

【国信宏观】财政部新闻发布会解读

力度强化，空间充足

◆ 经济研究 · 宏观解读

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人：王奕群 wangyiqun1@guosen.com.cn

事项：

10月12日上午10时举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安、财政部副部长廖岷、财政部副部长王东伟、财政部副部长郭婷婷介绍“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。

解读：

本次发布会重要内容主要有以下几点：

一是采取综合性措施补缺口，用好用足存量政策。市场普遍认为目前存在一定的财政缺口，规模在1-3万亿之间。用于弥补缺口的“综合性措施”预计主要包括使用债务结余空间和预算稳定调节基金等，财政部表示有信心完成全年财政预算支出目标。此外新增专项债的待发额度和已发未用资金合计还有2.3万亿，预计四季度基建投资增速将对此有所反映。

二是加大逆周期调节力度，推出一揽子增量政策。主要包括：

1. 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务。财政部明确表示为近年来支持化债规模最大的举措；
2. 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升银行抵御风险和信贷投放能力，更好地服务实体经济发展；
3. 运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳；
4. 加大对重点群体的支持保障力度。

三是着眼长期结构性问题，深化财税体制改革。

总体来看，我们认为后续政策力度强化，政策空间充足，总结以下几点：

预计增量政策规模较大，有助于解决隐债、银行资本金等问题，推动房地产市场止跌回稳。结合去年的2.2万亿和今年的1.2万亿，“力度最大”意味着年度规模或在3万亿以上。

化债“及时雨”将有效调动地方政府积极性，利于经济回升向好。大规模的债务置换将放宽对地方政府的掣肘，稳增长政策的效果将有效提升。

财政发力空间充足，明年赤字率或突破红线。财政部认为中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。预计明年财政赤字率或主动突破3%的红线，达到3.5%甚至更高。

后续财政政策力度和货币政策力度将协同上升。随着存量专项债资金的落地以及2000亿投资提前下达，叠加一揽子增量政策，后续财政政策力度和货币政策力度将协同上升。

正文：

◆ 采取综合性措施补缺口，用好用足存量政策

针对财政缺口问题，财政部表示将通过综合性措施完成预算目标。针对目前经济运行情况，财政部部长蓝佛安认为“当前我国经济的基本面及市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变，同时经济运行出现了一些新的情况和问题”。对目前讨论较多的财政缺口问题，蓝佛安表示“预计全国一般公共预算收入增速不及预期，中国财政有足够的韧劲，通过采取综合性措施，可以实现收支平衡，完成全年预算目标”。

市场普遍认为目前存在一定的财政缺口，规模在 1-3 万亿之间。1-8 月，一般公共预算收入累计增速-2.6%，全年预算增速 3.3%；一般公共预算支出累计增速 1.5%，全年预算增速 4%。假设国债、一般债、调入及结转结余资金等规模与年初安排情况一致，一般公共预算收入保持现有增速，仅第一本账要完成年初预算支出目标的资金缺口就超过一万亿元。

“综合性措施”可能主要包括债务结余空间和预算稳定调节基金等。使用债务限额结余空间程序简单、较为可行，且过去两年均有使用债务结余空间的先例：2022 年部署盘活结存 5000 多亿元专项债限额；2023 年发行 1.3 万亿特殊再融资债，偿还存量债务。截至 2023 年末，我国国债债务限额空间还有 8000 亿左右，地方债限额空间 1.4 万亿左右。但财政部也提及，今年的 1.2 万亿化债资金中，除 8000 亿新增专项债，即所谓“特殊”新增专项债外，还安排了 4000 亿债务限额结存空间。

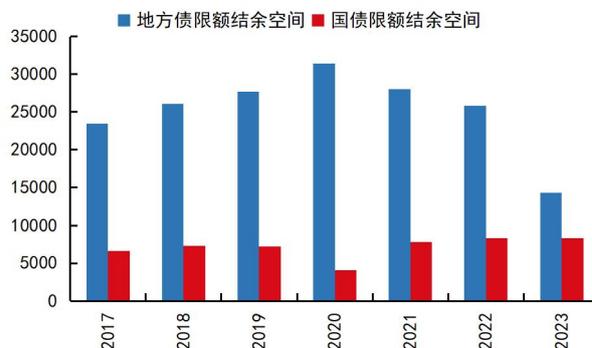
已发未用的专项债资金超 2 万亿，后续加快存量政策落地。财政部表示，新增专项债的待发额度加已发未用，还有 2.3 万亿资金。即除去本月待发的 2900 亿新增专项债，已发的 3.6 万亿新增专项债资金中有 2 万亿并未落地使用，这也是今年从债务发行到基建投资滞后性有所增强的主要原因。预计四季度基建投资增速将对此有所反映。

图1：广义财政收支增速持续下行



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：国债和地方债限额还有一定规模空间



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 加大逆周期调节力度，推出一揽子增量政策

按照 9 月 26 日召开的中央政治局会议部署，财政部在加快落实已确定政策的基础上，围绕稳增长、扩内需、化风险，将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策。主要包括以下四点：

1. 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。

财政部表示，除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。需要强调的是，这是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施。

2. 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升这些银行抵御风险和信贷投放能力，更好地服务实体经济发展。

这一举措不仅能够提升银行的稳健经营能力，而且可以发挥资本的杠杆撬动作用，增强信贷投放能力，进一步加大服务实体经济发展的力度。财政部将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路，通过发行特别国债等渠道筹集资金，稳妥有序支持国有大型商业银行进一步增加核心一级资本。

3. 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。

目前财政部已在需求端、供给端和存量风险三方面实施多项举措。需求端主要是支持满足居民多样化住房需求、降低购房成本。包括“卖旧买新”个人所得税退税政策，降低住房公积金贷款利率等。供给端主要是支持优化保障性住房供给。近三年，中央财政安排了保障性安居工程补助资金 2124 亿元、中央预算内投资 2800 亿元，支持筹集各类保障性住房 666 万套。化解存量风险方面，对 3500 亿元“保交楼”专项借款予以贴息，去年以来已预拨贴息资金 62 亿元。

未来推动房地产平稳发展的政策措施主要有三个方面：一是允许专项债券用于土地储备；二是支持收购存量房，用专项债和保障性安居工程补助资金支持地方消化存量房；三是优化完善相关税收政策，如取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税。

4. 加大对重点群体的支持保障力度。国庆节前已向困难群众发放一次性生活补助，下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。具体包括国家奖学金名额翻倍，提高奖学金奖励标准，提高国家助学金资助标准，加大国家助学贷款支持力度等。

财政部强调，本轮逆周期调节政策不仅是以上四点，这四点是目前已经进入决策程序的政策，还有其他政策工具正在研究中，比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。

◆ 着眼长期结构性问题，深化财税体制改革

近年来我国宏观税负逐渐下降，财政收支紧平衡加剧；分税制改后财政横向失衡得到缓解，但纵向失衡问题持续存在，地方财力亟待补充。党的二十届三中全会对深化财税体制改革作出了重要部署，明确提出“健全预算制度”“健全有利于高质量发展、社会公平、市场统一的税收制度”“建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系”“完善政府债务管理制度”等改革要求。

在本次发布会上，财政部提出具体深化财税改革的以下三点：

一是抓紧出台改革实施方案。加快推进改革和推动财政科学管理的有机结合，积极回应社会和基层关切，针对全会部署的各项改革任务，逐项细化制定任务清单，明确时间表、优先序，初步形成深化财税体制改革的实施方案。

二是抓紧推动改革举措落地实施。分阶段分步骤稳妥推进改革，统筹确定各项改革举措的落地时限，拟在今明两年集中推出一批条件成熟、可感可及的改革举措，特别是一些事关顶层设计的基础性制度，比如说健全预算制度、完善财政转移支付体系、建立与高质量发展相适应的特色政府债务管理制度等。

三是注重顶层设计与基层探索相结合。鼓励和支持有关方面因地制宜推进改革创新，组织开展中央部门零基预算改革试点，并拟在部分地区开展财政科学管理试点。

◆ 总结：力度强化，空间充足

总体来看，本轮增量政策力度强化、空间充足，充分体现了“稳增长”的决心，同时与近期的一系列货币政策形成合力，共同推动宏观经济回升向好。我们总结以下几点：

预计增量政策规模较大，有助于解决隐债和银行资本金等问题，推动房地产市场止跌回稳。回顾上一轮化债，2015-2018年共发行超12万亿置换债置换地方政府隐性债务。结合去年的2.2万亿和今年的1.2万亿，“力度最大”意味着年度规模或在3万亿以上，具体规模仍需观察后续决策。

化债“及时雨”将有效调动地方政府积极性，利于经济回升向好。正如毛主席所言：“我们的国家这样大，人口这样多，情况这样复杂，有中央和地方两个积极性，比只有一个积极性好得多。”通过大规模的债务置换，放宽对地方政府的掣肘后，一揽子稳增长政策的效果将得到有效提升。

财政发力空间充足，明年赤字率或突破3%红线。正如我们在《3%与60%红线的历史溯源》中提及，马斯特里赫特条约所规定的赤字率和债务率红线对不同国家不能一概而论：我国政府治理能力更强，对国际融资依赖程度较低，理论上的赤字率和债务率红线应当更高。从目前财政部门的表述来看，明年财政赤字率或主动突破3%的红线，达到3.5%甚至更高。

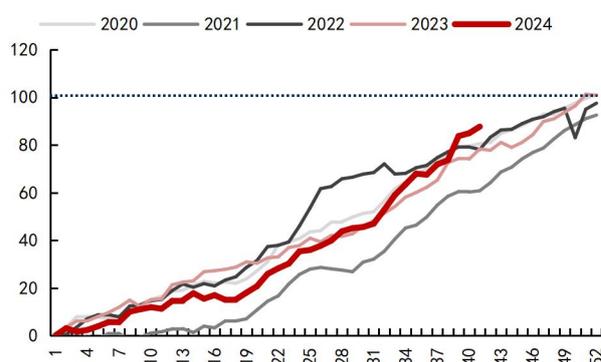
逆周期调节力度加大，后续财政政策力度和货币政策力度将协同上升。我们构建的财政政策力度指数自去年7月以来持续提高，3月首度回落，今年以来力度指数总体震荡下行。随着存量的专项债资金落地以及发改委提及的2000亿投资提前下达，叠加一揽子增量政策，预计后续财政政策力度和货币政策力度将协同上升。

图3：财政货币政策力度将协同提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：广义赤字进度已达到近年最快



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

政策规模不及预期，海外市场出现非理性波动。

相关研究报告：

- 《美国9月CPI数据点评-多数通胀分项出现反弹》——2024-10-11
- 《宏观经济数据前瞻-2024年9月宏观经济指标预期一览》——2024-10-06
- 《国庆节假期海外金融市场事项一览-恒生指数领跑全球股指》——2024-10-06
- 《9月PMI数据解读-“秋旺”带动制造业回暖》——2024-09-30
- 《“防缩表”下的政策逻辑——金融支持经济高质量发展新闻发布会解读》——2024-09-26

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032