

宏观点评 20231201

明年财政加力的路径与选择

2023年12月01日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《11月PMI: 复苏尚不稳固》

2023-11-30

《复苏初期货币政策思路的三个变化》

2023-11-28

■ 当前市场聚焦于12月中央经济工作会议对明年经济的定调，而财政政策无疑是其中的“关键一环”。今年年底赤字率的上调，究竟是解一时“燃眉之急”，还是财政政策的“范式切换”？我们不妨结合历史与当前经济基本面，对2024年财政路径加以探讨。具体来看，我们认为2024年财政政策存在三条路径：

■ **路径一：经济放缓将至，财政发力前置。**以史为鉴，历史上“特殊”国债“浮出水面”的时候，经济都处于临近低点的位置。这也就意味着在经济触底之时，财政发力便将尽快“提上日程”。基于此，若2023Q4或2024Q1经济增长乏力，那么2024年年初全年财政赤字率目标被大幅提升的可能性也会加大。

■ **路径二：财政发力“年初不够、年中来凑”。**如果2024年年初财政预算案中对赤字率的安排比较谨慎，那么在无政策加持的背景下，2024年下半年经济探底的风险会比较大，届时不乏年中再次增发国债、上调赤字规模的可能。

2000年便是最好的前车之鉴：有了1998年年中追加赤字的“再一”、和1999年的“再二”，2000年“再三”追加赤字其实是源于下半年经济增长的不及预期。2000年经济复苏场景已初现，因此年初对财政政策积极性的定调其实并不高。可整个复苏过程中出现了一个“小插曲”：受发达国家互联网泡沫破裂的影响，2000年下半年外需下降、工业生产也有所放缓，经济承压之际才有了财政的再次“出手相助”。在追加赤字后，2000年财政端的发力便得以进一步体现。

■ **路径三：来自“3%”的束缚更多。**多年来我国一直坚持3%赤字率“红线”的约束，因此存在2024年重回3%束缚之下的可能。不过这并不代表前期财政端的发力仅仅是“昙花一现”，政策端对经济的支持可能“藏在暗处”。一方面，“3%”约束的是官方赤字率，并非实际赤字率。官方赤字率考虑了从其他财政账户调入资金的情况，但根据我们测算，近年来我国实际赤字率不断抬升，早已突破3%的水平。尤其在经济下行压力比较大的年份，实际赤字率的扩张会更加明显。另一方面，“准财政”的支持或已“蓄势待发”。根据之前的报告《明年“宽财政”空间有多大？》，我们提出相较于其他国家而言，我国央行资产负债表的规模偏小，因此未来“准财政”发力的空间还很大。

■ **2024年哪种财政路径实现的可能性更高？**在今年GDP目标实现难度不大、且有万亿国债为明年开年经济“铺路”的情况下，我们认为2024年预算案中大幅提升全年赤字率目标的必要性有待商榷。不过若2024年“开门红”并未如约而至，那么年初便提高赤字率的概率也会更大。

伴随经济的初步企稳，2024年年初财政预算案中财政赤字扩张的意愿或许并不强。在无财政持续为经济“充电”的背景之下，2024年下半年经济下行压力加重，那么与2000年相似，“年初不够、年中来凑”的逻辑将重新演绎。同时也保留2024年重回3%财政纪律警戒线、靠提升实际财政赤字率或“准财政”发力的可能性。基于此，同时考虑一般公共预算、政府基金预算以及其他“准财政”融资渠道的增广财政赤字率，其走势对2024年政策端发力程度的判断具有重要借鉴意义。

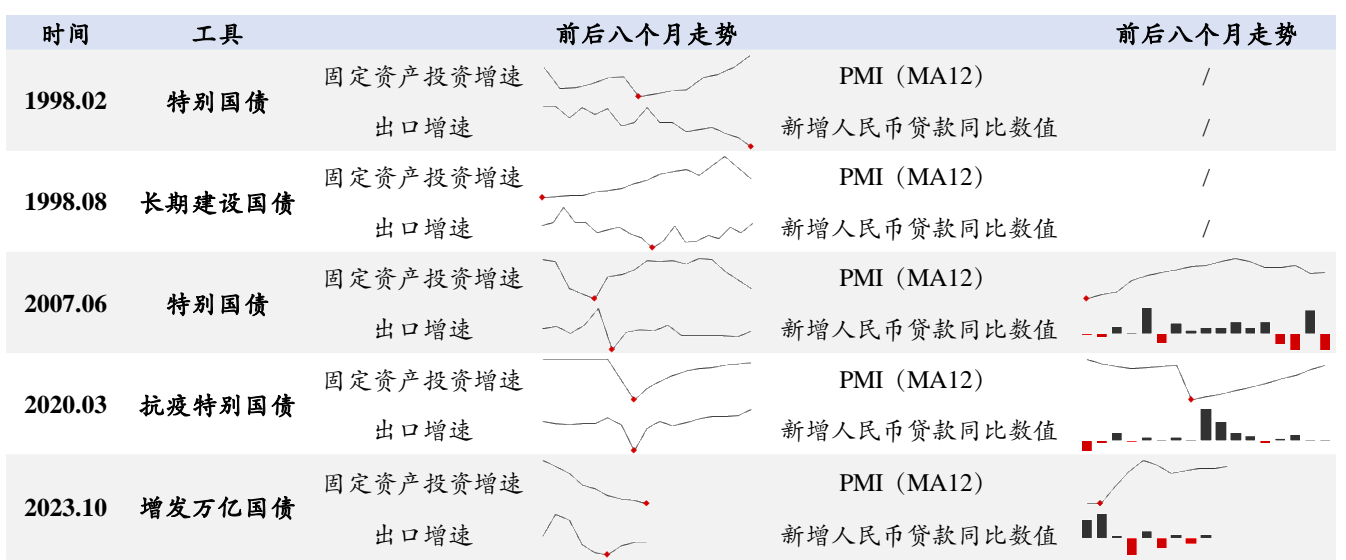
■ **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；政策对内需拉动效果不及预期。

图1: 2024年财政政策演化的三条路径

宏观经济背景		2024年财政政策走向
路径一	2023Q4或2024Q1经济恢复不及预期	2024年年初财政预算案中的赤字率目标便大幅提升
路径二	2024年实现“开门红”，但下半年经济探底风险较大	2024年年初财政预算案中对赤字率的安排比较谨慎，但年中会再次增发国债、上调赤字率
路径三	无论2024年经济走向如何，不越3%财政赤字率“红线”的重要性更大	2024年全年官方赤字率维持在3%（或3%以下）水平，更多靠实际赤字以及“准财政”发力

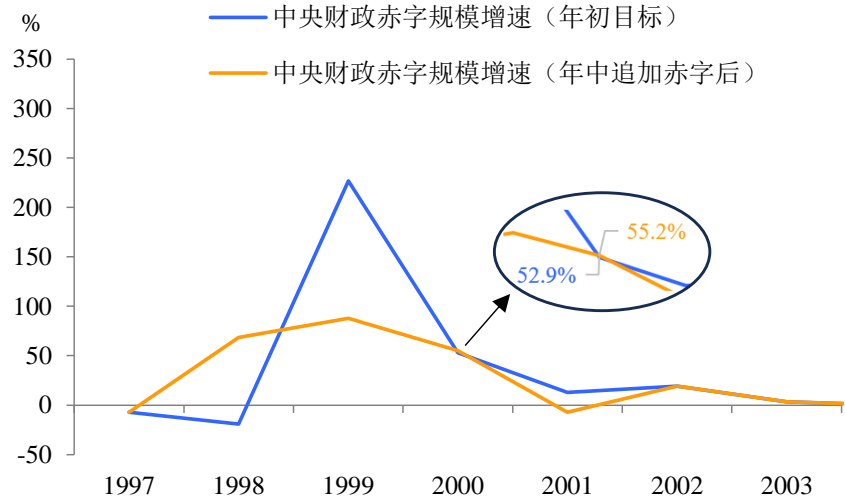
数据来源：东吴证券研究所绘制

图2: 以史为鉴，“特殊”国债“浮出水面”之时，经济都处于临近低点的位置



数据来源：Wind，财政部，东吴证券研究所

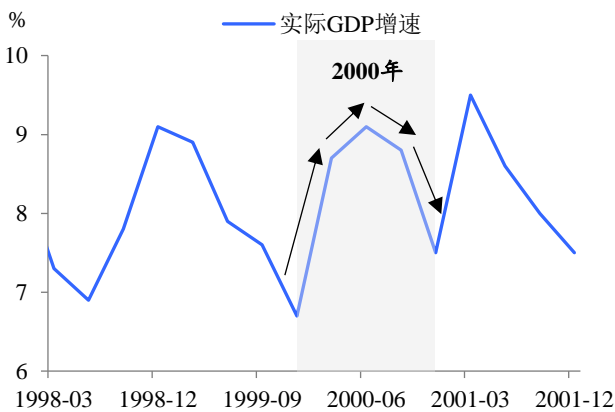
图3：2000年年中财政端的发力才进一步体现



注：2010年之前，历年《政府工作报告》中并不公布财政赤字率目标，仅公布中央财政赤字目标，因此我们通过中央财政赤字目标规模来判断财政支出力度。蓝线表示年初预算案中对全年财政政策力度的定调，橙线表示年中追加赤字后财政政策的力度。若蓝线置于橙线之上，则说明该年年初财政的定调就比较积极；反之，若橙线置于蓝线之上，则说明该年年中财政发力力度大于年初定调。

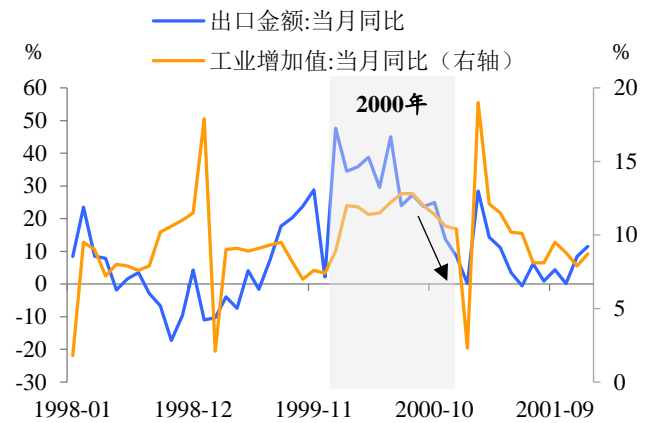
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2000年下半年经济增速下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2000年下半年外需疲软致使出口和工业生产下行压力较大



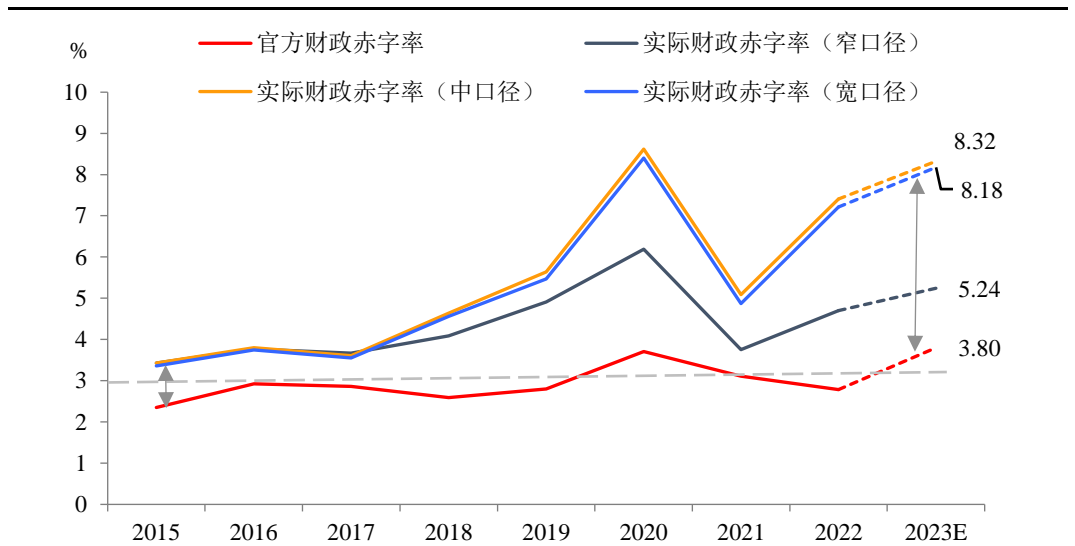
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6: 不同口径财政赤字率测算

【在GDP中的占比(单位: %)】			注释	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
1	=2-5	官方财政赤字率	财政赤字 = (全国一般公共预算收入 + 调入预算稳定调节基金和其他预算资金 + 动用结转结余资金) - (全国一般公共预算支出 + 补充预算稳定调节基金 + 结转下年支出的资金)	2.59	2.80	3.71	3.11	2.78	3.80
2	=4-3	实际财政赤字率(窄口径)	实际财政赤字(窄口径) = 一般公共预算支出 - 一般公共预算收入	4.08	4.91	6.19	3.75	4.70	5.24
3		一般公共预算收入		19.95	19.30	18.05	17.63	16.83	16.80
4		一般公共预算支出		24.03	24.21	24.24	21.38	21.53	22.05
5		从其他财政账目的净调入资金		1.50	2.12	2.48	0.65	1.92	1.44
6	=(4+8) - (3+7)	实际财政赤字率(中口径)	实际财政赤字(中口径) = (一般公共预算支出 + 政府性基金支出) - (一般公共预算收入 + 政府性基金收入)	4.64	5.64	8.62	5.09	7.40	8.32
7		政府性基金收入		8.21	8.57	9.22	8.53	6.44	6.04
8		政府性基金支出		8.77	9.29	11.65	9.87	9.14	9.12
9	=(4+8+11) - (3+7+10)	实际财政赤字率(宽口径)	实际财政赤字(宽口径) = (一般公共预算支出 + 政府性基金支出 + 国有资本经营支出) - (一般公共预算收入 + 政府性基金收入 + 国有资本经营收入)	4.56	5.47	8.40	4.87	7.21	8.18
10		国有资本经营收入		0.32	0.40	0.47	0.45	0.47	0.41
11		国有资本经营支出		0.23	0.23	0.25	0.23	0.28	0.27

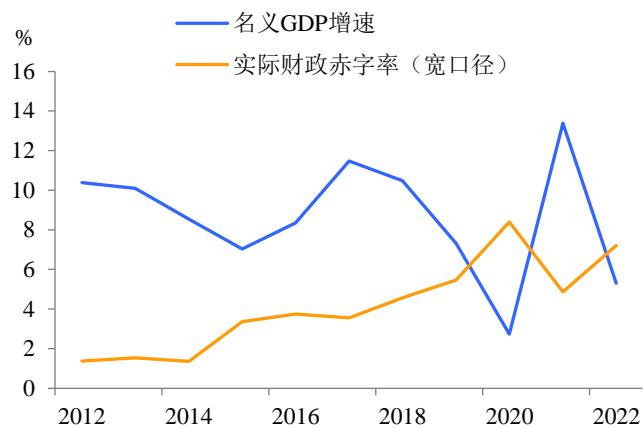
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 近年来, 我国实际财政赤字率在不断走高



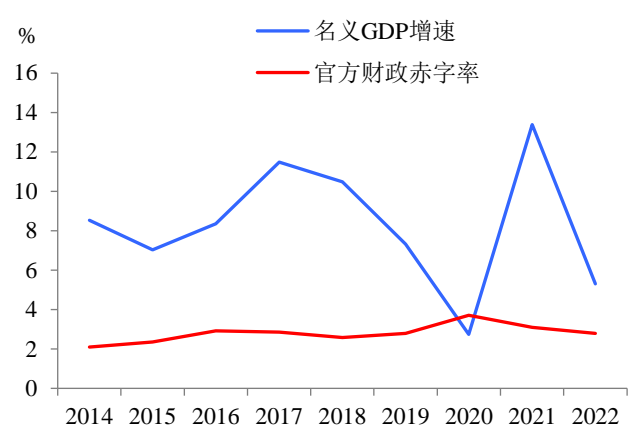
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 经济下行压力越大, 来自实际财政赤字的“助力”也会越大



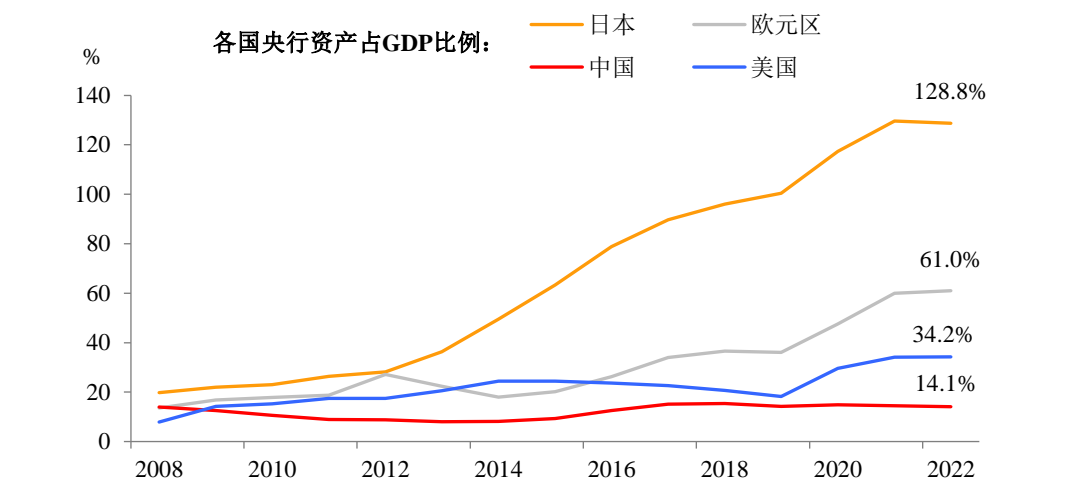
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 与此同时, 官方财政赤字似乎并不作为



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 相较于海外其他经济体, 我国央行资产负债表规模偏小



注: 各国央行资产已剔除国外资产部分。

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>