



财政加力提效，市场上行趋势不变

西南观点

1. 宏观：财政加力提效，化债与稳增长并举

10月12日，国新办举行新闻发布会，请财政部部长蓝佛安介绍“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。除此以外，还有三位副部长出席，分别负责综合司、预算司、国库司等领域。整体来看本次会议上财政部的表述较为积极，尤其提到“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措”，但由于财政政策的推出需要经过较为严格的流程，因此本次会议先宣布了后续增量财政政策的主要计划和投向领域，并表示后续中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，但具体的规模还需要等到10月下旬左右的全国人大常委会审批之后才会公布。从本次会议的具体内容来看：

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。中央财政在2024年又安排1.2万亿元的额度，支持地方特别是高风险地区化解存量债务风险和清理拖欠企业账款等。除每年继续在新增专项债限额中专门安排的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，但具体的规模可能需要等待人大审批后才公布。Wind数据显示，截至9月末，今年已披露的拟发行总额约为1132.86亿元。后续若增加较大规模债务限额，并加快发行将有助于改善当前地方政府的债务问题，并避免地方基建投资和 Related 产业投资的快速下滑。

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。目前这项工作已经启动，财政部已会同有关金融管理部门成立了跨部门工作机制，目前正在等待各家银行提交资本补充具体方案，后续各家上市银行具体的资本补充计划将依法进行信息披露。此前，财政也对国有大行进行过“注资”，比如1998年面对亚洲金融危机冲击，财政部面向工、农、中、建四大行定向发行2700亿元特别国债，全部用于补充银行资本金。上半年，我国商业银行净息差已经降至1.54%，大型商业银行净息差降至1.46%，下半年还将面临LPR下行、存量按揭利率调整等因素影响，银行净息差压力较大，补充银行核心一级资本将有助于提升银行抵御风险能力，并鼓励银行投放信贷，主持实体经济发展。

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。财政方面的增量措施包括三个方面，一是允许专项债券用于土地储备，主要是考虑到当前各地闲置未开发的土地相对较多，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，调节土地供需；二是用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房，以此来消化存量商品房供给并满足中低收入人群的住房需求；三是优化完善相关税收政策，正在研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策。今年以来，70大中城市新建住宅和二手住宅销售价格指数持续回落，8月分别下降5.7%和8.6%，房地产市场压力较大，此前央行出台的支持房地产政策包括下调存量房贷利率、二套房最低

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：程睿智

执业证号：S1250524050004

电话：18301668853

邮箱：chengzuo@swsc.com.cn

相关研究

1. 市场短期回调不改上行之势

(2024-10-11)

2. 假期重要新闻点评及行业最新观点

(2024-10-08)

首付比、延长“金融 16 条”政策期限、优化保障性住房再贷款政策，涉及到需求和供给两方面，此次专项债扩围符合我们此前预期，主要从地产供给端发力，来促进房价止跌回稳。



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。分两步调整完善高校学生资助政策，首先在 2024 年实现国家奖学金奖励名额翻倍、提高奖学金奖励标准等，然后在 2025 年提高研究生学业奖学金奖励标准、普通高中国家助学金资助标准等。可见财政在促消费方面的重点侧重于边际消费倾向较高的学生群体，有望更快转化为消费。

财政部还表示，除了以上四点已经进入到决策程序的政策之外，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。截至 2024 年上半年，我国中央政府的杠杆率约为 24.6%，地方政府杠杆率约 33.2%，相比海外发达国家而言，我国中央政府杠杆率较低，具有较大的政策空间。我们预计在 10 月下旬左右人大常委会上，扩大财政赤字、增发国债等政策仍有可能推出，明年的赤字率和超长期特别国债也有加力空间。

2. 策略：市场上行趋势不变

1) 10 月 12 日财政部发布会召开，会议打开了未来几年国内财政政策空间，增量政策值得期待。会议召开前，市场参与者频频期待几万亿的具体实际措施，从“2 万亿”到“10 万亿”皆有，整场会议下来，尽管并未如期披露具体数字，但提到了“中央财政还有较大提债空间和赤字提升空间”，我们理解这至少在远期视角内相当于提供了一个类似“Fed Put”期权的政策思路，中央加杠杆未来可期。而这也至少证明了 924 以来市场交易的政策转向并未在今天证伪。更具体的，一次性增加较大规模债务限额，这将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济。其次则是发行特别国债补充商业银行资本金，这有利于缓解当前商业银行普遍的净息差压力，保证银行体系稳健经营。此类政策均有助于缓解前期市场对于中国经济体系的担忧。

2) 回到市场交易层面，国庆节后回来市场直接涨停高开，本质上是蕴含了较强的财政刺激预期。周二发改委发布会并未宣布实际的增量财政政策，市场此前过高的期待有所落空，投资者普遍选择获利了结。根据外资行数据，节后回来一周外资大幅减仓 A 股，单周净卖出金额均创 2020 年以来新高，特别是国庆放假前才刚刚同样录得新高的单周净买入。因此在宽基指数顺利反弹至 21~22 年估值区间水位时，财政刺激与否成为当前市场，或市场能否继续延续节前趋势的关键因素。从周六的财政部发布会上看，或许部分空头找到了“并未公布实际数字”这一抓手，但如同上文所述，财政部对于未来中央加杠杆的定调，使得 A 股延续继续稳步上行的趋势不变。

3) 因此对于 A 股，讨论的重点并非涨跌，而是短期节奏的问题。市场涨的核心原因是对抗通缩的政策加码，这一点短期（1-2 个月）不会证伪，市场就处于上行趋势；我们的基于股债比价的市场领先指标确实对四季度股票收益率抬升有提示，在股债比价处于相对极端的位置的前提下，政策成为打破股市向下、债市向上的自我加速的重要工具，促使机构进行一定的股债切换配置，是股债性价比切换的重要契机。跟当前的经济基本面关系不大，阻断了向下的自我加速的过程，增加市场流动性，被动型工具、主动型工具都给出来，只要向下自我加速的过程被阻断，市场就又能相信增量政策，又有信心了。节后回来几天市场对政策预期力度的短期修正使得未来市场更具有上行潜力。行业上：从普涨切为结构性行情，逻辑上依然是选择前期超跌、赔率相对较高的板块，还是内需--消费、地产链以及电新。

风险提示：国内经济回升低于预期、政策落地效果不及预期，地缘政治风险、稳增长政策不及预期、海外衰退超预期。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
