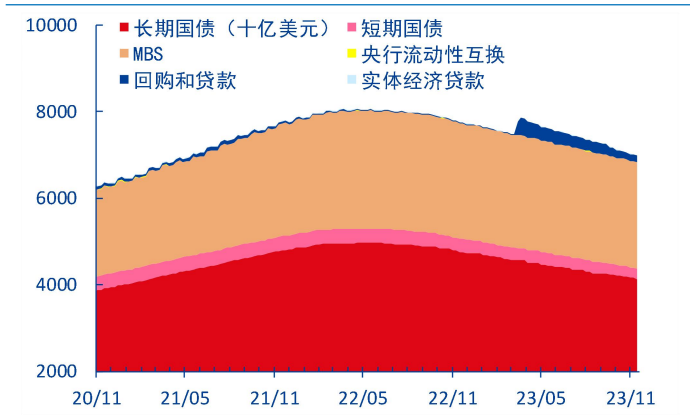
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 1Y 信用利差持平、3Y 利差缩小



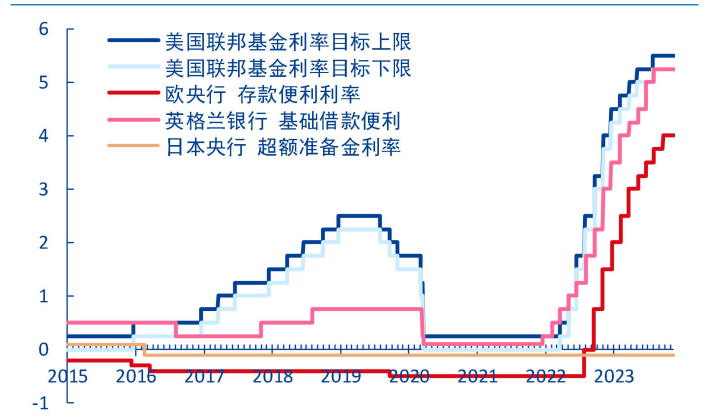
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



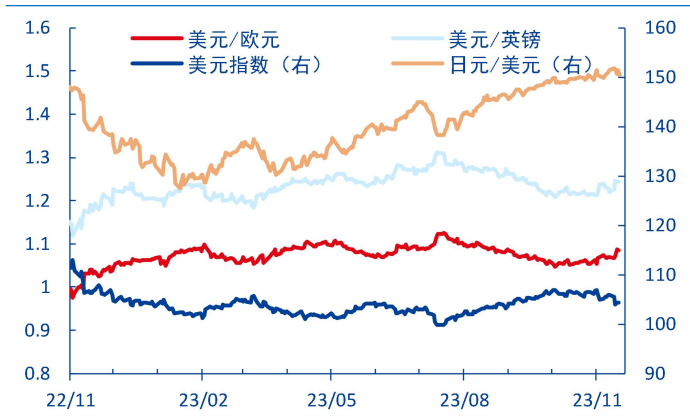
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 全球汇率: 美元指数下行



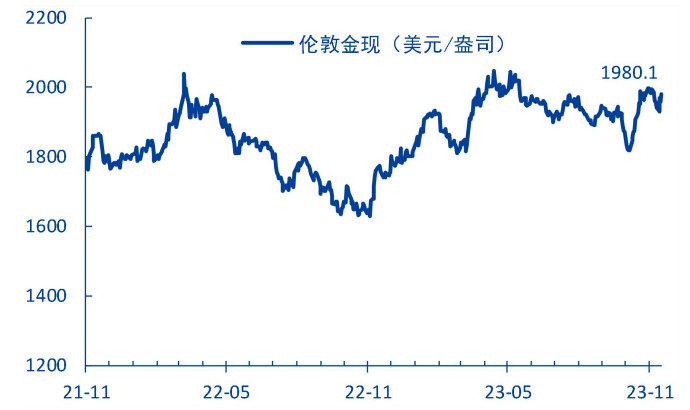
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 人民币随美元指数下行而小幅升值



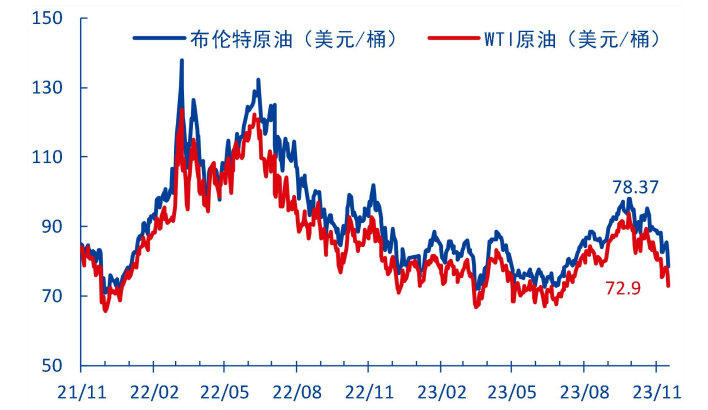
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 金价本周小幅升值



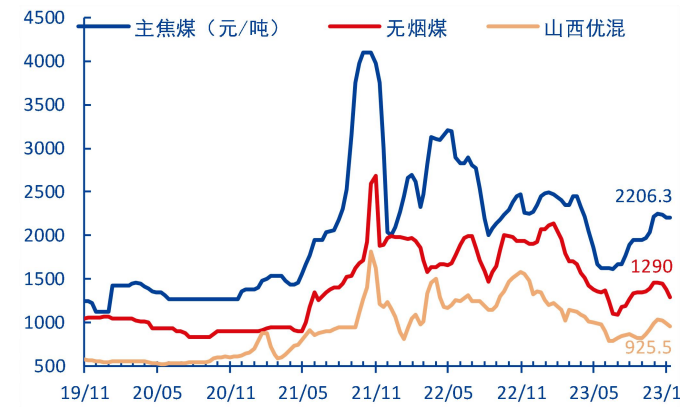
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 本周油价延续下行趋势



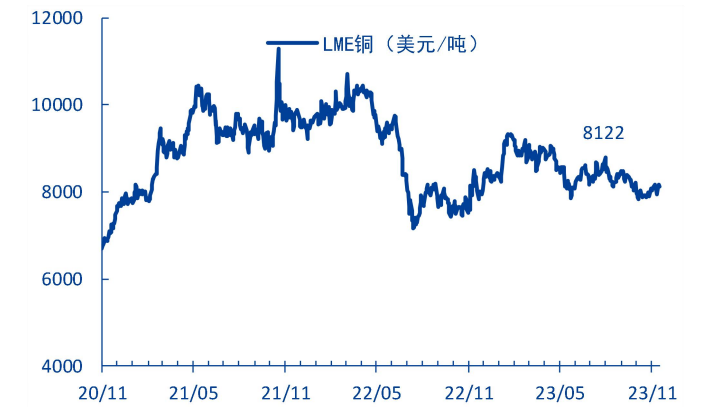
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 11月上旬煤价小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 本周铜价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn