

宏观点评

中央财政将增发 1 万亿元国债

(报告内容主要翻译自野村国际(香港)中国区
首席经济学家陆挺博士的宏观经济报告)

10月24日,全国人大常委会罕见地在财年中期调整中央财政预算,批准增发1万亿元国债用于支持基础设施建设。鉴于10月23日路透社已发布相关报道,市场或已形成了一定预期。据新华社报道,此次增发1万亿元国债预计将使赤字率(即财政赤字占GDP比重)由3.0%提高至3.8%左右,而此前出于对债务可持续性的担忧,政府层面对于赤字率的安排通常较为谨慎。这表明,政府层面或不会因近期经济企稳而太过乐观,而由于地方政府预算外借款的可持续性逐渐减弱,政府对于增加债务规模,尤其是增加预算内政府债务的意愿可能有所增强。

然而,我们认为不应夸大增发万亿国债带来的经济影响,尤其是短期影响。首先,增发的国债将全部通过转移支付方式安排给地方,主要用于今年夏季受洪涝等灾害影响地区的恢复重建工作。水利工程项目支出的财政乘数效应可能较为有限。其次,中央财政将于四季度增发国债,其中今年拟安排使用5000亿元,结转明年使用5000亿元。然而,随着冬季临近,尤其对今年夏季受自然灾害影响较大的北方地区而言,我们预计大多数资金将于明年甚至未来两三年投入使用。我们认为,增加中央政府支出的更有效方式包括:(1)支持房企发力保交楼,以及(2)在人口不断增长的城市加大基建支出力度。

近期经济虽现企稳迹象,政府或仍保持谨慎

对中国来说,在一个财政年度内增发国债并上调赤字率的举措并不常见,尤其是在财年即将结束之际。二十多年前,为应对1998年亚洲金融危机的冲击,中国也曾增发国债。

三季度GDP超预期增长之后,我们担心看似积极的经济数据可能会影响未来数月的政策支持力度,进而使得四季度和2024年春季经济放缓的风险攀升(参见《三季度GDP超预期增长,但不宜过于乐观》,2023年10月18日)。然而,上调赤字率表明政府意识到近期的经济企稳态势可能难以持续。这对我们的观点形成了支撑,即眼下还不宜太过乐观,其原因在于黄金周假期后,积压的旅行和聚会需求可能会显著减弱,房地产行业尚未迎来真正复苏,发达市场的高限制性利率水平最终或令全球经济承压,而市场对中国经济的信心仍然偏弱。

此外,增发国债可能也意味着中央政府加杠杆的意愿有所增强,这可能归因于其对地方债务可持续性不断减弱的担忧加深。根据财政部的数据,目前中央政府债务余额约为27万亿元,而我们估计地方政府债务余额(含显性和隐性债务)或达87万亿元。房地产市场趋弱和土地出让收入持续下滑加剧了地方政府的债务压力,并促使政府层面出台一系列举措来降低地方债务风险。需注意,10月以来全国多地启动特殊再融资债券发行,用于置换存量隐性债务。据澎湃新闻消息,截至10月25日,全国25个地区已披露的拟发行特殊再融资债券

规模超过 1.0 万亿元。

增发国债资金主要用于灾后恢复重建

新华社报道显示，据财政部介绍，增发国债资金将重点用于八大方面：1) 灾后恢复重建；2) 重点防洪治理工程；3) 自然灾害应急能力提升工程；4) 其他重点防洪工程；5) 灌区建设改造和重点水土流失治理工程；6) 城市排水防涝能力提升行动；7) 重点自然灾害综合防治体系建设工程；以及 8) 东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。

水利工程或非促增长的关键

据新华社报道，由于北方和东北省份在今年夏季遭受了严重的洪涝灾害，此次增发国债的资金将重点用于兴修水利工程和灾后重建。然而，从近期的数据来看，我们认为相关支出对经济增长的影响可能有限。

具体来看，2021 年 7 月河南省遭遇严重的洪涝灾害后，政府启动了大规模水利工程建设，以提高防洪能力、预防干旱灾害。根据水利部数据，2022 年全国完成水利建设投资 1.09 万亿元，比 2021 年增长 44.0%。2023 年水利建设投资继续保持高增态势，上半年其同比增速达到 18.1%。然而，水利建设投资在总体固定资产投资中所占比重并不大，2022 年仅为 1.9%。

政策应如何发力？

在我们看来，眼下中国经济偏弱更多在于结构性而非周期性问题。我们认为，最佳的政策组合或是能够用于扩大总需求、有效配置资本、提振国内民营部门和外国投资者信心的一揽子政策措施。

- 近期来看，政府应提供资金支持，甚至通过央行筹措资金来支持房企发力保交楼。这或许是增加中央政府支出的最有效方式，因为此举有望实现以下三个目标。第一，增加对建筑工人和原材料的需求。其次，提振房地产市场信心，尤其是对政府规范预售制度、管理预售资金监管账户的信心。第三，促进金融稳定，因为建筑活动有助于减轻众多承包商的压力。
- 政府有望放宽大部分城市现行的多数限售、限购和限价措施，降低首付比例要求，并进一步下调房贷利率。中国央行可能会进一步下调银行存款利率，为银行调降房贷利率创造更多空间，而下调空间或已相当有限。
- 通过改革土地分配制度，为人口加快增长的城市提供更多城市发展用地，同时依靠更有效机制来调整人口流入地城市的土地和新房供应，政府能够在解除房屋交易限制的同时更有力地稳定房价。
- 中央政府可对人口增长城市，尤其是城市户口数量增加的城市加码财政转移支付力度。这些转移支付资金应重点用于改善和扩张城市基建。
- 缓解与发达经济体（尤其是美国）的紧张关系、提振国内民营部门信心，或许是实现稳增长的关键。

风险提示

宏观经济环境变动、市场需求波动、政策措施调整等。

非常规的中央政府债券发行：背景

过去三十年来，政府创设了多种融资工具来弥补资金缺口，包括特别国债、专项建设债券和长期建设国债。

近些年，中央政府曾四次发行特别国债。

- **1998年：**1997年亚洲金融危机敲响了警钟，引起政府高层对中国银行系统健康状况的重视。1998年8月，财政部向四大行发行了2700亿元特别国债，期限30年。此次特别国债由四大行利用央行降准（从13%降至8%）释放的2400亿元资金以及其在央行的300亿元超额准备金进行认购。
- **2007年：**2007年6月，财政部发行1.55万亿元特别国债，向央行购买2000亿美元外汇储备，作为中国投资有限责任公司资本金。在经常账户和非储备性质金融账户双顺差的情况下，发行特别国债也有助于缓解因央行购汇产生的流动性过剩问题，并抑制通胀飙升。这批1.55万亿元特别国债共分八期发行。
- **2017年：**财政部对2007年第一期6000亿元特别国债进行到期续作。具体来看，财政部向有关商业银行定向发行6000亿元特别国债，同日央行立即通过二级市场从这些银行中购入这批特别国债。
- **2020年：**在经济放缓以及疫情爆发初期导致公共卫生支出增加的情况下，国家决定发行1万亿元抗疫特别国债，用于额外支出。为了维护市场正常运作，央行在特别国债发行过程中积极开展了逆回购和MLF操作。

专项建设债券

政府有望重启专项建设债券，这将有效增加今年地方政府的财政赤字。2015年8月在股市震荡令经济承压之际，政府推出专项建设债券。国家开发银行和中国农业发展银行这两家政策性银行向国有大行定向发行专项建设债。专项建设债券的主要优点是流程快、成本低、期限长。由于大多专项建设债可用作资本金，其乘数效应要高得多。

长期建设国债

为了减轻1997年亚洲金融危机的负面影响并支撑国内经济，中央政府推出了长期建设国债。1998年，财政部向国有四大行定向发行共计1000亿元的10年期长期建设国债。在后续的十年中，每年均有长期建设国债发行，而上一次是在2008年《政府工作报告》中宣布发行。相关资金最初用于基础设施建设和民生工程，后来拓展到企业技术改造、西部大开发战略以及生态环境建设等。然而，长期建设国债计划可视为在中国基础设施建设中具有特殊历史背景的非常规财政工具，对于如今的参照意义或已不大。

风险提示

宏观经济环境变动、市场需求波动、政策措施调整等。

附录

相关研究

《三季度 GDP 超预期增长，但不宜过于乐观》	2023.10.18
《9 月信贷增速企稳》	2023.10.17
《9 月进出口降幅收窄，而总体情况保持不变》	2023.10.16
《9 月 CPI 涨幅收窄》	2023.10.16
《黄金周数据或需谨慎解读》	2023.10.11

联系方式

王少立 +86 21 66199073 shaoli.wang@nomuraoi-sec.com	朱海音 +86 21 66199157 haiyin.zhu@nomuraoi-sec.com	孟丹 +86 10 56329371 dan.meng@nomuraoi-sec.com
梁金萍 +86 21 66199087 jinping.liang@numora-sec.com	王越 +86 21 66199173 yue.wang@nomuraoi-sec.com	钟盾 +86 21 66199194 dun.zhong@nomuraoi-sec.com

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际证券”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。此外，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。尽管根据中国法律野村东方国际证券对本报告的内容全权负责，但在任何情况下，本公司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有责任。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际证券及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际证券的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际证券可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际证券。野村东方国际证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际证券没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际证券可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际证券及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际证券亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际证券的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护

第三方合法权益。当权利人发现本报告可能侵犯其合法权益，权利人可以向野村东方国际证券提出异议，经核实后野村东方国际证券将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。未经野村东方国际证券授权或超出野村东方国际证券授权范围的任何使用，或非由野村东方国际证券作出的对本报告的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，野村东方国际证券不承担任何责任。除本特别声明第三段所述情况外，野村东方国际证券不承担任何关于更新或修改本报告的义务。

野村东方国际证券对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。