

财政转为积极 基建有望加速

——2023年中央赤字调整浅析

核心观点

在赤字率的问题上，市场普遍认为两会确定的赤字率目标具有一定的刚性，即便是在 2022 年疫情冲击之下，赤字率目标也一直没有调整。但从长期债务化解和央地债务一盘棋的角度出发，中央主动承担一定的加杠杆责任是有必要的，今年的年中调整为后续财政政策制定拓宽了空间，解放了思路。水利项目功在当下，利在未来，抗灾防灾类基建“项目+资金”齐备待发，预计明年和后年将是实物工作量形成的主要年份，明年基建投资增速中枢预计会有所提升。

25 年前的情形“今日再现”，时空相似性验证财政扩张合理性

历史上，我国曾在 1998-2000 年连续三年进行了年中赤字调整，而如今时隔 25 年，98 年的情形“今日再现”。1998 年，美联储持续加息，亚洲金融危机爆发，众多东亚国家面临股债汇三杀局面，98 年特大洪水灾害更是给我国经济运行造成了较大的冲击，我国随即在当年年中开启了大规模的财政政策进行对冲。

在赤字率的问题上，市场普遍认为两会确定的赤字率目标具有一定的刚性，即便是在 2022 年疫情冲击之下，赤字率目标也一直没有调整，而是使用预算外工具和资金腾挪的方式获得增量资金。从长期债务化解和央地债务一盘棋的角度出发，中央主动承担一定的加杠杆责任是有必要的，今年的年中调整为后续财政政策制定拓宽了空间，解放了思路。

从短期角度看，年底之前的债券供给压力较大，预计后续需要货币政策跟进缓解流动性紧张。在年底之前新增赤字要求发行 5000 亿元国债，这意味着在年底前约有近万亿的新增债券供给，对流动性的充裕度要求较高。

功在当下，利在未来，抗灾防灾类基建“项目+资金”齐备待发

近年来，全球气候变化日益剧烈，厄尔尼诺现象频发，对我国的经济发展与安全生产构成挑战。而水利工程一直是基建投资领域的重要组成部分，具有投资规模大、公共效益多、产业链拉动效应强的特征。从资金端看，今年的基建资金供给同比下行，新增国债为年底和明年提供增量资金供给。基建资金供给的下行与滞后的基建投资增速下行相对应，如果在年底前没有增量资金供给，明年基建投资增速的中枢下行压力就会较大，而当前由于较多的新增项目与资金逐步到位，预计明年和后年将是实物工作量形成的主要年份，明年基建投资增速预计会有所提升。

宏观经济

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

SAC 编号:s1440510120015

SFC 编号:BEO134

张溢臻

zhangyican@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070002

发布日期： 2023 年 10 月 25 日

相关研究报告

- | | |
|------------|--|
| 2023-10-23 | 【中信建投政策研究】:三季度经济增长超预期，美商务部公布对华半导体出口管制规则 |
| 2023-10-19 | 【中信建投宏观研究】:2024：变与不变 |
| 2023-10-16 | 【中信建投政策研究】:习近平会见舒默，美联储发布会议纪要——政策周报（2023 年 10 月 9 日-10 月 15 日） |
| 2023-10-09 | 【中信建投政策研究】:习近平对宣传思想工作作出重要指示，美国共和党众议长麦卡锡遭罢免——政策周报（2023 年 10 月 2 日-10 月 8 日） |
| 2023-10-02 | 【中信建投政策研究】:央行三季度例会，美国政府避免关闭——政策周报（2023 年 9 月 25 日-10 月 1 日） |

目录

一、时隔多年再现年中调整赤字，财政开启大规模扩张模式.....	1
（一）25 年前的情形“今日再现”，时空相似性验证财政扩张合理性.....	1
二、功在当下，利在未来，抗灾防灾类基建“项目+资金”齐备待发.....	2
（一）全球气候变化日益剧烈，防灾减灾诉求不断提升，基建发力未雨绸缪.....	2
（二）解决基建资金与项目不足问题，明年基建投资增速中枢料将企稳.....	3
（三）水利工程防灾减灾的重要性提升，将成为今明年基建的主要投资领域.....	3
风险分析.....	5

图目录

图 1: 1998-2000 年连续三年年中调整赤字对冲经济下行压力.....	1
图 2: 当前赤字率已来到 2000 年以来的最高点.....	1
图 3: 赤字率压制的中央赤字和不断膨胀的专项债（亿元，%）.....	2
图 4: 今年前三季度政府性基金收入仅完成目标的 48.1%.....	2
图 5: 基建投资资金与基建投资月度增速（%）.....	3
图 6: 对齐时间轴后的基建投资增速与基建资金增速（%）.....	3
图 7: 防洪减灾和灌溉是 150 项重大水利项目的主要组分.....	4
图 8: 2022 年水利投资完成额达到 10893 亿元.....	4

表目录

表 1: 近五年来我国抗灾防灾减灾压力较大.....	2
表 2: 2023 年重点推进 60 项重大水利工程.....	3

一、时隔多年再现年中调整赤字，财政开启大规模扩张模式

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，明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。

（一）25年前的情形“今日再现”，时空相似性验证财政扩张合理性

历史上，我国曾在1998-2000年连续三年进行了年中赤字调整，而如今时隔25年，98年的情形“今日再现”。1998年，美联储持续加息，亚洲金融危机爆发，众多东亚国家面临股债汇三杀局面，98年特大洪水灾害更是给我国经济运行造成了较大的冲击，我国随即在当年年中开启了大规模的财政政策进行对冲。

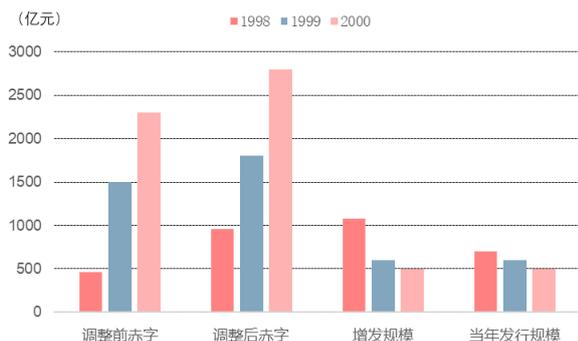
1998年年中，我国在年中上调赤字1080亿元（中央500亿元，地方580亿元）。定向用于防洪、治涝、农田灌溉、铁路公路、重点空港、邮电通信、城市基础设施、环境保护、城乡电网建设与改造、长江黄河中上游水土保持、植树造林种草、粮食仓库和公检法及司法行政部门设施等建设性支出。

1999年8月，我国在年中上调赤字600亿元（中央与地方各300亿元），用于重点行业的技术改造。重大项目装备国产化和高技术产业化、环保与生态建设以及科教基础设施等。

2000年4月，我国继续在年中上调赤字500亿元（全部为中央赤字），用于水利和生态项目建设、教育设施建设、交通等基础设施项目建设、企业技术改造和城市环保项目建设。

除此之外，财政部还发行了1000亿长期建设国债专项用于国民经济和社会发展继续的基础设施投入，同时面向四大国有独资商业银行发行2700亿元长期特别国债，筹集资金用于补充国有独资商业银行资本金，财政的大幅扩张引导实体经济和金融部门扩表。如今的时空背景虽不尽相同，但经济面临的下行压力均较大，财政大幅扩张成为当下政策破局的重要手段。

图1: 1998-2000年连续三年年中调整赤字对冲经济下行压力



数据来源: Wind, 中信建投证券

图2: 当前赤字率已来到2000年以来的最高点



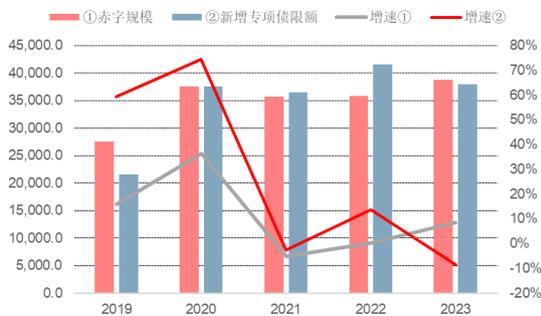
数据来源: Wind, 中信建投证券

在赤字率的问题上，市场普遍认为两会确定的赤字率目标具有一定的刚性，即便是在2022年疫情冲击之下，赤字率目标也一直没有调整，而是使用预算外工具和资金腾挪的方式获得增量资金。进入2023年，由于2022年的财政收入预算执行情况低于预期，2022年广义财政中的一般公共预算完成度预计不足100%，期待大额跨年资金结转并不现实，央行资产负债表的其他负债项降至低点意味着2023年可上缴利润空间同步压缩，2023年可以用于周转的财政资源本就在逐步减少，而年内却面临隐性化解、稳增长、防灾减灾等多重压力，财政面临的收支紧平衡问题较为严峻。从中长期角度观察，3%的赤字率约束打破是审时度势之后的政策动态调整，自

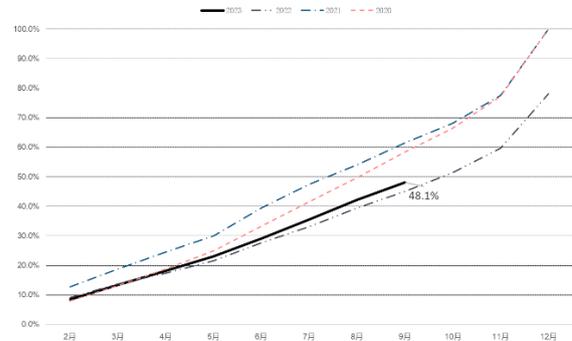
2020 年疫情爆发之后，财政开启扩张模式，“赤字率压制下的中央赤字+不断膨胀的政府性基金”成为债务膨胀的主要特征，但在地产投资不振的背景下，国有土地出让收入锐减，今年前三季度的政府性基金收入仅达到年度预算的 48.1%，政府性基金账本的自平衡越发困难。因此，从长期债务化解和央地债务一盘棋的角度出发，中央主动承担一定的加杠杆责任是有必要的，今年的年中调整为后续财政政策制定拓宽了空间，解放了思路。

从短期角度看，年底之前的债券供给压力较大，预计后续需要货币政策跟进缓解流动性紧张。从当前的发债计划看，特殊再融资债、新增专项债和新增国债均面临发行高峰。截止 10 月 24 日，已有 24 个省份披露特殊再融资债发行计划，规模合计 10127.19 亿元，其中已发行规模为 7362.94 亿元；新增专项债截止 10 月中旬已发行 3.5 万亿左右，剩余约 3000 亿元亟待发行；而在年底之前新增赤字要求发行 5000 亿元国债，这意味着在年底前约有近万亿的新增债券供给，对流动性的充裕度要求较高。

图 3: 赤字率压制的中央赤字和不断膨胀的专项债(亿元, %) 图 4: 今年前三季度政府性基金收入仅完成目标的 48.1%



数据来源: Wind, 中信建投证券



数据来源: Wind, 中信建投证券

二、功在当下，利在未来，抗灾防灾类基建“项目+资金”齐备待发

（一）全球气候变化日益剧烈，防灾减灾诉求不断提升，基建发力未雨绸缪

近年来，全球气候变化日益剧烈，厄尔尼诺现象频发，对我国的经济发展与安全生产构成挑战。前三季度，我国自然灾害形势复杂严峻，以洪涝、干旱、台风、风雹和地质灾害为主，低温冷冻和雪灾、地震、沙尘暴、森林草原火灾等也有不同程度发生。各种自然灾害共造成 8911.8 万人次不同程度受灾，因灾死亡失踪 499 人，紧急转移安置 275.1 万人次；倒塌房屋 11.8 万间，严重损坏 42.2 万间，一般损坏 103.5 万间；农作物受灾面积 9714.8 千公顷；直接经济损失 3082.9 亿元，可见近五年来，我国面临的抗灾防灾减灾压力不断加大。

表 1: 近五年来我国抗灾防灾减灾压力较大

	受灾人数 (万人)	因灾死亡失踪人次 (个)	紧急转移安置人数 (万人)	倒塌房屋 (万间)	直接经济损失 (亿元)
2023	8911.8	499	275.1	11.8	3082.9
2022	10700	525	233.5	3.4	2095.9
2021	9494	792	526.2	15.7	2864
2020	13000	578	533.6	8.3	3135.5
2019	11000	869	496.1	12.4	3063.2

资料来源: 国家应急管理部, 中信建投证券

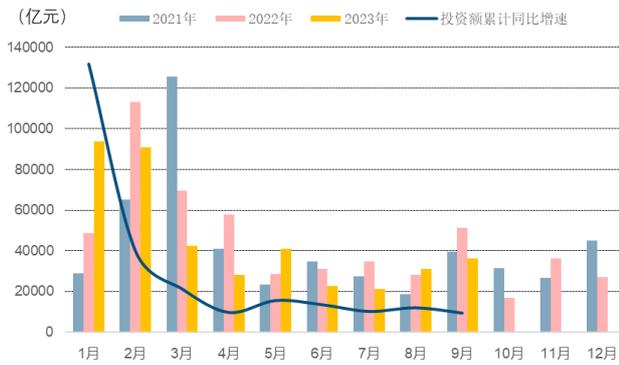
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

据财政部介绍，新增一万亿资金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。预计新增资金在支持灾后恢复重建、保障民生的同时，还将不断加强抵御自然灾害的长期能力建设，有利于促进高质量发展。

（二）解决基建资金与项目不足问题，明年基建投资增速中枢料将企稳

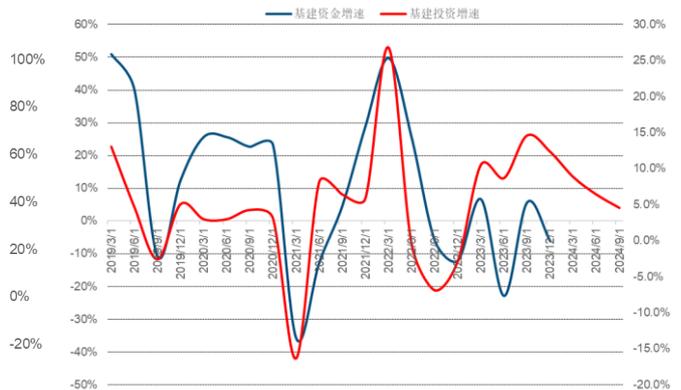
从项目端看，今年重大项目投资同比仍在负增长区间。今年以来的专项债项目总投资额度与债券发行进度不算靠前，1-9月的重大项目投资的累计同比增速仍为负，预计2024年部分新增债务限额有望在四季度下达，充分发挥债券资金稳投资稳增长效应。从资金端看，今年的基建资金供给同比下行，新增国债为年底和明年提供增量资金供给。基建资金供给的下行与滞后的基建投资增速下行相对应，如果在年底前没有增量资金供给，明年基建投资增速的中枢下行压力就会较大，而当前由于较多的新增项目与资金逐步到位，预计明年和后天将是实物工作量形成的主要年份，明年基建投资增速预计会有所提升。

图 5: 基建投资资金与基建投资月度增速 (%)



数据来源: Mysteel, 中信建投证券

图 6: 对齐时间轴后的基建投资增速与基建资金增速 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

（三）水利工程防灾减灾的重要性提升，将成为今年基建的主要投资领域

水利工程一直是基建投资领域的重要组成部分，具有投资规模大、公共效益多、产业链拉动效应强的特征。近年

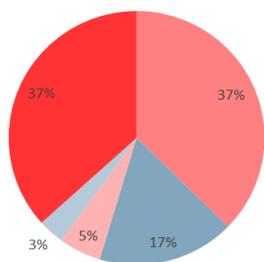
表 2: 2023 年重点推进 60 项重大水利工程

工作要求	重点工程
完善流域防洪工程体系	长江中下游、黄河干流治理等大江大河堤防建设与河道整治工程，黄河古贤和黑山峡、广西洋溪、安徽凤凰山、四川米市、湖北姚家平水利枢纽等防洪控制性水利枢纽工程，长江、淮河、海河流域蓄滞洪区建设工程
加快构建国家水网	甘肃白龙江引水、青海引黄济宁等重大引调水工程，四川三坝、云南南瓜坪等重点水源工程
保障粮食安全	广西下六甲灌区、云南腾冲灌区、湖北太湖港灌区、四川向家坝灌区一期二期工程等新建设大型灌区前期工作，争取开工建设
推进智慧水利建设	建设数字孪生流域、数字孪生水网、数字孪生水利工程，全面提升水利数字化、网络化、智慧化水平

资料来源: 水利部官网, 中信建投证券

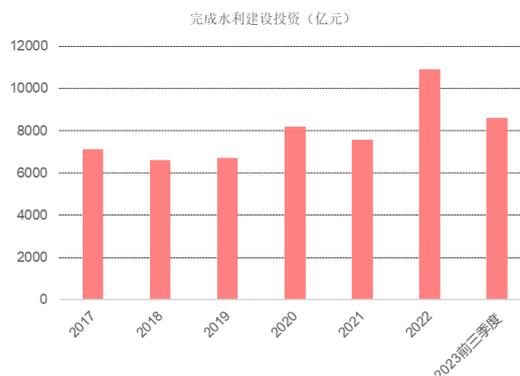
图 7: 防洪减灾和灌溉是 150 项重大水利项目的主要组分

■ 防洪减灾 ■ 水资源优化配置 ■ 水生态保护修复 ■ 智慧水利 ■ 灌溉节水与供水



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 8: 2022 年水利投资完成额达到 10893 亿元



数据来源: Wind, 中信建投证券

来,水利投资作为基建稳增长的重要工程类目,拉动了较多重大项目投资。2022 年全国完成水利建设投资 10893 亿元,比 2021 年增长 44%,是我国历史上水利建设投资完成最多的一年,为稳定宏观经济大盘、促进经济回稳向上作出重要贡献。

从融资角度看,2022 年累计落实水利建设投资 11564 亿元,其中利用地方政府专项债券 2036 亿元、金融信贷和社会资本 3204 亿元,有力保障大规模水利建设资金需求。今年以来,水利部着力推动 60 项重大水利工程,主要包括完善流域防洪工程体系、加快构建国家水网、保障粮食安全和推进智慧水利建设四个门类。除了防洪和灌溉等重大水利项目外,城市排水防涝能力也在本次新增国债覆盖的项目范围内,“全国性大型项目+区域性小项目”预计成为大规模水利投资的结构特点,在资金的大规模供给之下,今明两年的水利工程投资将成为基建投资的重要拉动力,

风险分析

消费复苏的持续性仍存不确定性。今年以来，居民消费开始回暖，但恢复水平有限，未来延续低位震荡，还是能继续向常态化增速靠拢，仍需密切跟踪。消费如持续乏力，则经济回升动力受限。

地产行业能否继续改善仍存不确定性。本轮地产下行周期已经持续较长时间，当前出现短暂回暖趋势，但多类指标仍是负增长，未来能否保持回暖态势，仍需观察。

欧美紧缩货币政策的影响或超预期，拖累全球经济增长和资产价格表现。

地缘政治冲突仍存不确定性，扰动全球经济增长前景和市场风险偏好。

分析师介绍

黄文涛

经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、机构委、投委会委员、研究发展部联席负责人，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信研究院资深研究员、中国保险协会人身险利率专家委员会特聘专家等职。多次参与部委形势分析咨询及课题研究，多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016年新财富固定收益第一名。

张溢臻

中信建投证券宏观研究员，武汉大学学士，杜克大学硕士，负责财政政策、地方债务、基建、房地产等研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南
 塔2103室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心35楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk