

大规模化债落地，积极财政政策仍具备想象空间
—11月8号人大常委会发布财政政策相关点评

点石成金

朱赫

期货投资咨询号 Z0015192

靳顺柔子

期货投资咨询号 Z0014424

事件： 11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议闭幕，并就财政政策召开了新闻发布会。

点评：

一、会前关注：一次性新增债务额度和增量政策出台

回顾10月12日的中国财政部的新闻发布会，重点内容有：1) 针对支持地方政府化债问题，“较大规模”与“较大空间”的年内增量政策空间；2) 针对赤字率和财政收入缺口问题，蓝部长表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字率提升空间”；3) 包括专项债收储在内的政策组合拳支持房地产市场“止跌回稳”；4) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；5) 中低收入人群和重点群体增收措施。

总体来看，财政部虽然没有给出具体的数字，但表态十分积极，既聚焦短期、又兼顾长远，提振了市场信心，除了强调中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间外，还为未来的财政政策加力保留了空间。

新闻发布会之后，市场关注点继续聚焦在潜在推出的增量财政措施，在本次人大常委会会议召开之前，市场普遍认为11月人大常委会会议可能审批以下政策：

1) **一次性地方债置换化债：** 此前市场普遍预计规模在6万亿左右，在未来3-5年分批下达使用。2028年“十年化债计划”将迎来收官，当前加快隐性债务化解的诉求在升温。根据有关测算，目前隐形债务规模或在7.5万亿元以上。另外从近年来土地出让收

入缺口的角度看，从 2022 年地产计入下行周期后，2022 年-2024 年政府性基金总收入较年初预算缺口在 4 万亿元左右。即便是考虑未来两年地产基本面能够适度修复，使得保障政府性基金收支规模能够适度增长，土地收入每年或仍有 1 万亿左右的收入拖累效应，合计约 6 万亿元左右收入缺口。因此市场普遍预计政府债置换规模在 6 万亿左右或是合宜水平。从债务置换方式来看，根据过去三轮的债务置换经验，均是通过增加地方政府债务的方式完成，置换为国债的可能性和必要性较小，这一举措有望降低地方政府的利息支出。

2) **调整赤字率**：基准情景下，可能不提高年内的赤字，而是通过利用国债结存限额、预算稳定调节基金、国有企业利润上缴等方式满足财政缺口。乐观情景下，市场预计人大常委会会议有望批准增发 1 万亿元一般国债用于刚性支出，并增加相应赤字，提高赤字率。当然，增发 1 万亿元特别国债和一般国债可能是二选一。

3) **增发特别国债**：2024 年政府工作报告提出，今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。市场对四季度可能的特别国债增发也进行了分析探讨。乐观情景下，11 月人大常委会会议可能决定 2024 年增发特别国债用于支持“两重”“两新”等政策，市场预计规模在 1 万亿元左右。而未来三年是否继续增发特别国债，市场对此也有较高期待，预期规模在每年 1 万亿左右，加上今年两会提到的每年 1 万亿超长期特别国债，未来三年实际发行规模在每年 2 万亿左右，利好“两重”（国家重大战略实施和重点领域的安全能力建设）和消费。

4) **民生补贴**：近期市场对于民生领域的增量补贴预期有所走弱，包括对二孩及以上家庭、失业大学生、农村老人等群体的增量补贴。我们认为财政支出口径从投资转向消费的结构调整不会一蹴而就，仅靠地方政府推出消费券等仍会极大受限于地方财力，整体扩

张力度或有制约。若有每年额外支出 0.5-1 万亿元用于增加对低收入群体的社会保障支出并鼓励生育则是相对超预期的刺激方案。

5) **专项债支持房地产收储**: 10 月 12 日, 国新办新闻发布会上, 财政部表示“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”, 同样也是“已经进入决策程序”。10 月 17 日的国新办新闻发布会上财政部表示, 为了促进房地产市场平稳健康发展, 财政部拟会同相关部门实施利用专项债收储土地和收购存量商品房政策。如果 11 月人大常委会会议批准增发较大规模的地方专项债用于房地产企业闲置土地及存量商品房收储也将会构成相对超预期的刺激方案。

二、大规模化债落地, 积极财政政策仍具备想象空间

从此增量财政政策的落地, 针对会前市场的普遍关注, 有以下看点: 第一, 在一次性大规模化债方面, 3 年 6 完落地额度符合市场预期, 另外的增量来源则是每年从新增地方专项债中安排 8000 亿。虽然从 2024 年开始, 地方政府已经开始在安排 8000 亿左右的资金化债用新增专项债, 部分投资者会认为这一部分的政策亦属于预期内, 不过考虑到发布会表示“扩大专项债发行规模”, 如果明年的专项债额度扩大, 那么 8000 亿的化债用新增专项债则有了增量意义。总的来看, 化债方案会明确缓解了地方政府的资产负债表压力, 通过展期的方式降低利息支出, 对于当期保证财政支出和未来更多的集中财力发展经济具有重要意义;

其次, 对于年内的预算和赤字率问题, 此前市场预计超过两万亿的收入缺口需要以发债的形式补充, 考虑到此次三年化债是从 24 年开始, 在最后两个月发行超过两万亿的发行, 叠加“有关中央单位上缴一部分专项收益、盘活地方政府存量资源资产、动用地方预算稳定调节基金”等措施, 可以有效地补充年内现金流量表的压力, 对于未来的赤字空

间，会议再次强调“我国政府仍有较大的举债和赤字提升空间”，未来赤字率的抬升可以带来普通国债的发行规模；

最后，在市场关心的其它层面，包括特别国债的增量，财政对于消费补贴和地产的支持等内容，会议提到“发行特别国债补充国有大行一级资本等工作，正在加快推进中”，

“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”以及“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”，虽然没有在本次会议上明确相应的规模，但是延续了10月12号发布会的基调，保留了想象空间，且在化债的基础上，未来的新增政策将更加有效地形成实物工作量。

我们认为此次大规模化债对于缓解地方政府财政压力，保证财政支出力度具有重大意义，并暗示了从12月份的重要的经济工作会议到明年的两会，积极的财政政策仍然有较大的想象空间。和上周美联储对于未来的货币政策保持一定的开放性类似，中国财政亦在保持积极的基础上，对于具体的增量的财政政策总量保持开放性。这或与大选落地初期，特朗普班底和后续政策总体思路和节奏仍需要时间明朗相关。

大类资产总体来看，美国大选落地后，近期美元和美债利率高位震荡背景下，美股偏强的格局亦有一定的延续，强势的美债利率和美元尚未对于全球的风险偏好产生明显的压制。此次人大常委会落地国内化债政策后，展现了财政政策时间换空间的特征，风险资产的上行斜率放缓，和内需相关的周期类资产和板块，短期或以震荡偏强为主等待新的驱动，股指结构上来看，大市值板块震荡，同时中小市值成长相对活跃的格局或有一定的延续性。对于国债而言，如果后续地方政府债净发行规模提速，年内市场仍然需要面对供应冲击。但是本次发布会，并未提及前期市场预期的增发万亿级别的特别国债的事项，综合

来看，市场从情绪层面或已经消化年内的或有利空冲击。后续，市场逐步面临流动性考验，比如央行到期 MLF、逆回购合计超过 1.5 万亿，月中缴准和税期因素，博弈降准的逻辑或再次回归。

表：2024 年 11 月全国人大常委会财政政策要点梳理

	11 月全国人大常委会会议	会前预期	1012 财政部发布会
一次性地方债置换化债	增加地方政府债务限额 6 万亿元，用于置换存量隐性债务。从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时也明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。政策协同发力后，2028 年之前，地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。置换后五年累计节约 6000 亿左右。	从总量来看，市场普遍预计规模在 6 万亿左右，在未来 3-5 年分批下达使用。从债务置换方式来看，根据过去三轮的债务置换经验，均是通过增加地方政府债务的方式完成，置换为国债的可能性和必要性较小，这一举措有望降低地方政府的利息支出。	提出了“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，这项政策是近年来出台的支持化债力度最大措施，将大大减轻地方政府压力，可以腾出更多资源支持经济发展，巩固基层‘三保’”。
年内预算与赤字率	后两个月，一方面，我们在依法依规组织收入的同时，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；另一方面，加强财政支出管理，确保重点支出，特别是中央对地方转移支付资金足额到位。…从地方看，我们拿出 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；鼓励有条件的地方盘活政府存量资源资产，加强国有资本收益管理，保障财政支出需要。如果确有必要，地方还有预算稳定调节基金等存量资金可以动用。积极利用可提升的赤字空间，扩大专项债发行规模，拓宽投资领域，提高作用资本金的比例	基准情景下，可能不提高年内的赤字，而是通过利用国债结存限额、预算稳定调节基金、国有企业利润上缴等方式满足财政缺口。乐观情景下，市场预计人大常委会会议有望批准增发 1 万亿元一般国债用于刚性支出，并增加相应赤字，提高赤字率。当然，增发 1 万亿元特别国债和一般国债可能是二选一。	蓝部长表示“逆周期措施还有其他政策工具，正在研究中，中央财政还有较大的举债空间和赤字率提升空间”。对于具体的规模和更多相关的信息，蓝部长表示“相关政策待履行相关法定程序后再向社会做详尽说明”

<p>增发特别国债</p>	<p>继续发行特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设；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。</p>	<p>乐观情景下，11月人大常委会会议可能决定2024年增发特别国债用于支持“两重”“两新”等政策，市场预计规模在1万亿元左右。而未来三年是否继续增发特别国债，市场对此也有较高期待，预期规模在每年1万亿左右，加上今年两会提到的每年1万亿超长期特别国债，未来三年实际发行规模或在每年2万亿左右</p>	<p>副部长廖岷表示，“认为有必要通过适当方式支持国有大型银行进一步增强核心一级市场，并能够提升银行稳健经营能力。根据国务院授权，财政部履行国有金融资本出资人职责，其中包括建立国有金融机构的资本补充和动态调整机制。”廖岷称，财政部将坚持市场化、法治化的原则，积极通过发行特别国债等渠道筹集资金，稳妥有序支持国有大型商业银行进一步增加核心一级资本。</p>
<p>民生补贴</p>	<p>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。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。</p>	<p>市场对于民生领域的增量补贴预期近期有所走弱，若有每年额外支出0.5-1万亿元用于增加对低收入群体的社会保障支出并鼓励生育则是相对超预期的刺激方案。</p>	<p>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。</p>
<p>专项债支持房地产收储</p>	<p>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。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。</p>	<p>从市场预期看，如果11月人大常委会会议批准增发较大规模的地方专项债用于房地产企业闲置土地及存量商品房收储也将会构成相对超预期的刺激方案。</p>	<p>支持房地产市场“止跌回稳”，具体政策包括允许专项债用于回收闲置土地，专项债和保障性安居工程补助资金均可用来收购存量商品房，调整优化相关税收政策等。</p>

资料来源: wind, 国投期货

免责声明

本研究报告由国投期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投期货有限公司所有,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。如引用发布,需注明出处为国投期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。