

# 宏观报告

证券研究报告

2024年09月07日

## 政策加码的必要性与可能性

今年以来的财政缺口，可能比去年更大，提高了财政积极的必要性。

稳汇率压力的减弱，为积极的财政和货币政策打开了更多空间。去年10月底全国人大常委会批准增发国债，我们认为今年仍有可能用临时提高赤字率、增发国债的方式来弥补财政收入的缺口。

**风险提示：**海外经济、美联储货币政策存在不确定性，可能会影响人民币汇率；文中部分测算存在主观假设，测算结果可能与实际情况存在偏差。

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**张伟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-如何理解联储行动的逻辑》2024-09-05
- 《宏观报告：宏观-如何理解分化的消费数据》2024-08-27
- 《宏观报告：宏观报告-从7月的平衡表态转向迄今为止最鸽派的发言》2024-08-24

今年以来的财政缺口，可能比去年更大。

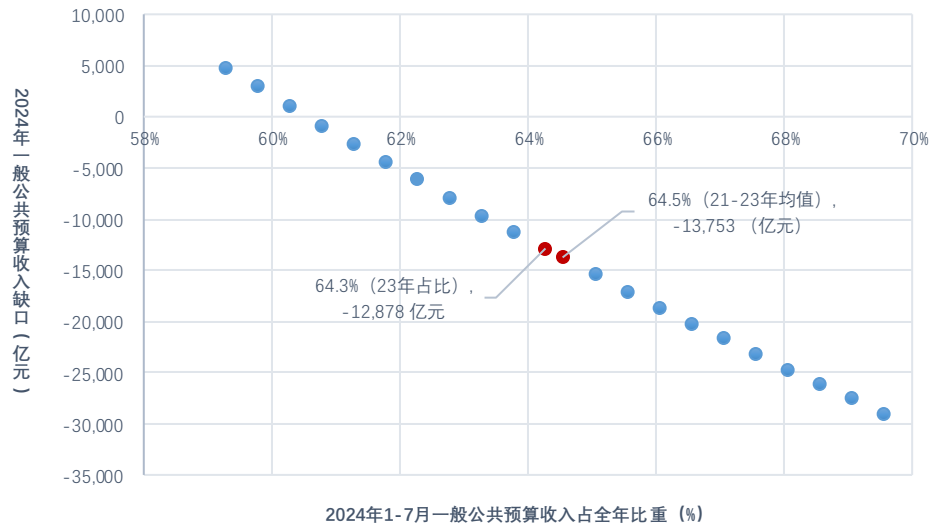
去年财政缺口主要体现在政府性基金收入上，全年政府性基金收入 7.1 万亿元，较年初预算目标少 7465 亿元；而一般公共预算收入较预算目标少 516 亿元。

今年财政预算收入上的缺口明显扩大。1-7 月，一般公共预算收入 13.6 万亿元，同比下降 2.6%；政府性基金收入 2.3 万亿元，同比下降 18.5%。

按照过去三年的占比均值计算，预计今年一般公共预算收入和政府性基金收入可能分别存在 1.38 万亿和 1.75 万亿的缺口。

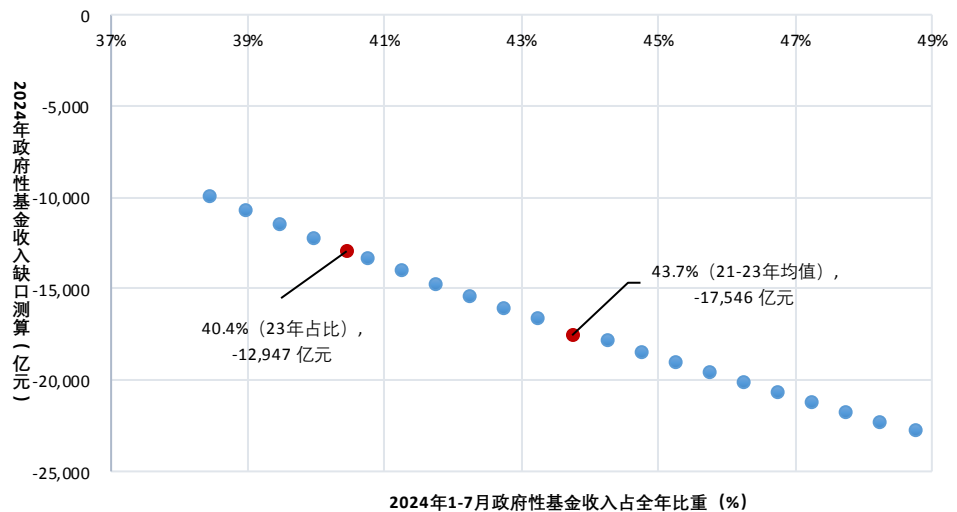
即 2024 年综合财政收入缺口可能在 3.1 万亿元左右，较 2023 年扩大 2.3 万亿元。

图 1：2024 年一般公共预算收入缺口测算



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2024 年政府性基金预算收入缺口测算

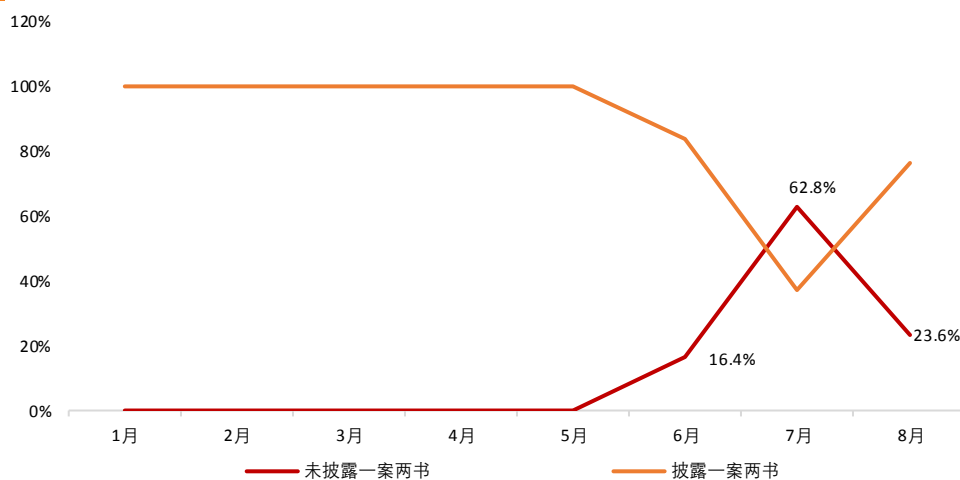


资料来源：Wind，天风证券研究所

财政缺口的扩大，使得地方政府债券的发行使用也出现了一些新的变化。今年 6-8 月，分别有 16.4%、62.8%、23.6% 的新发行专项债在发行时没有披露“一案两书”（《专项债券

项目实施方案》、《项目财务评价报告书》、《项目法律意见书》)。这意味着对专项债资金使用限制的适度放松，有助于财政资金更好地横向流动，也是应对财政压力加大的一种主动选择。

图 3：2024 年 6-8 月发行的新增专项债中，分别有 16.4%、62.8%、23.6%未披露一案两书（单位：%）

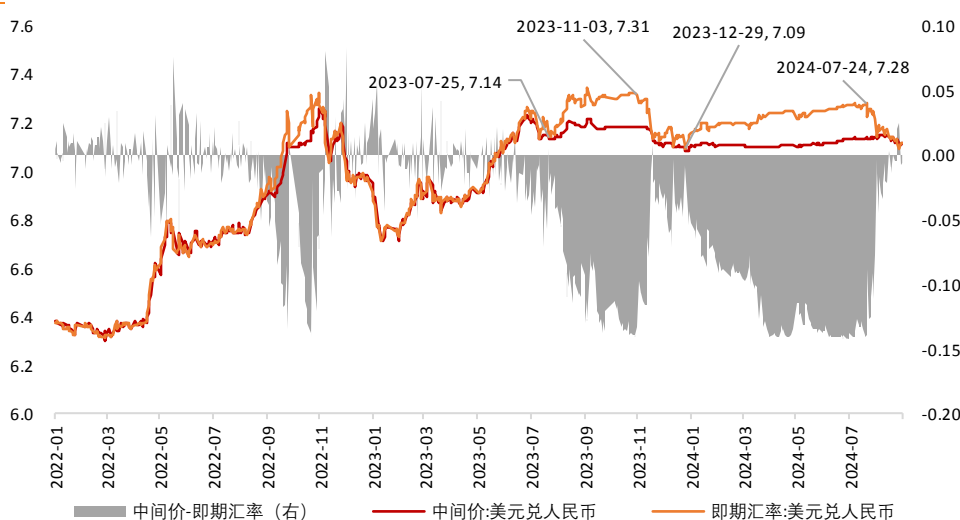


资料来源：Wind，天风证券研究所

财政收入缺口的扩大，提高了财政更加积极的必要性。

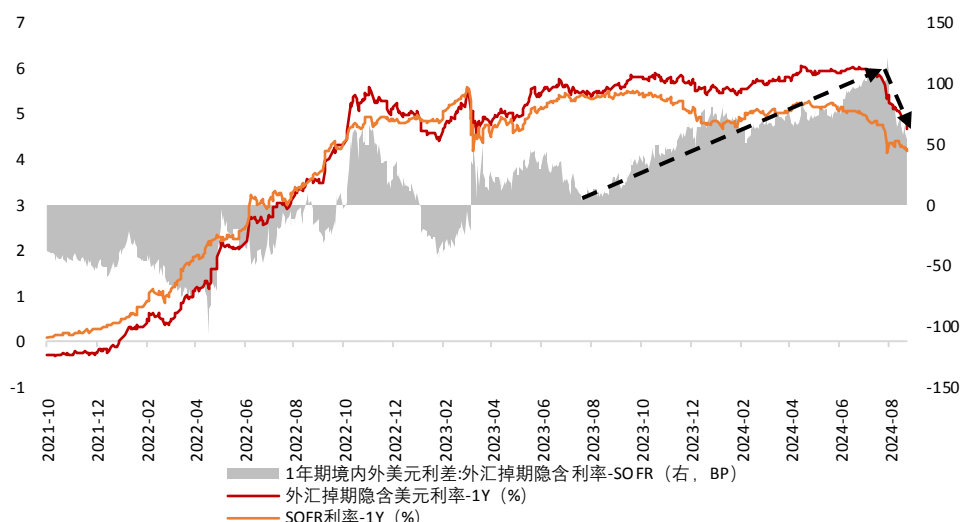
去年 7 月底以来，财政和货币的政策空间或多或少都受到了汇率贬值压力的约束。稳汇率的压力在近期出现了明显减弱。8 月底美元指数 101.7，较 6 月底回落了 3.9%。截至 8 月底，美元兑人民币即期汇率与中间价之间的偏离度基本收敛至 0，说明央行当前已经无需动用逆周期因子来缓解人民币贬值压力；而外汇掉期隐含的 1 年期美元境内外利差由 7 月底的 100bp 收敛到了 8 月底的 43bp。

图 4：2024 年 8 月底，美元对人民币即期汇率与中间价的偏离度基本收敛



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：截至 2024 年 8 月底，外汇掉期隐含的境内 1 年期美元利率较 1 年期 SOFR 的利差收敛至 43bp



资料来源：Wind，天风证券研究所

稳汇率压力的减弱，为积极的财政和货币政策打开了更多空间。去年 10 月底全国人大常委会批准增发国债<sup>1</sup>，我们认为今年仍有可能用临时提高赤字率、增发国债的方式来弥补财政收入的缺口。

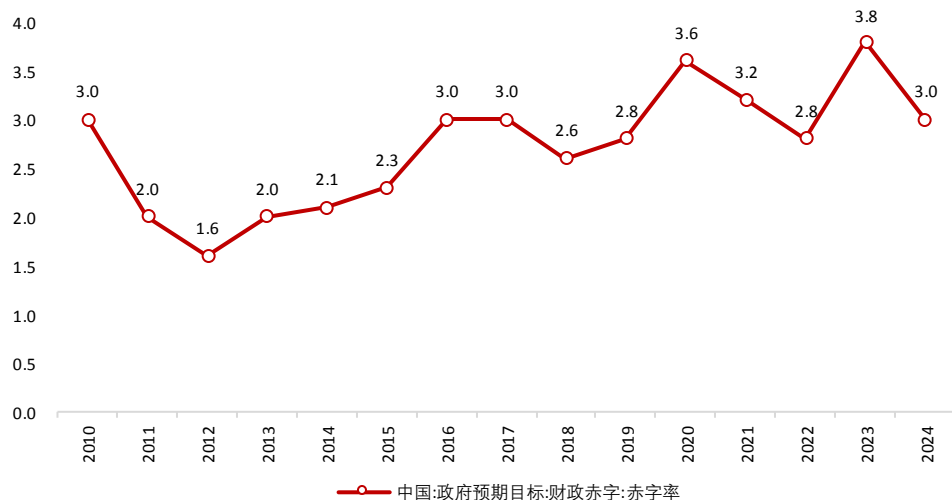
一方面，年初财政预算赤字率仅有 3%，而去年 10 月底调整财政预算后赤字率为 3.8%，赤字率仍有提升的空间。

另一方面，今年国债发行进度快于较快，截至 8 月底国债净融资进度为 69%，较 2022 年加快了 25 个百分点（2023 年年末增发国债不具备可比性），增加国债供给也不会带来太大的供给压力。

而政策性金融工具等准财政工具需要对应具体项目，对于补充财政收入缺口尤其是一般公共预算缺口而言，效果不够直接，可能性也低于国债。

去年财政缺口 7981 亿元，增发的 1 万亿元国债中有 5000 亿元用在了去年，约占去年财政缺口的 63%。如果按着相同比例推算，那么今年可能最多需要增发 2 万亿元左右的国债。

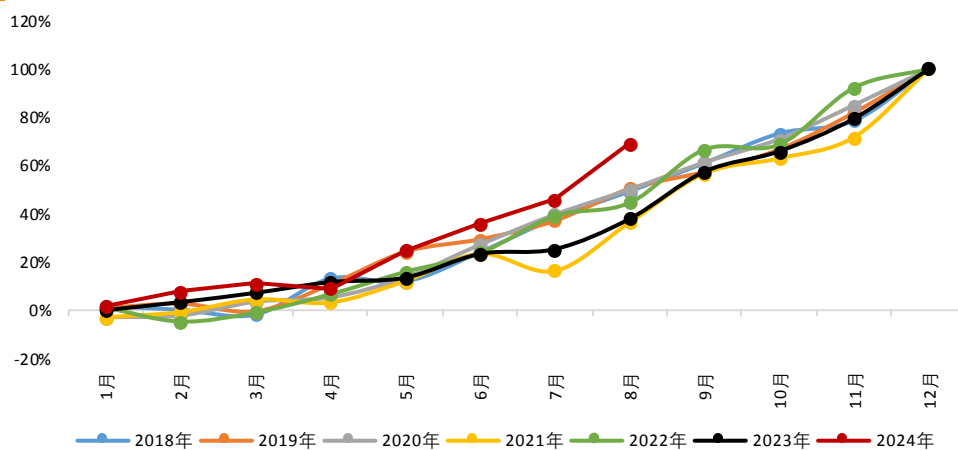
图 6：按照年初财政预算，今年财政赤字率为 3%，低于 2023 年（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

<sup>1</sup> [http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c30834/202310/t20231025\\_432560.html](http://www.npc.gov.cn/npc/c2/c30834/202310/t20231025_432560.html)

图 7：截至 8 月底，国债净融资进度约为 69%（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

由于调整财政赤字需要经过全国人大的审批，因此即将在 9 月 10-13 日召开的、审议今年以来预算执行情况的全国人大常委会<sup>2</sup>将是观察财政政策是否会加码的首个重要窗口，闭幕后的新闻公告也很重要。如果 9 月的人大常委会未提及财政赤字调整，那么下一个观察窗口是 10 月底的人大常委会。

<sup>2</sup> [http://www.npc.gov.cn/npc/c2/kgfb/202408/t20240827\\_438863.html](http://www.npc.gov.cn/npc/c2/kgfb/202408/t20240827_438863.html)

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风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或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com