



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:苑西恒  
SAC 登记编号:S1340124020005  
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《11月关注“扩内需”与“抢出口”  
的叠加改善》 - 2024.11.01

宏观研究

## 化债只是前奏，增量在明年

### ● 核心观点

与10月12日财政部新闻发布会的理解相比，我们理解本次人大常委会整体符合预期，化债增量是本次会议核心内容，化债政策力度超市场预期，额外财政政策空间于明年发力。

本次提高债务限额置换地方政府存量隐性债务，地方政府隐性债务从表外转移到表内，虽然地方政府债务额度并未发生变化，但亦可降低债务利息成本、优化地方投融资环境，增强地方政府发展动能。

**财政政策循序加力，明年财政政策预留空间。**第一，考虑年内剩余时间非常有限，年内隐性债务置换应率先落地，支持房地产市场健康发展的相关税收政策、发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作亦有望年内落地，而增量刺激政策则在明年。第二，专项债支持回收闲置土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房，相关政策或于明年落地。第三，明年财政政策留有想象空间，赤字率或提高至3.5%-4.5%、扩大专项债券发行规模至5.2万亿左右、有望新增1万亿元特别国债、加大中央对地方转移支付，或涉及惠民生的支持消费政策、“两新”政策再加力3000亿元等。

### ● 风险提示：

政策不及预期。

## 目录

1 会议总体符合预期，化债增量成为政策核心，财政刺激在明年.....	3
2 债务置换“一石二鸟”，增强地方政府发展动能.....	4
3 财政政策循序加力，明年财政预留空间.....	4
风险提示.....	6

## 1 会议总体符合预期，化债增量成为政策核心，财政刺激在明年

与 10 月 12 日财政部新闻发布会的理解相比，我们理解本次人大常委会整体符合预期，化债政策是本次会议核心内容，化债政策力度超市场预期，增量财政政策空间于明年发力。

第一，在化解地方隐性债务方面，本次会议内容超市场预期。本次会议审批增加 6 万亿地方政府债务限额置换隐性债务政策，分三年安排，2024 年-2026 年每年 2 万亿元，同时从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金，专门用于化债。按照以上安排，未来三年内每年用于化债财政资金为 2.8 万亿，高于会议前市场预期的 2 万亿。此外，2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还，亦表明政府对此部分债务承担兜底责任。

第二，关于全年财政收支预算缺口，政策工具有所调整，但能够保障实现全年财政收支平衡，总体符合预期。市场估算全年财政收支预算缺口在 1.5-2.5 万亿左右，预计通过增发特别国债和地方政府债务结存限额来弥补缺口。从本次会议内容来看，弥补财政收支预算缺口的方式有所调整，一是安排有关中央单位上缴一部分专项收益，补充中央财政收入；二是拿出 4000 亿元地方政府债务结存限额，用于补充地方政府综合财力；三是加强财政支出管理，确保重点支出。整体来看，政策工具有所调整，但能够保障实现全年财政收支平衡，总体符合预期。

第三，前期我们强调，有效需求不足问题亟待解决，需要额外的财政政策与货币政策配合协同发力（详见报告《财政加力扩内需 夯实高歌前进》），目前并未释放相关增量政策信息。

第四，关于财政部新闻发布会释放其他政策信号，部分政策推进中，部分政策预留明年使用，从政策效果来看，整体并未低于预期。本次会议虽未明确具体政策举措，但亦强调，部分政策正按程序报批，如支持房地产市场健康发展的相关税收政策；部分政策加紧推进中，如发行特别国债补充国有大型商业银行核心

一级资本；部分政策或将于明年落地，如利用可提升的赤字空间、加大中央对地方转移支付规模等。

## 2 债务置换“一石二鸟”，增强地方政府发展动能

我们理解，本次提高债务限额置换地方政府存量隐性债务，地方政府债务从表外转移到表内，虽然地方政府债务额度并未发生变化，但亦可降低债务利息成本、优化地方投融资环境，增强地方政府发展动能。

一是节约债务利息成本，降低化债压力。地方政府隐性债务成本往往高于地方政府显性债务成本，地方政府债务置换隐性债务，从表外转到表内，虽然偿债额度不变，但支付利息成本将较为明显下降。根据全国人大常委会办公厅新闻发布会内容，五年累计可节约 6000 亿元利息支出，每年节省 1200 亿元的财政支出，可腾挪用于促进地方发展和改善地方民生等。

二是优化地方投融资环境，增强地方政府发展动能。鉴于近年来经济处于新旧动能转换阵痛期，地方政府财力压力有所增大，部分地区面对较为沉重的隐性债务负担，频繁发生“暴雷”事件，一方面增大地方政府应急处理债务风险化解工作难度，亦牵扯地方政府时间和精力；另一方面，风险事件发生，在一定程度上冲击地方信用环境，同时债务风险存在高传染性，或对地方金融系统产生严重负向影响，进而扰动资产定价，恶化地方投融资环境，弱化地方发展动能。本次债务置换，释放政府兜底隐性债务的信号，优化地方信用环境和投融资环境，更有利于发挥地方政府投资撬动作用，进一步激发民间投资活力，增强发展动能。

## 3 财政政策循序加力，明年财政预留空间

第一，我们理解，考虑年内剩余时间非常有限，年内隐性债务置换应率先落地，支持房地产市场健康发展的相关税收政策、发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作亦有望年内落地，而增量刺激政策则在明年。

会议明确指出“目前，支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出。隐性债务置换工作，马上启动。发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作，正在加快推进中。”其中，支持房地产健康发

展的相关税收政策或涉及增值税、个人所得税、契税等；关注 12 月人大常委会召开情况，或批准发行特别国债，用于补充国有大型商业银行核心一级资本。

**第二，我们理解，专项债支持回收闲置土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房，相关政策或于明年落地。**

一方面，人大常委会新闻发布会指出“专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地”，相关政策处于制定阶段；另一方面，年内新增专项债发行处于尾声，考虑使用 8000 亿专项债专门用于化债，年内再用于回收闲置存量土地、新增土地储备等专项债资金较为紧张。

**第三，我们理解，明年财政政策留有想象空间，赤字率或提高至 3.5%-4.5%、扩大专项债券发行规模至 5.2 万亿左右、有望新增 1 万亿特别国债、加大中央对地方转移支付，或涉及惠民生的支持消费政策、“两新”政策再加力 3000 亿元等。**

**一是适度提高赤字率，我们预计明年赤字率或上调至 3.5%-4.5%。**人大常委会新闻发布会从国际视角考察了我国政府债务率水平，我国政府债务率为 67.5%，显著低于主要经济体和新兴市场国家，存在较大举债空间，为调整赤字率提供了可能。鉴于当前地方政府仍处于化解地方政府债务关键阶段，为缓解有效需求不足，中央政府加杠杆托底经济的必要性增大。人大常委会新闻发布会亦明确“积极利用可提升的赤字空间”。按照我们前期测算，若赤字率提升至 3.5%-4.5%，提供额外的 1 万亿-2 万亿左右的增量财政资金支持，有助于促进经济实现良性循环，保障明年经济社会发展目标实现。

**二是专项债券发行规模或提高至 5.2 万亿左右。**人大常委会新闻发布会明确提出“扩大专项债发行规模”。我们理解，在今年专项债额度基础上，需要考虑两个增量因素：（1）用于回收闲置存量土地、新增土地储备等专项债额度。由于此部分并未有可参考的历史经验，考虑今年央行为消化存量商品房，设立 3000 亿元保障性住房再贷款，且贷款配套比例为 100%，预计撬动资金 6000 亿元。以此为参照，我们预计明年用于收储等专项债额度或在 5000 亿元左右。（2）8000 亿元专项债专门用于化债。今年专项债额度为 3.9 万亿元，但发行和使用节奏滞后于往年，或存在地方政府化解债务的压力，以及投资项目收入来源等问题限制，

综合考虑专项债用于地方政府投资建设作用和两个新增增量因素影响，明年专项债额度或提升至 5.2 万亿左右。

**三是加大中央对地方转移支付，或涉及惠民生的补贴或支持消费政策。**人大常委会新闻发布会仅提及“加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度”，并未明确具体方向和内容，结合 10 月 12 日财政部新闻发布会内容，“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”，我们预期，不排除中央通过一般转移支付地方后，由地方依据各地实际情况，精准实施消费补贴或其他支持消费政策，相关政策仍值得期待。

**四是明年“两新”政策有望继续延续，力度或不低于 3000 亿元。**根据商务部公布数据，截至 10 月 15 日，2066.7 万名消费者申请，1013.4 万名消费者购买 8 大类家电产品 1462.4 万台，享受 131.7 亿元中央补贴，带动销售 690.9 亿元。假设家电以旧换新政策带动作用主要于三季度体现，那么政策对消费的拉动作用为 0.6%，效果较为显著。人大常委会新闻发布会亦明确提及“加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模”。我们理解，“两新”政策明年有望继续延续，力度或不低于 3000 亿元，继续关注政策对终端消费的拉动作用。

**五是明年有望新增 1 万亿特别国债。**人大常委会新闻发布会明确指出“继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设”，同时加大中央转移支付力度，我们预计，明年在发行 1 万亿超长期特别国债的基础上，有望新增 1 万亿特别国债，用于扩大对地方的转移支付，进而帮助地方实施消费生育补贴等支持政策。

## 风险提示

**政策效果不及预期。**



## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048