

期待总量政策更积极

报告要点:

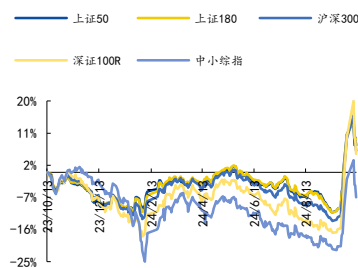
- 中期看，财政的核心是资金和项目的平衡，这个对财政的约束要比赤字率更强，因此，专项债资金用于土储和存量房收购这些新的安排，往后的意义比单纯遐想发债规模要更加重要，但比起一般基建开支，这个对实物量形成的作用要更加间接一些。
- 由于暂不了解明年基准情形的政府债务设计，所以我们无法精确计算增发多少规模，财政对经济的作用会重新积极起来，但需要注意的是：目前我们的基建投资还有8%左右的增长速度，这个基数不低，这说明即使在化债的环境下，过去财政的施力已经非常积极，如果就这个基础再积极一些，财政需要扩张的空间应该不小，照此看，10月12日债市的表现是理性的。
- 财政会议最明确的利好体现在城投债上，如果大规模发债置换落地，那城投债可以进一步下潜博取利差，但目前看，这个经济性不如长久期利率债。
- 地产行业的改善仍需等待，从30大中城市商品房销售这一数据来看，2024年10月上旬，该销售面积同比-29%，这一降幅相较于8、9月并未显著改善，政策需要更加积极。
- 存量房贷利率调整方案如期出台，首套和二套住房贷款利率统一为LPR减30bp，这个主要是给银行减少坏账及断贷压力，但如果想彻底化解此风险，需要地产价格先止跌。
- 资产风格有扭转，原因是之前的risk-on的周期位置不对，持续性risk-on应该发生在经济基本面企稳复苏那一刻，而不是政策开始加速的那一刻，在基本面复苏被验证前，如果想保持risk-on，需要持续性的利好政策，但经验告诉我们，连续性政策带给预期的边际效应是递减的。
- 利率债本周持续上涨，股市上涨带来的资金换仓对利率债的负面影响基本结束，上段所提的债券转熊的发令枪，同样也是因基本面而非政策，这个规律要体现得比股市更加明确，因此，在基本面结果明晰之前，债市不具有转熊的客观基础，利率债应趁势拉到长久期配置。
- 下一步重点关注的会议是今年年底的政治局会议、中央经济工作会议和明年的两会政府工作报告。在这之前，政策会不断和基本面赛跑，体现在市场上，就是风险偏好能不能撑住业绩的问题，如果这个悬念依然在，我们需要思考各个市场的估值问题。
- 美国9月通胀数据略超预期，通胀韧性仍存，但同一时间公布的当周初请失业金人数也超预期，就业市场仍在趋缓。二者叠加导致美股、美债以及市场的降息预期都变化不大。我们认为美国经济进入衰退的证据并不充分，联储降息进程更多影响美债这一资产的走势，对其他资产更多是锦上添花。

风险提示：地缘政治冲突超预期，全球经济下行超预期，宏观政策不及预期等

主要数据:

上证综指:	3217.74
深圳成指:	10060.74
沪深300:	3887.17
中小盘指:	3608.67
创业板指:	2100.87

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 《利率债还有牛市下半场》2024.10.07
- 《诸策已备，待时而动：最新政策解读》2024.09.27

报告作者

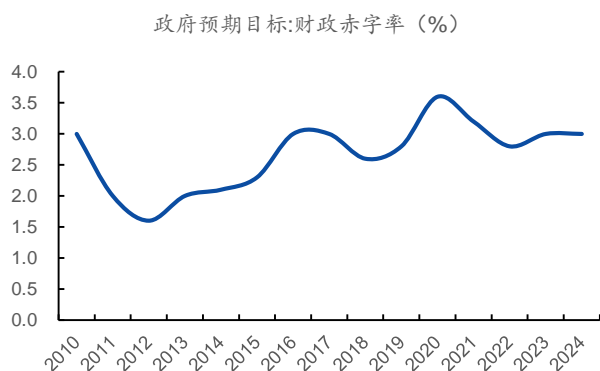
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

2024年10月12日，国新办就“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况举行新闻发布会。在新闻发布会上，财政部介绍了积极财政政策实施情况以及下一步加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展的总体考虑，近期将会陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措，并表示在积极研究出台有利于房地产平稳发展的政策措施，主要包括允许专项债券用于土地储备、支持收购存量房，优化保障性住房供给、及时优化完善相关税收政策等三个方面。

我们认为，中期来看，财政的核心是资金和项目的平衡，这个对财政的约束要比赤字率更强，因此，专项债资金用于土储和存量房收购这些新的安排，往后的意义比单纯遐想发债规模要更加重要，但比起一般基建开支，这个对实物量形成的作用要更加间接一些。

图 1：我国政府预期财政赤字率目标

图 2：我国基建投资同比增速走势图



资料来源：Choice，国元证券研究所



资料来源：Choice，国元证券研究所

由于暂不了解明年基准情形的政府债务设计，所以我们无法精确计算增发多少规模，财政对经济的作用会重新积极起来，但需要注意的是：目前我们的基建投资还有 8% 左右的增长速度，这个基数不低，这说明即使在化债的环境下，过去财政的施力已经非常积极，如果就这个基础再积极一些，财政需要扩张的空间应该不小，照此看，10月12日债市的表现是理性的。

财政会议最明确的利好体现在城投债上。财政部部长蓝佛安在国新办新闻发布会上表示，财政部将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。如果大规模发债置换落地，那城投债可以进一步下潜博取利差，但目前看，这个经济性不如长久期利率债。

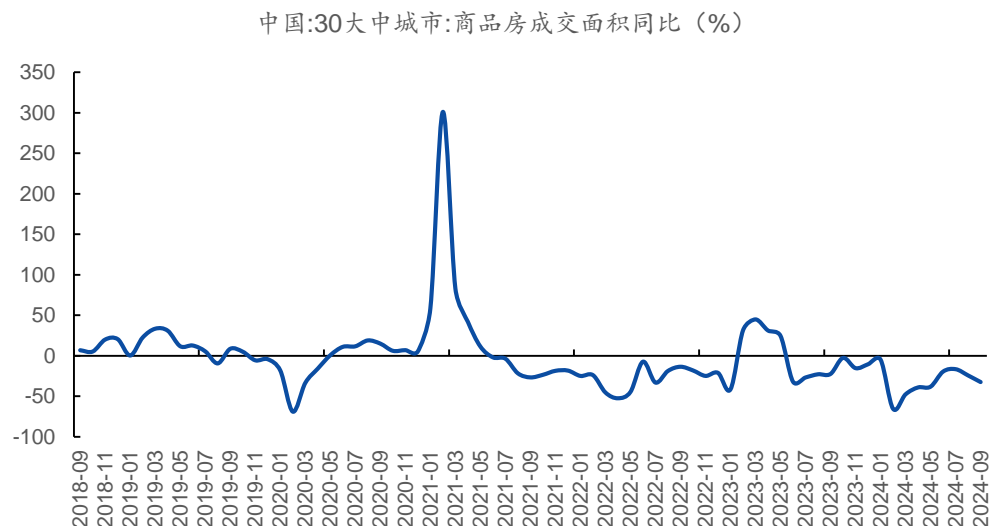
图 3：我国 10Y 国债收益率走势图



资料来源：Choice，国元证券研究所

地产行业的改善仍需等待，从 30 大中城市商品房销售这一数据来看，2024 年 10 月上旬，该销售面积同比-29%，这一降幅相较于 8、9 月并未显著改善（30 大中城市商品房销售面积同比增速在 8、9 月分别为-24%、-32%），期待后续政策更加积极。

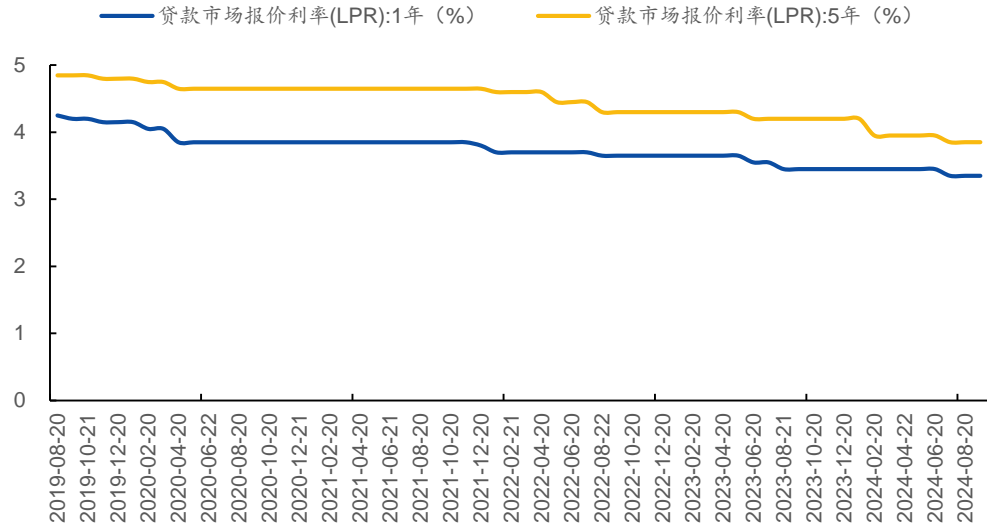
图 4：30 大中城市商品房销售面积同比增速走势图



资料来源：Choice，国元证券研究所

存量房贷利率调整方案如期出台，首套和二套住房贷款利率统一为 LPR 减 30bp，这个主要是给银行减少坏账及断贷压力，但如果想彻底化解此风险，需要地产价格先止跌。

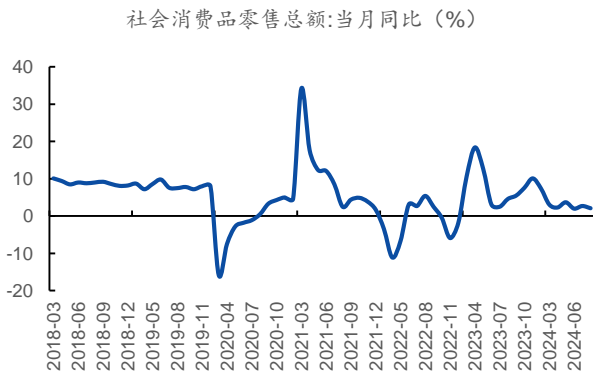
图 5：LPR 走势图



资料来源：Choice，国元证券研究所

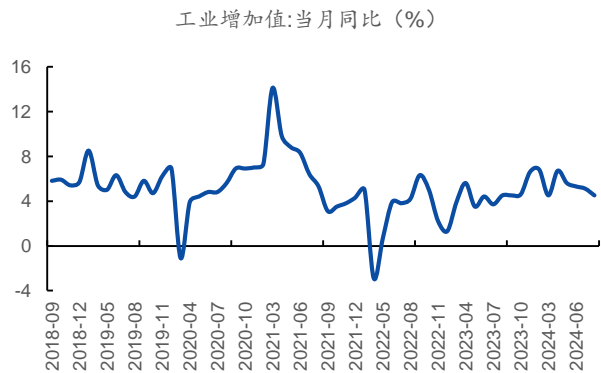
资产风格有扭转，原因是之前的 risk-on 的周期位置不对，持续性 risk-on 应该发生在经济基本面企稳复苏那一刻，而不是政策开始加速的那一刻，在基本面复苏被验证前，如果想保持 risk-on，需要持续性的利好政策，但经验告诉我们，连续性政策带给预期的边际效应是递减的。

图 6：我国社会消费品零售总额同比增速



资料来源：Choice，国元证券研究所

图 7：我国工业增加值同比增速

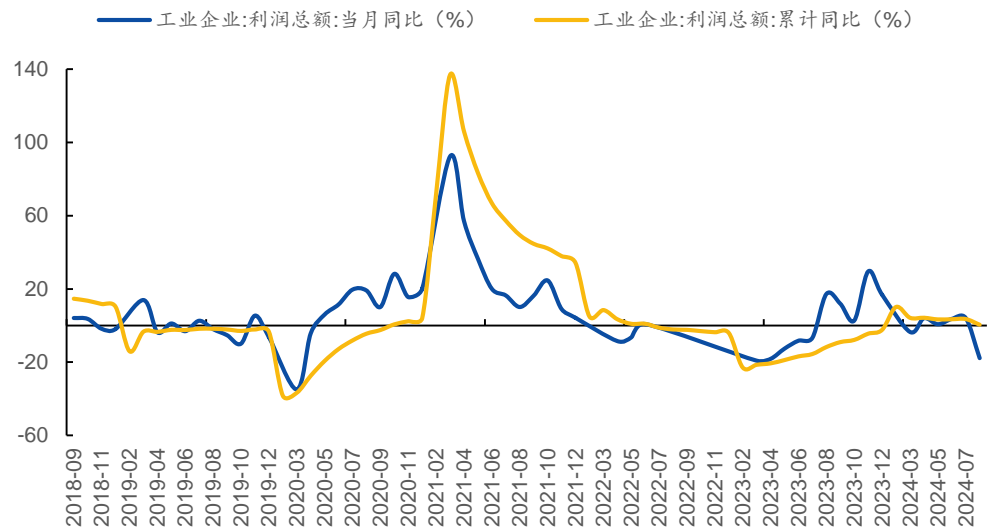


资料来源：Choice，国元证券研究所

利率债本周持续上涨，股市上涨带来的资金换仓对利率债的负面影响基本结束，上段所提的债券转熊的发令枪，同样也是因基本面而非政策，这个规律要体现得比股市更加明确，因此，在基本面结果明晰之前，债市不具有转熊的客观基础，利率债应趁势拉到长久期配置。

下一步重点关注的会议是今年年底的政治局会议、中央经济工作会议和明年的两会政府工作报告。在这之前，政策会不断和基本面赛跑，体现在市场上，就是风险偏好能不能撑住业绩的问题，如果这个悬念依然在，我们需要思考各个市场的估值问题。

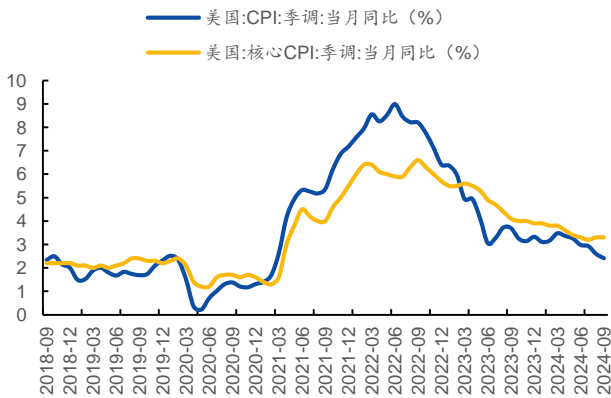
图 8：我国工业企业利润同比增速走势图



资料来源：Choice，国元证券研究所

美国 9 月通胀数据略超预期，通胀韧性仍存，但同一时间公布的当周初请失业金人数也超预期，就业市场仍在趋缓。二者叠加导致美股、美债以及市场的降息预期都变化不大。我们认为美国经济进入衰退的证据并不充分，联储降息进程更多影响美债这一资产的走势，对其他资产更多是锦上添花。

图 9：美国 CPI 同比增速走势图



资料来源：Choice，国元证券研究所

图 10：10Y 美债收益率走势图



资料来源：Choice，国元证券研究所

投资建议：

- 1、宏观经济：地产交易还没体现出太多积极效果，政策需要更积极。
- 2、资产配置：利率债已经到了可配置的位置，股票市场尽可能把交易筹码都放在行情前段。
- 3、权益市场：现在要思考估值了。
- 4、利率债：利率债熊市应该还没到正式开启的时点，建议随跌随买，拉长久期。
- 5、信用债：城投债可以在风控允许的范畴内下潜信用，目前的政策支撑力度已经非常明确，地产挖掘还需要谨慎。
- 6、商品市场：在目前位置，建议关注部分商品的做空机会。

风险提示：地缘政治冲突超预期，全球经济下行超预期，宏观政策不及预期等

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券 邮编：100027