

如何理解 3%赤字率目标？

核心观点：

3月5日十四届全国人大二次会议开幕，根据政府工作报告内容显示，2024年财政预算赤字率为3%，新增专项债额度为3.9万亿元，同时拟发行1万亿超长期特别国债。直观感受上，3%的赤字率可能会被市场解读为财政发力相对克制，但我们认为3%的目标赤字率更多体现的是对于政府行政开支的财政约束，而非政策力度的紧缩。实际上，在考虑到物价水平因素2024年实际赤字率可能略高于3%，而考虑专项债和特别国债后的政府广义赤字率也高于去年，由此推算今年政府性基金支出的增速规模更将大幅高于去年。“适度加力”的财政力度并未弱于去年。

3%赤字率的重要意义在于财政纪律约束，不代表政策的紧缩意图。首先需要明确的是：历年目标赤字率本就不能完全代表财政扩张力度，一般公共预算的狭义赤字率主要反映的是政府一般性事务的收支缺口，仅包括部分政府投资。在中央经济工作会议和全国财政工作会议中提出“政府要适应过紧日子”的基础上，我们认为坚守3%红线的主要意义在于控制政府公共开支的盲目扩张。此外，由于疫后财政收入持续回升及去年的新增国债，今年一本账财政支出压力大幅缓解，相应的一般政府债务融资需求也有所降低。从目前财政存款的余额来看，去年10月份大幅提升之后，截止今年1月份财政存款余额仍有6.65万亿，显著高于往年同期。表明当前财政资金相对充裕，且具有一定规模的流动性待释放，按往年均值（约5.4万亿）来看，目前有约1.25万亿财政资金待拨付使用，政府财力较去年相对充裕。

2024年实际狭义赤字率与去年基本持平，广义赤字率提升。自2015年以来，一般公共预算的收支差额除了依靠狭义赤字弥补之外，财政二、三本账的调入资金也是主要来源之一，其中主要包括央行以及国有企业向财政的上缴利润。我们测算2024年调入资金规模在2万亿左右（23年约为1.8万亿），考虑调入资金后实际赤字率为4.55%，与2023年的4.58%基本持平。此外，今年新增的3.9万亿专项债和1万亿特别国债，加上去年新增万亿国债中有8000亿是在2024年实际使用，2024年实际使用的广义赤字率为8.76%，略高于去年的8.39%。由于专项债和特别国债均纳入政府性基金预算管理，假设今年政府性基金收入与去年持平，我们预计今年预算草案中政府性基金支出增速大致在18%左右，较去年的-8.4%大幅提升。

考虑价格因素今年实际赤字率或高于3%。按照今年财政拟安排的4.06万亿赤字总规模以及3%的赤字率目标可以推算出2024年的名义GDP规模大致为135.3万亿，在5%实际GDP增速目标下，对应2024年的GDP平减指数为2.36%，这一物价增速显著高于2023年的-1.04%，也高于我们测算的2024年平减指数（0.5%）。在2024年的物价水平没有大幅超预期增长的基础上，实际实现的名义GDP或低于赤字率倒算出来的水平，这也意味着今年实际的赤字率或是高于3%的。

超长期特别国债显著体现财政逆周期扩张的政策意图。政府工作报告提出：从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。我们认为超长期特别国债具有部分替代专项债进行政府投融资的实际功能，与此同时在债务融资管理上由中央统筹，能够有效加强对债务风险的管控、缓解地方债务压力、降低债务融资成本。未来五年，超长期特别国债将是兼顾经济高质量发展和财政可持续的重要政策工具，也是财政逆周期发力的重要意图体现，具有较强的信号意义。可以类比的政策是1998-2000年连续三年的新增建设国债和2008年的“四万亿”计划，其均对预期改善和物价回升起到了积极作用。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理

聂天奇

实际赤字率及广义赤字率水平



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.财政政策不及预期的风险
- 3.经济超预期下行的风险
- 4.政府债券违约超预期的风险

目 录

一、 3%赤字率的重要意义在于财政纪律约束	3
二、 实际赤字率与去年基本持平，广义赤字率提升	3
三、 考虑价格因素今年实际赤字率或高于 3%	4
四、 超长期特别国债显著体现财政逆周期扩张的政策意图	5

3月5日十四届全国人大二次会议开幕,根据政府工作报告内容显示,2024年财政预算赤字率为3%,新增专项债额度为3.9万亿元,同时拟发行1万亿超长期特别国债。直观感受上,3%的赤字率可能会被市场解读为财政发力相对克制,但我们认为3%的目标赤字率更多体现的是对于政府行政开支的财政约束,而非政策力度的紧缩。实际上,在考虑到物价水平因素2024年实际赤字率可能略高于3%,而考虑专项债和特别国债后的政府广义赤字率也高于去年,由此推算今年政府性基金支出的增速规模更将大幅高于去年。“适度加力”的财政力度并未弱于去年。

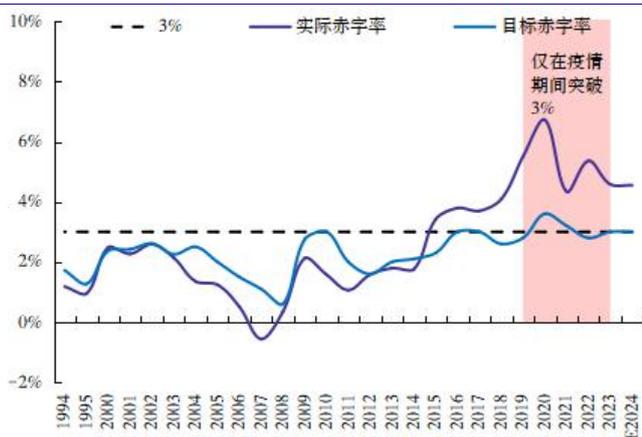
一、3%赤字率的重要意义在于财政纪律约束

首先需要明确的是:狭义赤字率并不能完全代表财政扩张力度,去年10月25日财政新增万亿国债之后,2023年实际赤字率突破普遍恪守的3%达到3.8%,市场普遍认为3%赤字率红线或不再成为财政支出预算的硬约束,对于今年赤字率预期在3.5%左右。

而本次政府工作报告中提出的3%是否代表财政政策力度低于预期?我们认为政策坚守3%的主要意义在于政府财政纪律约束,而非财政紧缩。一般公共预算的狭义赤字率主要反映的是政府一般性事务的收支缺口,仅包括部分政府投资,大量政府投资性支出依靠政府性基金收支。在中央经济工作会议和全国财政工作会议中所提出“政府要适应过紧日子”的基础上,坚守3%红线的意义在于控制政府公共开支的盲目扩张(目前阶段,如果突破这一预算预算,财政或许难以应对其他各部委的新增开支需求)。其并不能完全代表财政支出和投资的政策力度,至于财政实际对经济的支持力度需要重点观察的是资本性政府债融资额度(专项债+特别国债)。

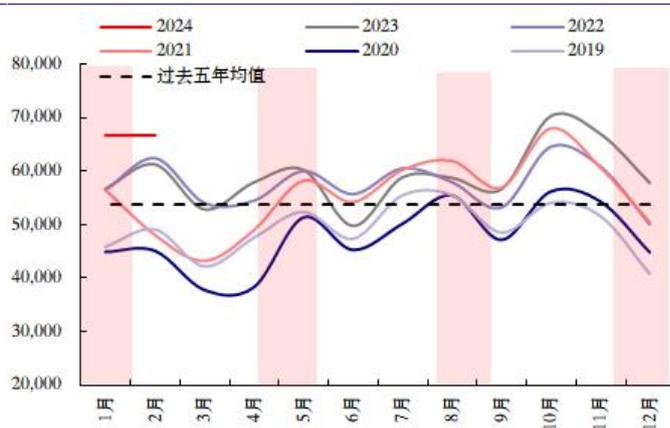
其次,由于疫后财政收入的持续回升以及去年新增的万亿国债,今年一本账整体的财政支出压力已有大幅缓解,相应的一般政府债务融资需求也有所降低。从目前财政存款的余额来看,在去年10月份大幅提升之后,截止今年1月份财政存款余额仍高达6.65万亿,显著高于往年同期。这表明当前财政资金相对充裕,且具有一定流动性待释放,按往年均值(约5.4万亿)来看,目前有约1.25万亿财政资金待使用。

图 1: 1994-2024 年目标赤字率和实际赤字率



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图 2: 金融机构合计财政存款余额(亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

二、实际赤字率与去年基本持平, 广义赤字率提升

自2015年以来,一般公共预算的收支差额除了依靠狭义赤字弥补之外,财政二、三本账的调入资金也是主要来源之一,其中主要包括中央银行、专营机构以及国有企业向财政的上缴利润。2024年一般公共预算支出28.54万亿元、收入为22.39万亿元,我们据此测算2024年调入资金规模在2万亿左右(2023

年调入资金约为 1.8 万亿), 考虑调入资金后实际赤字率为 4.55%, 与 2023 年的 4.58% 基本持平。

此外, 2024 年新增专项债 3.9 万亿, 同时发行 1 万亿元的超长期特别国债, 考虑上去年年底新增 1 万亿国债中大约有 8000 亿是在 2024 年实际使用, 我们测算出: 2024 年实际的广义赤字率为 8.76%, 略高于去年的 8.39%, 这与我们去年年底的财政政策展望中的预测基本一致。我们推算在政府性基金收入与去年持平的基础上, 考虑专项债和特别国债, 2024 年预算草案中的政府性基金支出增速应在 18% 以上, 较去年-8.4%, 显著大幅提升。

图 3: 历年调入资金规模及占财政收入比重



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图 4: 实际赤字率及广义赤字率水平



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

三、考虑价格因素今年实际赤字率或高于 3%

按照今年财政拟安排的 4.06 万亿赤字总规模以及 3% 的赤字率目标可以推算出 2024 年的名义 GDP 规模大致为 135.3 万亿, 在 5% 实际 GDP 增速目标下, 对应 2024 年的 GDP 平减指数为 2.36%, 这一指数增速显著高于 2023 年的 -1.04%, 也大幅高于我们预测的 2024 年平减指数 (0.5%), 如图 5 所示。政府工作报告中对今年物价增速的目标为 3%, 但物价指数的回升仍需要一定时间。

根据我们的最新测算, 今年 CPI 预计在 2 季度转正, PPI 转正则需在 3 季度, 2024 年全年的 GDP 平减指数大概为 0.5%, 如图 6 所示。2024 年在物价水平没有大幅超预期增长的基础上, 实际实现的名义 GDP 会略低于赤字率倒算出来的水平, 这也意味着实际的狭义赤字率水平将高于 3%。

图 5: GDP 增速及平减指数 (2024 年为推算值)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图 6: 2024 年各项指标预测值 (中国银河宏观团队预测)

分类	指标	年度	季度预测				月度预测		
		2024年	Q1	Q2	Q3	Q4	1月	2月	3月
利率	美国10年期国债收益率	3.30	4.10	3.90	3.50	3.30	4.06	4.27	4.10
	中国10年期国债收益率	2.20	2.40	2.30	2.20	2.20	2.43	2.34	2.40
	美元指数	96.5	104.5	105.6	100.5	96.5	103.5	103.9	104.5
汇率	USD/CNY 即期	7.05	7.20	7.30	7.15	7.05	7.18	7.20	7.20
	CPI: 当月同比	0.5	0.2	0.3	0.4	1.3	-0.8	0.4	-0.2
	PPI: 当月同比	-0.9	-2.4	-1.8	0.1	0.3	-2.5	-2.3	-2.2
货币金融	M1: 同比	5.1	3.4	3.7	4.0	5.1	5.9	2.5	3.4
	M2: 同比	9.7	8.9	9.1	8.9	9.7	8.7	8.9	8.9
	社会融资存量: 同比	9.9	9.2	9.5	9.3	9.1	9.5	9.0	9.2
	社会融资规模新增(万亿元)	35.00	15.0	8.10	7.20	4.70	6.50	2.50	6.00
	信贷新增(万亿元)	23.40	10.62	5.46	4.53	2.80	4.92	1.60	4.10
进出口	出口(美元值): 当月同比	3.5	8.1	1.5	1.6	3.0	5.5	19.8	2.5
	进口(美元值): 当月同比	2.4	4.1	2.0	1.7	2.0	9.0	1.7	2.0
	贸易差额(亿美元): 当月值	8780	2200	2190	2250	2140	900	500	800
国内经济	制造业PMI	-	-	-	-	-	49.2	50.0	50.2
	工业增加值: 当月同比	4.2	4.8	4.0	4.1	4.1	-	5.1	4.3
	社会消费品零售总额: 当月同比	5.6	5.3	4.8	6.2	5.9	-	5.5	5.0
	固定资产投资: 累计同比	3.5	2.4	2.9	3.6	3.5	-	2.3	2.9
	—制造业投资	5.0	5.5	5.1	5.3	5.0	-	6.0	5.5
	—房地产开发投资	-5.8	-6.6	-6.1	-6.0	-5.8	-	-6.4	-6.6
—基础设施建设投资	8.5	5.5	6.2	8.7	8.5	-	5.3	5.5	
GDP	实际GDP同比	4.8	4.4	4.6	5.0	5.2	-	-	-
	名义GDP同比	5.3	5.3	5.0	5.4	5.3	-	-	-

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

四、超长期特别国债显著体现财政逆周期扩张的政策意图

今年政府工作报告提出：从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。

发行超长期特别国债能够发挥与专项债同样的政府投资拉动功能，且更具效率。我国自2015年发行地方专项债以来，由地方统筹申报、中央审批的专项项目逐渐显现出一定的效率较低问题，部分项目收益率和融资成本不匹配，且随着地方政府债券的逐步扩容，地方债发行价格也高于国债。而本次发行的特别国债，虽然由中央发行，但在资金用途上与专项债发挥同样的投资拉动功能。与此同时在债务融资管理上加强了中央统筹，能够有效加强对债务风险的管控、缓解地方债务压力、降低债务融资成本。此外，连续几年的持续发行和超长期的债务期限也更有利于稳定长期预期以及助力实现中长期战略性转型发展。此外，超长期特别国债还具有完善债券结构和收益率曲线的功能。从目前政府债券的期限结构分布来看，我国存量国债期限显著偏低，长期政府债中专项债的占比偏高。尤其是2019年以来，我国新增国债中10年以上占比降低，而超长期专项债的发行占比逐步提升。因此，本次计划发行的超长期特别国债规划有助于在未来一段时期内平衡政府债券期限结构，健全合理的超长期国债收益率曲线。

图 7：每年新增各类期限国债金额占比

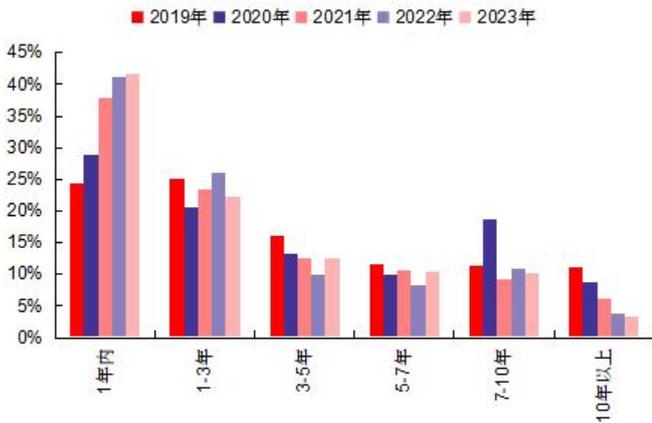
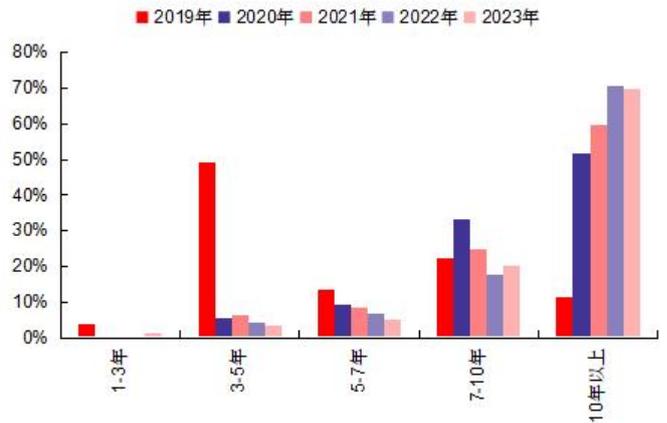


图 8：每年新增各类期限专项债金额占比

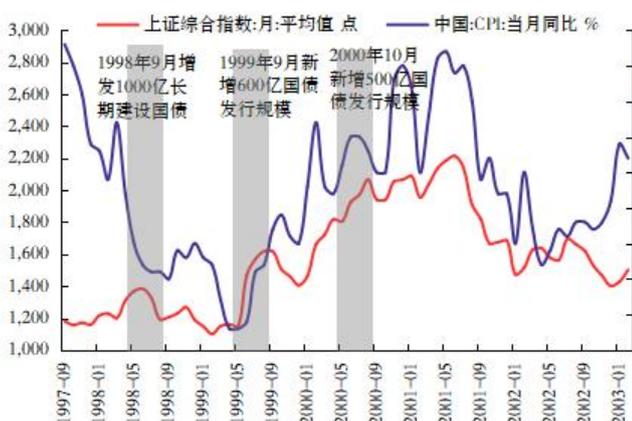


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

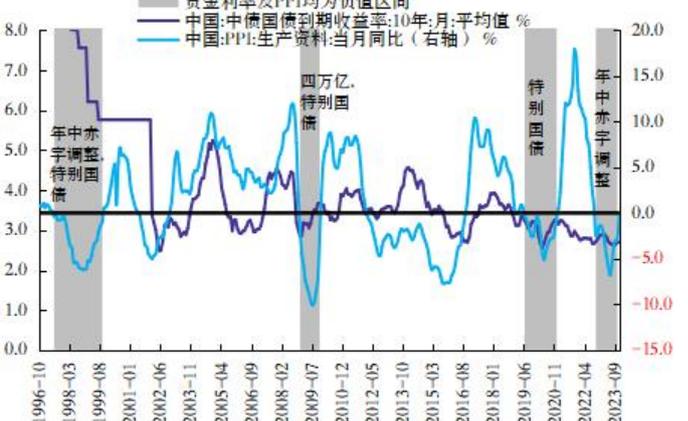
综合来看，未来五年超长期特别国债将是兼顾经济高质量发展和财政可持续的重要政策工具，也是财政逆周期发力的重要意图体现，具有较强的信号意义。可以类比的政策是1998-2000年连续三年的新增建设国债和2008年的“四万亿”计划，其均对预期改善和物价回升起到了积极作用，如图9、图10所示。

图 9：1998-2000年连续三年新增国债



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图 10：历次国债发行与资金、物价水平变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 1994-2024 年目标赤字率和实际赤字率	3
图 2: 金融机构合计财政存款余额 (亿元)	3
图 3: 历年调入资金规模及占财政收入比重	4
图 4: 实际赤字率及广义赤字率水平	4
图 5: GDP 增速及平减指数 (2024 年为推算值)	4
图 6: 2024 年各项指标预测值 (中国银河宏观团队预测)	4
图 7: 每年新增各类期限国债金额占比	5
图 8: 每年新增各类期限专项债金额占比	5
图 9: 1998-2000 年连续三年新增国债	5
图 10: 历次国债发行与资金、物价水平变化	5

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn