



# 财政发力推动底层逻辑重构

——10月12日财政部新闻发布会联合解读

2024年10月12日

**主要内容提要：**10月12日财政部召开新闻发布会，其中涉及化债、房地产、补充商业银行资本金等多项重磅政策。我们在第一时间对发布会主要政策内容做了快评，目前来看市场对于未来扩张性财政政策方向逐步形成一致预期，而核心分歧在于未来增量政策工具的规模和方式如何。为此，我们进行了详细测算，并以此分析其对经济、权益和债券市场、银行业及房地产业的影响机制。

## ● 宏观：新一轮财政扩张下，增量政策规模及方式

我们预计这一轮增量财政发力的周期约为2~3年，正好对应了我们新旧动能转换的关键期，外部制约的阶段性放缓，汇率和国际收支平衡暂时无忧，为多项国内政策加码打开空间。我们认为政策规模可以相对乐观一些，具体来看：

一是新一轮化债出发点是基层财力，未来各地政府广义债务率（债务/综合财力）或向均值回归，对应需化解债务规模约6.13万亿元，结合2028年前完成隐性债务化解工作的时间要求来看，新一轮隐债化解工作的总规模或在5-6万亿左右，为平滑债务供给压力，或参考之前几轮化债方式，在未来2-3年内逐步完成；

二是补充银行资本金主要诉求是配合财政化债，兼顾更好服务实体经济，增发1万亿元可撬动新增信贷投放约10万亿元，足以在完成化债基础上保有一定余力；

三是今年财政缺口一本账1万亿左右，二本账1.4万亿左右，完成预算平衡或综合使用存量国债限额、上缴利润、预算稳定调节基金和增发部分政府债方式实现；

四是明年赤字率和债务水平制定，需要建立在保持支出力度的基础上，考虑到上述今年财政一、二本账的收入缺口情况，明年中央赤字可在今年4.16万亿元基础上至少再增加1万亿元，对应赤字率在3.5%-4%左右，用于补足二本账支出缺口的超长期特别国债发行规模应在1.5-2万亿元左右。专项债方面考虑到土储专项债重启和商品房收储需求较大，预计总规模或在4.5-5万亿元左右；

五是财政支出端或有以下新增方向：提高学生助学财政支出、支持二胎家庭的生育补贴、超长期特别国债用途扩容服务重大项目和新型城镇化建设。

六是不仅于此的增量或在广义财政政策，关注政策性金融工具的重启或新设，用于支持新型城镇化建设、城市更新及地下管网改造。今年以来预算内赤字率和资金规模并未减弱，而城投债务、PSL、政策性金融债等广义财政赤字率大幅低于往年。其融资规模大幅降低也是今年以来专项债券实物工作量形成较慢的重要因素之一。从这个角度来看，未来还需准财政政策加码的及时跟进。

## ● 权益市场：财政逆周期发力下把握A股投资机遇：

权益市场方面，本轮一揽子政策中最重要的一块拼图——增量财政政策已浮出水面，本轮政策由中央层面统一部署，系统性、前瞻性应对经济结构转型的解决方案，底层逻辑重构将带来权益市场的向上力量。财政政策逆周期调节力度加大，有利于改善宏观经济预期，提振投资者信心，或将带动A股市场估值先提升，随着经

## 分析师

章俊 首席经济学家

☎：010-8092-8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

杨超

☎：010-8092-7696

✉：yangchao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

聂天奇

☎：010-8092-7737

✉：nietianqi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090001

张一纬

☎：010-8092-7617

✉：zhangyiwei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519010001

刘雅坤

☎：17887940037

✉：liuyakun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523100001

胡孝宇

✉：huxiaoyu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070001

周欣洋

☎：010-80927726

✉：zhouxinyang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080001

研究助理：王雪莹、铁伟奥

济基本面改善，上市公司业绩修复将进一步带动 A 股市场上行。其次，研究扩大专项债使用范围，合理支持前瞻性、战略性新兴产业基础设施，有助于推动新质生产力加快发展，其中长线配置价值突出。

### ● 债券市场：供给影响相对可控，信用风险再缓释

债务置换影响：债务置换更多是将城投等债务转化为地方政府债务，不涉及地方政府部门债务扩张，对地方财政收支水平、付息能力等没有直接影响，但考虑到供给节奏及机构行为，可能会有阶段脉冲。影响路径来看，一方面是供给增量与流动性冲击。但另一方面，如果资金面显著偏紧，央行或考虑二次降准以呵护流动性，因而上行风险相对可控。四轮经验来看，化债开始时债市常下跌，持续 1-2 周，期间十债收益率上行幅度 2-10BP，之后政策影响及供给冲击消退，20 个交易日后收益率下行，幅度 5-8BP。

信用方面影响：在城投债新发难，但存量有化债政策接续下，预计市场对城投债刚兑预期再度强化，信用利差有望压降。节前由于股债跷跷板及理财大规模赎回影响下信用债超调，性价比有所体现。受益于化债政策推进的风险缓释，信用利差有望再度压降。城投债及对应区域国有背景的城农商行“二永债”推荐关注。

财政部会议后如何看待 4 季度债券发行空间，会有显著供给冲击？预计增发政府债可能在 2 万亿，四季度供给压力回升但较三季度回落，市场冲击相对可控。以后续四季度政府债增发规模在 2 万亿，国债 1 万亿+新增专项债 1 万亿或国债 1.5 万亿+新增专项债 0.5 万亿两种场景分别测算，10 月-12 月政府债净供给规模约在 9800 亿元、9700 亿元和 6400 亿元。

### ● 银行业：特别国债补充资本，增强信贷投放和风险抵御能力

本次会议明确发行特别国债补充国有大型银行核心一级资本，增强银行信贷投放和风险抵御能力，可能采取汇金注资结合银行再融资等方式注入，其中，配股低于市场价发行，吸引力较强，也不排除定增。预计本次资本补充规模 1-1.5 万亿元，大行核心一级资本充足率相应提高至 13.26%-13.74%，撬动增量信贷 10.6-15.2 万亿元。我们认为本轮注资对银行业主要影响：（1）解决息差下行、盈利负增长、内源资本补充受限环境下大行的资本补充问题；（2）更好发挥国有大行金融服务实体经济主力军作用，促进五篇大文章等重点领域信贷投放；（3）为银行参与地方化债提供资本支撑，预计债务置换拖累银行息差 6BP，每年影响 -2BP。考虑到国有大行企业债配置比例不高，化债对资产端收益率和资产质量的影响基本可控。

### ● 房地产：财政全面发力支持地产

此次财政提到从如下三方面研究出台有利于房地产平稳发展的政策措施。1) 允许专项债券用于土地储备：经过我们的测算，全国目前限制未开工土地规模约为 14.39 亿方，根据楼面均价计算得来的总规模约为 3.26 万亿。我们按照 20% 的比例预估此次土地储备专项债发行规模约为 6513.30 亿元。2) 支持收购存量房：截止 2024 年 8 月末，全国商品房现房库存 7.39 亿方，我们测算将现房库存全部收储或需 2.98 万亿元，假设财政收购其中的 50% 则对应的收储专项债规模或为 1.49 万亿元。3) 及时优化完善相关税收政策：研究明确与取消普宅和非普宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策，调整优化相关税收政策等，因此居民住房交易成本有望降低，需求端政策空间进一步打开。

### 风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行超预期的风险
4. 美联储降息超预期的风险

## 目录

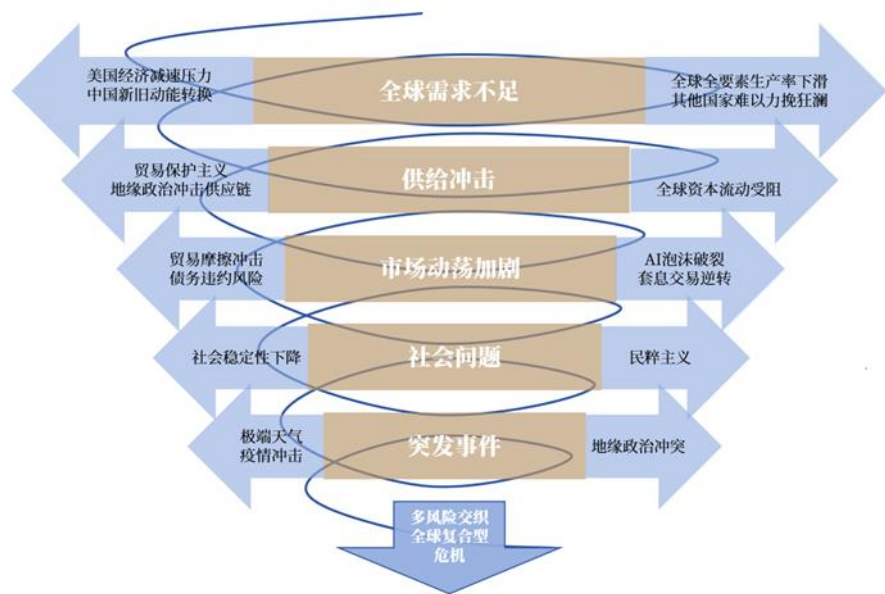
### Catalog

一、 新一轮财政增量政策的规模及方式 .....	4
二、 权益市场：财政逆周期发力下把握 A 股投资机遇 .....	9
三、 债券市场：供给影响相对可控，信用风险缓释 .....	12
四、 银行业：国债补充资本增强放贷及抵御风险能力 .....	16
五、 房地产：财政支持地产再发力 .....	25

## 一、新一轮财政增量政策的规模及方式

这一轮增量财政发力的周期约为 2~3 年，正好对应了我们新旧动能转换的关键期，也是二十届三中全会重要改革举措落地的重要时间点。从短期看，当下是我们实施大规模逆周期政策难得的时间窗口。一方面，外部制约的阶段性放缓让我国可以专注国内目标，汇率和国际收支平衡暂时无忧；另一方面，前期政策的定力也给我们这次一揽子政策留足了空间，通胀目标也整体可控。从中长期看，考虑到未来几年，全球经济层面和地缘政治层面的风险或不断加剧，全球螺旋式衰退引发潜在危机可能性加大，中国很难等来一个更好的时间窗口来推动转型和改革。

图1：全球螺旋式衰退引发潜在危机可能性加大

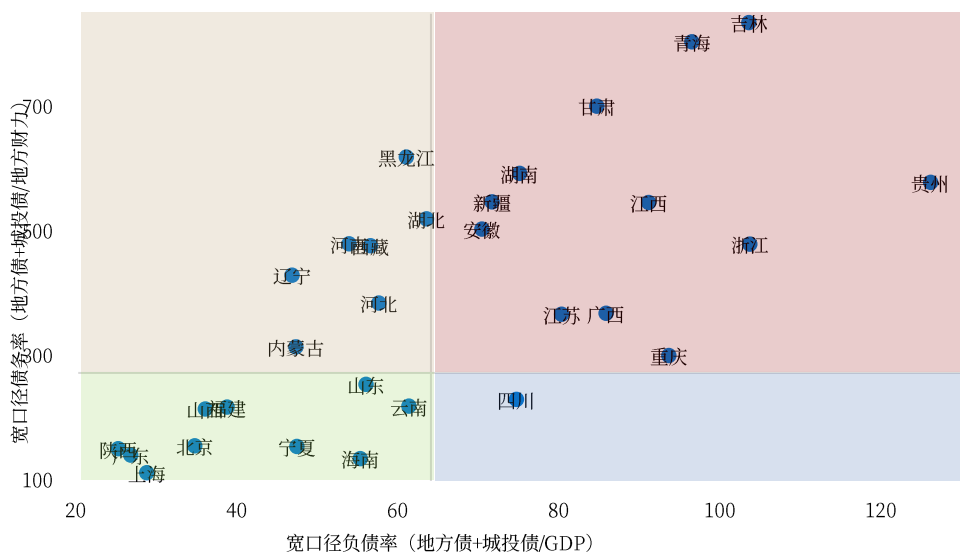


资料来源：中国银河证券研究院

因此，当下出台强有力的政策来兜底房地产和地方债务风险，从深层次逻辑上是可以令中国经济未来可以尽快轻装上阵来专注发展新质生产力，底层逻辑重构将带来资本市场的向上力量。从本次发布会的重磅内容和积极表述来看，市场对于未来扩张性财政政策的方向逐步形成一致预期，而对于目前暂未公布的各项政策规模和实施方式存在种种疑问和猜测。为此，我们对多项政策工具进行如下测算：

一是本轮化债规模有多大？以何种方式化解？会议提及要“加力支持地方化解政府债务风险，使地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生”。本轮化债的出发点显然是从保障基层可支配财力的角度出发。因为，我们认为未来各地方政府的广义债务率水平将经历一个均值回归的过程，债务置换更多向高债务率地区倾斜。2023 年全国平均广义债务率为 273.4%，债务压力较高省份，广义债务率回归至全国平均广义债务率水平，大致需要化解 6.18 万亿元债务。结合之前财政部制定的 2028 年前完成隐性债务化解工作的时间要求来看，新一轮隐性债务化解工作的总规模或在 5-6 万亿左右，为平滑债务供给压力，或参考之前几轮化债方式，在未来 2-3 年内逐步完成。

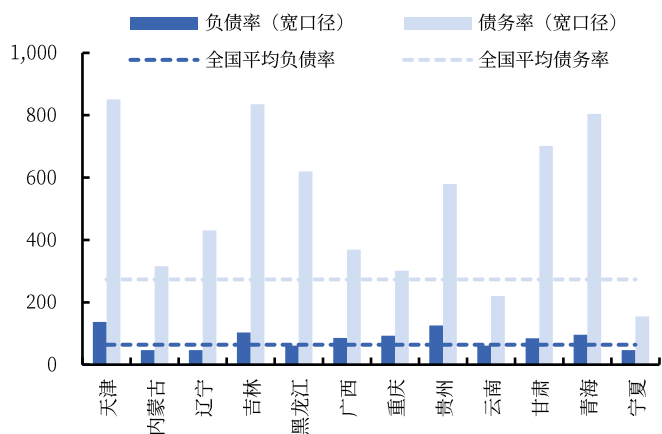
图2: 31个省市宽口径债务率、负债率象限图 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (红色为高债务风险、绿色为相对低债务风险)

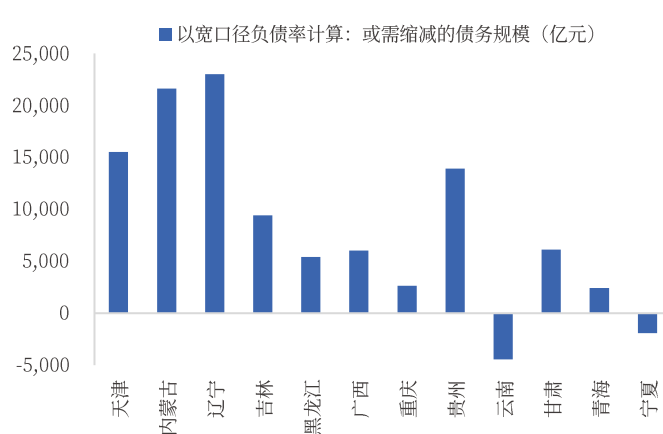
二是商业银行补充资本金需要多大规模? 本次发行特别国债补充商业银行核心一级资本一方面提升其风险抵御能力, 但更为重要的是需要商业银行体系配合财政化债, 同时兼顾更好服务实体经济的诉求。因此, 补充资本金规模或在1万亿元左右, 以此可以撬动商业银行新增信贷投放规模10万亿左右, 这样在未来2-3年时间里足以配合财政新增债券发行, 还有部分余量支持实体经济发展。具体发行方式上, 我们认为或将参照2008年补充四大行资本金方式, 采用特别国债方式。

图3: 重点化债区域及全国平均负债率、债务率水平 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

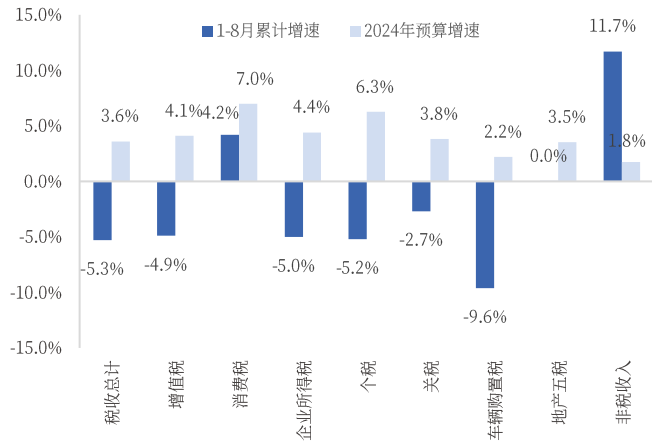
图4: 重点区域债务降至全国平均水平或许缩减的债务规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

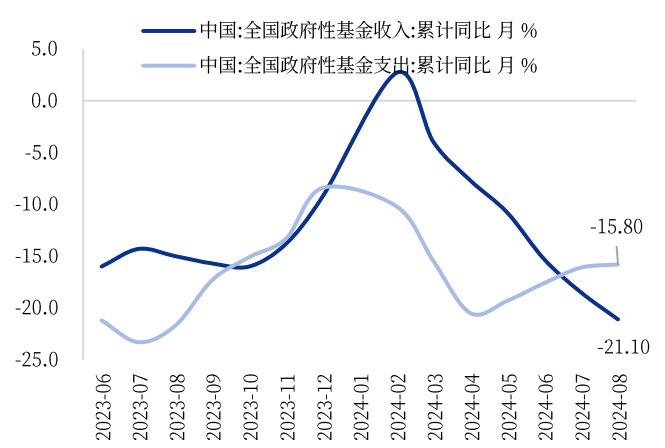
三是今年财政缺口有多大? 如何实现收支平衡完成预算目标? 根据今年财政预算草案目标, 全年税收收入的目标增速为3.6% (对应全年收入目标规模为18.76万亿元), 但今年前三季度运行情况来看, 税收收入1-8月份累计增速仅为-5.3%, 在全年增速最终完成目标为-3%的中性假设下, 收入缺口在1.23万亿元。抵扣掉非税收入可能超收的2-3千亿元, 一本账预算收入缺口中性预期或则一万亿左右。如果仅考虑一本账预算缺口, 通过存量的约8000亿元国债可用限额、央行或央国企部分上缴利润、以及预算稳定调节基金即可弥补。

图5: 各项税收增速与年初预算目标增速



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

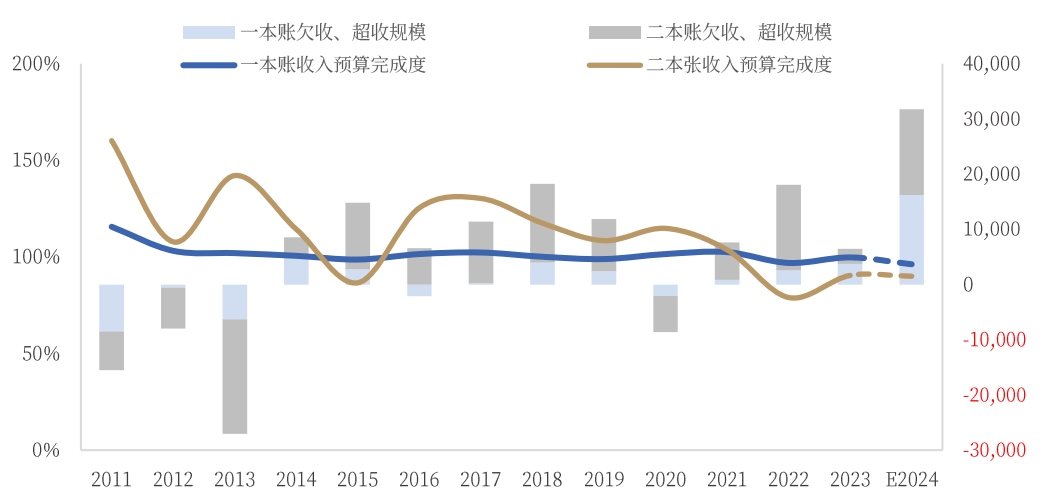
图6: 政府性基金累计收支增速



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

而如果考虑到“以收定支”（非必须做到预算平衡）的二本账，目前1-8月政府性基金收入增速-21.1%，大幅低于年初0.1%的增长目标（对应全年收入目标规模7.08万亿），收入缺口在1.4万亿左右，则需要通过新增专项债或特别国债方式，以完成年初制定的广义支出目标。从发布会的积极表述来看，这种可能性较大。这样来看，年底前可能还有1万亿元左右的新增债券额度。

图7: 历年财政一、二本账收入欠收、超收规模与预算完成进度（右轴单位：亿元）



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

四是明年赤字率或政府债券发行规模或有多大？做这一测算，我们认为需要从政策逆周期调节期，财政保持适度支出力度的角度出发。考虑到今年财政一、二本账的收入缺口在2.4万亿元左右，而短期内税收和土地出让收入或难以有大幅改善，因此明年或将增发2-3万亿元的政府债以保持适度支出力度。其中，中央赤字可在今年4.16万亿基础上再增加1万亿元，对应赤字率大致在3.5%-4%左右。此外，明年用于项目建设、补足二本账支出缺口的超长期特别国债发行规模应在1.5-2万亿元左右。

新增专项债券方面，考虑到本次发布会明确提出支持专项债券用于收购存量土地和商品房，合理支持前瞻性、战略性新兴产业基础设施，推动新质生产力加快发展。伴随“土储专项债”的重启和商品房收储的需求较大，有望拉动新增专项债需求1-2万亿元，加上今年用于项目建设的专项债

券规模 3.12 万亿元（根据前期发改委发布会公布数据），假设明年整体项目建设规模保持稳定，预计明年新增专项债券额度或提升至 4.5-5 万亿元左右（不含化债的新增专项债规模）。

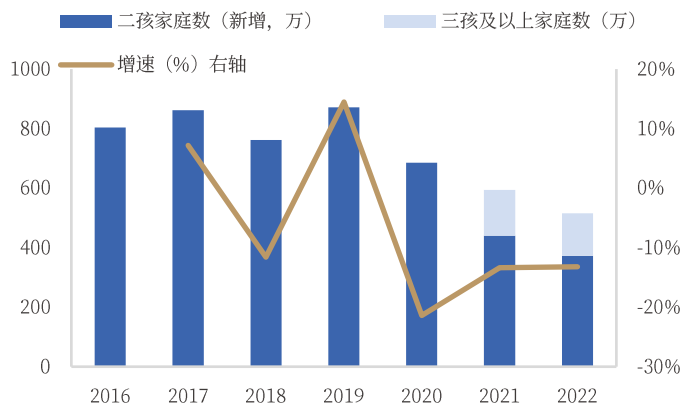
表1：2019 年至今历次专项债用途扩容

2019 年 6 月	2019 年 9 月	2022 年	2023 年	2024 年
铁路	铁路	铁路	铁路	铁路
国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路	收费公路 <b>新增：</b>	收费公路	收费公路	收费公路
供电	干线和东部地区支线机场	干线和东部地区支线机场	干线和东部地区支线机场	干线和东部地区支线机场
供气	内河航电枢纽和港口	内河航电枢纽和港口	内河航电枢纽和港口	内河航电枢纽和港口
	城市停车场	城市停车场	城市停车场	城市停车场
	天然气管网和储气设施	天然气管网和储气设施	天然气管网和储气设施	天然气管网和储气设施
	城乡电网	城乡电网	城乡电网	城乡电网
	水利	水利	水利	水利
	城镇污水垃圾处理	城镇污水垃圾处理	城镇污水垃圾处理	城镇污水垃圾处理
	供排水	供排水	供排水	供排水
	<b>新增：</b>	<b>新增：</b>	新能源项目	新能源项目
		新能源项目	煤炭储备设施	煤炭储备设施
		煤炭储备设施	国家级产业园区基础设施	国家级产业园区基础设施
		国家级产业园区基础设施	<b>新增：</b>	供气
			供气	供热
			供热	<b>新增：</b>
				土地储备
				保障房（存量商品房收购）
				符合国家产业政策的重大集成电路产线及配套基础设施

资料来源：中国银河证券研究院

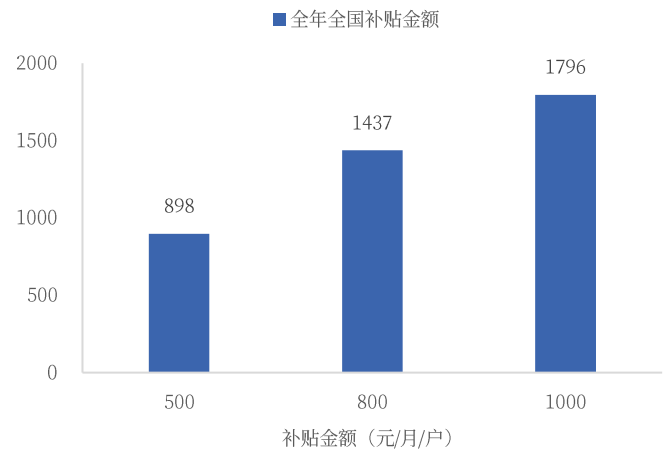
五是财政支出端或有哪些新增方向？我们总结梳理下来，主要或有以下方向：一是提高学生助学财政支出，包括国家奖学金和助学金、国家助学贷款、学费减免、生活补助、勤工助学等政策。2023 年全国财政投入 932 亿元，资助高校学生超过 3100 万人次。根据本次发布会要求，到 2024 年要完成国家奖学金名额翻倍、提高奖学金和助学金标准等多项工作，预计相关财政投入或将提升 300 亿以上规模，惠及人数有望大幅提升；二是支持二胎家庭的生育补贴，自 2016 年放开二胎政策之后，截止 2022 年底我国二胎及以上家庭累计 4795 户，其中三岁以下家庭数量约在 1496 万户，按每月 500-1000 元每户粗略计算，每年财政补贴规模或在 900-1800 亿元左右；三是超长期特别国债支持方向扩围，鉴于财政部在 6 月份增设了特别国债有关收支科目，调整后的收支科目基本涵盖了一般公共预算支出的各个科目，这意味着未来超长期特别国债的支持范围将更加广泛，例如配合新兴城镇化建设加大核心都市圈公共设施部分、城市更新和地下管网改造。

图8：2016年以来我国二孩及以上家庭数量



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

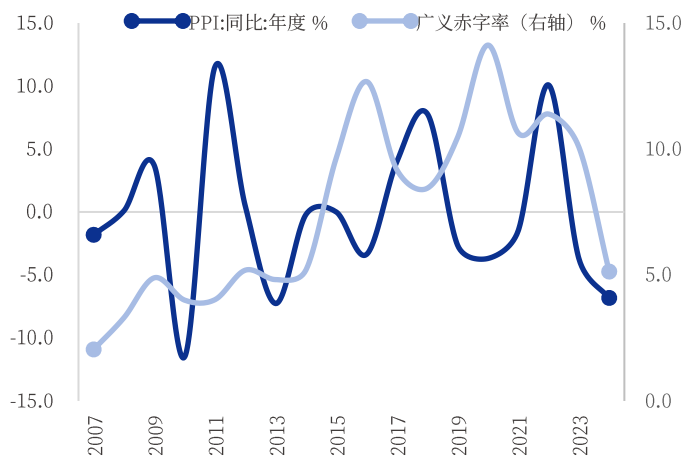
图9：每月 500、800、1000 元每户计算，全年补贴规模（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

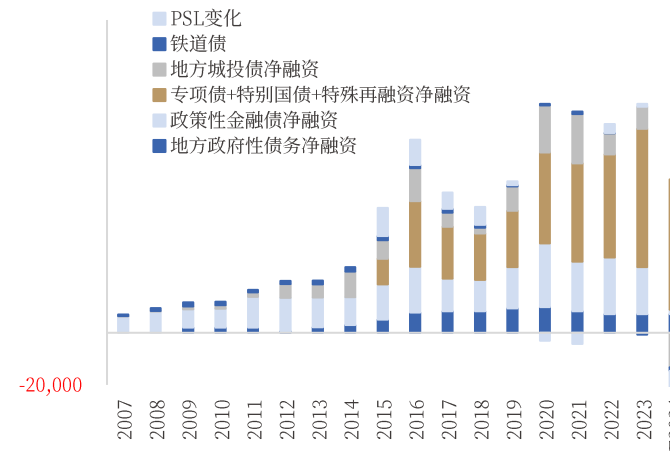
六是不仅于此的增量政策还有哪些？未来广义财政仍然有望加码，关注政策性金融工具的重启或新设，用于支持新型城镇化建设、城市更新及地下管网改造。今年以来预算内赤字率和资金规模并未减弱，而城投债务、PSL、政策性金融债等广义财政赤字率大幅低于往年。将年内全部预算内赤字率计算在内，截止 8 月底，广义赤字率仅 5.1%，较去年同期降低 5 个百分点，其中城投债净融资额为-1.3 万亿、PSL 净偿还 7481 亿元，政策性金融债也较去年大幅降低。广义财政是专项债项目的重要配套资金来源，其融资规模大幅降低也是今年以来专项债券实物工作量形成较慢的重要因素之一。从这个角度来看，未来还需准财政政策加码的及时跟进。

图10：历年来广义赤字率与 PPI



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图11：历年广义财政净融资规模（亿元）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院



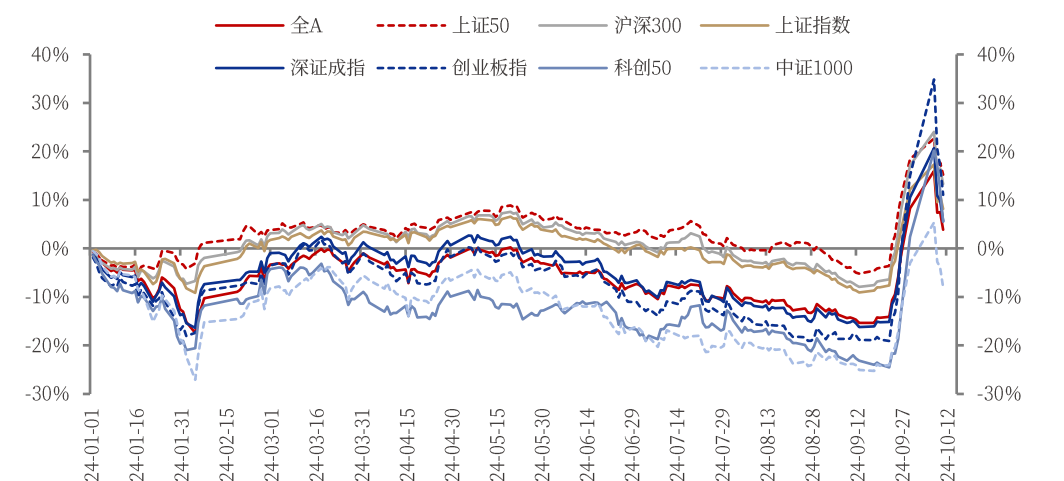
## 二、权益市场：财政逆周期发力下把握 A 股投资机遇

### （一）A 股市场

财政部部长蓝佛安表示，要保持必要的财政支出强度，确保重点支出应支尽支，发挥好财政逆周期调节作用，推动完成全年经济社会发展目标任务。下一步继续坚持精准施策、靶向发力，改善居民收入预期，激发消费潜能，用好专项资金、贷款贴息等工具，带动有效投资，扩大国内需求。加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展，有利于改善宏观经济预期，提振投资者信心，带动 A 股市场估值先提升；随着经济基本面改善，上市公司业绩修复将进一步带动 A 股市场上行。

9 月 24 日至 30 日，央行、金融监管总局、证监会联合推出政策组合拳，中央政治局会议提前召开，且发布超预期稳增长政策，引发 A 股市场大幅反弹；十一黄金周结束后，受投资者获利了结和高位恐慌等情绪扰动，10 月 8 日至 11 日当周，A 股市场集体回调。截至 2024 年 10 月 11 日，多数宽基指数较上年末收涨。其中，全 A 指数较上年末累计上涨 3.88%，上证指数、深证成指、创业板指分别较上年末上涨 8.16%、5.63%、11.08%。而中证 1000 仍然较上年末下跌 7.99%。

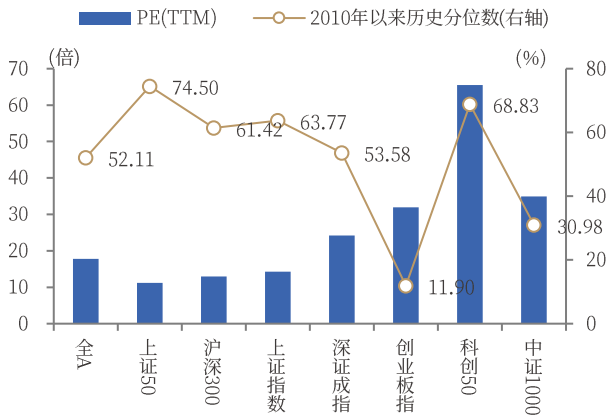
图12：2024 年以来宽基指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

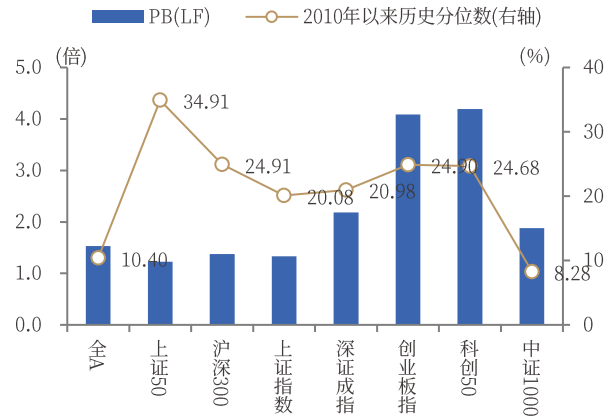
截至 10 月 11 日，全 A 指数的 PE 估值为 17.79 倍，处于 2010 年以来 52.11% 分位数，处于历史中等水平。全 A 指数 PB 估值为 1.53 倍，处于 2010 年以来 10.40% 分位数，处于历史较低水平。当前 A 股市场估值处于历史中等水平，中长期投资价值仍然较高。随着超预期政策密集出台，市场信心有望受到提振，带动估值回升。同时，在政策的支持和引导下，中长期资金加速入市，将改善当前存量资金博弈的市场状态，为 A 股市场提供更多的流动性支持。

图13: 主要宽基指数 PE 估值 (截至 10 月 11 日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 主要宽基指数 PB 估值 (截至 10 月 11 日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

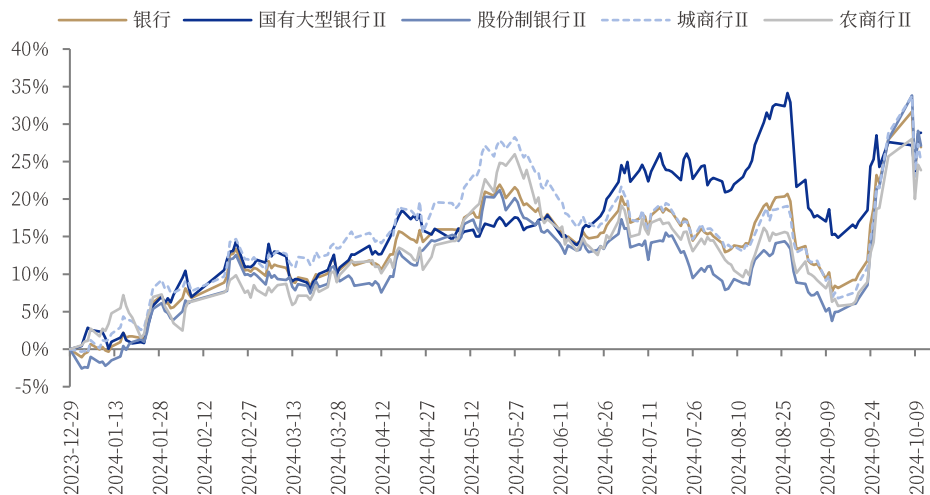
## (一) 行业层面

### 1. 银行

财政部近期陆续推出的一揽子有针对性增量政策举措中提到，将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。该项增量政策举措对国有大型商业银行直接利好，有助于带动银行股估值提升，催生银行股上涨行情。

截至 10 月 11 日，银行指数收盘价较上年末上涨 26.93%。二级行业中，国有大型银行涨幅最高，较上年末上涨 28.85%；其次是股份制银行，较上年末上涨 27.14%；城商行和农商行分别较上年末上涨 24.98%、23.86%。

图15: 2024 年以来银行业收盘价累计涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 2. 房地产

房地产方面，财政部副部长廖岷表示，下一步将积极研究出台有利于房地产平稳发展的措施，主要有三方面考虑：第一，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，确有需要的地区也可以用于

新增的土地储备项目。这项政策，既可以调节土地市场的供需关系，减少闲置土地，增强对土地供给的调控能力，又有利于缓解地方政府和房地产企业的流动性和债务压力。

第二，支持收购存量房，优化保障性住房供给。考虑到当前已建待售的住房相对较多，我们主要采取两项支持措施：一项是，用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。另一项是，继续用好保障性安居工程补助资金，原来这个资金主要是用来支持以新建方式筹集保障性住房的房源，现在我们对支持的方向作出优化调整，适当减少新建规模，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。通过这两项措施，既可以消化存量商品房，促进房地产市场的供需平衡，又可以优化保障房的供给，满足广大中低收入人群的住房需求。

第三，及时优化完善相关税收政策。按照党中央决策部署，我们正在抓紧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。

当前我国部分房地产相关指标降幅继续收窄，但多数房地产指标仍处于下降之中，房地产市场仍处于调整中。1-8月份，新建商品房销售面积同比下降18.0%，降幅较前值收窄0.6个百分点；新建商品房销售额下降23.6%，降幅较前值收窄0.7个百分点。财政部关于房地产的上述政策，一方面，有利于提升房地产市场止跌回稳的预期；另一方面，政策落地后，有利于促进房地产平稳发展，随着房地产政策调整和市场机制的逐步完善，市场有望逐步修复。

近期房地产市场行情波动较为剧烈。截至10月11日，房地产指数收盘价较上年末下跌2.95%。二级行业中，房地产开发指数较上年末下跌3.44%，而房地产服务指数较上年末上涨3.67%。

图16：2024年以来房地产行业收盘价累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 3. 新质生产力

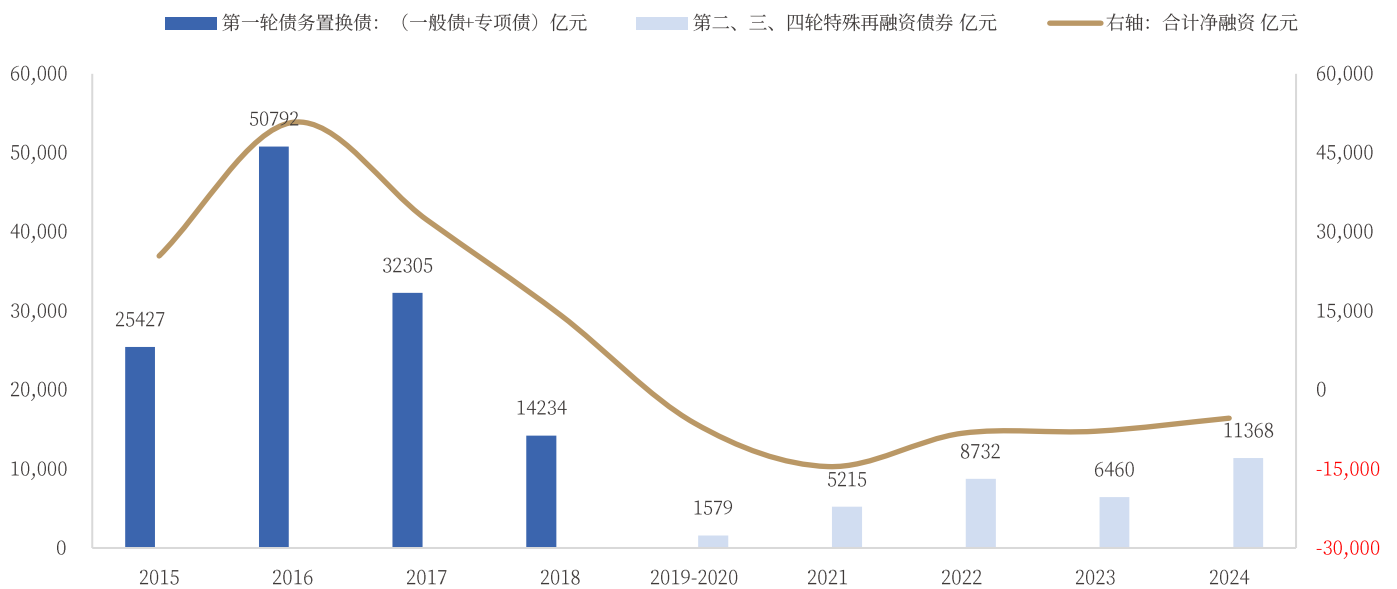
财政部表示，将研究扩大专项债使用范围，健全管理机制。扩范围方面，一是将研究完善专项债投向清单管理，增加用作项目资本金领域，二是用好专项债支持收购存量商品房用作保障型住房，三是合理支持前瞻性、战略性新兴产业基础设施，推动新质生产力加快发展。

当前全球科技创新高度活跃，新一轮的科技革命和产业创新正在途中，发展新质生产力也是提升我国国际竞争力的重要支撑。战略性新兴产业和未来产业作为形成和发展新质生产力的重点领域，中长线配置价值突出。

### 三、债券市场：供给影响相对可控，信用风险缓释

2015 年至今中央一共开展过四轮不同规模的债务置换（如图 17 所示）：**第一轮为 2015 年-2018 年期间的首次债券置换**，根据 2014 年财政部发布的《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，财政部和审计署全面摸排了地方政府截止 2014 年底的未清偿债务，并在此基础上通过发行政府置换债券的方式予以置换，在此期间累计发行了约 12.2 万亿的置换债券；**第二轮为 2019 年-2020 年启动的建制县隐性债务化解试点工作**，根据国家审计署在 2018 年开展的新一轮地方隐性债务清理工作，由财政部提出隐性化解规划。本轮债务置换没有发生上一轮的大规模债务置换，而仅对于部分短期偿债压力较大的基层政府，通过发行政府债券的方式进行债务置换，即常说的“建制县化债试点工作”，本轮债务置换仅在 6 个省内的 36 个地区开展，置换规模为 1579 亿元；**第三轮为 2021 年至 2022 年的“特殊再融资债券”**（即债券用途由“偿还到期地方政府债务”转换为“偿还存量债务”），其中 2020 年 12 月至 2021 年 9 月发行的置换债券仍主要用于“建制县化债试点”的扩容，在过去 6 省 36 地的基础上陆续向全国范围内偿债压力较大的建制县推广，而之后 2021 年 10 月至 2022 年 6 月发行的置换债主要用于在北京、上海、广东三地率先推出的“全域无隐债”试点工作，目前北京、广东已完成“隐债清零”，第三轮债务置换累计发行规模为 1.74 万亿元。**第四轮为 2023 年至 2024 年的“一揽子化债方案”**。2023 年 7 月 4 日中共中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，具体措施包括中央政府发行国债置换地方债、地方政府发行特殊再融资债券置换隐性债务，以降低利息负担、拉长债务期限。该轮债务置换计划允许地方政府发行 1.5 万亿元特殊再融资债券，以帮助包括天津、贵州、云南、陕西和重庆等 12 个偿债压力较大的省份和地区偿还债务。2023 年 10 月特殊再融资债券重启发行，截至 2024 年 10 月已发行超 1.5 万亿元。

图17：过去四轮债务置换的规模及净融资额（单位：亿元）



资料来源：财政部，Wind，中国银河证券研究院

地方政府债务置换通过供求、资金流动性松紧程度及风险压降化解等维度对债券市场产生影响。

利率市场方面：总的来看，债务置换带来的发行更多是将城投等债务转化为地方政府债务，不涉及地方政府部门债务扩张，对地方财政收支水平、付息能力等没有直接影响，但考虑到供给节奏及机构行为，可能会有阶段脉冲。

影响路径来看，一方面是供给增量与流动性冲击。从过往几轮经验来看，化债多通过发行政府债、特殊再融资债等方式进行债务置换，地方债务置换会导致政府债供给增加。特别是今日上午，国新办举行新闻发布会中财政部部长蓝佛安首次提到“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。”一次性增加较大规模限额是否对应大规模债务置换前置是后续政策主要关注点。如果债务置换前置且单次规模较大，供给冲击可能导致流动性供给不足，进而引发债市收益率的阶段脉冲。但另一方面，如果资金面显著偏紧，央行也可能考虑二次降准以呵护流动性，因而上行风险相对可控。此外考虑到地方债持有者主要是地方城农商行，过往主要的债务置换是贷款，因而如果大部分是地方银行资产负债表内部结构由贷款、城投债、非标等到地方政府债的转换，供给冲击可能也相对有限。

四轮经验来看，化债开始时债市常下跌，持续时间在 1-2 周，之后政策影响及供给冲击消退，往后 1 个月来看债市收益率重回下行。以 2015 年以来四轮化债政策落地时点统计之后的 1-20 个交易日来看，发现多数时期后 1-10 个交易日十债收益率上行幅度在 2-10bp、20 个交易日收益率下行，幅度为 5-8BP。

表2：四轮化债后十债收益率先上后下

10Y国债收益率变动幅度 BP	事件节点	T+1	T+5	T+10	T+20
2015年3月12日	第一轮债务置换启动，财政部下达了第一批1万亿元置换债券额度	4.67	9.36	10.28	25.35
2019年6月20日	第二轮债务置换启动，国务院发布《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见（国办函40号）》	-0.49	2.01	-8.73	-7.44
2020年11月30日	第三轮债务置换启动，江苏省率先在文件中未披露偿还信息，开启特殊再融资债券发行序幕	2.25	2.01	3.51	-8.71
2023年7月24日	第四轮债务置换启动，政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”	6.96	6.63	5.35	-5.31

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

信用市场方面：在城投债新发难度缩减，但存量有接续的化债政策推进下，预计市场短期内对城投债刚兑预期再度强化，信用利差有望压降。节前后由于股债跷跷板及理财大规模赎回影响下信用债超调，性价比有所体现。而近一周随着理财赎回规模稳定，受益于化债政策推进的风险缓释，信用利差有望再度压降。

2023 年 7 月本轮化债以来，47 号文、14 号文、134 号文等多维度对核心 35 号文进行补丁完善，“遏增化存”防风险思路一以贯之。在中央化债方针的指引下，各地方政府城投平台违约风险显著降低。

图18：2023 年 7 月第四轮化债以来主要政策文件

时间	会议及发文部门	文件名	主要内容
2023年7月	中央政治局会议		提出“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。
2023年9月	国务院办公厅	《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（35号文）	明确支持重点省份融资平台今明两年债务存量化解，提出差异化管理债务融资（包括分为“重点省份”、“非重点省份”；拟定“3899”名单等）
2023年12月	国务院办公厅	《重点省份分类加强政府投资项目管理暂行办法（试行）》（国办发〔2023〕47号）	对部分重点省份政府投资项目“续、缓、停”等进行了明确规定与安排
2024年2月	国务院办公厅	《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（14号文）	允许35号文外的19个省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，获批后参照12个重点省份的相关政策化债。
2024年7月	国务院办公厅	国办发134号文出台	将化债政策延期与扩容，延长化债期限至2027年6月，扩充债务置换范围至双非债务与境外债，也提出了城投“退平台”后的政策方向指引，即仍要对其进行至少1年的风险监测，期间不排除仍严控非标。

资料来源：政府官网，中国银河证券研究院

从信用债违约情况来看，今年以来违约风险显著降低，化债背景下城投债的安全属性凸显。通过计算信用债违约金额与违约时债券余额之比、违约金额与债券发行总额之比分别观察信用债余额违约率、整体违约率，数据显示截至9月底，今年以来二者分别为45.13%和0.25%，分别较2023年全年下降了4.8pct和0.26pct。城投债方面，得益于化债政策的推进，城投债存量规模下降、增量收敛，整体信用风险相对可控。

政策发力稳定城投信用风险，城投债新增净供给逐步收缩、存量风险缓释，对应区域的城农商行信用风险也将有所压降。因而，城投债及对应区域国有背景的城农商行“二永债”推荐关注。但也要注意不同地区债务压力和化债举措区别较大，舆情风险可能持续扰动市场，弱资质城投债或仍需要提防估值风险。

财政部会议后如何看待4季度债券发行的空间，是否有显著的供给冲击？考虑到本次财政部发布会提及增量财政政策涉及化债、补充银行资本金、收土储等多维度，预计财政增发政府债可能在2万亿，四季度供给压力回升但较三季度回落，市场冲击相对可控。根据银河总量团队的测算，后续四季度政府债增发规模或在2万亿，我们从国债增发1万亿+新增专项债增发1万亿元和国债增发1.5万亿+新增专项债增发0.5万亿两种场景分别进行测算，10月-12月政府债净供给规模约在9800亿元、9700亿元和6400亿元上下。具体来看：

**国债方面：**考虑到年初国债3.34万亿元的预算已在9月基本使用完毕，根据今年以来国债每月总供给在7500-16000亿元，结合10-12月国债偿还量对增发净融资额度进行相对平均分配，若按增发1万亿计算则四季度每月净融资基本在2800-3400亿元左右，若按增发1.5万亿计算则每月净融资约在4200-5400亿元；

**专项债方面：**10月8日发改委表示将督促有关地方在10月底完成今年剩余地方专项债额度发行工作，那么根据年初3.9万亿限额计算，10月新增专项债还将发行2900亿元左右。结合今日财政部在国新办发布会表示要“用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房”，扩大了专项债的使用范围，那么若有新增额度则使用专项债资金在年内形成实物工作量（如支持基建开工等）的紧迫性有所收敛，因此新增专项债在四季度，尤其是10月的供给冲击不会过大。若按增发1万亿计算则四季度每月供给基本在3300-5200亿元左右，若按增发0.5万亿计算则每月供给约在1300-3500亿元

图19: 2024Q4 不同假设下政府债净供给测算

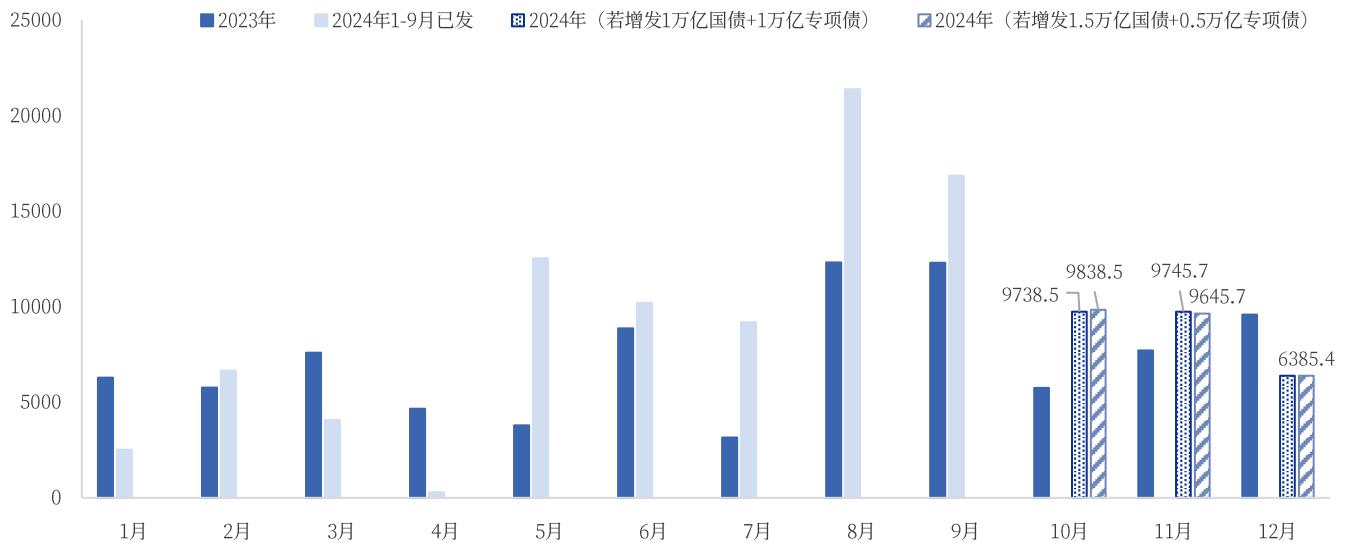
2024年Q4政府债供给测算 亿元: 若增发1万亿国债+1万亿专项债		特别国债		普通国债 (若增发1万亿)		地方政府债				合计总供给	合计净供给
		若全部公开发行业, 按次基本匀速, 每次350-600亿元		总发行量	净融资额	新增专项债 (若增发1万亿)		新增一般债			
Q4	10月	2480	1650	11000	3199	12920	4400	1026	490	17540	9739
	11月		830	5511	3370		5220		326	11887	9746
	12月			8000	2875		3300		210	11510	6385
<b>总和</b>		<b>2480</b>		<b>24511</b>	<b>9444</b>	<b>12920</b>		<b>1026</b>		<b>40937</b>	<b>25870</b>

2024年Q4政府债供给测算 亿元: 若增发1.5万亿国债+0.5万亿专项债		特别国债		普通国债 (若增发1.5万亿)		地方政府债				合计总供给	合计净供给
		若全部公开发行业, 按次基本匀速, 每次350-600亿元		总发行量	净融资额	新增专项债 (若增发5000亿)		新增一般债			
Q4	10月	2480	1650	12000	4199	7920	3500	1026	490	17640	9839
	11月		830	7511	5370		3120		326	11787	9646
	12月			10000	4875		1300		210	11510	6385
<b>总和</b>		<b>2480</b>		<b>29511</b>	<b>14444</b>	<b>7920</b>		<b>1026</b>		<b>40937</b>	<b>25870</b>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 政府债净供给节奏测算 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、银行业：国债补充资本增强放贷及抵御风险能力

会议明确通过发行特别国债补充国有大行核心一级资本。财政部将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路，积极通过发行特别国债等渠道筹措资金，稳妥有序支持国有大行增加核心一级资本。这是财政部时隔 26 年重启特别国债用于大行补充资本，1998 年，财政部首次发行 2700 亿元 30 年期特别国债向国有大行注资，直接由四大行利用央行降准释放的等额资金认购，再由财政部将所筹资金注入四大行资本金，目前，这笔特别国债仍计入在四大行的债券投资账户中，将于 2028 年到期。本次财政部表示将坚持市场化、法治化原则，我们认为本次特别国债筹集到的资金不排除通过中央汇金注资并结合银行再融资等方式注入。银行主流再融资工具包括定增、配股和可转债转股。其中，可转债转股率偏低；配股以低于市场价的形式发行，吸引力较强，也不排除定增方式，主要考虑到再融资新规设置了三种不受破净限制的情形，其中包括符合国家重大战略方向、董事会确定全部发行对象，为银行再融资打开窗口。

表3: 历史上汇金向国有大行直接注资情况

时间	资金来源	银行	金额
2003 年 12 月	外汇储备	建设银行	225 亿美元
2003 年 12 月		中国银行	225 亿美元
2004 年 6 月		交通银行	30 亿美元
2005 年 4 月		工商银行	150 亿美元

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表4: 近 5 年来银行再融资事件

名称	行业	最新公告日期	融资类型	上市板	审核状态	拟融资金额 (万元)
民生银行	股份制银行	2023-08-11	可转债	主板	终止	5,000,000.00
中信银行	股份制银行	2024-06-21	配股	主板	已受理	2,783,511.96
长沙银行	城商行	2023-03-03	可转债	主板	已受理	1,100,000.00
厦门银行	城商行	2023-03-02	可转债	主板	已受理	500,000.00
浙商银行	股份制银行	2023-07-03	配股	主板	已实施	1,800,000.00
华夏银行	股份制银行	2022-10-20	增发	主板	已实施	2,000,000.00
青岛银行	城商行	2022-01-27	配股	主板	已实施	500,000.00
宁波银行	城商行	2021-12-13	配股	主板	已实施	1,200,000.00
中信银行	股份制银行	2023-09-25	配股	主板	已回复	2,783,511.96
齐鲁银行	城商行	2022-11-25	可转债	主板	实施	--
重庆银行	城商行	2022-03-21	可转债	主板	实施	--
成都银行	城商行	2022-03-01	可转债	主板	实施	--
兴业银行	股份制银行	2021-12-23	可转债	主板	实施	--
杭州银行	城商行	2024-06-27	增发	主板	股东大会通过	800,000.00
厦门银行	城商行	2022-09-28	可转债	主板	股东大会通过	--

资料来源：ifind，中国银河证券研究院



表5: 银行可转债累计转股比例

简称	累计转股比例(%)
苏银转债	99.98
成银转债	35.04
南银转债	22.6
上银转债	0.01
杭银转债	0.01
紫银转债	0.01
重银转债	0.01
江银转债	0
常银转债	0
侨银转债	0
平银转债	0

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

预计本次特别国债发行规模 1-1.5 万亿元, 旨在提升国有大行信贷投放和风险抵御能力。截至目前, 我国已发行过四轮特别国债, 从 1998 年首次发行以来, 规模最小为 2700 亿元, 最多为 1.55 万亿元。借鉴过往特别国债发行经验, 预计本次核心一级资本补充规模 1-1.5 万亿元, 相应撬动国有大行增量信贷投放 10.6-15.2 万亿元。截至 2024 年 6 月, 六大行核心一级资本充足率平均为 11.77%, 本次补充核心一级资本后, 预计上升 1.49-1.97 个百分点至 13.26%-13.74%, 风险抵御能力得到进一步夯实。

表6: 特别国债补充大行资本对核心一级资本充足率和增量信贷影响测算

	假设特别国债发行规模 1 万亿	假设特别国债发行规模 1.5 万亿
补充核心一级资本规模 (亿元)	10000	15000
初始核心一级资本充足率	11.77%	11.77%
初始核心一级资本 (亿元)	129,337.30	129,337.30
初始风险加权资产 (亿元)	1,050,815.05	1,050,815.05
增资后的核心一级资本充足率	13.26%	13.74%
预计释放增量信贷 (亿元)	106735.79	152040.50

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

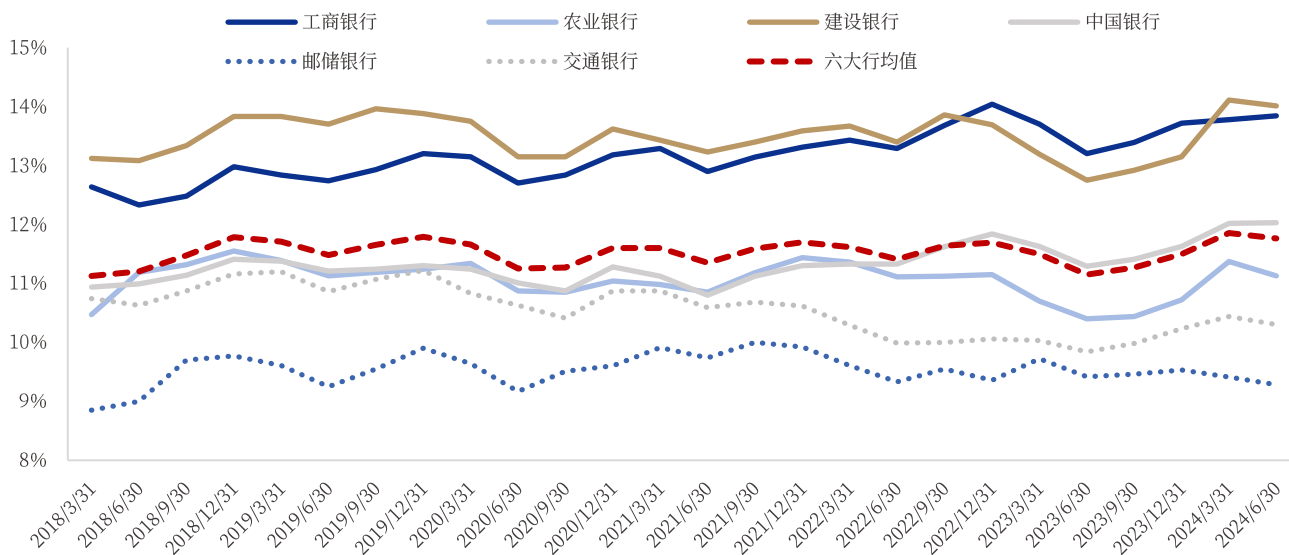
参照 2020 年国常会允许中小银行使用专项债补充一级资本的经验, 本轮国有大型核心一级资本补充预计会伴随配套监管要求, 尤其是针对资金用途, 政策的影响主要体现在三个方面:

### 1. 解决息差下行、盈利负增长、内源资本补充受限环境下的核心一级资本补充问题

目前六大行核心一级资本充足率整体较高, 但仍有较大资本补充需求。截至 2024H1, 六大行核心一级资本充足率均值为 11.77%, 较上年末上升 0.27 个百分点, 高于全行业; 其中农业银行、交通银行、邮储银行核心一级资本充足率低于六大行平均水平, 分别为 11.13%、10.3%、9.28%, 距监管红线最低仅有 1.28% 空间。国有大行信贷投放和为企业减费让利规模较大, 资本需求高, 而后续资本补充存在一定困境。2024H1, 六大国有行净息差平均为 1.51%, 较 2023 年末下行 12BP, 其中邮储银行息差保持在 1.91% 的较高水平, 其他五家大行息差均低于监管所提出 1.8% 的合意水平; 六大行合计实现归母净利润 6833.38 亿元, 同比下降 0.96%, 其中除农业银行外, 其他五家大

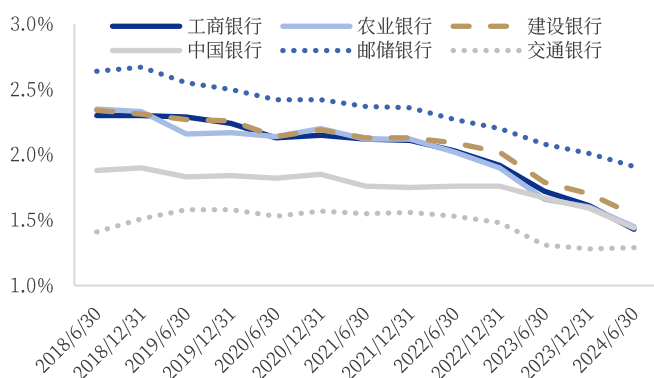
行均为负增长。受制于业绩承压，国有大行内源资本补充渠道的贡献度减弱，2024H1 六大行资本结构中，未分配利润占比 43.96%，较上年末下降 0.32 个百分点。此外，近期降息 20BP、存量房贷利率下调 30BP，我们测算进一步拖累国有行净息差约 19BP，考虑到存款挂牌利率调整后存款重定价具有滞后性，负债端成本优化效果显现需一定时间，短期内银行息差仍然承压。盈利空间收窄对银行保持让利、降低社会综合融资成本形成掣肘，影响服务实体经济质效。

图21：六大行核心一级资本充足率



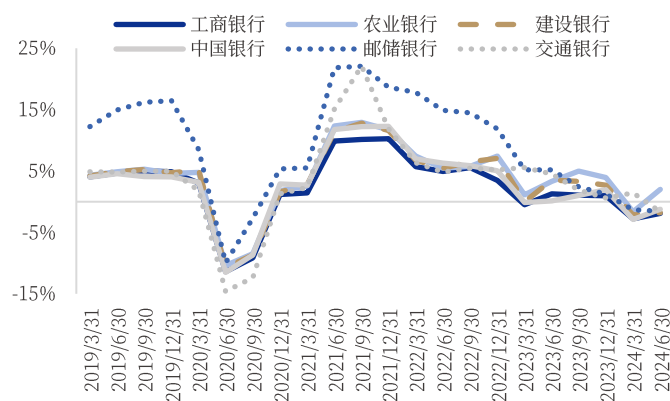
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图22：六大行净息差



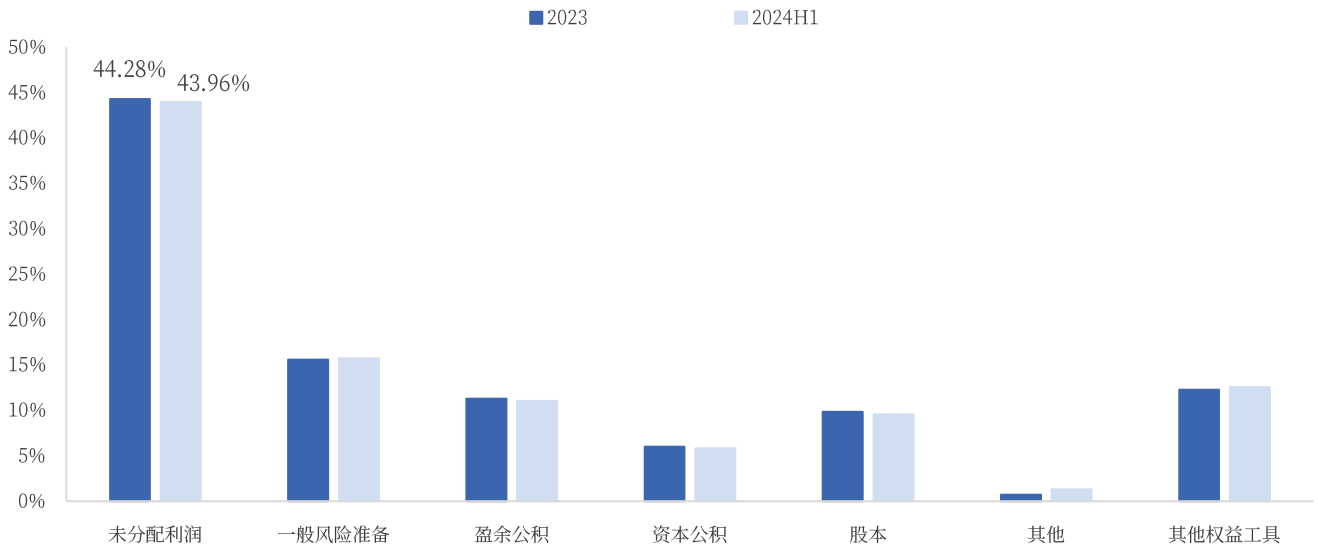
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图23：六大行归母净利润增速



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图24: 国有行资本结构



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表7: 1年期和5年期LPR下调20BP对上市银行2025年净息差影响测算

证券名称	类型	贷款规模 (不含票据 贴现) (亿元)	影响贷款利息收入 (亿元)	生息资产平均余额 (亿元)	影响 2025E 净息差 (BP)
工商银行	国有行	263,502.10	-527.00	442,025.42	-11.92
建设银行	国有行	242,696.20	-485.39	385,692.37	-12.58
农业银行	国有行	233,988.94	-467.98	402,501.22	-11.63
中国银行	国有行	204,965.18	-409.93	317,525.34	-12.91
邮储银行	国有行	82,202.62	-164.41	150,576.12	-10.92
交通银行	国有行	80,071.91	-160.14	131,818.70	-12.15
招商银行	股份行	63,129.87	-126.26	106,171.63	-11.89
兴业银行	股份行	53,747.36	-107.49	91,650.58	-11.73
中信银行	股份行	52,466.89	-104.93	82,416.47	-12.73
浦发银行	股份行	49,557.08	-99.11	79,017.00	-12.54
民生银行	股份行	41,818.32	-83.64	70,645.15	-11.84
光大银行	股份行	37,578.27	-75.16	62,680.43	-11.99
平安银行	股份行	32,326.32	-64.65	50,388.78	-12.83
华夏银行	股份行	22,631.28	-45.26	39,386.34	-11.49
浙商银行	股份行	16,942.32	-33.88	29,022.05	-11.68
北京银行	城商行	20,136.95	-40.27	34,697.15	-11.61
江苏银行	城商行	19,412.70	-38.83	31,457.69	-12.34
上海银行	城商行	12,881.53	-25.76	27,296.30	-9.44
宁波银行	城商行	12,998.50	-26.00	24,728.61	-10.51
南京银行	城商行	11,376.14	-22.75	19,243.88	-11.82
杭州银行	城商行	8,744.96	-17.49	16,901.47	-10.35
成都银行	城商行	7,048.41	-14.10	11,014.16	-12.80
长沙银行	城商行	5,281.44	-10.56	9,272.18	-11.39

重庆银行	城商行	3,878.97	-7.76	7,385.96	-10.50
郑州银行	城商行	3,548.18	-7.10	5,892.02	-12.04
贵阳银行	城商行	3,322.09	-6.64	6,419.24	-10.35
齐鲁银行	城商行	3,171.35	-6.34	5,749.96	-11.03
青岛银行	城商行	3,041.91	-6.08	5,430.98	-11.20
苏州银行	城商行	3,033.53	-6.07	5,622.15	-10.79
兰州银行	城商行	2,219.66	-4.44	4,156.31	-10.68
西安银行	城商行	2,074.66	-4.15	4,027.19	-10.30
厦门银行	城商行	1,938.79	-3.88	3,510.81	-11.04
沪农商行	农商行	6,338.96	-12.68	13,107.63	-9.67
渝农商行	农商行	6,450.31	-12.90	13,661.47	-9.44
青农商行	农商行	2,428.52	-4.86	4,232.52	-11.48
常熟银行	农商行	2,248.02	-4.50	3,365.24	-13.36
紫金银行	农商行	1,663.00	-3.33	2,642.46	-12.59
无锡银行	农商行	1,297.38	-2.59	2,446.46	-10.61
张家港行	农商行	1,175.81	-2.35	2,078.04	-11.32
瑞丰银行	农商行	1,141.16	-2.28	2,064.66	-11.05
苏农银行	农商行	1,308.73	-2.62	2,109.96	-12.41
江阴银行	农商行	1,031.79	-2.06	1,843.20	-11.20
	<b>国有行</b>	<b>1,107,426.95</b>	<b>-2,214.85</b>	<b>1,830,139.17</b>	<b>-12.10</b>
	<b>股份行</b>	<b>370,197.71</b>	<b>-740.40</b>	<b>611,378.43</b>	<b>-12.11</b>
	<b>城商行</b>	<b>124,109.78</b>	<b>-248.22</b>	<b>222,806.09</b>	<b>-11.14</b>
	<b>农商行</b>	<b>25,083.68</b>	<b>-50.17</b>	<b>47,551.65</b>	<b>-10.55</b>
	<b>上市银行</b>	<b>1,626,818.12</b>	<b>-3,253.64</b>	<b>2,711,875.33</b>	<b>-12.00</b>

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

假设: 上市银行存量短期和中长期贷款 (不含票据贴现) 在 2025 年初全部重定价。

表8: 存量房贷利率下调 500BP 对上市银行 2025 年净息差影响测算

证券名称	类型	房贷规模 (亿元)	影响贷款利息收入 (亿元)	生息资产平均余额 (亿元)	影响 2025E 净息差 (BP)
工商银行	国有行	61653.76	-308.27	442,025.42	-6.97
建设银行	国有行	63767.79	-318.84	385,692.37	-8.27
农业银行	国有行	50701.56	-253.51	402,501.22	-6.30
中国银行	国有行	47526.44	-237.63	317,525.34	-7.48
邮储银行	国有行	23616.09	-118.08	150,576.12	-7.84
交通银行	国有行	14609.61	-73.05	131,818.70	-5.54
招商银行	股份行	13754.39	-68.77	106,171.63	-6.48
兴业银行	股份行	10651.74	-53.26	91,650.58	-5.81
中信银行	股份行	10219.58	-51.10	82,416.47	-6.20
浦发银行	股份行	8336.47	-41.68	79,017.00	-5.28
民生银行	股份行	5401.18	-27.01	70,645.15	-3.82
光大银行	股份行	5796.82	-28.98	62,680.43	-4.62
平安银行	股份行	3065.76	-15.33	50,388.78	-3.04

华夏银行	股份行	3167.96	-15.84	39,386.34	-4.02
浙商银行	股份行	1553.04	-7.77	29,022.05	-2.68
北京银行	城商行	3218.68	-16.09	34,697.15	-4.64
江苏银行	城商行	2440.90	-12.20	31,457.69	-3.88
上海银行	城商行	1581.59	-7.91	27,296.30	-2.90
宁波银行	城商行	922.51	-4.61	24,728.61	-1.87
南京银行	城商行	763.38	-3.82	19,243.88	-1.98
杭州银行	城商行	983.01	-4.92	16,901.47	-2.91
成都银行	城商行	919.43	-4.60	11,014.16	-4.17
长沙银行	城商行	678.29	-3.39	9,272.18	-3.66
重庆银行	城商行	399.97	-2.00	7,385.96	-2.71
郑州银行	城商行	325.12	-1.63	5,892.02	-2.76
贵阳银行	城商行	212.10	-1.06	6,419.24	-1.65
齐鲁银行	城商行	547.64	-2.74	5,749.96	-4.76
青岛银行	城商行	467.51	-2.34	5,430.98	-4.30
苏州银行	城商行	354.10	-1.77	5,622.15	-3.15
兰州银行	城商行	326.77	-1.63	4,156.31	-3.93
西安银行	城商行	266.05	-1.33	4,027.19	-3.30
厦门银行	城商行	209.04	-1.05	3,510.81	-2.98
沪农商行	农商行	1033.36	-5.17	13,107.63	-3.94
渝农商行	农商行	897.48	-4.49	13,661.47	-3.28
青农商行	农商行	287.16	-1.44	4,232.52	-3.39
常熟银行	农商行	125.21	-0.63	3,365.24	-1.86
紫金银行	农商行	160.19	-0.80	2,642.46	-3.03
无锡银行	农商行	123.61	-0.62	2,446.46	-2.53
张家港行	农商行	99.00	-0.50	2,078.04	-2.38
瑞丰银行	农商行	105.27	-0.53	2,064.66	-2.55
苏农银行	农商行	75.52	-0.38	2,109.96	-1.79
江阴银行	农商行	81.02	-0.41	1,843.20	-2.20
	<b>国有行</b>	<b>261,875.25</b>	<b>-1,309.38</b>	<b>1,830,139.17</b>	<b>-7.15</b>
	<b>股份行</b>	<b>61,946.94</b>	<b>-309.73</b>	<b>611,378.43</b>	<b>-5.07</b>
	<b>城商行</b>	<b>14,616.11</b>	<b>-73.08</b>	<b>222,806.09</b>	<b>-3.28</b>
	<b>农商行</b>	<b>2,987.82</b>	<b>-14.94</b>	<b>47,551.65</b>	<b>-3.14</b>
	<b>上市银行</b>	<b>341,426.12</b>	<b>-1,707.13</b>	<b>2,711,875.33</b>	<b>-6.30</b>

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

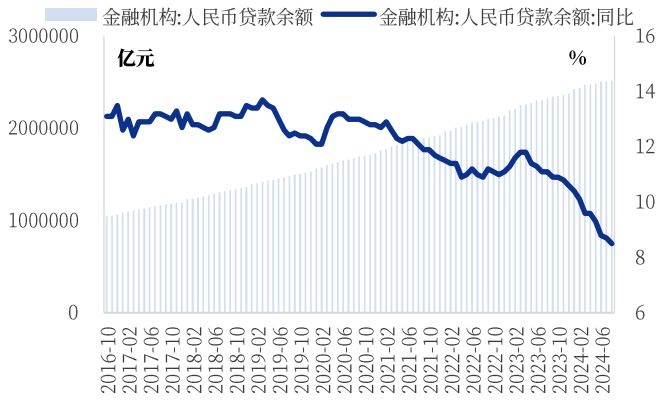
假设: 存量房贷在 2025 年初全部重定价。

## 2.围绕五篇大文章，聚焦重点领域加大信贷投放，服务实体经济高质量发展

2020 年国常会允许中小银行使用专项债补充资本，从资金运用层面加大对小微企业的支持力度。相应的，补充核心一级资本预计会伴随对信贷投放的要求，尤其是围绕五篇大文章，加大对科创、小微、绿色、养老、数字经济甚至是房地产等重点领域和薄弱环节的信贷投放力度，从而扭转过去银行信贷增长过度依赖基建、地产驱动的模式，更好地服务经济结构转型、打造新质生产力的

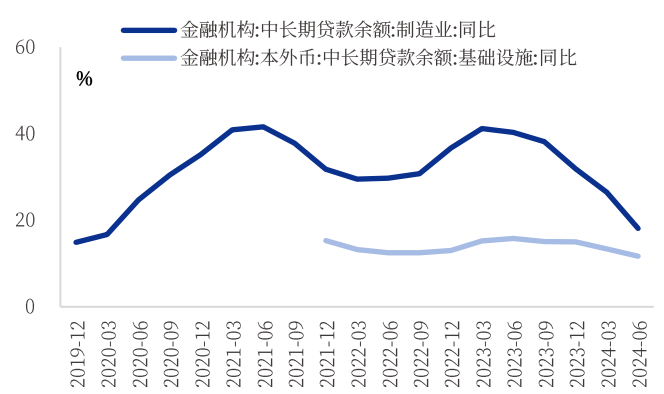
需求。最新数据显示，截至2024年8月末，金融机构贷款余额同比增长8.5%。6月末，基建中长期贷款和房地产开发贷分别同比增长11.7%、5.11%；根据央行披露，7月末，普惠小微、制造业中长期、“专精特新”企业贷款余额分别同比增长17%、16.9%、15%，均高于全部贷款平均增速，保持高景气度，但在银行贷款中占比有限，有较大的提升空间。2024年中报数据显示，多数上市银行基建+房地产贷款占对公贷款中的占比超过30%，部分高达50%-60%。

图25: 金融机构贷款余额及增速



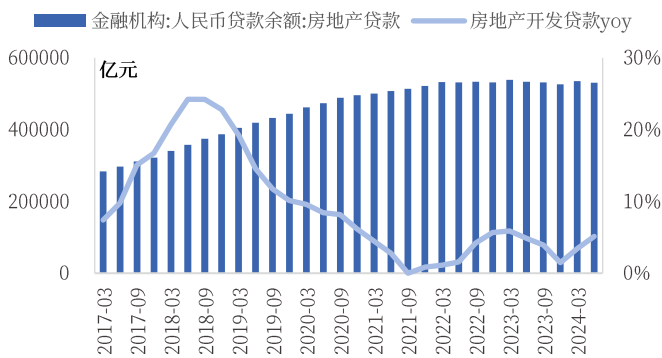
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图26: 制造业和基建中长期贷款增速



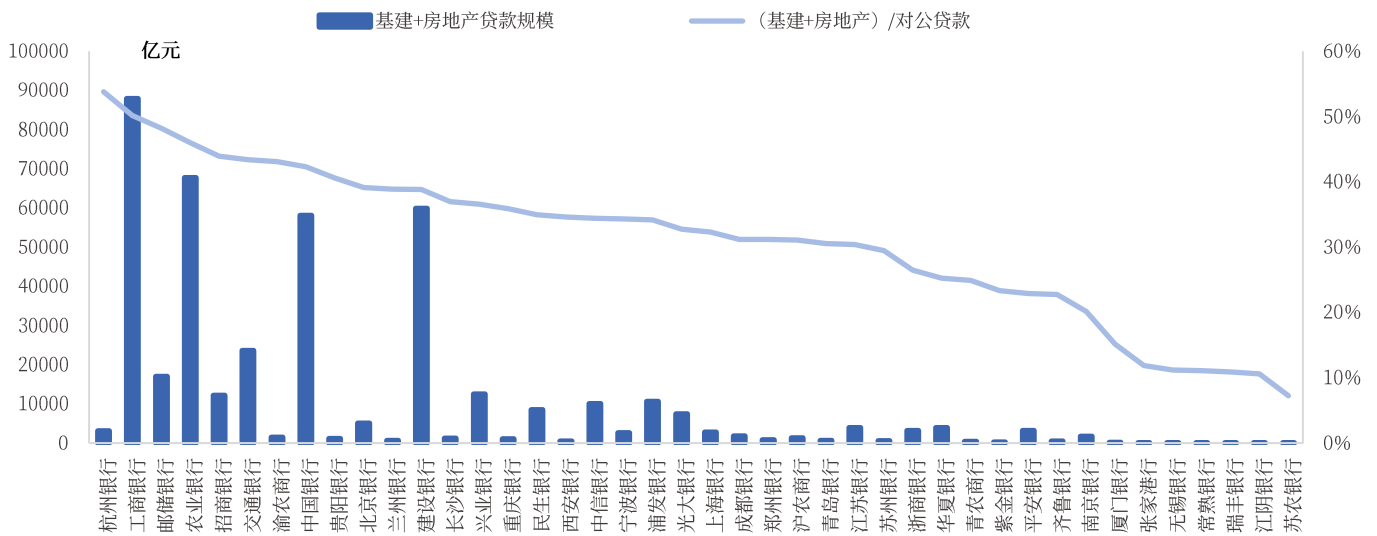
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图27: 房地产开发贷增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图28：2024H1 上市银行基建类+房地产贷款规模及占比

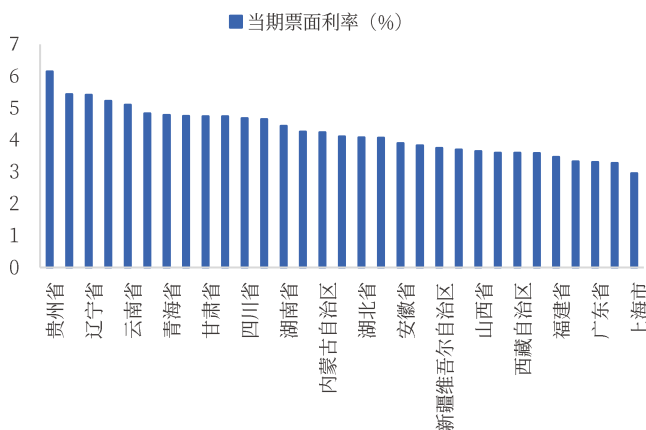


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

### 3.为银行参与化解地方债务提供资本支撑，应对化债可能产生的资产端收益率下行压力

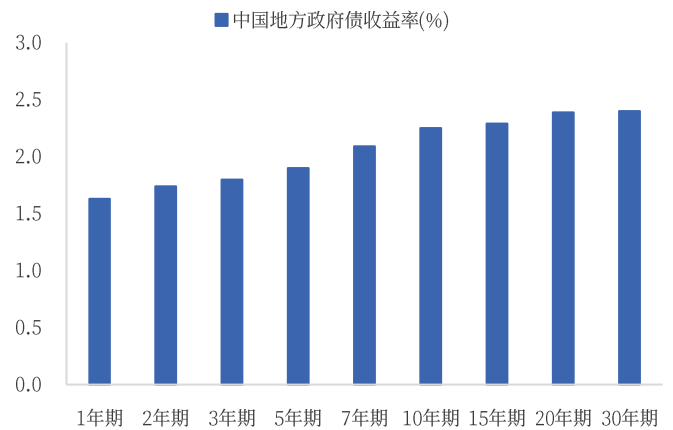
通常情况下，化债主要以债务置换形式实现，将进一步带动银行资产端收益率下行，同时高收益城投债供给减少给银行资产配置带来压力。截至9月末，各省市政投债平均收益率为4%，平均期限为4.41年，5年期政府债收益率已经降至1.9%。依银河证券宏观团队预计，近3年每年约有2万亿的额度用于化债。如果全部用于置换城投债券，预计共减少地方政府利息支出1260亿元，总体影响息差-6BP，平均每年对上市银行的息差影响为-2BP。考虑到国有大型银行债券资产配置多以国债、地方政府债、金融债为主，企业债配置偏低，叠加基础设施类贷款资产质量较好，因此受本轮化债影响可控。

图29：我国地方城投债收益率



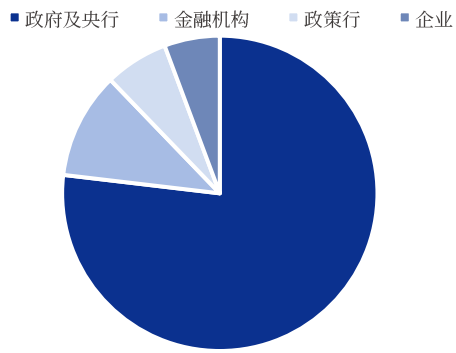
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图30：我国地方政府债收益率



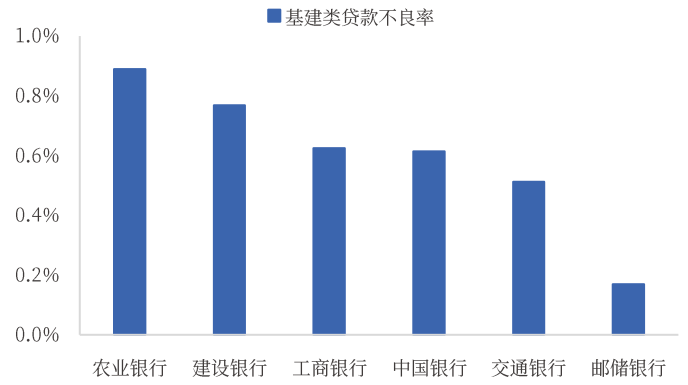
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图31: 国有行债券投资结构 (以工商银行为例)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图32: 2024H1 六大行基建类贷款不良率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院



## 五、房地产：财政支持地产再发力

10月12日，财政部提到坚持严控增量、优化存量、提高质量，积极研究出台有利于房地产平稳发展的政策措施，其中主要包括允许专项债券用于土地储备、支持收购存量房、及时优化完善相关税收政策等方面。

### 1. 专项债券用于土地储备

财政部提到，考虑到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，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。此前，自然资源部曾提出通过地方政府专项债券等资金对收回收购土地用于保障性住房予以支持。我们认为土地储备专项债券有望再次启动。

土地储备专项债券指地方政府为土地储备发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的，以国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入偿还的地方政府专项债券。根据经济日报此前发表的文章，2018年土地储备专项债发行规模为4830亿元，占当年专项债发行规模的35.8%；2019年，国常会提出专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域，因此土地储备专项债于2019年暂停发行。

此次财政部提到“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”，我们认为土地储备专项债或有望适时推出。我们根据2020~2024年8月的百城土地出让面积与对应时期的新开工面积的累计差值估算现存尚未开工土地规模。2020年~2024年8月，全国尚未开工成交土地建面约为14.39亿方，按照累计平均成交均价为2262.98元/平米计算，得到闲置未开工土地规模约为3.26万亿元。由于目前尚未披露收购的价格折扣以及具体标准，结合2018年土地储备专项债发行规模为4830亿元的前例，我们按照20%的比例预估此次土地储备专项债发行规模约为6513.30亿元。

表9：2020年~2024年8月存量未开发闲置土地预估

指标	累计土地成交建面	累计土地新开工建面	累计尚未开工土地建面	累计土地成交建面均价	累计尚未开工土地规模
单位	万方	万方	万方	元/平米	亿元
数值	832,665.60	688,755.67	<b>143,909.93</b>	2262.98	<b>32566</b>

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

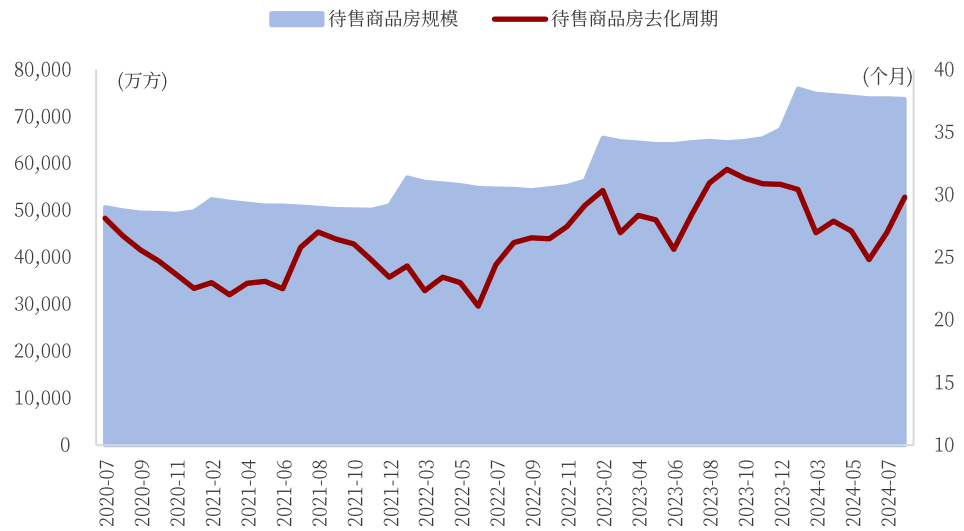
财政专项债券用于土地储备有望调节土地市场的供需关系，减少闲置土地，增强对土地供给的调控能力，有利于缓解地方政府和房地产企业的流动性和债务压力，后续财政支持土地储备或可期。

### 2. 支持收购存量房

财政部此次提到，考虑到当前已建待售的住房相对较多，将主要采取两项支持措施：1) 用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房；2) 继续用好保障性安居工程补助资金，适当减少新建规模，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。由于目前商品房去化相对承压，因此我们认为专项债有望主要用来收购存量商品房用作保障性住房。

截至2024年8月，我国目前商品房待售面积为7.38亿方（待售现房库存规模），累计销售均价为8079元/平米，按照50%的收储价格计算，目前将全部待售现房收储所需的货币量约为2.98万亿元。

图33: 截至 2024 年 8 月我国商品房现房库存和去化周期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

去化周期=商品房库存/近6个月商品房平均销售面积

央行出台的保障性租赁住房贷款支持共有 3000 亿元额度，截至 2024 年 6 月末，共使用 121 亿元，规模相对有限。因此我们认为财政出台的专项债或成为收购商品房有望作为收储重要资金来源之一，与央行的保障性租赁住房贷款共同收购存量商品住房。我们假设财政出台专项债券收购的比例为 50%，则收储专项债或为 1.49 万亿元。

表10: 截至 2024 年 8 月末我国待售商品房收储所需货币量

指标	全国商品房待售面积	销售均价	收储价格取商品房价格的折扣	待收储规模	若收购 50%则所需货币量
单位	万方	元/平米	%	亿元	亿元
数值	73783.00	8079	50	29805.58	14902.79

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024 年 9 月 29 日，央行发出优化保障性住房再贷款通知，保障性住房再贷款中央行的出资比例从贷款本金的 60%提升到 100%，进一步加大对保障性住房再贷款（即收储）的支持力度。结合财政相应支持，我们认为通过如上措施有望加快消化存量商品房，促进房地产市场的供需平衡，同时可以优化保障房的供给，满足广大中低收入人群的住房需求。

**若财政出台土地储备和商品房收购等两方面的专项债支持，我们认为财政针对房地产的专项债支持规模或至 2.14 万亿元。**

### 3.及时优化完善相关税收政策

财政部提到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，还将进一步研究加大支持力度，调整优化相关税收政策，促进房地产市场平稳健康发展。以上海为例，根据 2024 年 9 月 29 日新政，将个人对外销售住房增值税免征年限从 5 年调整为 2 年，此举有望降低二手住房交易成本。此次财政部提及的完善相关税收进一步降低居民住房交易成本，需求端政策空间进一步打开。

## 图表目录

图 1: 全球螺旋式衰退引发潜在危机可能性加大.....	4
图 2: 31 个省市宽口径债务率、负债率象限图 (单位: %)	5
图 3: 重点化债区域及全国平均负债率、债务率水平 (%)	5
图 4: 重点区域债务降至全国平均水平或许缩减的债务规模	5
图 5: 各项税收增速与年初预算目标增速.....	6
图 6: 政府性基金累计收支增速 .....	6
图 7: 历年财政一、二本账收入欠收、超收规模与预算完成进度 (右轴单位: 亿元)	6
图 8: 2016 年以来我国二孩及以上家庭数量.....	8
图 9: 每月 500、800、1000 元每户计算, 全年补贴规模 (亿元)	8
图 10: 历年来广义赤字率与 PPI.....	8
图 11: 历年广义财政净融资规模 (亿元)	8
图 12: 2024 年以来宽基指数累计涨跌幅.....	9
图 13: 主要宽基指数 PE 估值 (截至 10 月 11 日)	10
图 14: 主要宽基指数 PB 估值 (截至 10 月 11 日)	10
图 15: 2024 年以来银行业收盘价累计涨跌幅.....	10
图 16: 2024 年以来房地产行业收盘价累计涨跌幅.....	11
图 17: 过去四轮债务置换的规模及净融资额 (单位: 亿元)	12
图 18: 2023 年 7 月第四轮化债以来主要政策文件.....	13
图 19: 2024Q4 不同假设下政府债净供给测算 .....	15
图 20: 政府债净供给节奏测算 (单位: 亿元)	15
图 21: 六大行核心一级资本充足率.....	18
图 22: 六大行净息差 .....	18
图 23: 六大行归母净利润增速.....	18
图 24: 国有行资本结构 .....	19
图 25: 金融机构贷款余额及增速.....	22
图 26: 制造业和基建中长期贷款增速 .....	22
图 27: 房地产开发贷增速.....	22
图 28: 2024H1 上市银行基建类+房地产贷款规模及占比.....	23
图 29: 我国地方城投债收益率.....	23
图 30: 我国地方政府债收益率.....	23
图 31: 国有行债券投资结构 (以工商银行为例)	24
图 32: 2024H1 六大行基建类贷款不良率.....	24

图 33: 截至 2024 年 8 月我国商品房现房库存和去化周期.....26

表 1: 2019 年至今历次专项债用途扩容..... 7

表 2: 四轮化债后十债收益率先上后下 .....13

表 3: 历史上汇金向国有大行直接注资情况.....16

表 4: 近 5 年来银行再融资事件 .....16

表 5: 银行可转债累计转股比例 .....17

表 6: 特别国债补充大行资本对核心一级资本充足率和增量信贷影响测算.....17

表 7: 1 年期和 5 年期 LPR 下调 20BP 对上市银行 2025 年净息差影响测算 .....19

表 8: 存量房贷利率下调 500BP 对上市银行 2025 年净息差影响测算.....20

表 9: 2020 年~2024 年 8 月存量未开发闲置土地预估 .....25

表 10: 截至 2024 年 8 月末我国待售商品房收储所需货币量.....26

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。杨超，策略分析师。聂天奇，宏观经济分析师。刘雅坤，固收分析师。周欣洋，固收分析师。张一纬，银行分析师。胡孝宇，房地产分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn