

## 促投资——从特别国债开始的未来政策倾向

## 内容摘要：

第一，近期我国增发特别国债，实际效果接近于将测算的 2023 年窄口径和宽口径财政赤字率分别提升了约 0.44 和约 0.39 个百分点，对于 2023 年的政策效果较有限。但本次增发长期意义大于短期意义，心理意义大于实际意义，或体现出宏观政策的两大转向——地方加杠杆转为中央加杠杆、较低扩张力度财政政策基调转为较高扩张力度财政政策基调。

第二，当前国内经济的主要问题是内需不足，包括投资需求和消费需求。造成这一主要问题的根源有经济内源性问题、收入分配结构问题、冲击性因素转化为累积性因素问题等。这些问题导致居民和企业信心不足，进而对消费和投资造成负面影响。

第三，从造成内需不足现状的根源分析来看，促投资政策拥有比促消费政策更多的优点和更好的适用性。因此，在居民和企业信心恢复前，未来政策应当以偏向促投资为主，重点是能够消化国内庞大制造业产能的房地产和基建行业。

中期研究院

www.cifco.net

宏观金融研究团队

## 目录

一、近期增发特别国债政策的效果意义 .....	3
二、当前经济面临的主要问题及根源解析 .....	6
三、未来的政策倾向 .....	7

## 一、近期增发特别国债政策的效果意义

11月6日，全国人大常委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获得表决通过。按照安排：中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。资金将重点用于八大方面，主要是支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。

从政策效果角度看，增发特别国债、相应赤字率提高，意味着今年财政政策力度的提升。我们在今年3月份的专题报告《2023年我国财政政策力度或相对减弱》中曾对今年的财政政策力度（实际赤字及赤字率）进行过测算，并做出过判断：“2023年我国政策对经济支持力度，包括财政政策，仍有增加的可能性和空间，实际财政政策力度与2022年持平或超出仍可给予预期”。而当下的特别国债发行，意味着5000亿元今年财政赤字的增加，基于该专题报告的测算方法和结果，可以重新测算增发特别国债后的财政政策力度。过程即结果如下：

### 1、特别国债发行后的2023年测算财政赤字

(1) 特别国债发行后的一般公共预算财政赤字=原测算结果 51410.18 亿元+5000 亿元=56410.18 亿元

(2) 政府性基金预算财政赤字=原测算结果 41586.18 亿元

(3) 国有资本经营预算赤字=原测算结果-3779.18 亿元

(4) 社会保险基金预算赤字=原测算结果 13601.63 亿元

## 2、特别国债发行后的 2023 年测算的窄口径预算财政赤字及赤字率

(1) 实际测算窄口径预算财政赤字=特别国债发行后的一般公共预算财政赤字+政府性基金预算赤字

$$56410.18 \text{ 亿元} + 41586.18 \text{ 亿元}$$

$$= 97996.36 \text{ 亿元}$$

(2) 实际窄口径预算财政赤字率=实际窄口径预算财政赤字/预测的 2023 年 GDP

$$= \text{实际窄口径预算财政赤字} / (\text{特别国债发行后的公布 2023 年一般公共预算财政赤字} / \text{特别国债发行后的公布 2023 年预计赤字率})$$

公布 2023 年一般公共预算财政赤字/特别国债发行后的公布 2023 年预计赤字率)

$$= 97996.36 \text{ 亿元} / (48800 \text{ 亿元} / 3.8\%)$$

$$\approx 7.63\%$$

## 3、特别国债发行后的 2023 年测算的宽口径预算财政赤字及赤字率

实际测算宽口径预算财政赤字=特别国债发行后的一般公共预算财政赤字+政府性基金预算赤字+国有资本经营预算赤字+社会保险基金预算赤字

$$= 56410.18 \text{ 亿元} + 41586.18 \text{ 亿元} + (-3779.18 \text{ 亿元})$$

$$+ 13601.63 \text{ 亿元}$$

$$= 107818.81 \text{ 亿元}$$

实际宽口径预算财政赤字率=实际宽口径预算财政赤字/预测的 2023 年 GDP

$$= \text{实际宽口径预算财政赤字} / (\text{特别国债发行后的公布 2023 年一般公共预算财政赤字} / \text{特别国债发行后的公布 2023 年预计赤字率})$$

公布 2023 年一般公共预算财政赤字/特别国债发行后的公布 2023 年预计赤字率)

$$= 107818.81 \text{ 元} / (48800 \text{ 亿元} / 3.8\%)$$

≈8.40%

从政策意义角度看，一方面，本次特别国债发行后，对 2023 年的财政政策效果有一定的提升，测算的窄口径赤字率从约 7.19% 增加到约 7.63%，提升 0.44 个百分点；测算的宽口径赤字率从约 8.01% 增加到约 8.40%，提升 0.39 个百分点，均低于公布的财政赤字从原 3% 到 3.8% 的 0.8 个百分点的提升幅度。并且，特别国债从政策出台到最终落地仍有一定时间，在 2023 年仅剩余 2 个月的情况下，对财政政策实际效果的增幅有限。

另一方面，本次增发国债长期意义大于短期意义、心理意义大于实际意义。虽然本次特别国债的年内政策效果增幅有限，但不可否认的是，其对经济的长期意义，尤其是对提振社会信心是十分重要的。因为本次增发特别国债可能意味着政策的两方面转变：一是财政政策的重心从地方政府加杠杆，转为中央政府加杠杆；在地方政府已经很难再大幅增加杠杆的情形下，中央政府扛起加杠杆大旗，无疑对国民经济的长期稳定发展是一个重要保障。二是 2021 年以来实际扩张力度相对平缓的财政政策基调，有可能让位于更大扩张力度的政策基调。特别国债不会轻易增发，年中调整预算进行增发更加罕见，其所蕴含的政策含义值得深思。本次特别国债结转一半到 2024 年使用，但相应财政赤字全部计入 2023 年。这意味着 2024 年的财政政策力度将拥有不计入当年赤字率基础的额外 5000 亿元，即使 2024 年的财政赤字率维持在与 2023 年初始的赤字率水平，实际政策效果也会更强，同样是偏向更大扩张力度的政策基调。

进一步地，除了以上效果和意义外，本次增发特别国债还有更深层次的含义和启示，关系到后疫情时代我国经济发展和政策支持的方向，本报告下文将给出详细的解

读。

## 二、当前经济面临的主要问题及根源

内需不足依然是当前经济的主要矛盾，包括消费需求和投资需求均存在不足。正如7月政治局会议所说，“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。”内需不足的主要根源之一在于信心不足——居民部门信心不足影响了消费需求，企业部门信心不足影响了投资需求。造成国民经济两大部门的信心不足的主要原因基本类似，主要包括三个方面。

第一是经济内源性问题，包括动力问题和结构问题等，这是明确的长期因素。从数据来看，2008年我国的年社零增速为20%以上，到疫情前的2019年已降至8%。同一时期，我国的年固定资产投资增速和年经济增速分别从22.2%和10%以上降至仅为5.1%和不到7%。也就是说，即使没有疫情，我国的消费、投资和经济三者的增速在近10年间内已经出现了大幅的趋势性下降。这种长时段的、多项重要经济数据共同的变化趋势，显然因经济内源性问题而起，并且与多数主要经济体的经济发展历程相似。显然，疫情三年不可能使得这一问题得到缓解或改善，而且甚至有可能更加严重。

第二是收入分配结构问题，体现为国民收入分配中劳动收入份额下降、生产税净额份额上升，这也是明确的长期因素。2010年前后，在理论界曾经形成过一个较普遍共识——改革开放以后的国民收入分配格局演变过程中，劳动收入份额持续下降；与之相伴的，则是生产税净额份额相对上升。这种国民收入分配结构与内需不足也有较强的联系——消费需求不足与劳动收入占比下降密切相关，生产税净额相对上升则对投资需求不足也有一定影响。不过，2010年以来，国民收入分配结构的格局呈逐渐改

善的趋势。

第三是冲击性因素转为累积性因素问题，主要是三年疫情的影响逐渐从短期冲击转向侵蚀居民和企业经济基础。如果说前两个因素属于较旧的长期因素，且第一个因素具有一定的规律性，第二个因素可能已逐渐改善；那么，第三个因素已经成为当前最需要应对的新挑战。三年疫情，尤其是 2022 年的疫情反复，几乎确定了疫情影响由短期向长期的转变。2022 年的疫情几乎遍历了我国经济最繁华的地区，导致我国最重要的几个经济圈和财税重地，如珠三角、长三角、京津冀受创严重——这是 2020 年疫情都不曾有过的。在前期疫情影响尚未完全恢复的情况下，进一步严重侵蚀了居民部门和企业部门的经济基础，并且，这种局面令居民和企业对整体及自身未来经济状况的预期和信心形成了巨大打击，包括对能够恢复到疫前状况的信心。

显然，在上述三方面的影响下，居民和企业持有货币以预防未来需要的“预防性动机”显著增强，消费和投资欲望减弱，最终形成对消费和投资的长期负面影响。

### 三、未来的政策倾向解析

针对内需不足的局面，决策层已经出台了不少政策，早在 2022 年末，中共中央、国务院就印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》（简称《纲要》），并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。《纲要》对消费和投资的定位分别是“消费基础性作用”和“投资关键作用”。2023 年下半年以来扩内需的具体措施中，除了增发特别国债外，促消费是另一个重要举措。7 月末，国务院办公厅发布了《国务院办公厅转发国家发展改革委关于恢复和扩大消费措施的通知》（国办函〔2023〕70 号），出台《关于恢复和扩大消费的措施》（简称“促消费 20 条”）。那么，消费和投资，基

基础性作用和关键作用，当下哪一个的优先级应更高呢？

就国民经济增长的三驾马车——消费、投资、净出口而言，近十年的数据表明，消费对我国 GDP 增长的贡献率平均可以达到近 60%，投资为近 30%，净出口为近 10%，消费明显占主要地位。从这个意义上说，《纲要》对消费“基础作用”的定位十分准确，扩内需政策的优先级排序上促消费应该在促投资之前。“促消费 20 条”政策早于发行特别国债政策 3 个多月出台，也体现出这一点。但是，如果考虑前文分析的我国经济当前内需不足的根源，促消费和促投资的优先级排序可能值得更多商榷。前述内需不足的根源有三，经济内源性问题（问题 1）、分配结构性问题（问题 2）和冲击性因素转为累积性因素问题（问题 3）。这三大问题均不同程度地反映出促投资具有更多优势：

问题 1 包括经济增长驱动力问题和经济结构问题，主要是我国经济的性质和结构可归结为“重资产制造业”为主的经济结构，典型特征就是“世界工厂”、“工业/制造业大国”。这种经济结构或者说经济性质，制造业是主要支撑，意味着对固定资产投资的适应性和倚重程度都较高。也就是说，这种经济大体上更加适应通过固定资产投资来驱动增长的模式，同样的资源转化为投资对经济增长所产生的推动是最大的。这一逻辑的关键点在于，当前我国三大产业中，国内制造业的发展是国内服务业发展的根基，这与美国这样的国家不同，美国国内服务业不仅可以依赖国内制造业，还可以从国外制造业获得必要的支撑。同时，固定资产投资形成的旧企业扩大生产或新企业设立，带来了与之相应的就业和收入，这又是消费稳定乃至扩大的基础。从这个意义上说，投资的关键作用应当更加“关键”。

问题 2 间接地反映了投资优先级应该更高。收入分配结构问题主要影响居民收入，



从而影响消费。正是由于收入分配结构还不够合理，对居民消费不仅没有产生积极作用，反而形成了消极影响，因而在收入分配结构问题还未得到根本解决的情况下，促消费的政策传导存在这一较强障碍，效果容易打折扣。相对地，促投资就较少受到这种传导障碍的影响，容易获得比促消费更好的效果。而投资本身的一些重要问题，如“挤出效应”，在当前情况下反而不那么突出了，下文将具体分析。

问题 3 是当前弱化内需、制约消费和投资的新问题、新挑战。主要是三年疫情产生侵蚀居民和企业的经济基础，并且这种侵蚀累积的程度叠加经济内源性问题，导致了居民和企业预期的改变。从理论上说，预期改变是一种十分严重的情况，因为预期改变意味着相关主体行动的改变，将具有长期性，很难恢复。正是由于居民和企业已经形成了对未来的悲观预期，所以对消费和投资都采取了更加谨慎的行动，造成内需不足。此时，促消费需要先改变导致悲观预期的根本因素，即恢复居民的经济基础，无论是增加居民收入还是令居民财富增值，都是可选项甚至必选项。但这对于促消费实现的过程比较间接和漫长，实现难度也较大，政策效果和政策时滞都难以令人满意。例如，7月24日中央政治局会议对资本市场工作作出重要部署，明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，随后不久，印花税减半征收、收紧IPO、融资买入保证金比例降低等多条重磅政策纷纷出台。但政策出台后的两个月内，沪深股市不涨反跌，未能实现居民资本市场的财富增值。又比如，发放消费券是一种很好的变相增加居民收入的政策，早在疫情期间就已经普遍实施，也收到了不错的刺激消费、拉动内需的效果。但是消费券毕竟不是收入，适用面较窄，对于促消费、扩内需的效果还是比较有限。而促投资则没有这些不足，因为促投资从政策面角度看是政府投资为引导，政

府投资在总投资中占有相当一部分比例，这些既不受企业部门悲观预期影响，也更直接和快速。并且，正是由于企业部门谨慎行动、民间投资相对萎缩，所以当下政府投资正好起到补位的作用，“挤出效应”会大大削弱，阻碍促投资政策效果传导的最大障碍被很好地解决掉了。

综上所述，扩内需已经成为当前我国稳经济政策的重中之重，而这其中促投资相较于促消费有更多的优点和更好的适用性。因此，只要目前这种局面不改变，主要是居民和企业信心不足的问题没有解决或至少是大幅好转，未来政策的重心都应当在于促投资。进一步地，由于我国经济“重资产制造业”的特征，庞大制造业产能消化问题必须得到较好解决，否则促投资只是空谈。从而，未来促投资政策的主要落脚点和抓手应当是房地产和基建这两个能够容纳国内制造业产能的行业。

## 分析师承诺

本人（或研究团队）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（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）严格遵守《中国国际期货股份有限公司廉洁从业规定》不存在利用期货交易咨询从事或变相从事期货委托理财活动，本人（或研究团队）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接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

客户不应视本报告为作出交易决策的唯一因素。本报告中所指的观点及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

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交易建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何交易决定或就本报告要求任何解释前向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

## 联系我们

### 境内分支机构

总部：北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	客服热线	95162
分支机构：北京 上海 广州 深圳 大连 郑州 沈阳 青岛 济南 武汉 武昌 苏州 南京 宁波 杭州 佛山 清远 江门 汕头 厦门 南昌 成都 昆明 新疆乌鲁木齐 南宁	官方网站	www.cifco.net

### 风险子公司

中期国际风险管理有限公司	客服热线	010-65807861
北京市朝阳区建国门外光华路 14 号 1 幢 1008A 号		

### 境外子公司

中国国际期货(香港)有限公司   中国中期证券有限公司	客服热线	(852)25739868
香港铜锣湾告士打道 255-257 号信和广场 29 楼 2903 室		4001 200 939
	官方网站	hk.cifco.net



全国  
客服热线 95162  
官方网站 WWW.CIFCO.NET