

2024年10月12日

## 财政两大转折点——财政部发布会学习

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

沈美辰（联系人）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110036

● **事件：**10月12日，国新办举行发布会，介绍加大财政调节力度有关情况。

● **本次会议凸显财政部门的专业性，态度积极，思路转变，标志着两大转折。**

**转折一：这是一次扩财政思路变化的转折点。**区别于以减税降费、财政补贴为主的传统方式，本次会议强调通过举债来解决问题，且表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，标志着扩财政思路的变化，打开未来财政扩张空间。

**转折二：这是一次彻底解决风险问题的转折点。**短期重点支持的领域为化解地方隐性债务、补充银行资本金以及维稳房地产市场，表明兜底风险的决心很强，且愿意拿出“真金白银”来化解风险，有助于提振各方信心，为提振经济打下基础。

● **即将重点落地哪些举措？化债、银行、地产、民生。**

蓝部长表示，近期将陆续推出一揽子有针对性的增量举措，包括化债、银行、地产、重点群体保障等领域，这是目前已经进入决策程序的政策。

**(1) 增量化债资金为最大亮点。**财政部2023年安排了超过2.2万亿元地方政府债券额度用于化债，效果显著。2024年，财政部已安排1.2万亿元债务限额化债。我们认为或是从结存限额和新增专项债限额中安排额度用于化解存量债务。1-9月新增专项债发行3.6万亿，化债用途占3成，力度可观。值得注意的是，这也是新增专项债限额首次用于化债。

**后续化债或存在两种形式。**一是每年安排部分新增专项债用于化债；二是“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”，力度空前，且要等法定程序后公布。我们提示可关注10月底全国人大审批的决议，规模可能在5-6万亿，一次性发放或三年逐步发放。地方政府或释放更多资金用于经济建设。

**(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。**推测规模可能在1万亿左右。此举措利好银行，提升其核心一级资本充足率，或使其净息差收窄的容忍度提高。政策引导银行抵御风险的同时，加强其对实体和化债的支持。

**(3) 财政支持地产回稳的资金扩围。**一是专项债支持范围扩大，允许用于回收闲置存量土地和收储。二是专项资金使用调整，支持地方更多通过消化存量房的方式筹集保障房房源。三是调整增值税、土地增值税等。地产消化存量的政策思路更为坚决，财政给予资金支持后收储节奏有望加快。目前发力主体还在地方，可观察后续力度的加码，例如中央财政下场的可能。

**(4) 稳基层“三保”、稳就业、加强学生资助。**兜牢基层“三保”底线，包括中央向地方下达结存限额、提前调度资金用于基层支出等。提出国家奖学金名额翻倍并提高奖学金标准。有利于稳住居民收入预期，促进消费进一步回暖。

● **哪些增量举措可期？多措并举弥补年内财政缺口，未来扩赤字规模可期。**

**(1) 综合施策，弥补年内财政缺口。**我们判断或包含减支、调入和增发债券。针对“全国一般公共预算收入增速不及预期”的问题，会议提到“多措并举、综合施策，确保全年实现收支平衡”。《财政缺口三问》我们曾提到：根据测算，今年财政收入较预算的缺口约2.3-2.6万亿（第一本账1.1-1.3万亿，第二本账1.3万亿）。历史上，财政缺口弥补方式包含减支、调入以及增赤字。首先，重点领域支出会有保障，但客观上总体仍减支。我们测算第一本账收支缺口约6000亿，也就是说减收的同时也在减支。结合会议表态和历史经验，预计科技、教育、养老、卫生等重点领域支出将有保障，而经济建设类支出或较预算有一定缺口。对于第二本账，目前是支出进度落后（收支缺口为正），对应四季度2.3万亿专项债会加快使用，提升支出增速。其次，使用存量余额，加大调入资金。会议指出增加4000亿地方债结存限额使用，鼓励地方盘活资产，使用预算稳定调节基金。因此，使用2.26万亿债务限额（8000亿国债+1.46万亿地方债），加大国企上缴利润、超额调入预算稳定和结转结余资金是可用方式。再次，呵护企业信心，对违法违规收过头税的行为予以纠偏。最后，大概率增发国债、调增赤字，密切关注10月下旬人大常委会的情况。根据本次会议精神，增发国债或地方债用于化债和补充银行资本金的方向较为明确，且规模较大。关键在于是否会增发债券用于提振经济？我们认为，由于对年内效果有限，年内规模或不大，另外可能提前下达部分明年专项债或超长期特别国债额度，提前布局2025年。

**(2) 2025年有望继续扩赤字，增加特别国债的规模。**解决风险是基础，明年财政有望在稳经济、扩内需方向接续发力，如提升赤字规模，发行较大规模债券用于化债，提升超长期特别国债、专项债规模用于投资、设备更新、消费、地产等。总体看，本次会议标志财政思路出现转折，“X”万亿不重要，更重要的是解决问题、进而提振经济的决心很强，更多增量政策可期，利好经济和股市。

● **风险提示：**经济下行超预期，政策执行力度不及预期。

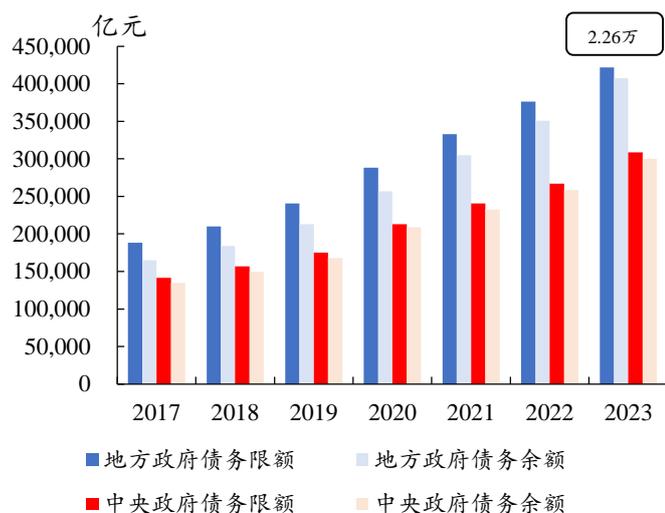
### 相关研究报告

《美联储11月降息或暂不受影响——美国9月CPI点评》-2024.10.11

《关注一揽子增量政策的落实加码——宏观周报》-2024.10.7

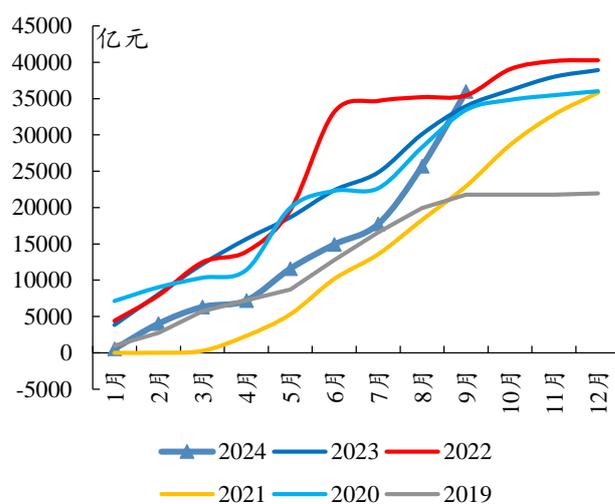
《“量在价先”的消费地产回暖——国庆全球宏观见闻》-2024.10.7

附图 1: 2023 年底国债和地方债限额空间超 2 万亿



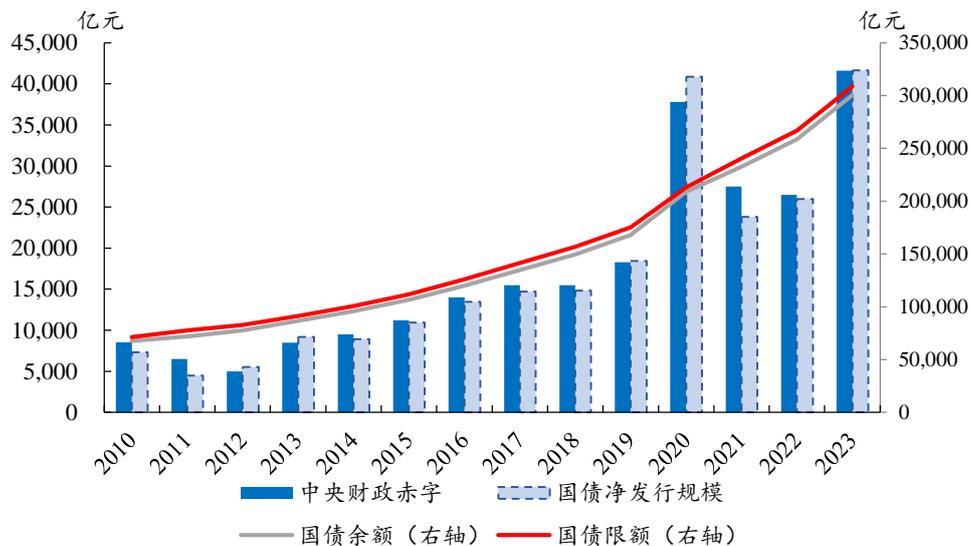
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 专项债 9 月规模发行超过万亿



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 国债净发行规模或可超过中央赤字



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资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）咨询独立投资顾问。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投资建议。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，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn