



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**十四届全国人大常委会第十一次会议于2024年9月10日上午在北京人民大会堂举行第一次全体会议。审议国防教育法修订草案、统计法修正草案等。

➤ **9月的人大常委会审议了延迟退休改革而非增发国债，我们认为这既有些意料之外，也在情理之中。说意料之外，**是因为对于下半年的增量政策，市场习惯用去年10月的增发国债来线性外推；**说情理之中，**是因为适值三中全会的召开，7月政治局会议提出了“充分发挥经济体制改革的牵引作用，及时推出一批条件成熟、可感可及的改革举措”，延迟退休年龄改革无疑是对此的及时响应。然而，在当前公共财政收支依然存在1.98万亿元缺口的背景下，关于增发国债乃至上调赤字的悬念并未完全消散。

➤ **就这一悬念来看，我们认为虽然当前增发国债的财政条件与经济条件都尚不成熟，但这并非完全为“年内不会上调财政赤字”画上“句号”。**之后10月底的新一轮人大常委会又是观测财政走向的重要时点。这也就抛出了三大问题：**10月底的人大常委会我们需要关注什么？10月底人大常委会增发国债需要满足哪些条件？若继续不上调赤字的话、财政缺口又该怎么弥补？**

➤ **如何读懂人大常委会？**人大常委会通常每两个月举行一次，每次常委会的会期根据会议议程的多少确定，一般为3-5天左右。议事程序一般包括四个环节：“议案的提出（第一天开幕式）-审议-表决-公布（最后一天闭幕式）”，想要关注人大常委会讨论内容，最重要的就是关注第一天开幕式（会审议哪些议题？）、以及最后一天闭幕式（哪些议题表决通过？）这两天的公文。

➤ **这两篇公文往往是“一脉相连”的存在**——以上次人大常委会为例（即十四届人大常委会第十次会议），开幕式首日发布的公文会“官宣”此次会议将要审议的议案，这些议案涵盖国家运行的各个领域。这些议案的审议结果将在最后一天的闭幕式公文中公布，比如第十次人大常委会就审议通过了会计法修正草案，而金融稳定法草案修改情况在开幕式公文中出现，却并未再出现在闭幕式公文中。

➤ **不过也有“出其不意”的议案出现。**之所以2023年会画上财政史上的重要一笔，是因为它不仅是我国时隔23年后首次年中上调赤字、而且是非疫情年赤字率突破3%“红线”的一年。决定增发国债、上调赤字的时点就是发生在2023年10月的第六次人大常委会上，但当时开幕式公报中并未出现相关议题，直到闭幕式公报中才公开了《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》。因此，仅关注开幕式公报并不够，后续的闭幕式公报同样重要。

➤ **人大常委会对财政相关议案的审核，其实是“屡见不鲜”的存在。**历次人大常委会的议案涵盖国家运行的多个领域，而几乎每次人大常委会都会有财政相关的议案出现。包括但不限于中央决算草案、关税法草案、提前下达部分新增地方债限额草案等等，这些均需要人大常委会进行审议。因此，人大常委会是观测财政动向的一个重要“窗口”。

➤ **为何9月并非上调赤字的“最佳时点”？**我们认为有两方面的原因：其一，“余量”未完，那么“增量”可能暂不会到。7月政治局会议中提到“加快全面

相关研究

1. 美国大选跟踪：大选辩论：特朗普的“落幕”？-2024/09/11

2. 美国大选跟踪：总统辩论：值得提前知道的三个问题-2024/09/10

3. 2024年8月通胀数据点评：通胀结构分化，期待增量政策-2024/09/09

4. 本周经济热点：货币宽松年内如何“三步走”？-2024/09/08

5. 8月美国非农数据点评：8月非农的降息“角力”-2024/09/06

落实已确定的政策举措”，结合目前特别国债、地方债发行较缓的情况来看，当前财政的思路可能更多向用好存量政策、支持以旧换新的方向靠拢。**其二，当前并不符合增发国债的经济条件。**以史为鉴，历史上年内上调赤字“浮出水面”的时候，经济大多处于临近低点的位置。目前出口对经济仍有很大支撑、消费也出现了反弹、同时制造业投资也依旧强势，“稳经济”的紧迫性也并非那么高。

➤ **若 9 月人大常委会不上调赤字，“2024 年年内不会上调财政赤字”也并非画上“句号”。**此次人大常委会财政部部长报告今年以来预算执行情况时指出，“经济恢复基础尚不牢固、工业生产者出厂价格持续下降...等因素都对财政收入恢复形成制约”。**今年以来财政其实一直呈现出“顶格”发力的态势——在“财政收入偏紧+财政赤字也并未扩张”的双重影响下，财政支出已经“全力以赴”了。**若 10 月经济压力进一步显现（尤其是出口走弱），那就需要财政支出“慷慨解囊”，届时 10 月人大常委会上调赤字的可能性也会提高。

此外，10 月底人大常委会调整赤字的另一条件，是存量政策已基本使用完毕。就拿专项债来说，2023 年 10 月上调赤字的背景，也是发生在当年新增专项债额度基本使用完毕的情况下（2023 年 10 月新增专项债发行进度达 96.8%）。因此**若今年 10 月专项债可以基本发行完毕，那财政“增量”政策的到来才更有可能。**建议重点关注 10 月底人大常委会的开幕式与闭幕式公文。

➤ **若不上调赤字，财政缺口又靠什么资金来“补”？**若 2024 年年内依旧要坚守 3%的赤字“红线”、同时财政支出却想进一步“加力提效”，其实背后也不妨有“捷径”。**总量口径下的公共财政收入扩充，主要源于四笔资金：**（1）一般公共预算收入（含税收收入和非税收入）；（2）预算稳定调节资金调入；（3）上年结转收入；（4）政府性基金、以及国有资本经营预算调入。**我们认为 2024 年填补财政赤字最主要的资金来源为非税收入、去年增发国债留下的“余粮”、以及国有资本经营预算，具体原因如下：**

- （1）**今年一般公共预算收入端更靠非税收入、而非税收收入。**非税收入增加的背后，主要系地方政府多渠道盘活存量资产、依法收缴罚没收入，这些收入支撑非税收入的上行、也成为公共财政收入的有力支撑。
- （2）**预算稳定调节资金并不“足量”。**2023 年财政决算案显示中央预算稳定调节基金余额为 3981.4 亿元，这一规模略低于 2016-2022 年中央预算稳定调节基金余额平均规模。
- （3）**上年结转收入的“金主”正是 2023 年的增发国债。**2023 年财政决算案显示，将有 5000 亿元结转今年使用，而这 5000 亿元资金正是源于 2023 年增发万亿国债中的一半。
- （4）**政府性基金收支在乎“自足自得”，相较之下国有资本经营预算更能“兼顾”公共财政收支。**相比于政府性基金收入已连续两年不及预算案预期，决算与预算之差屡创新高的国有资本经营收入更有可能为公共财政收入“充电”。不过 2023 年国有资本经营收入的高增更多是源于地方政府加大资产处置力度、一次性产权转让收入的“助攻”，之后国有资本经营收入将更多依靠国有资本经营预算改革——根据 2023 年 11 月深改委会议内容，未来要进一步完善国有资本经营预算制度、扩大其实施范围。

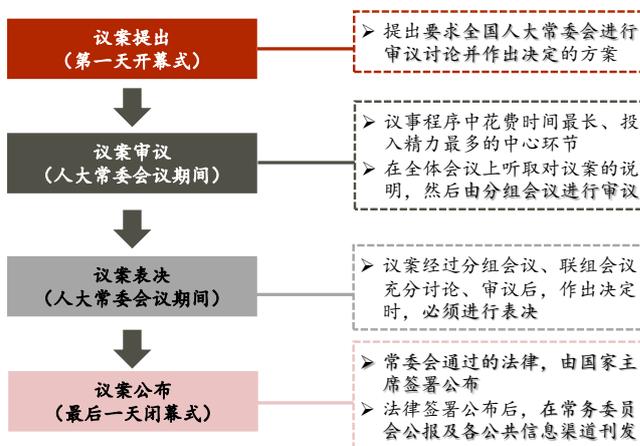
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：十四届人大常委会历次时间

十四届全国人大常委会历次时间 (2023.03.05以来)	
第一次	2023.03.14
第二次	2023.04.24-04.26
第三次	2023.06.26-06.28
第四次	2023.07.25
第五次	2023.08.28-09.01
第六次	2023.10.20-10.24
第七次	2023.12.25-12.29
第八次	2024.02.26-02.27
第九次	2024.04.23-04.26
第十次	2024.06.25-06.28
第十一次	2024.09.10-09.13

资料来源：中国人大网，民生证券研究院

图2：历次人大常委会会议程可分为“四部曲”



资料来源：中国人大网，民生证券研究院

图3：以第十次人大常委会为例：开幕式及闭幕式公报往往“一脉相连”

十四届全国人大常委会历次议题（第十次）		
举办时间	议题	是否与财政相关？
2024.06.25-06.28 (第十次)	开幕（2024.06.25）提及议题	闭幕（2024.06.28）是否审议或通过？
	突发事件应对管理法草案审议结果	X 是
	农村集体经济组织法草案审议结果	X 是
	国境卫生检疫法修订草案审议结果	X 是
	会计法修正草案审议结果	X 是
	授权国务院在海南自由贸易港暂时调整适用《中华人民共和国食品安全法》有关规定	X 是
	金融稳定法草案修改情况	X 作了题为《加强金融法治建设》的讲座
	学前教育法草案修改情况	X 新闻稿中未提及
	治安管理处罚法修订草案修改情况	X 新闻稿中未提及
	文物保护法修订草案修改情况	X 新闻稿中未提及
	矿产资源法修订草案修改情况	X 新闻稿中未提及
	提请审议批准《〈关于汞的水俣公约〉缔约方大会第四次次会议第4/3号决定对〈关于汞的水俣公约〉附件A的修正》	X 是
	审议批准《中华人民共和国和巴拿马共和国引渡条约》的议案	X 是
	2023年中央决算的报告	√ 是
	2023年中央决算草案审查结果	√ 是
	2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告	√ 是
	促进民营经济发展情况	X 新闻稿中未提及
	个别代表的代表资格的报告	X 是
	有关任免案	X 是

资料来源：新华网、中国人大网，民生证券研究院

图4：2023年10月十四届人大常委会第六次会议增发国债、上调赤字是“出其不意”的存在

十四届全国人大常委会历次会议（第六次）			
举办时间	议题	是否与财政相关？	
2023.10.20-10.24 (第六次)	开幕（2023.10.20）提及议题		闭幕（2023.10.24）是否审议或通过？
	海洋环境保护法修订草案审议结果	X	是
	爱国主义教育法草案审议结果	X	是
	粮食安全保障法草案修改情况	X	新闻稿中未提及
	慈善法修订草案修改情况的汇报	X	新闻稿中未提及
	提请审议国务院组织法修订草案	X	新闻稿中未提及
	提请审议保守国家秘密法修订草案	X	新闻稿中未提及
	提请审议传染病防治法修订草案	X	新闻稿中未提及
	提请审议关税法草案	✓	新闻稿中未提及
	提请审议文物保护法修订草案	X	新闻稿中未提及
	提请审议授权提前下达部分新增地方政府债务限额	✓	是
	提请审议批准《中华人民共和国和哥伦比亚共和国关于移管被判刑人的条约》	X	是
	提请审议批准《中华人民共和国和毛里求斯共和国引渡条约》的议案等	X	是
	提请审议加入《国际民航组织公约》的议案	X	是
	十四届全国人大一次会议主席团交付审议的代表提出的议案审议结果	X	是
	有关任免案		是
	✓	较开幕时新增议题：批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案	

资料来源：新华网、中国人大网，民生证券研究院

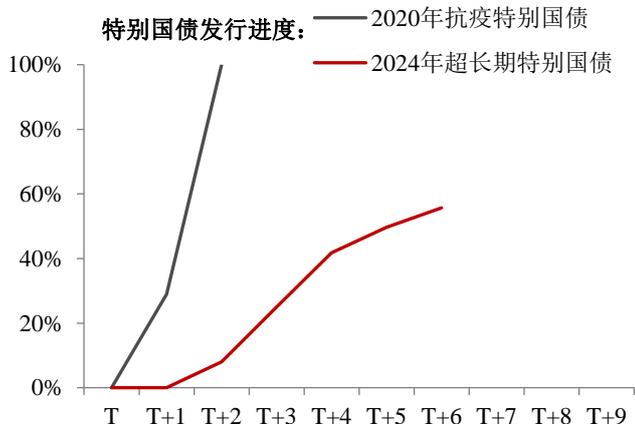
图5：十四届人大常委会历次会议关于财政的议案

会议	时间	与财政相关议案	是否审议通过？
第一次	2023. 03. 14	/	/
第二次	2023. 04. 24-04. 26	/	/
第三次	2023. 06. 26-06. 28	2022中央决算的报告	是
		2022中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告	是
		2022中央决算草案审查结果的报告	是
第四次	2023. 07. 25	/	/
第五次	2023. 08. 28-09. 01	增值税法草案修改情况	新闻稿中未提及
		今年以来预算执行情况的报告	新闻稿中未提及
		财政转移支付情况的报告	新闻稿中未提及
第六次	2023. 10. 20-10. 24	提请审议授权提前下达部分新增地方政府债务限额	是
		批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案（开幕式公文未提及、闭幕式公文才公布）	是
第七次	2023. 12. 25-12. 29	/	/
第八次	2024. 02. 26-02. 27	/	/
第九次	2024. 04. 23-04. 26	关税法草案审议结果的报告	是
第十次	2024. 06. 25-06. 28	2023年中央决算的报告	是
		2023年中央决算草案审查结果	是
		2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告	是
第十一次	2024. 09. 10-09. 13	今年以来预算执行情况	?
		2023年度政府债务管理情况	?

资料来源：新华网、中国人大网，民生证券研究院

注：部分内容是财政部于人大常委会开幕式当日作报告、而非上报人大常委会期间审议，所以闭幕式并未再出现相关内容。

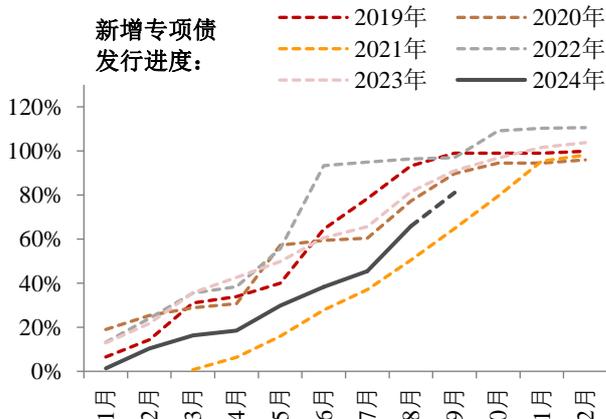
图6：今年超长期特别国债的可发行空间仅用了一半



资料来源：Wind、财政部，民生证券研究院

注：T为正式“官宣”发行特别国债的月份（即2020年万亿抗疫特别国债为5月22日政府工作报告公布发行、2024年万亿超长期特别国债为3月5日政府工作报告公布发行）。T后面的数字表示月份。

图7：今年地方专项债发行进度整体依旧偏缓



资料来源：Wind，民生证券研究院

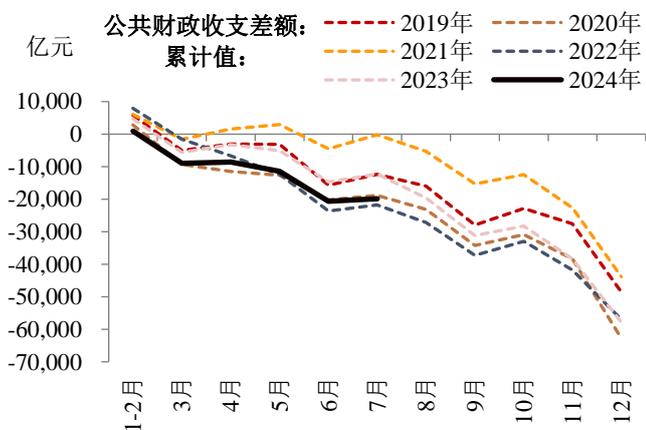
注：2024年9月发行进度是根据地方发债计划预测。

图8：年中上调赤字的“经济条件”尚未到位

时间	上调赤字对应的“财政工具”名称	前后八个月走势	前后八个月走势
1998.08	长期建设国债	固定资产投资增速 出口增速	PMI (MA12) 新增人民币贷款同比数值
2023.10	增发万亿国债	固定资产投资增速 出口增速	PMI (MA12) 新增人民币贷款同比数值
2024年是否有年中上调赤字的经济条件？（见下）			
当前经济走势（从2024年1月起）		固定资产投资增速 出口增速	PMI (MA12) 新增人民币贷款同比数值

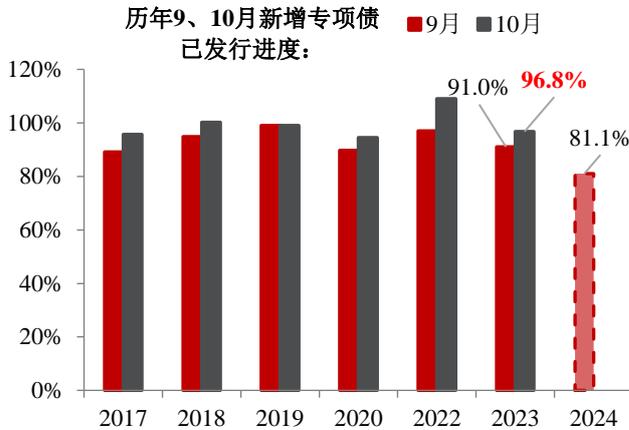
资料来源：Wind、财政部，民生证券研究院

图9：今年财政几乎都在“顶格”发力



资料来源：Wind，民生证券研究院

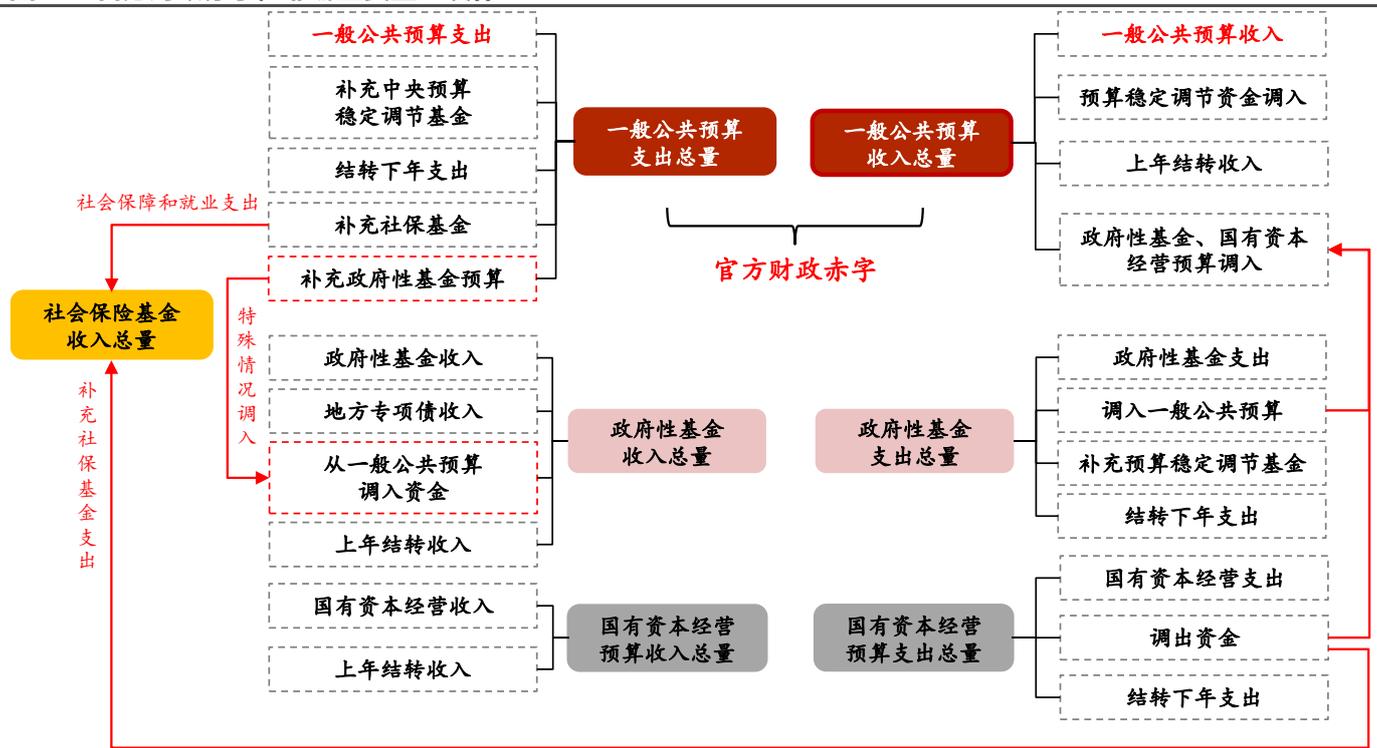
图10：2023年10月新增专项债额度已基本使用完毕



资料来源：Wind，民生证券研究院

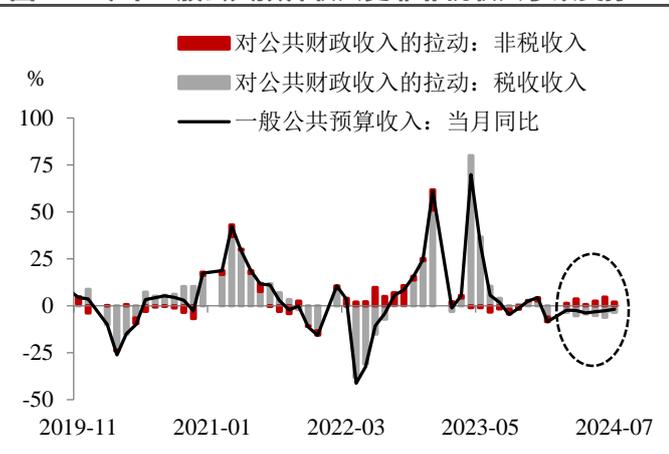
注：2024年9月发行进度是根据地方发债计划预测。

图11：官方财政赤字，靠哪些资金“填补”？



资料来源：财政部，民生证券研究院绘制

图12：今年一般公共预算收入更靠非税收入予以支撑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：2023年中央预算稳定调节基金余额不算高



资料来源：财政部，民生证券研究院

图14：政府性基金收入已连续两年不及预算案预期



资料来源：财政部，民生证券研究院

图15：2023年国有资本经营预算收入决算与预算规模之差创了历史新高



资料来源：财政部，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026