



财政发布会快评：意料之中，预期之外

2024年10月12日

- 核心观点：**2024年10月12日上午财政部召开新闻发布会，蓝佛安部长介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况，并答记者问。我们综合快评如下：本次会议提及的部分政策方向虽是“意料之中”，但提及的多项具体政策内容和官方积极表态实属“预期之外”。我们认为相关政策涉及的工具体量至少在5万亿元以上，包括新一轮化债、增发特别国债补充银行资本金、弥补财政预算收支缺口，时间节点上关注10月底或11月初全国人大常委会。此外，会议提及当前中央杠杆率空间充足，我们认为明年整体赤字率及超长期特别国债发行规模有望大幅提升。可以预期，新一轮大规模增量政策正在路上。稍后我们会进一步更新增量财政政策的信息。
- 一是针对地方政府债务问题，实施近年来最大力度化债政策：蓝佛安部长提出四项已经进入程序的重磅政策中，地方隐性债务化解是首位工作。会议提出要大力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度。关于具体化债规模，本次会议没有公布具体规模，恰恰说明本次化债规模可能较大，非存量限额可以解决，因此需要全国人大常委会审议新增政府债限额（实际上9月人大常委会已经首次审议了地方政府债务报告，目前应该已经进入审批阶段）。
- 二是特别国债补充商业银行资本金工作已经启动：鉴于上述新一轮大规模化债工作启动，无论是新增债券发行，还是存量债务置换都需货币金融体系配合。前期财政部和人民银行工作组已召开首次会议，但按目前人民银行法，央行仍不能在一级市场买卖国债，未来商业银行仍将是财政化债的重要通道。结合目前财政、货币协同政策机制和银行补充商业银行资本金情况来看，未来应该是会财政、货币、金融三方合力化债，例如商业银行在一级市场买入增发政府债，央行可以在二级市场提供流动性支持，以完成上述一次性、大规模债务化解工作。除此之外，商业银行的资本金充足也有利于未来其他增量财政工具（超长期特别国债、提高赤字）的顺利落地，帮助打通财政、货币协调配合的“任督二脉”。
- 三是叠加运用地方政府专项债、税收等政策支持房地产止跌回稳：本次会议提及四项重磅政策，一是重启“土储专项债”用于闲置土地收购，缓解地方政府和房地产企业现金流压力，在过去几年房地产市场持续下行期间，大量城投公司承担了部分拿地工作，重启土储专项债实则主要指向化解地方政府的广义债务压力，以时间换空间；二是专项债券资金收购存量商品房，这是继前地产“517”新政后，房地产供给端的又一重磅政策，其有望同时解决当前专项债项目不足和收储政策难以推广的问题；三是用好保障性安居工程补助资金，之前主要用于新建保障房，未来将更多用于支持消化存量房。四是及时优化、完善相关的税收政策，目前正在抓紧研究：明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接中的增值税和土地增值税政策。
- 四是加力财政支持，进一步落实以消费为主的扩内需政策：会议提出前期已经对困难群众发放了一次性补贴，后续将进一步加强低收入人口救助帮扶，加大对学生群体的奖优助困力度，增加低收入群体的消费。目前财政部正在牵头研究完善高校学生资助体系，例如国家奖学金奖励名额翻倍，奖学金、助学

分析师

章俊 首席经济学家

☎：010-8092-8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

聂天奇

☎：010-8092-7737

✉：nietianqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090001

风险提示

- 政策落地不及预期的风险
- 消费者信心恢复不及预期的风险
- 对政策理解不到位的风险

金资本标准提高，加大国家助学贷款支持力度。其次，未来特别国债有望在今年支持商品消费基础上，进一步扩围至服务消费（目前地方已在试点）。

- **五是财政韧性充足，将采取综合措施完成全年预算收入目标：**我们前期报告多次提出今年一本账收入缺口在一万亿元以上，考虑到基层“三保”支出压力并未减弱，保持财政支出力度的必要性较高，我们认为年内大致需要 2 万亿元左右的增量财力补充。具体补充方式：一则可以经全国人大审批增发普通国债或超长期特别国债，二则是盘活存量债务限额空间，我们测算目前约 8000 亿元左右国债可用限额和 1 万亿元左右地方政府债务限额，三则是通过央行、金融企业、央企国企上缴利润予以补充。而二本账收支缺口是“以收定支”，针对土地收入的不足，未来或主要通过特别国债和专项债发行补足；四是预算稳定调节基金补充。
- **六是中央财政杠杆率加码空间充足，将视宏观调控需求适时调整：**我们认为一方面是明年狭义赤字率红线或将有所突破，另一方面需要关注的是未来超长期特别国债将发挥更大规模、更大范围的财政支持作用。我们注意到，财政部在 6 月份增设了特别国债有关收支科目，并于 9 月份公布，调整后的收支科目基本涵盖了一般公共预算支出的各个科目，这意味着未来超长期特别国债的支持范围将更加广泛，明年发行规模也有望大幅提升。特别国债单独记账的方式主要是便于未来偿债来源的单独核算，也体现出未来将主要投向具备一定长期收益率的国家级项目。
- **对资本市场投资的影响和启示：**权益市场方面，本轮一揽子政策中最重要的一块拼图——增量财政政策已浮出水面，财政、货币、资本市场、内需等政策的迅速出台体现了当下宏观政策的一致性和针对性，显著降低了宏观层面不确定性。更重要的是，本轮政策由中央层面统一部署，系统性、前瞻性应对经济结构转型的解决方案，底层逻辑重构将带来权益市场的向上力量。债券市场方面，今年年内市场依然会在偏强的政策和偏弱的基本面之间摇摆，在财政政策和货币政策的协同之下，预计债券市场平稳运行，10 年期国债收益率将在 2.1%-2.2% 的区间内波动。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：首席经济学家。 张迪：宏观组组长。 聂天奇：宏观分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn