



中央“加杠杆”，跨期“稳增长”

——1 万亿国债增发点评

10 月 24 日，国务院宣布增发国债并调整 2023 年中央预算方案。中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，作为特别国债管理。今年全国财政赤字将因此由 3.88 万亿增加到 4.88 万亿，赤字率预计将由 3% 升至 3.8%，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。

一、政策取向：夯实动能，蓄力来年

7 月末政治局会议指出，我国经济运行压力面临新的困难挑战，国内需求不足，外部环境复杂严峻。根据会议精神，8 月中旬以来政策进入密集落地期，聚焦房地产、地方政府化债、资本市场、民营企业、税费优惠、人民币汇率、降准等诸多方面。

近期决策层“稳增长”的意愿进一步上升。三季度我国经济筑底回暖，但主要受到暑期消费脉冲驱动，复苏基础仍然有待巩固。9 月 28 日，在庆祝中华人民共和国成立 74 周年招待会上，习近平总书记强调要“努力实现全年经济社会发展目标”。10 月 13 日，李强总理在经济形势专家和企业座谈会指出，要在聚焦高质量的同时，“保持合理的经济增速”，要求“更加注重有力有效实施宏观政策调控，进一步打好宏观政策组合拳，为实现经济社会发展目标提供有力支撑”。在此背景下，“不一般”的一万亿国债增发在四季度超预期落地。

由于今年经济增长大概率已“达标”，此次国债增发尽管于年内落地，但其作用的目标和效果将更多体现在明年。我国经济在前三季度累计增长 5.2% 的基础上，四季度只需同比增长 4.4%，即可



达成全年“5%左右”的增长目标。在去年四季度 2.9%增速的基础上，这已“板上钉钉”。考虑到四季度通常是施工淡季，此次国债增发更多是为 2024 年经济工作开展打牢基础、做好准备。

二、政策特征：中央定向加力，突破赤字“红线”

回顾历史，我国曾在 1997 年亚洲金融危机以及 1998 年特大洪涝灾害的大背景下，共计有三次年内调增赤字的先例，分别是 1998 年、1999 年和 2000 年，分别增发国债（后称为长期建设国债）1,000 亿、600 亿和 500 亿，并分别将其中的 500 亿、300 亿和 500 亿纳入中央预算，相应调整中央赤字。

相较以往，此次增发的 1 万亿国债，既不同于一般债，也不同于传统意义上的特别国债，体现出“非一般”的特征。

一方面，不同于此前发行的特别国债，此次增发国债全部纳入中央一般公共预算，预算调整上也有着不同以往的鲜明特征。

一是预算调整规模大，突破 3% 的赤字率“红线”，体现出政策“稳增长”的决心。增发国债规模达到 1 万亿，全部列入中央赤字，预计将相当于 2023 年名义 GDP 的 0.8%，赤字率达到 3.8%，是 1994 年分税制改革以来最高的水平。而前三次计入赤字的增发规模分别占当年名义 GDP 的 0.6%，0.3% 和 0.5%，调整后赤字率分别上升至 1.1%，2.0% 和 2.8%。

二是预算调整时点晚。前三次调整的时点均为 8 月，而此次选择在四季度调整预算，而非留待来年，凸显出当前“稳增长”工作的重要性 and 紧迫性。

三是增发国债当期发行，跨年使用，反映出跨期“稳增长”的政策意图。1 万亿资金全部通过转移支付的方式给到地方，还本付



息均由中央承担；考虑到目前已是 10 月下旬，财政部根据项目储备情况，安排 5,000 亿元今年使用，剩余 5,000 亿元结转明年使用。

另一方面，不同于一般国债，增发国债的用途被限定在特定的减灾防灾建设等八大方面。这可以减少资金挪用，提高政策效能。相较传统的“铁公机”基建项目，本次增发的国债针对城市建设发展的短板，如地下管网、排水防涝等，减少重复建设，达到“惠民生”“稳增长”的双重功效。

三、经济意义：稳定经济增长，代表政策方向

一方面，增发国债将有助于“提信心”“稳增长”，预计明年我国 GDP 增速目标中枢或继续锚定“5%”。中央“真金白银”的国债增发及时有力回应了市场关切，有助于提振市场信心，缓解地方政府财政压力，延续基建高增长动能，并形成乘数效应，推动经济增长持续向潜在水平回归。金融形势也有望改观，1 万亿国债增发将带动今年社融存量增速上升约 0.3pct，并提振明年融资需求。货币政策将与财政政策协同，或加大基础货币投放以平抑资金市场波动，四季度降准概率也相应上升。

另一方面，此次政策工具的“新意”或标志着政策思路转变和央地债务结构优化调整的开端。一是中央财政更多发力，缓解地方财政及债务困局。考虑到当前地方政府的财政收支及债务压力，未来政策仍有可能进一步加力。二是将债务统一纳入预算赤字规范管理，有效防范化解债务风险。三是精准聚焦发力，提升财政政策效能。

四、对大类资产的影响

中央扩赤字加杠杆，体现了更加积极的政策信号。整体来看，有



利于 A 股、相对不利于固收市场，但风险可控。

1. 对权益类资产的影响

此次国债增发，对经济预期和企业盈利将有一定提振作用，其政策效应强于此前证监会的系列政策。近期 A 股持续萎靡，根本原因是内需不振。如果靠经济的自然修复，预计走出底部的时间会较长。快速走出底部需要强有力的扩内需政策，比如去年上证指数两次从 2900 点反弹到 3400 点都与防疫政策优化对内需的提振相关。本次政策也有利于内需提振，具体提振的程度还有待观察，总而言之有利于市场走出底部。此外，我们统计了 2010 年以来财政赤字对 A 股的影响，发现赤字扩张，未来一年 A 股 80% 以上的概率上涨，而赤字收缩则对应 A 股未来一年下跌。借鉴历史，结合当前政策底、估值底、盈利底的现实，我们认为此次需求侧政策的积极信号，至少有利于 A 股大盘在底部企稳，未来一年随着政策效应的累加，将促使大盘逐步走出底部并最终迎来上涨。

2. 对固收类资产的影响

资金面方面，年内债券供给上升，资金面可能持续偏紧。即使考虑到财政部已对四季度国债发行计划作出调整、特殊再融资债发行节奏放缓，11-12 月国债和地方债的净供给也仍然偏多，这会导致银行间资金偏紧。在此阶段，央行可能通过 MLF 或降准等方式补充流动性，缓解资金的紧张程度。总体而言，预计年内资金面可能会持续偏紧，但暂时无大幅上行的风险。受资金影响，短债利率走势会偏震荡上行，不过幅度不会特别大。

长债利率方面，市场对经济预期上调，可能导致长债利率震荡上行。增发 1 万亿国债使得市场上调年内经济预测，以及对明年政策预期更为乐观，带动长债利率走势偏震荡上行。目前 10 年期国债利率在 2.72% 附近，在此前判断的 2.6%-2.8% 震荡区间的中段，预计年内会阶段性上

行到区间上沿，同时有短暂突破 2.8% 的可能，不过难以持续高出上限。

整体而言，对于后市，有三个基本的判断。一是在经济出现触底向上时，不再判断利率会有单边下行的走势；二是在经济还没有明显改善前，债市利率上行的幅度不会太剧烈；三是债市交易主线将跟随经济数据和政策预期波动，而数据和预期常或有反复，因此债市波动性会上升。

（宏观经济研究所 资本市场研究所）