

1012 财政部新闻发布会解读

证券研究报告

2024年10月12日

地方财政有望“再扩张”

总结来看，尽管本次发布会没有明确给出市场期待的增量政策具体规模，但我们认为一方面可能还需等待相关的审批程序，另一方面相比具体规模而言更重要的是政策基调的转变。

财政政策既不回避当前的压力和困难，而且在既有权限内积极发力，同时也调整了化债思路，使得地方政府有希望从以应对化债压力为主的“紧平衡”重新转变为以稳增长为主的“扩张性”财政。

风险提示：海外经济金融环境存在不确定性，或对国内经济政策的出台产生影响；短期经济下行压力或进一步加大；增量政策出台的节奏存在不确定性。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-国庆假期消费概览》2024-10-07
- 《宏观报告：宏观报告-超强非农或引发联储反向焦虑》2024-10-07
- 《宏观报告：宏观报告-石破茂成为日央行加息新变量》2024-10-03

国新办 10 月 12 日举行新闻发布会，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。¹

1、“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，请大家放心！”“2022 年下半年开始，受多种因素的影响，一些地方出现了债务风险隐患。”

与 926 政治局会议提出的“当前经济运行出现一些新的情况和问题”类似，政策层面对当前的困难直言不讳，指出当前财政收入存在压力、地方债务有风险隐患，说明当前推出增量财政政策的必要性和紧迫性较强。

2、“为了缓解地方政府的化债压力，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。”“这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，这无疑是一场政策及时雨，将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心，巩固基层‘三保’。”

化债思路的变化，可能是地方财政再扩张的开始，我们认为这是本次发布会最重要的信号。

在税收收入和土地出让收入同时下滑的情况下，偏刚性的债务支出和化债压力限制了地方政府在稳增长方面的投入，使得基建的实物工作量在近年来持续偏弱。

财政部明确提出“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”，意味着化债思路可能出现了较为明显的转变，与 926 政治局会议对防风险态度转弱相对应，政策重心或进一步向稳增长倾斜。

具体来看，我们认为本轮化债可能与 2015 推出的置换债较为类似，由中央财政向地方政府提供更大的化债资源支持，利用地方财政表内债务来置换表外的隐性债务，从而减轻地方政府的偿债压力。

对地方政府来说，拥有更多的化债资源以后，就可以从化债中腾挪出更多的地方财力和精力，来支持稳增长和“三保”工作。我们认为，地方政府在稳增长上有望逐渐从“紧平衡”的状态转变为“再扩张”，基建投资的实物工作量可能会出现一定程度的改善。

从规模上来看，本次发布会明确指出 2023、2024 年分别安排了 2.2、1.2 万亿元的化债支持政策，而本轮对隐债的置换又是近年来力度最大的措施，因此预计本轮置换债的规模或将超过 2023 年的 2.2 万亿元。

3、“逆周期调节绝不仅仅是以上的四点，这四点是目前已经进入决策程序的政策，我们还有其他政策工具也正在研究中。比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。”

今年地方综合财政收入相较年初的预算，可能存在 3.1 万亿元左右的缺口，同时今年 3% 的赤字率低于去年的 3.8%，因此存在提高赤字率、增发国债的必要性。（详见报告《政策加码的必要性与可能性》，2024.9.7）

虽然本次发布会并未明确是否会在年内提高赤字、增发国债，但从“其他政策工具正在研究”、“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”来看，政策基调明显积极，信号意义较大，我们认为在年内增发国债的概率在增加。

而之所以本次发布会未能明确，可能与预算程序有关。增发国债涉及到调整财政预算，而调整财政预算需要经过全国人大常委会的审批，因此即使存在增发国债的政策储备，

¹ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34941/tw/>

可能也需要完成相关的审批程序后才能够对外披露。

因此，可能在 10 月底召开的全国人大常委会将会是财政政策下一个重要的观察窗口。

4、“中央财政从地方政府债务结存限额中安排了 4000 亿元，补充地方政府综合财力”。

截至 2023 年末，地方政府债务还存在 1.4 万亿元尚未使用的结存限额，由于这部分限额在此前已经经过了全国人大的审批，因此在结存限额内增发地方债并不违反相关程序，是财政政策在既有权限内积极发力的体现。

5、“发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。”

这是财政政策对 9 月 24 日央行、金监局、证监会新闻发布会上提出的“国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本”²的配合。

一方面，在大行净息差持续走低的情况下，有助于增强银行支持实体和扛风险的能力。另一方面，由于降息可能会进一步压缩银行息差水平，及时补充银行资本金也为货币政策进一步宽松创造了空间。

6、“支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地”、“用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房”、“用好保障性安居工程补助资金……支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源”。

财政部明确专项债未来可以用于回购闲置土地、收购存量商品房，有助于促进房地产市场供需关系进一步均衡。我们认为，用于闲置土地或房地产项目的城投平台可能在专项债收储的过程中优先收益。

总结来看，尽管本次发布会没有明确给出市场期待的增量政策具体规模，但我们认为，一方面可能还需等待相关的审批程序，另一方面相比具体规模而言更重要的是政策基调的转变。财政政策既不回避当前的压力和困难，而且在既有权限内积极发力，同时也调整了化债思路，使得地方政府有希望从以应对化债压力为主的“紧平衡”重新转变为以稳增长为主的“扩张性”财政。

² <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34875/tw/>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |