

# 化债已经加速，置换快于投资

## 事件点评

### 财政数据点评（2024.10）

#### 投资要点

- ◆ **一般公共预算：消费大幅改善推动税收收入增速转正；支出增速连续大幅抬升投资相关领域增幅更大。**10月一般公共预算收入2.19万亿，同比上行3.0个百分点至5.5%，连续第二个月改善并创近16个月以来最高增速。当月主要拉动因素从非税收入转为税收，后者时隔10个月首度增速转正，单月最大的改善来自增值税和消费税，两类税种对当月财政收入同比的贡献分别大幅改善3.8和2.4个百分点，明显体现了9月以来财政加码补贴对汽车家电等耐用消费品的需求拉动作用。随着补贴的持续推进和竣工交付速度的逐步提升，预计年内后两个月与耐用消费品相关度较高的增值税、消费税、企业所得税等税收收入或稳定于较高增长区间。支出方面，10月一般公共预算支出同比大幅上行5.2个百分点至10.4%，连续第二个月以超过收入端的幅度加快支出。其中与投资相关度较高的农林水、城乡社区节能环保和交通运输大类均延续了大幅改善趋势，对当月财政支出增速的贡献分别再度大幅提升4.1和1.3个百分点；与一般预算内政府消费和转移支付相关度更高的教科文、社保就业、卫生健康等类别支出均有一定的贡献提升。
- ◆ **政府性基金预算：土地出让活跃度短期改善收入跌幅收窄；支出增速飙升远超基建投资，隐债置换或已开始加速。**10月政府性基金预算收入同比跌幅再度收窄4.2个百分点至-10.0%，其中土地出让金收入跌幅收窄达8.3个百分点至-10.5%，9月底以来陆续落地的各项房地产市场放松政策对土地成交活跃度形成一定短期提振，但在潜在库存仍大、需求趋势尚未扭转、供给严控增量的大环境下，土地出让金可持续改善的动能当前仍然不强。10月政府性基金预算支出同比大幅上行13.7个百分点至47.9%，创2022年4月以来最高记录，但土地出让金收入相关的支出拉动却下行2.3个百分点。结合9-10月广义基建投资单月同比增速稍高于9%但大幅低于同期政府性基金预算支出增速的罕见分化情形综合分析，显示出专项债等政府债务类资金以及非土地收入类的政府性基金收入在这两个月间用于隐债置换的支出或已经开始明显加速，从而可更多用于新增基建投资的资金增速相对温和，并且被隐债占用的企业债务也开始加快偿还，总体宏观杠杆率保持原增长趋势的同时，企业与政府债务此消彼长。
- ◆ **广义财政融资：专项债接近发完，置换债紧锣密鼓，后两月社融和贷款或显著背离。**财政部披露，至10月末，新增地方政府专项债已经完成发行进度的98%，但在当前地方政府债务风险加速化解、严控新增隐债的总体要求下，今年前10个月基建投资增速总体不高，持续凸显出当前地方政府投资面临的主要困难不是“资金荒”而是盈亏平衡要求提升后的“项目荒”，而这恰恰凸显了本轮化债压实地方责任、处置存量隐债优先的政策决心。最新批准的6万亿置换债务额度已经于近期快速下达至各地方，11-12月2万亿置换债将密集发行，预计在新增项目质量维持高要求的背景下，地方政府新增债务额度将可能首先实现对企业部门被隐债占用的存款贷款融资进行置换的效果，从而可能出现社融存量增速持平而贷款余额增速大幅下滑的情形，基建投资增速预计与9-10月基本持平。
- ◆ **2025年财政政策的成色首先取决于本轮化债在存量隐债置换方面的质量，地方隐债处置越快，中央扩张赤字空间越大；基建投资增速则将由政府和企业债务此消彼长后的净增量决定。**化债方案牵动一般公共预算、政府性基金预算全局，提升债务质量、出清化解低效政府债务才是平衡短期稳增长和长期可持续高增的合理目标。化债不是冻结存量隐债、等额增加投资支出，只有地方政府加快置换、化解企业部门长期被隐债占用的低效率贷款等债务负担，才能让企业轻装上阵，改善居民和企业收入预期，也才能为中央财政打开一般预算赤字率，增加包括两新补贴和预算内投资在内的一般预算支出提供充足的财政空间。而基建投资增速将由政府债务置换企业债务、后者加快偿还低效率被占用贷款之后的净增额，以及潜在新增项目盈亏平衡硬约束的满足能力所最终决定。这意味着2025年我们预计经济政策着力改善的内需循环将是消费和投资双管齐下的，将是非常强调债务和汇率可持续性的，而非因短期刺激难度较低就重回高债务杠杆投资的老路。
- ◆ **风险提示：**财政支出力度低于预期导致商品消费恢复力度低于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

#### 相关报告

投资为何未如消费出现大幅改善？——经济数据点评（2024.10）暨双循环周报（第82期） 2024.11.15

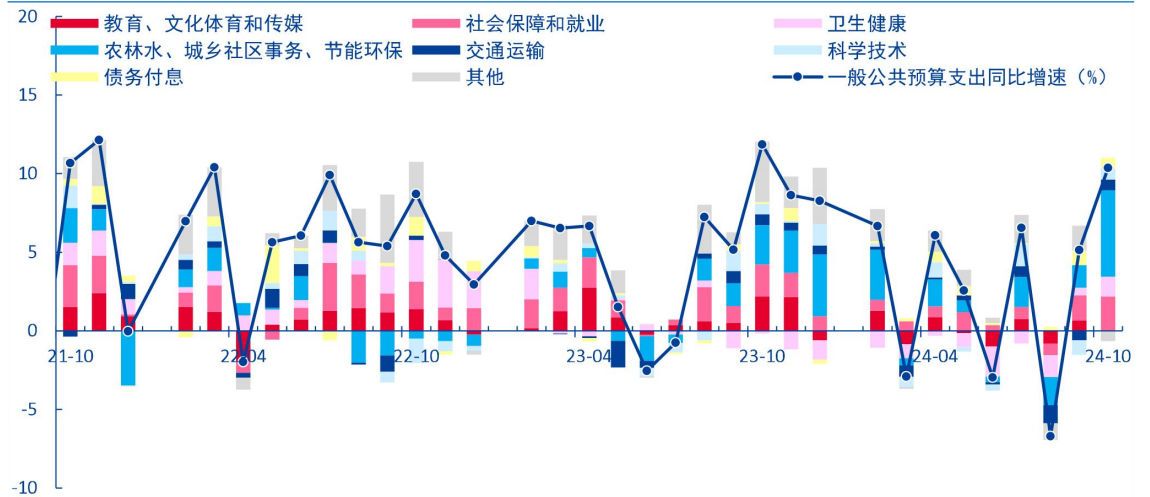
特朗普未至高通胀已衰，美联储降息挑战重重——美国CPI点评（2024.10） 2024.11.14  
 房地产交易税减免，增加需求还是供给 2024.11.14

化债将至，M2与社融背离会否持续？——金融数据速评（2024.10） 2024.11.11

服务回稳扰动消退，商品补贴降价促销——CPI、PPI点评（2024.10） 2024.11.9

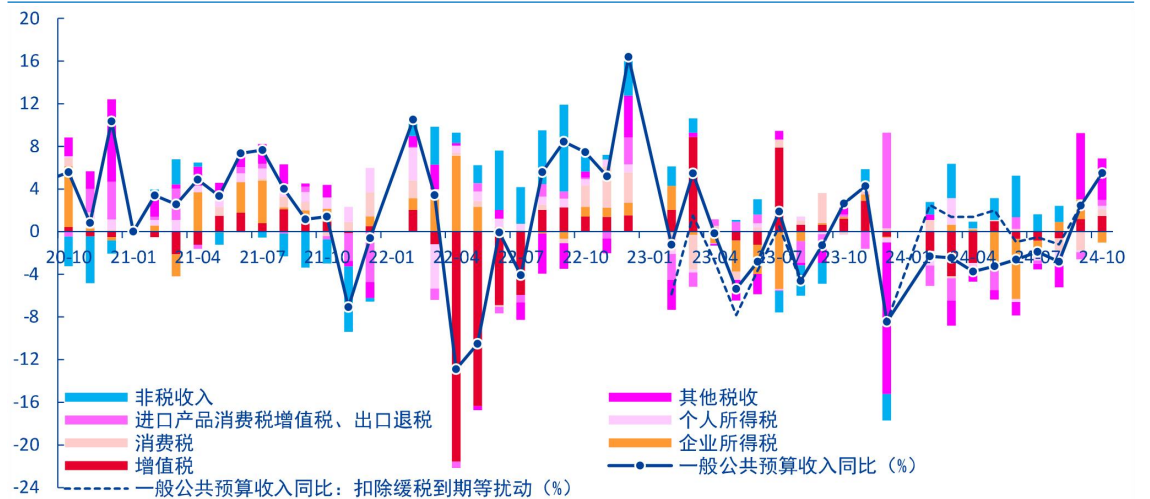


图 1：一般公共预算支出同比增速及贡献结构（%）



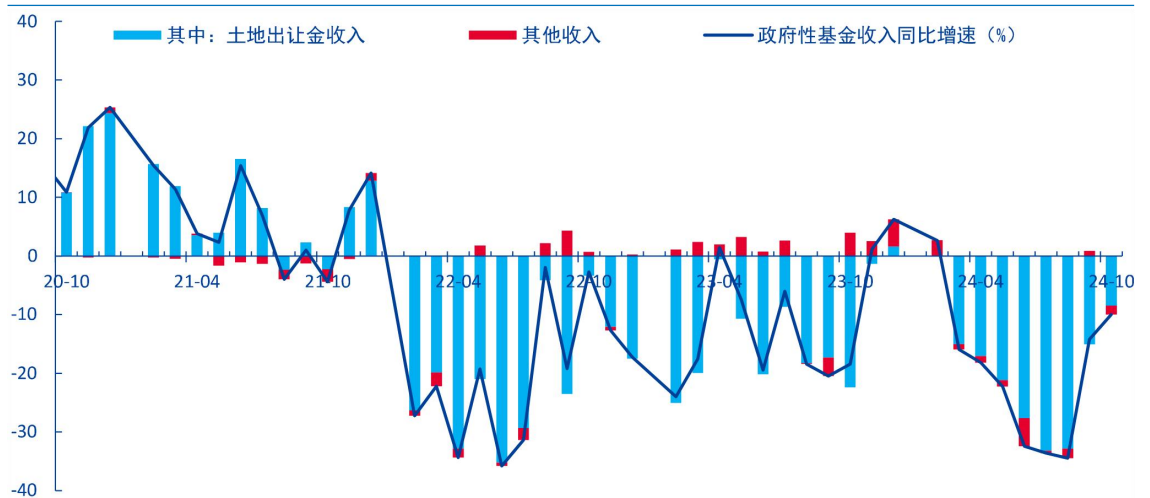
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 2：一般公共预算收入同比增速及贡献结构（%）



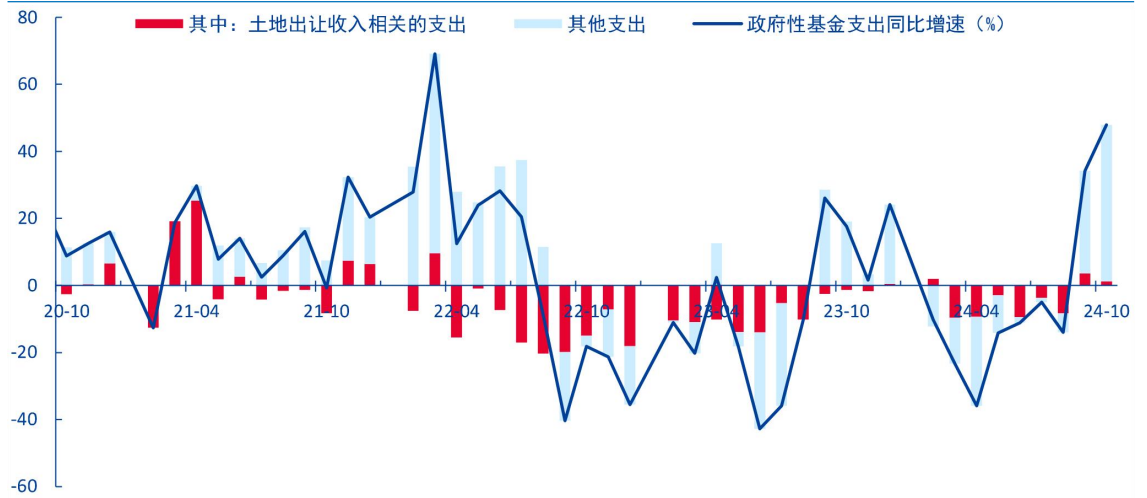
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2022 年 4-6 月、10-12 月，2023 年 4-6 月为两年平均增速

图 3：政府性基金收入同比及贡献结构（%）



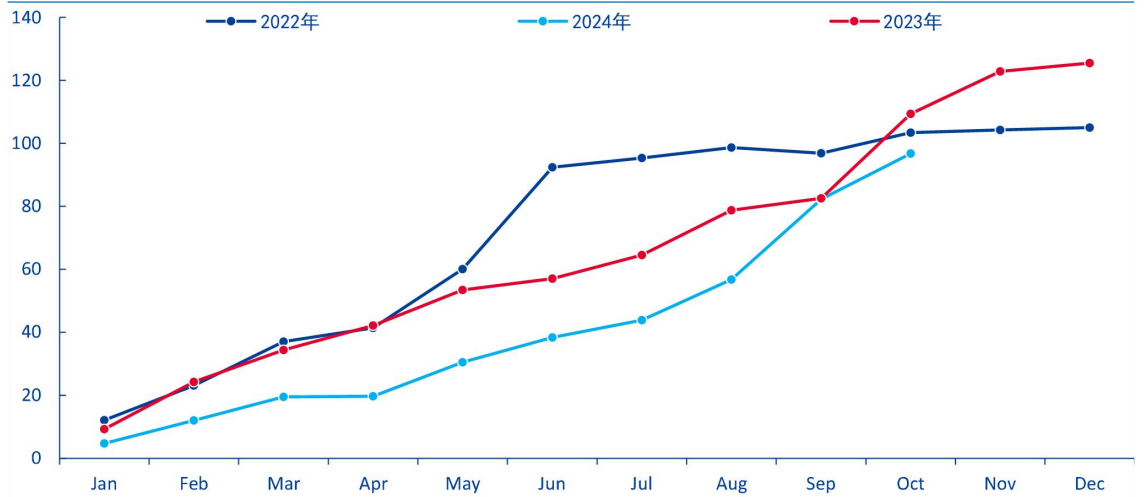
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 4：政府性基金支出同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 5：地方政府新增债务发行累计进度（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn