

相关研究

《加息周期的尾声——美联储11月议息会议点评》2023.11.02

《5%的美债利率：是否偏高了？》
2023.10.23

《美国持续加息：消费为何还稳定？》
2023.10.10

“积极”的财政：需要多少量？

投资要点：

- 中长期来看，我国经济具有较大的增长潜力。不过短期来看，要巩固经济恢复的成果，还需要积极的稳增长政策进一步发力。10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议审议通过了国务院关于增加发行国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的议案，增发国债的规模达到1万亿元，反映了财政政策积极支持稳增长的态度。
- 在居民和企业需求还需要进一步提振的情况下，财政政策的发力有利于托底需求端。那么要稳定经济需求端，财政政策需要多大的规模呢？我们不妨做一些探讨。
- **风险提示：**假设和测算误差风险；海外不确定因素发酵。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

目 录

1. 从支出端来看：需要多少量？	4
2. 从赤字率来看：需要多少量？	5
3. 政策的空间：很充足.....	5

图目录

图 1	公共财政支出和政府性基金支出占 GDP 比重 (%)	4
图 2	我国广义赤字率测算 (%，12 个月平均)	5
图 3	2022 年主要经济体政府杠杆率 (%，政府债务/GDP)	6
图 4	主要经济体中央和地方财政支出情况 (%)	6

中长期来看，我国经济具有较大的增长潜力。不过短期来看，要巩固经济恢复的成果，还需要积极的稳增长政策进一步发力。10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议审议通过了国务院关于增加发行国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的议案，增发国债的规模达到1万亿元，反映了财政政策积极支持稳增长的态度。

在居民和企业需求还需要进一步提振的情况下，财政政策的发力有利于托底需求端。那么要稳定经济需求端，财政政策需要多大的规模呢？我们不妨做一些探讨。

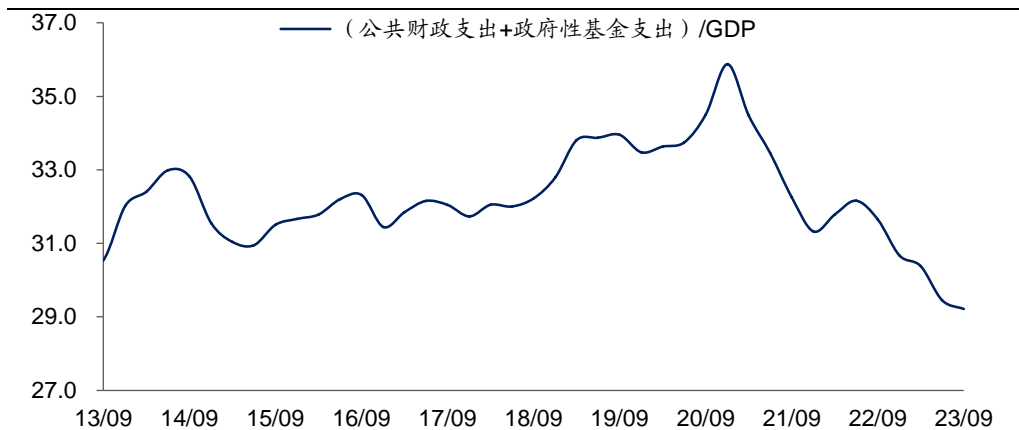
1. 从支出端来看：需要多少量？

要衡量财政的积极程度，我们可以看看财政支出总量的变化情况，这虽然是一种比较粗略的估计，但仍然可以提供一定的参考意义。截至今年9月份，我国公共财政支出和政府性基金支出合计累计同比增速为-2.4%，政府支出回落的最重要拖累因素是土地出让收入的下降。一般来说，在经济处于下行周期的时候，政府税收等收入端具有“顺周期”的特性，也会同步下行，而财政政策如果要更好的发挥“逆周期”功能的话，则需要在收入端面临压力的时候，增加支出的强度。

如果按照（公共财政支出+政府性基金支出）/GDP 衡量财政支出的强度，2019年这一比例为33.5%，2020年35.9%，2021年降至31.3%，2022年30.7%，截至2023年9月，我们估算这一比例年化为29.2%，比2019年低4个百分点。如果财政支出强度要回到2019年的水平的话，则意味着财政支出强度要提高4个百分点；如果财政支出强度回到2020年，则要提高6.7个百分点。

而这里的支出强度还没有考虑地方政府隐性债务扩张而增加的广义财政支出。如果按照（公共财政支出+政府性基金支出+隐性债务增幅）/GDP 衡量财政支出强度，2019年为38%，2020年43%，2021年回到36%，2022年36%，2023年考虑到预算收入和土地出让收入下降，以及城投债务增速放缓，政府支出占GDP的比例可能进一步下降。所以如果要弥补隐性债务扩张放缓带来的支出减少，则财政支出需要增加的规模要大一些。

图1 公共财政支出和政府性基金支出占GDP比重（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所测算，各季度为年化数据。

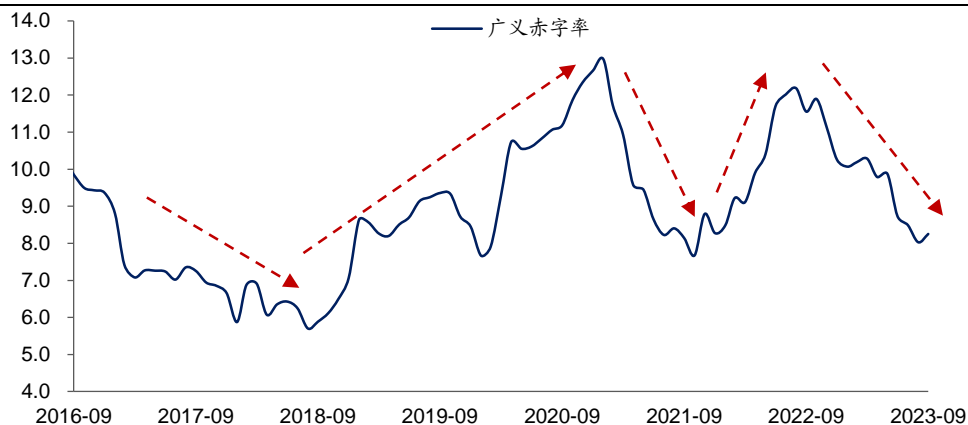
2. 从赤字率来看：需要多少量？

不过，纯粹用财政支出数据来衡量财政的力度，也会存在一定的偏差。例如，如果财政支出的扩张是通过大量加税带来的，那直接用财政支出来衡量财政积极程度，则会存在一定的高估。所以我们可以用广义财政支出减去广义财政收入，算出广义财政赤字率，用赤字的变化来衡量财政的力度。

在测算广义财政赤字率的时候，我们不仅考虑公共财政收支、政府性基金收支，还考虑了政策性金融债券净融资、PSL 融资、城投债券净融资、铁道债净融资。截至今年9月份，连续12个月年化的广义赤字率为8.3%，而2022年最高时为12.2%，2020年最高时为近13%。如果要回到2020年的财政强度，广义赤字率要提高近5个百分点。

需要注意的是，我们这里还没有考虑地方隐性债务中贷款、非标等渠道扩张的放缓，如果考虑到这些，可能需要的赤字规模要更大一些。

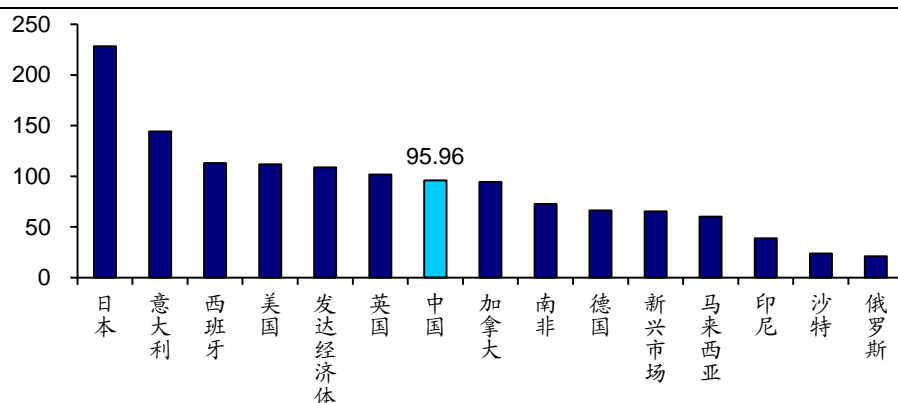
图2 我国广义赤字率测算（%，12个月平均）



资料来源：Wind，海通证券研究所测算

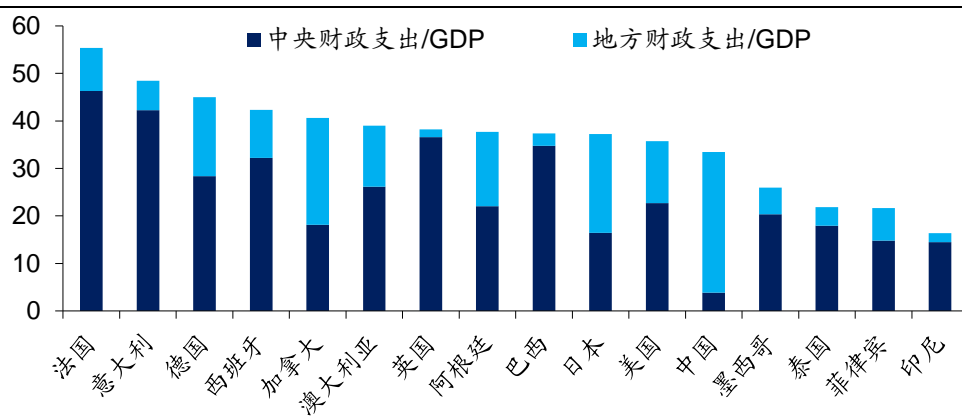
3. 政策的空间：很充足

从政策的空间来看，我国财政政策的空间仍然是很充足的。根据我们的估算，即使把隐性债务规模考虑在内，我国的政府杠杆率虽然高于新兴市场平均水平，但仍明显低于发达经济体政府杠杆率。同时，我国政府债务以本币债务为主，我国具有通过政府债务的短期增加来稳定实体经济需求端的实力。

图3 2022年主要经济体政府杠杆率(%, 政府债务/GDP)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

如果能够解决好央地财权、事权划分的结构性问题,我国财政政策对实体经济的支持空间就有希望释放出来。去年底的中央经济工作会议提出要防范化解地方政府债务风险,坚决遏制增量、化解存量;今年的中央金融工作会议指出,建立防范化解地方债务风险长效机制,建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制,优化中央和地方政府债务结构。我国中央财政支出占比较低,中央财政杠杆率也较低,是具有较大的政策空间的。在地方增量债务压降的背景下,要保证“积极”的财政政策对经济的支持力度,其他渠道的广义财政增加支持,或是影响经济恢复的重要观察视角。

图4 主要经济体中央和地方财政支出情况(%)


资料来源: IMF, 海通证券研究所

风险提示: 假设和测算误差风险; 海外不确定因素发酵。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com涂力磊 所长助理
021-23185710 tll5535@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓昶莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com
马毓婕 myj15669@haitong.com
付欣都 02123183940 fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
联系人
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
戴多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
联系人
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李妹醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 ppt3606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com
江珅 js15833@haitong.com
陈铭 cm15886@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
联系人
石佳艺 sjy15440@haitong.com
潘若蝉 prc15750@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbzq14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

电子行业

张晓飞 zxf15282@haitong.com
 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com
 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com
 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
 联系人
 郇奕滢 lyy15347@haitong.com
 张 幸 zx15429@haitong.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com
 孙维容(021)23185389 swr12178@haitong.com
 李 智(021)23185842 lz11785@haitong.com
 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com

非银行金融行业

何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com
 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
 联系人
 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com
 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com
 联系人
 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com
 郭好格 010-58067828 ghg14711@haitong.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@haitong.com
 联系人
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com
 李雨泉 lyq15646@haitong.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com
 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com
 联系人
 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com

有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com
 梁 琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

煤炭行业

李 森(010)58067998 lm10779@haitong.com
 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com
 联系人
 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com
 杨 林(021)23183969 yl11036@haitong.com
 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com
 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com
 联系人
 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com
 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com
 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com
 罗月江(010)58067993 ljy12399@haitong.com
 联系人
 吕春雨 lcy15841@haitong.com

机械行业

赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com
 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com
 毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com
 联系人
 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com
 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com

农林牧渔行业

李 森(010)58067998 lm10779@haitong.com
 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com
 冯 鹤 fh15342@haitong.com
 联系人
 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com

银行行业

林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com
 联系人
 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com
 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

造纸轻工行业

郭庆龙 gq13820@haitong.com
 高翩然 gpr14257@haitong.com
 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com
 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

房地产行业

谢 盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

电力设备及新能源行业

吴 杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
 房 青(021)23185603 fangq@haitong.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com
 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com
 胡惠民 hhm15487@haitong.com
 余玖麟(021)23185617 ywh14040@haitong.com
 联系人
 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com
 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com
 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
 罗 青 lq15535@haitong.com
 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com
 联系人
 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com
 徐 卓 xz14706@haitong.com

纺织服装行业

梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com
 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com
 联系人
 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

食品饮料行业

颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com
 联系人
 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
 苗 欣 mx15565@haitong.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
 王炜婕(021)23185687 wj13985@haitong.com
 联系人
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com

环保行业

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com
 联系人
 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com
董晋 dj15843@haitong.com
王勇 wy15756@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com