

● 证 券 研 究 报 告 ●

日本股市反弹行情复盘（1992-2010）

——复盘日本系列之五

证券分析师：刘雅婧 A0230521080001 林丽梅 A0230513090001

郝丹阳 A0230523120002 王胜 A0230511060001

研究支持：冯彧 A0230123080001

联系人：刘雅婧 A0230521080001

2024.10.12



主要结论

- **1990年代日本股市泡沫+地产泡沫破裂之后的“失落二十年”，以日经225指数为代表，日本股市较成规模的反弹共计4次。本篇报告重点复盘四次反弹时期日本的宏观政策、经济情况以及股市表现（个股层面，可以参考我们此前发布的报告《日本地产泡沫破裂后·年度牛股复盘(1992-2000)——复盘日本系列之三》）。**
- **总体来看：1990s的反弹幅度均在50%左右，但调整幅度逐次加深；2000s的上涨持续时间最长，上涨幅度也相对较大。**
- **反弹1.0：超跌反弹→核心资产。**日本股市&地产泡沫破裂后的第一轮反弹比较波折，依次经历急涨一下跌一反弹一震荡一下跌一上涨，累计时间为668个自然日，累计幅度为50.3%。其中第一次急涨在1992年8月19日，我们将其定义为超跌反弹。此前日本股市已经调整了两年有余，日经225指数从1990年初超过38000点跌至14000点左右，跌幅达63%。**8月20日，宫泽内阁发布10.7万亿日元的综合经济对策**，日经225自1992年8月19日至1992年9月10日反弹32.1%，各行业均上涨，其中能源、金融地产涨幅较高。而后修整约半年时间（调整幅度约11.4%），1993年2月，日央行时隔7个月再次降息，3月，日经225指数开始反弹，时间约一个月，幅度为23%，领涨结构切换至科技。之后再次进入震荡下跌期（震荡期日经225涨幅2.3%，后续下跌阶段日经225录得-24.0%），至11月再次上涨，日本完成了93年内宽财政和宽货币的二次加码，这一轮上涨持续至1994年6月，幅度为33.7%，**领涨结构为科技和制造，也是当时日本的核心资产**。本轮反弹后续调整幅度为32.6%，持续381个自然日。
- **反弹2.0：消费+制造的宏观经济企稳预期。**1995年1月17日，日本阪神地区发生了7.3级大地震，对日本的经济和社会造成了巨大的破坏，与此同时日元兑美元汇率持续升值，4月，村田内阁出台《日元升值紧急经济对策》，9月加码14.2万亿日元的财政扩张政策，与此同时，日本央行同年连续2次降息，贴现率降至0.5%。1995年6月，日本政府成立“股市安定基金”，由银行出资约2万亿日元，7月，美联储预防式降息，同时日美在协商之下，日元结束升值。1995年7月-1996年6月，日经225指数开启为期约1年的反弹，反弹幅度为56.5%。**结构上，宏观经济企稳预期之下，消费+制造领涨，需要说明的是，可选消费中汽车涨幅较高，1996年也是日美汽车贸易战结束的年份**。本轮反弹后续调整幅度为41.6%，持续923个自然日。

主要结论

- **反弹3.0：共享全球科网泡沫。** 1999年，全球经济逐步从1997年的亚洲金融危机中恢复，叠加互联网产业趋势进入顶峰，全球股市都有明显上涨（A股在1999年经历了“519”行情）。**1999年-2000年4月的反弹中，日经225指数上涨57.4%。****1999年的反弹结构比较简单：科技，涨幅远超指数和其他行业，这也是产业趋势之下的必然。另外，本轮反弹中有两个行业下跌，分别是能源和公用事业。**本轮反弹后续调整幅度为63.5%，持续1111个自然日。
- **反弹4.0：周期+制造的全球经济复苏牛市。** 2003年-2007年的这轮日股反弹，也许直接用“牛市”描述更为合适。在这轮上涨中，日经225指数上涨139%，持续超过4年的时间。尽管2003年-2007年日本小泉内阁总体选择了偏保守的财政政策，但受益于中国经济腾飞对全球经济增长的拉动，日本国内债务问题的解决，东京圈房价的企稳等多重利好因素，**日本周期、制造、科技均有超额收益。**本轮反弹后续调整幅度为61.1%，持续599个自然日。
- **日本90年代财政和货币政策：****财政政策：**从1992年开始，日本政府财政赤字连续上行，到21世纪已经超过100%（这也为未来的财政紧缩埋下伏笔）。1992-1994年经济压力较大之际，日本政府不断加大财政投入，公共投资对于实际GDP增速的贡献连续三年超过企业设备投资的相应贡献，直到1996年桥本内阁上台，财政政策不再发力，但后续日本不良债务问题逐渐暴露，经济压力增加，1998年日本又重启财政宽松。**货币政策：**日央行从1991年7月起开始降低贴现率，至1995年已经下调至0.5%，但日本信贷持续传导不畅，货币乘数不断降低，日本银行在1998年开始又下调隔夜拆借利率。到1999年3月下降至0.03%，进入所谓“零利率”时期。另外1997年开始，日本央行开始购买国债，每月两次在国债二级市场上买进4000亿日元的国债，1998年增加到6000亿元。
- **最后，我们对各行业结构进行属性划分，四轮反弹中，至少3次跑赢指数定义为进攻，主要行业有科技、消费、工业；在与反弹对应的调整阶段，4次均跑赢指数定义为抗跌，主要行业有公用事业、医药。**
- **风险提示：在宏观政策、产业趋势之外，地缘政治也对日本经济和股市的走向有较大影响。**

- 1990年代日本股市泡沫+地产泡沫破裂之后的“失落二十年”，以日经225指数为代表，日本股市较成规模的反弹共计4次。
- 1990s的反弹幅度均在50%左右，但调整幅度逐次加深；2000s的上涨持续时间最长，上涨幅度也相对较大。

日经225涨跌行情复盘

阶段划分	起始时间	结束时间	结束时间对应点位	趋势	幅度	时间 (天数)
反弹1.0	1992/8/18	1992/9/10	18908	急涨	+32.1%	23
	1992/9/10	1993/3/4	16760	下跌	-11.4%	175
	1993/3/4	1993/4/15	20676	上涨	+23.4%	42
	1993/4/15	1993/9/13	21148	平台震荡	+2.3%	151
	1993/9/13	1993/11/29	16079	下跌	-24.0%	77
	1993/11/29	1994/6/17	21503	上涨	+33.7%	200
反弹1.0合计	1992/8/18	1994/6/17	21503	上涨	+50.3%	668
调整1.0	1994/6/17	1995/7/3	14485	下跌	-32.6%	381
反弹2.0	1995/7/3	1996/6/26	22667	上涨	+56.5%	359
调整2.0	1996/6/26	1999/1/5	13233	下跌	-41.6%	923
反弹3.0	1999/1/5	2000/4/12	20833	上涨	+57.4%	463
调整3.0	2000/4/12	2003/4/28	7608	下跌	-63.5%	1111
反弹4.0	2003/4/28	2007/7/20	18158	上涨	+138.7%	1544
调整4.0	2007/7/20	2009/3/10	7055	下跌	-61.1%	599

资料来源：Wind，申万宏源策略研究

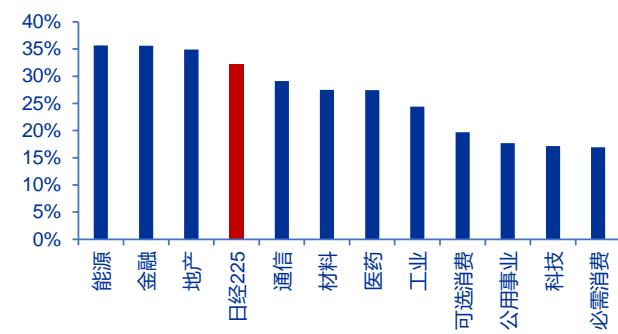
日经225股价表现及上涨下跌阶段划分



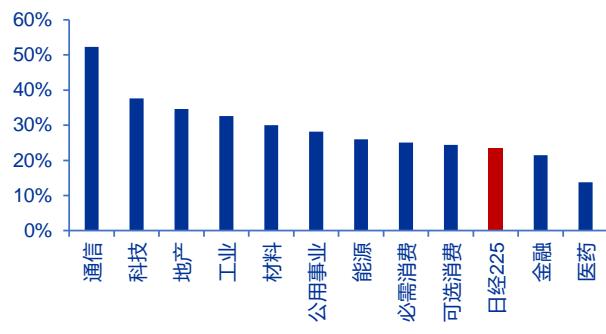
反弹1.0：超跌反弹→核心资产

- 1992年8月19日超跌反弹之前，日本股市已经调整了两年有余，日经225指数从1990年初超过38000点跌至14000点左右，跌幅达63%。8月20日，宫泽内阁推出10.7万亿日元的综合经济对策。
- 日经225自1992年8月19日至1992年9月10日反弹32.1%，各行业均上涨，其中能源、金融地产涨幅较高。而后修整约半年时间，1993年2月，日央行时隔7个月再次降息，3月，日经225指数开始反弹，时间约一个月，幅度为23%，领涨结构切换至科技。之后再次进入震荡下跌期，至11月再次上涨，此时为1993年内宽财政和宽货币二次加码，本轮领涨结构为科技和制造，也是当时日本的核心资产。

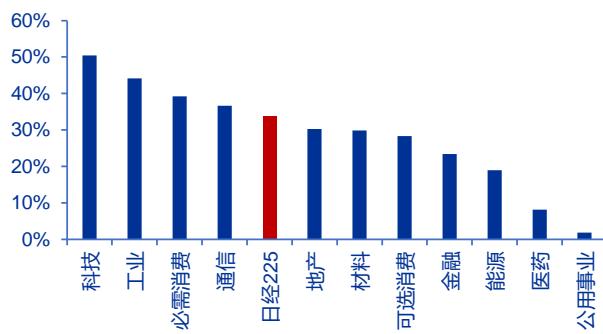
1992反弹急涨



1993年初反弹上涨



1993年底反弹上涨



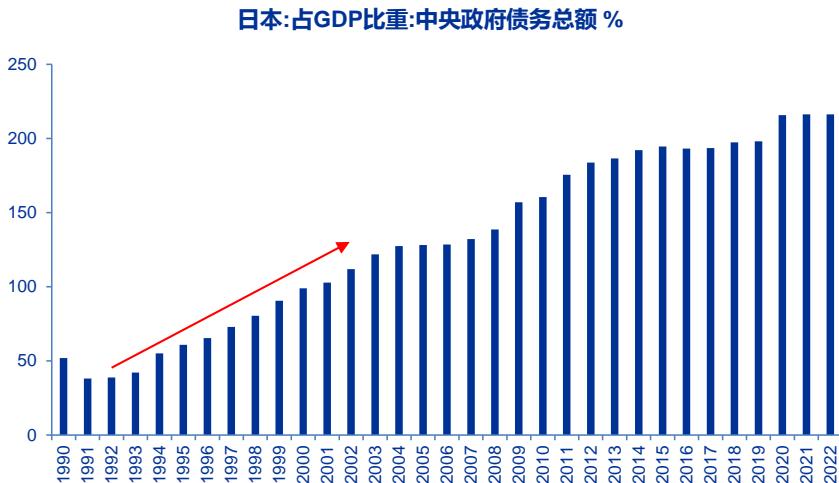
资料来源：Datastream，申万宏源策略研究

- 1990年代初，日本对经济下跌还普遍保持着乐观的态度，认为这只是普通的景气周期循环。自1992年3月开始，财政政策以提高景气为首要任务，采取了明确的凯恩斯主义财政政策，包括促进公共投资，如促进电力、通讯等民间设备投资等等。
- 除增加政府公共投资之外，日本政府还于1994年实行了针对个人所得税5.5万亿日元的一次性“特别减税”政策。

日本宽财政政策表

时间	名称	金额(万亿日元)	内阁	后续股市趋势
1992年8月20日	综合经济对策	10.7	宫泽	急涨起点
1993年4月13日	综合经济对策推进措施	13.2	宫泽	震荡
1993年9月16日	紧急经济对策	6.2	细川	下跌2个月后上涨
1994年2月8日	综合经济对策	15.3	细川	上涨
1995年4月14日	日元升值紧急经济对策	7.0	村山	下跌1.5个月后上涨
1995年9月20日	经济对策	14.2	村山	上涨
1998年4月24日	综合经济对策	16.0	桥本	下跌7个月后上涨
1998年11月16日	紧急经济对策	17.0	小渊	上涨
1999年11月11日	经济新生对策	18.0	小渊	上涨
2000年秋	新发展经济对策	12.0	森喜朗	下跌

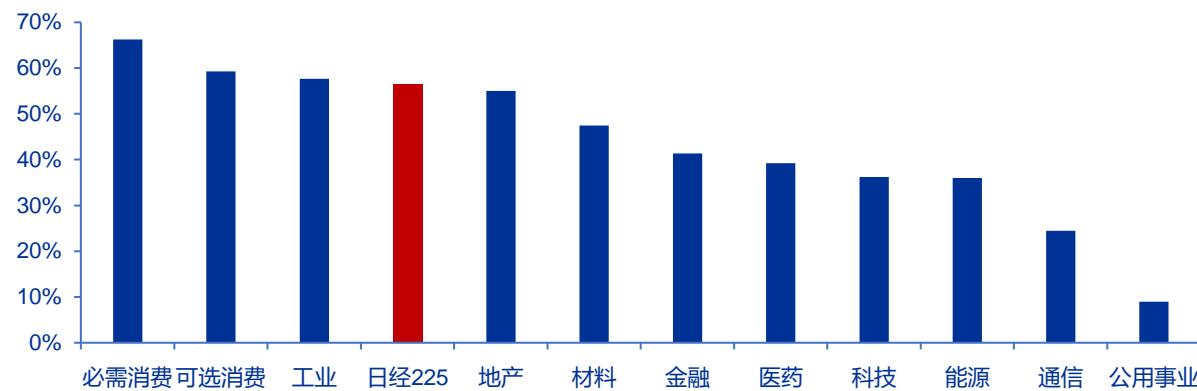
- 从1992年开始，日本政府财政赤字连续上行，到2001年已经超过100%（这也为未来的财政紧缩埋下伏笔）。
- 1992-1994年经济压力较大之际，日本政府不断加大财政投入，公共投资对于实际GDP增速的贡献连续三年超过企业设备投资的相应贡献。



日本:对实际GDP同比 增长的拉动 (%)	GDP	私人消费	私人住宅投 资	私人企业设 备投资	公共投资	政府消费	商品和服 务:净出口
1990	5.3	2.7	0.2	1.7	0.5	0.4	0
1991	3.4	1.2	-0.3	1	0.2	0.5	0.7
1992	0.9	1.1	-0.3	-1.4	1	0.4	0.6
1993	0.2	0.6	0.1	-1.7	0.9	0.5	0.1
1994	0.9	1.2	0.4	-0.9	0.1	0.5	-0.2
1995	2.6	1.3	-0.3	1.2	0	0.6	-0.5
1996	3.1	1	0.6	1	0.5	0.4	-0.5
1997	1	0.3	-0.6	0.6	-0.6	0.2	1
1998	-1.3	-0.3	-0.7	-0.2	-0.3	0.2	0.4
1999	-0.3	0.6	0	-0.8	0.5	0.6	-0.1
2000	2.8	0.8	0.1	0.9	-0.8	0.6	0.5
2001	0.4	1.1	-0.2	0	-0.3	0.4	-0.8

- 1995年1月17日，日本阪神地区发生了7.3级大地震，对日本的经济和社会造成了巨大的破坏，与此同时日元兑美元汇率持续升值。4月，村田内阁出台《日元升值紧急经济对策》，9月加码14.2万亿日元的财政扩张政策，与此同时，日本央行同年连续2次降息，贴现率降至0.5%。
- 1995年6月，日本政府成立“股市安定基金”，由银行出资约2万亿日元，7月，美联储预防式降息，同时日美在协商之下，日元结束升值。
- 1995年7月-1996年6月，日经225指数开启为期约1年的反弹，反弹幅度为56.5%。结构上，宏观经济企稳预期之下，消费+制造领涨，需要说明的是，可选消费中汽车涨幅较高，1996年也是日美汽车贸易战结束的年份。

1995-1996年反弹

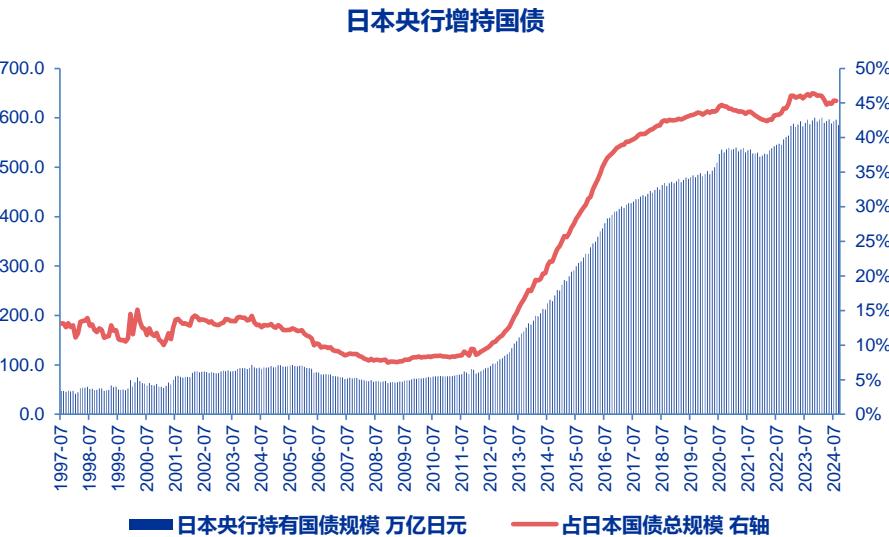
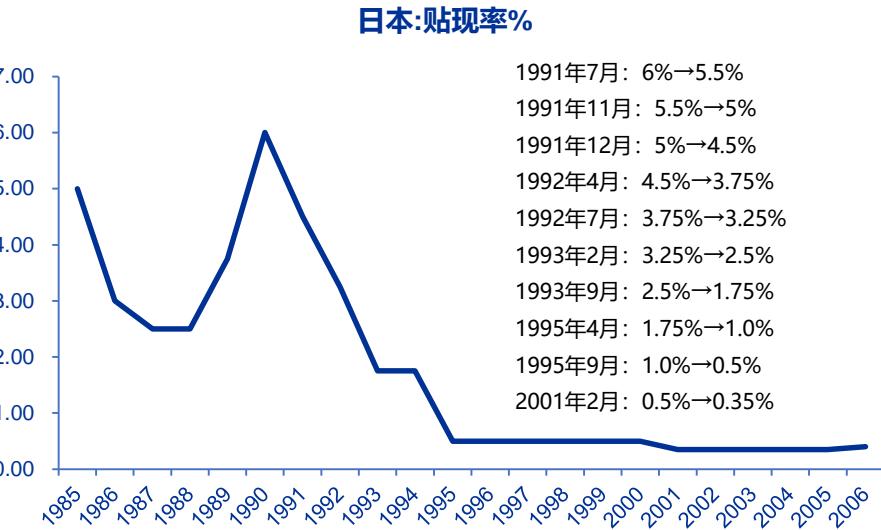


1995-1996：美联储降息、日元汇率结束升值

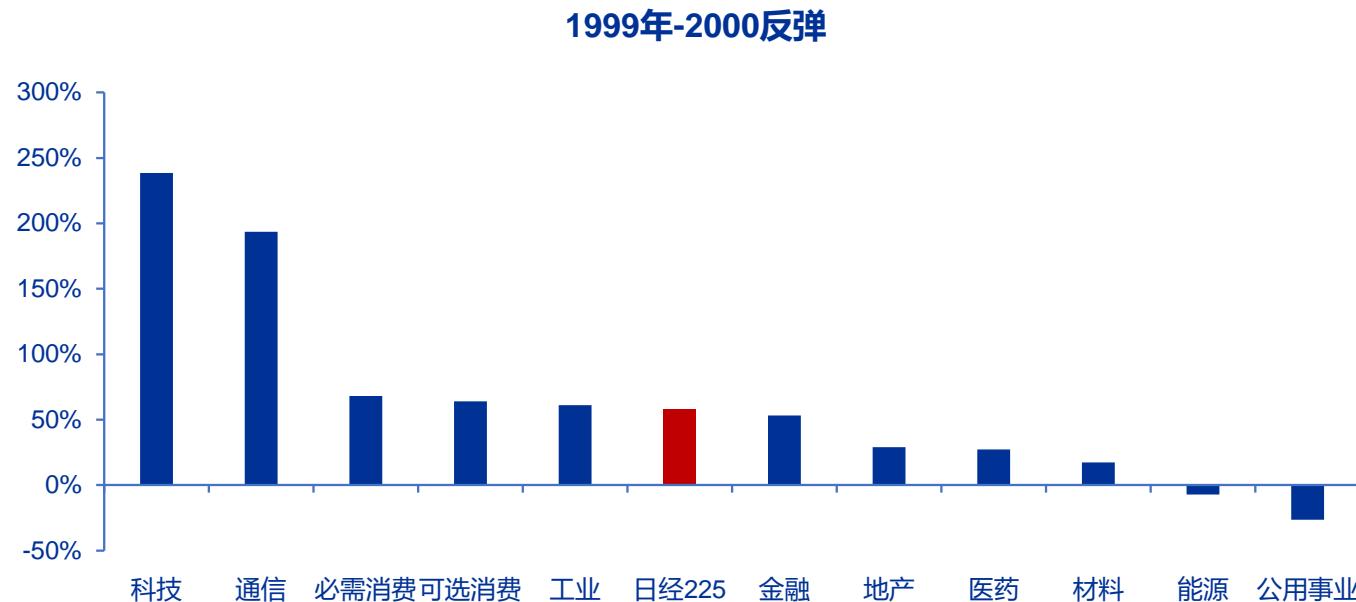
- 美联储预防式降息：1995年7月，美联储在议息会议上将联邦基金利率目标区间下调了25个基点，这是自1990-1991年经济衰退后首次开启降息周期。当时美国经济总体增长稳健，但美联储为了预防潜在的经济下行风险，决定降低利率，以刺激经济和防止通货膨胀过低。



- 日央行从1991年7月起开始降低贴现率，至1995年已经下调至0.5%，但日本信贷持续传导不畅，货币乘数不断降低，日本银行在1998年开始又下调隔夜拆借利率。到1999年3月下降至0.03%，进入所谓“零利率”时期。
- 1997年开始，日本央行开始购买国债，每月两次在国债二级市场上买进4000亿日元的国债，1998年增加到6000亿日元。



- 1999年，全球经济逐步从1997年的亚洲金融危机中恢复，叠加互联网产业趋势进入顶峰，全球股市都有明显上涨（A股在1999年经历了“519”行情）。
- 1999年-2000年4月的反弹中，日经225指数上涨57.4%。1999年的反弹结构比较简单：科技，涨幅远超指数和其他行业。这也是产业趋势之下的必然。另外，本轮反弹中有两个行业下跌，分别是能源和公用事业。



资料来源：Datastream，申万宏源策略研究

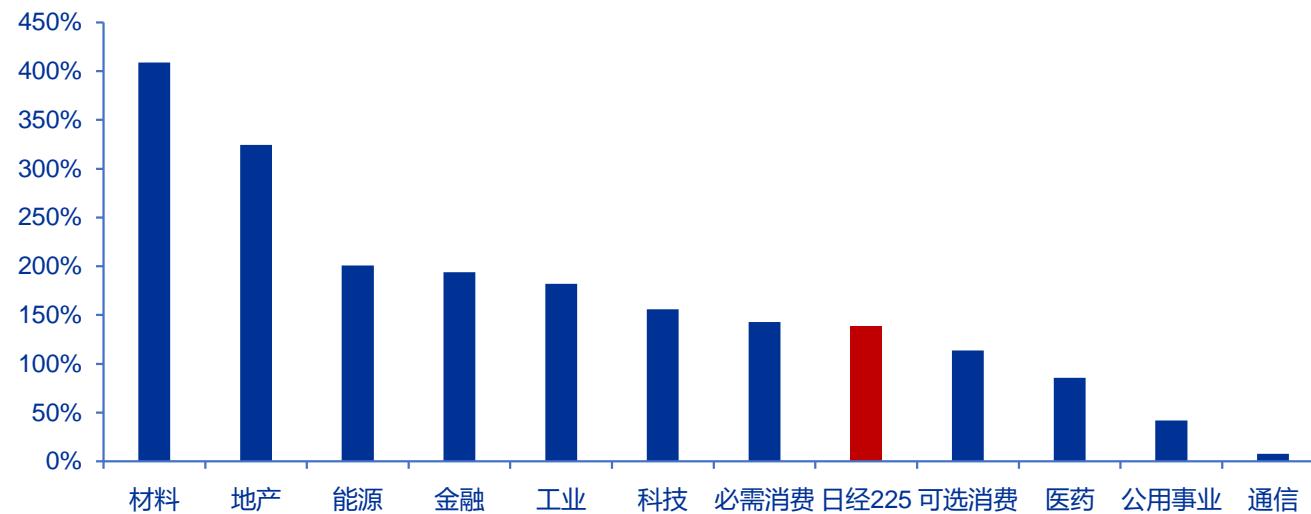
科网泡沫：科技周期由美国和日本主导

- 1990年代，全球迎来新一轮科技浪潮，信息技术行业快速发展。PC+互联网+Windows操作系统结合，半导体、路由器等硬件设备技术不断革新，各类办公、数据库、播放器等软件层出不穷，信息革命爆发。**
- 在这一轮科技革命中，全球技术周期主要由美国、日本主导，且日本以硬件创新为主。下表展示了1990s全球耳熟能详的新产品/技术。同样我们也关注到，日本企业“专精特新”、“隐形冠军”的特征也很突出，在电子、化工、机械、材料等多个细分子领域均不断推陈出新。**

年份	新产品/技术	公司	国家/地区	年份	新产品/技术	公司	国家/地区
1992	第一条SMS短信 windows 3.1 IBM ThinkPAD 第一台便携摄像机 (handycam)	工程师尼尔·帕普沃斯 Microsoft (微软) IBM Sony (索尼)	美国 美国 美国 日本	1996	Internet Explorer 3.0浏览器 StarTAC, 首款商用折叠手机 Nintendo 64游戏机发布 Pilot 手持设备问世	Microsoft (微软) Motorola (摩托罗拉) Nintendo (任天堂) Palm Toshiba (东芝) 英特尔、微软、IBM等联合设计	美国 美国 日本 美国 日本 美国
1993	Mosaic浏览器 Pentium处理器发布 超级任天堂娱乐系统 (SNES) 液晶显示器 (LCD) 进入消费市场 第一人称射击游戏《Doom》 (毁灭战士) 发布 触摸屏 Apple Newton 发布 windows NT	Netscape (网景) Intel (英特尔) Nintendo (任天堂) Sharp (夏普) id Software Apple (苹果) Microsoft (微软)	美国 美国 日本 日本 美国 美国 美国	1997	IBM发布Deep Blue计算机，并击败国际象棋世界冠军加里·卡斯帕罗夫 MiniDisc (数字音频存储格式) 乔布斯重回苹果 Netflix 成立并采用 Wi-Fi 802.11 标准 丰田Prius, 第一款混合动力汽车	IBM Sony (索尼) Apple (苹果) Netflix (网飞) TOYOTA (丰田)	美国 日本 美国 美国 日本
1994	第一个商用化的互联网雅虎 (Yahoo!) 成立 Playstation游戏机 60英寸LCD电视问世 Apple发布Power Macintosh计算机 亚马逊成立	Yahoo! (雅虎) Sony (索尼) Sharp (夏普) Apple (苹果) Amazon (亚马逊)	美国 日本 日本 美国 美国	1998	谷歌成立 Windows 98 第一台 iMac问世 第一款便携式 MP3 播放器 MPMan 发布 Kindle电子书阅读器	Google (谷歌) Microsoft (微软) Apple (苹果) Saehan (世韩) Amazon (亚马逊)	美国 美国 美国 韩国 美国
1995	Windows 95 IE 1.0 JavaScript eBay成立 NEC Mobile Gear (掌上电脑) DVD标准推出	Microsoft (微软) Microsoft (微软) Sun Microsystems eBay NEC (日电) Panasonic (松下) Sony (索尼) Philips (飞利浦斯)	美国 美国 美国 美国 日本 日本 日本 荷兰	1999	AIBO (家用机器狗，具有人工智能功能) Ameo (可折叠手机) Bluetooth技术推出 Apple AirPort (和 iBook) 发布	Sony (索尼) KYOCERA (京瓷) Ericsson (爱立信) Nokia (诺基亚) IBM Apple (苹果)	日本 日本 瑞典 芬兰 美国 美国
				2000	Windows 2000操作系统 PlayStation 2游戏机	Microsoft (微软) Sony (索尼)	美国 日本

- 2003年-2007年的这轮反弹，也许直接用“牛市”描述更为合适。
- 在这轮上涨中，日经225指数上涨139%，持续超过4年的时间。尽管2003年-2007年日本小泉内阁总体选择了偏保守的财政政策，但受益于中国经济腾飞对全球经济增长的拉动，日本周期、制造、科技均有超额收益。

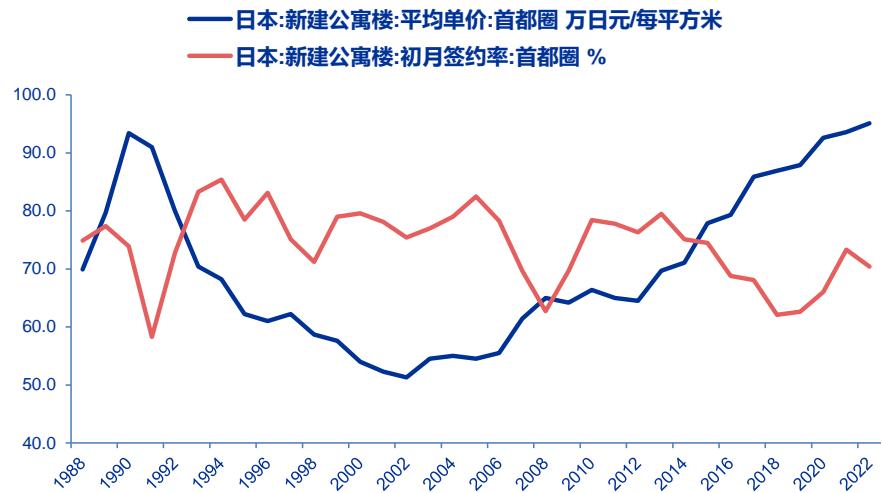
2003-2007年反弹



资料来源：Datastream，申万宏源策略研究

2000s: 日本东京圈房价企稳+全球经济高速增长

- 2003年，虽然日本全国房价仍在下跌，但是核心地段东京圈的房价已经开始企稳回升。
- 与此同时，中国加入WTO拉动全球经济复苏，全球主要经济体均进入GDP快速增长期。



- 1992年8月：超跌反弹，宽财政+宽货币政策推出
- 1995年6月：阪神大地震后连续两次宽财政&宽货币+日本政府成立“股市安定基金”+美联储预防式降息+日元结束升值，总体宏观经济预期企稳
- 1999年1月：宽财政、宽货币+科网泡沫产业趋势
- 2003年4月：日本东京圈房价企稳+债务问题基本解决+中国加入WTO成为全球经济增长的火车头



总结：一级行业区间表现

主要上涨逻辑		超跌反弹+宽财政货币		宽财政货币+美联储降息+股市救市		科网泡沫+宽财政货币		日本房价企稳+中国高速增长	
一级行业	属性	反弹1.0	调整1.0	反弹2.0	调整2.0	反弹3.0	调整3.0	反弹4.0	调整4.0
起始时间	进攻： 反弹阶段至少3次跑赢指数；	1992/8/18	1994/6/17	1995/7/3	1996/6/26	1999/1/5	2000/4/12	2003/4/28	2007/7/20
结束时间	抗跌： 下跌阶段均跑赢指数	1994/6/17	1995/7/3	1996/6/26	1999/1/5	2000/4/12	2003/4/28	2007/7/20	2009/3/10
科技	进攻	83%	-25%	36%	-7%	238%	-82%	156%	-65%
通信	/	92%	-21%	24%	-6%	194%	-72%	8%	-34%
医药	抗跌	28%	-25%	39%	2%	27%	-34%	86%	-45%
可选消费	进攻+抗跌	55%	-32%	59%	-18%	64%	-49%	114%	-56%
必需消费	进攻	62%	-33%	66%	-17%	68%	-44%	143%	-60%
能源	/	57%	-30%	36%	-61%	-7%	9%	201%	-56%
材料	/	47%	-32%	47%	-57%	17%	-37%	409%	-72%
工业	进攻	71%	-34%	58%	-34%	61%	-47%	182%	-66%
公用事业	抗跌	25%	-16%	9%	-12%	-27%	30%	42%	-25%
地产	/	66%	-30%	55%	-51%	29%	-38%	324%	-72%
金融	/	62%	-32%	41%	-57%	53%	-65%	194%	-68%
指数幅度	/	50%	-33%	56%	-42%	57%	-63%	139%	-61%
阶段划分	属性	反弹1.0						反弹1.0合计	调整1.0
起始时间	进攻： 3次小波段上涨至少2次跑赢指	1992/8/18	1992/9/10	1993/3/4	1993/4/15	1993/9/13	1993/11/29	1992/8/18	1994/6/17
结束时间	数+反弹1.0合计跑赢指数； 抗跌： 2	1992/9/10	1993/3/4	1993/4/15	1993/9/13	1993/11/29	1994/6/17	1994/6/17	1995/7/3
趋势	次小波段+调整1.0均跑赢指数	急涨	下跌	上涨	平台震荡	下跌	上涨	上涨	下跌
科技	进攻	17%	-12%	38%	4%	-18%	50%	83%	-25%
通信	进攻	29%	10%	52%	-7%	-30%	37%	92%	-21%
医药	抗跌	27%	-7%	14%	6%	-17%	8%	28%	-25%
可选消费	抗跌	20%	-8%	24%	3%	-15%	28%	55%	-32%
必需消费	进攻	17%	-6%	25%	0%	-15%	39%	62%	-33%
能源	进攻	36%	-14%	26%	9%	-18%	19%	57%	-30%
材料	抗跌	27%	-9%	30%	-6%	-20%	30%	47%	-32%
工业	进攻	24%	-11%	33%	1%	-21%	44%	71%	-34%
公用事业	抗跌	18%	-3%	28%	-4%	-12%	2%	25%	-16%
地产	进攻	35%	-10%	35%	2%	-24%	30%	66%	-30%
金融	抗跌	36%	-11%	21%	15%	-22%	23%	62%	-32%
指数幅度	/	32%	-11%	23%	2%	-24%	34%	50%	-33%

- 风险提示：在宏观政策、产业趋势之外，地缘政治也对日本经济和股市的走向有较大影响。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华东B组	李庆	18017963206	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	: 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY) :	: 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	: 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	: 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	: 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	: 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	: 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用它们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

刘雅婧
liuyj@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com

1012 财政部新闻发布会解读

地方财政有望“再扩张”

总结来看，尽管本次发布会没有明确给出市场期待的增量政策具体规模，但我们认为一方面可能还需等待相关的审批程序，另一方面相比具体规模而言更重要的是政策基调的转变。

财政政策既不回避当前的压力和困难，而且在既有权限内积极发力，同时也调整了化债思路，使得地方政府有希望从以应对化债压力为主的“紧平衡”重新转变为以稳增长为主的“扩张性”财政。

风险提示：海外经济金融环境存在不确定性，或对国内经济政策的出台产生影响；短期经济下行压力或进一步加大；增量政策出台的节奏存在不确定性。

证券研究报告

2024年10月12日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-国庆假期消费概览》 2024-10-07
- 2 《宏观报告：宏观报告-超强非农或引发联储反向焦虑》 2024-10-07
- 3 《宏观报告：宏观报告-石破茂成为日央行加息新变量》 2024-10-03

国新办 10 月 12 日举行新闻发布会，介绍“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。¹

1、“预计全国一般公共预算收入增速不及预期。”“中国财政有足够的韧劲，通过采取综合性措施，可以实现收支平衡，完成全年预算目标，请大家放心！”“2022年下半年开始，受多种因素的影响，一些地方出现了债务风险隐患。”

与 926 政治局会议提出的“当前经济运行出现一些新的情况和问题”类似，政策层面对当前的困难直言不讳，指出当前财政收入存在压力、地方债务有风险隐患，说明当前推出增量财政政策的必要性和紧迫性较强。

2、“为了缓解地方政府的化债压力，除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，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。”“这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，这无疑是一场政策及时雨，将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心，巩固基层‘三保’。”

化债思路的变化，可能是地方财政再扩张的开始，我们认为这是本次发布会最重要的信号。

在税收收入和土地出让收入同时下滑的情况下，偏刚性的债务支出和化债压力限制了地方政府在稳增长方面的投入，使得基建的实物工作量在近年来持续偏弱。

财政部明确提出“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”，意味着化债思路可能出现了较为明显的转变，与 926 政治局会议对防风险态度转弱相对应，政策重心或进一步向稳增长倾斜。

具体来看，我们认为本轮化债可能与 2015 推出的置换债较为类似，由中央财政向地方政府提供更大的化债资源支持，利用地方财政表内债务来置换表外的隐性债务，从而减轻地方政府的偿债压力。

对地方政府来说，拥有更多的化债资源以后，就可以从化债中腾挪出更多的地方财力和精力，来支持稳增长和“三保”工作。我们认为，地方政府在稳增长上有望逐渐从“紧平衡”的状态转变为“再扩张”，基建投资的实物工作量可能会出现一定程度的改善。

从规模上来看，本次发布会明确指出 2023、2024 年分别安排了 2.2、1.2 万亿元的化债支持政策，而本轮对隐债的置换又是近年来力度最大的措施，因此预计本轮置换债的规模或将超过 2023 年的 2.2 万亿元。

3、“逆周期调节绝不仅仅是以上的四点，这四点是目前已经进入决策程序的政策，我们还有其他政策工具也正在研究中。比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。”

今年地方综合财政收入相较年初的预算，可能存在 3.1 万亿元左右的缺口，同时今年 3% 的赤字率低于去年的 3.8%，因此存在提高赤字率、增发国债的必要性。（详见报告《政策加码的必要性与可能性》，2024.9.7）

虽然本次发布会并未明确是否会在年内提高赤字、增发国债，但从“其他政策工具正在研究”、“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”来看，政策基调明显积极，信号意义较大，我们认为在年内增发国债的概率在增加。

而之所以本次发布会未能明确，可能与预算程序有关。增发国债涉及到调整财政预算，而调整财政预算需要经过全国人大常委会的审批，因此即使存在增发国债的政策储备，

¹ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34941/tw/>

可能也需要完成相关的审批程序后才能够对外披露。

因此，可能在 10 月底召开的全国人大常委会将会是财政政策下一个重要的观察窗口。

4、**“中央财政从地方政府债务结存限额中安排了 4000 亿元，补充地方政府综合财力”。**

截至 2023 年末，地方政府债务还存在 1.4 万亿元尚未使用的结存限额，由于这部分限额在此前已经经过了全国人大的审批，因此在结存限额内增发地方债并不违反相关程序，是财政政策在既有权限内积极发力的体现。

5、**“发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。”**

这是财政政策对 9 月 24 日央行、金监局、证监会新闻发布会上提出的“国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本”²的配合。

一方面，在大行净息差持续走低的情况下，有助于增强银行支持实体和扛风险的能力。另一方面，由于降息可能会进一步压缩银行息差水平，及时补充银行资本金也为货币政策进一步宽松创造了空间。

6、**“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”、“用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房”、“用好保障性安居工程补助资金……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”。**

财政部明确专项债未来可以用于回购闲置土地、收购存量商品房，有助于促进房地产市场供需关系进一步均衡。我们认为，用于闲置土地或房地产项目的城投平台可能在专项债收储的过程中优先收益。

总结来看，尽管本次发布会没有明确给出市场期待的增量政策具体规模，但我们认为，一方面可能还需等待相关的审批程序，另一方面相比具体规模而言更重要的是政策基调的转变。财政政策既不回避当前的压力和困难，而且在既有权限内积极发力，同时也调整了化债思路，使得地方政府有希望从以应对化债压力为主的“紧平衡”重新转变为以稳增长为主的“扩张性”财政。

² <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34875/tw/>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com

中国经济 | 点评报告

大财政之路开启

——财政动态跟踪系列 4

报告要点

政策态度上，财政部释放积极信号，未来增量政策可期，但由于部分政策法定程序没有走完，财政部无法披露更多的规模数据。潜在政策方面，①对于短期年内财政缺口，财政表示有韧性、综合性措施，实现收支平衡、预算目标；②对于中长期地方化债问题，拟推出近年来支持化债力度最大的一项措施；③对于中长期地产和内需问题，包括发行特别国债补充国有大行核心一级资本、地方债支持地产止跌企稳和加大对重点群体的支持保障力度等。政策效果上，大财政之路开启，有利于提振市场信心，后续关注政策的规模、节奏、结构等细节。

分析师及联系人



于博

SAC: S0490520090001

SFC: BUX667



宋筱筱

SAC: S0490520080011



蒋佳榛

SAC: S0490524080005

大财政之路开启

——财政动态跟踪系列 4

事件描述

2024 年 10 月 12 日，国新办举办“加大财政逆周期调节力度、推动经济高质量发展”新闻发布会，财政部强调未来聚焦四个方面：1) 较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务；2) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；3) 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；4) 加大对重点群体的支持保障力度，针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。对此，我们从政策态度、潜在政策、政策效果三个方面来解读。

事件评论

● 政策态度：释放积极信号，增量政策可期。

财政政策不同于货币政策，其中政府举债实行严格的限额管理，每年 3 月的两会披露两组限额：一类是新增限额，例如 3% 的赤字率对应的中央赤字（国债）、地方赤字（地方一般债），不纳入赤字的新增特别国债、新增专项债等；一类是存量限额，国债、地方债每年都会披露存量上限。因此不论是年初、年内，想要提高举债规模，均需要走人大的审批，仅有限额空间内的规模方具有一定的灵活性。在今天的新闻发布会上，由于法定程序没有走完，财政部无法披露更多的规模数据，但是反复强调“逆周期调节绝不仅仅是以上的四点，这四点是目前已经进入决策程序的政策，我们还有其他政策工具也正在研究中。比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，规模上使用“较大规模”、“近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”等表态来努力传达积极信号。

● 潜在政策 1：短期年内财政缺口？财政有韧性、综合性措施，实现收支平衡、预算目标。

我们在《财政缺口与增量政策》中测算 1-8 月的财政缺口，按照 1-8 月两本账收入实际增速线性外推到全年，广义财政支出较年初预算存在 2.8 万亿元的缺口。对于预算缺口，财政部明确表态中国财政有韧性、有综合性措施，可以确保实现收支平衡和预算目标。就短期、弥补年内缺口来看，能使用的增量政策包括：1) 增发国债、特别国债，需要人大常委会审批，预计今年 10、11 月召开，但考虑年内时间紧迫，留给发行、使用的时间已较为紧张；2) 限额空间使用，不需要人大审批，2023 年末国债、地方一般债、地方专项债限额空间分别为 8283 亿元、6801 亿元、7500 亿元；3) 央行和主要央国企利润上缴，2023 年末央行其他负债科目为 1.1 万亿元，2024 年 8 月已达 1.66 万亿元；4) 中央、地方结余资金的使用，中央预算稳定调节基金目前剩余约 1499 亿元（扣除拟要用的），经测算地方结余资金约在 1.3 万亿元左右（扣除拟要用的）。从发行程序来看，第 1 类要走人大审批，第 2-4 类原则上监管通过就可以公布。

● 潜在政策 2：中长期地方政府化债问题？拟推出近年来支持化债力度最大的一项措施。

1) 首先，地方隐债有多少体量？2014 年底官方公布的隐债规模是 15.4 万亿元，2018 年债务摸查后没有披露具体规模。今天财政部提及 2023 年末隐债余额比 2018 年摸底数减少了 50%。由于缺乏公开数据，市场往往用城投有息债务来评估隐债规模，2023 年约为 60 万亿元，但其中无法剔除城投自己承担的债务规模。2) 其次，历史上化债力度有多大？针对 2014 年 15.4 万亿元的隐债，监管 2015 年 8 月提出三年内置换隐债，2015-2018 年实际置换达 12.2 万亿元。去年 7 月政治局会议强调化债之后，2023 年安排了 2.2 万亿元的额度，2024 年安排了 1.2 万亿元。3) 最后，会以怎样的形式来化债？不论是此前的特殊再融资债、特殊新增债等地方债形式，还是可能的特别国债形式，都是低息债务置换高息债务，隐性债务显性化，但若以国债化地方隐债，则是化债模式的再次升级。

● 潜在政策 3：中长期地产和内需问题？特别国债、地方债支持地产止跌企稳和重点群体。

1) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升其抵御风险、化解不良和信贷投放能力。2) 允许专项债券用于土地储备，或能部分对冲土地财政缺口；支持收购房存量房，加大保障性住房的供给；及时优化完善跟地产相关的增值税等税收政策。3) 加大对重点群体的支持保障力度，重点加大学生奖优助困力度，提升整体消费。

● 政策效果：大财政之路开启，提振信心，后续关注规模、节奏、结构。

中国经济当前时点不同于过往 20 年，财政的压力和重要性凸显，大财政之路是应有之意。外需、内需两个视角看经济，外需承压时，必然重视内需。而居民、企业、地方政府加杠杆能力较弱，急需中央政府加杠杆，对此，财政部强调“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”。市场密切关注的，不仅仅是短期的稳增长，更期待的是中长期问题的解决和发展。规模需要正视财政缺口，节奏宜早不宜晚，结构应该直击痛点，期待足够的举债规模和合理的支出结构，走出有成效、健康、可持续的大财政之路。对于权益市场，政策思路有积极转变，须有理性的预期和足够的耐心；对于债券市场，观察重点在于央行降准降息的配合。

风险提示

- 1、测算存在误差；2、政策效果不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

相关研究

- 《景气回升非坦途，政策加力正当时——9 月 PMI 数据点评》2024-10-01
- 《盈利同比下滑，政策发力恰逢其时——1-8 月工业企业利润点评》2024-09-28
- 《稳信心、稳市场、稳经济——9 月政治局会议点评》2024-09-26



更多研报请访问
长江研究小程序

图表目录

图 1：政府债概念解析	4
图 2：不同口径赤字率的计算	4
图 3：第一、二本账财政收支完成度测算（亿元，%）	5
图 4：国债、一般债、专项债限额空间（亿元）	5
图 5：央行资产负债表中的其他负债规模（亿元）	5
图 6：中央预算稳定调节基金余额规模（亿元）	6
图 7：地方财政前三本账本结余资金规模（亿元）	6
图 8：历次全国摸查的地方政府债务规模情况（万亿元）	6
图 9：城投平台有息债务规模及其增速（万亿元，%）	6
图 10：历年用于债务置换的债券发行规模（亿元）	7
图 11：历年专项债支持领域	7
图 12：历年专项债资金用于地产相关领域项目的规模及占比（亿元，%）	8
图 13：中美日中央政府杠杆率对比（%）	8
图 14：中美日地方政府杠杆率对比（%）	8
图 15：1998 年后，日本财政赤字率基本均在 5%以上，财政支出中社保保障费占比逐步提升（%）	9

政策态度：释放积极信号，增量政策可期。

财政政策不同于货币政策，其中政府举债实行严格的限额管理，每年3月的两会披露两组限额：一类是新增限额，例如3%的赤字率对应的中央赤字（国债）、地方赤字（地方一般债），不纳入赤字的新增特别国债、新增专项债等；一类是存量限额，国债、地方债每年都会披露存量上限。因此不论是年初、年内，想要提高举债规模，均需要走人大的审批，仅有限额空间内的规模方具有一定的灵活性。在今天的新闻发布会上，由于法定程序没有走完，财政部无法披露更多的规模数据，但是反复强调“逆周期调节绝不仅仅是以上的四点，这四点是目前已经进入决策程序的政策，我们还有其他政策工具也正在研究中。比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，规模上使用“较大规模”、“近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”等表态来努力传达积极信号。

图 1：政府债概念解析

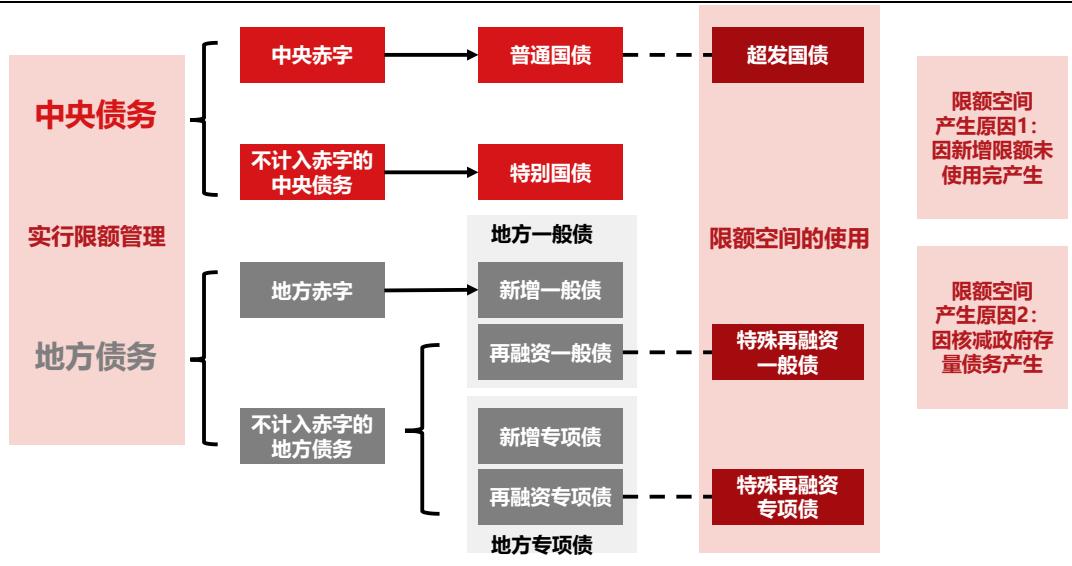
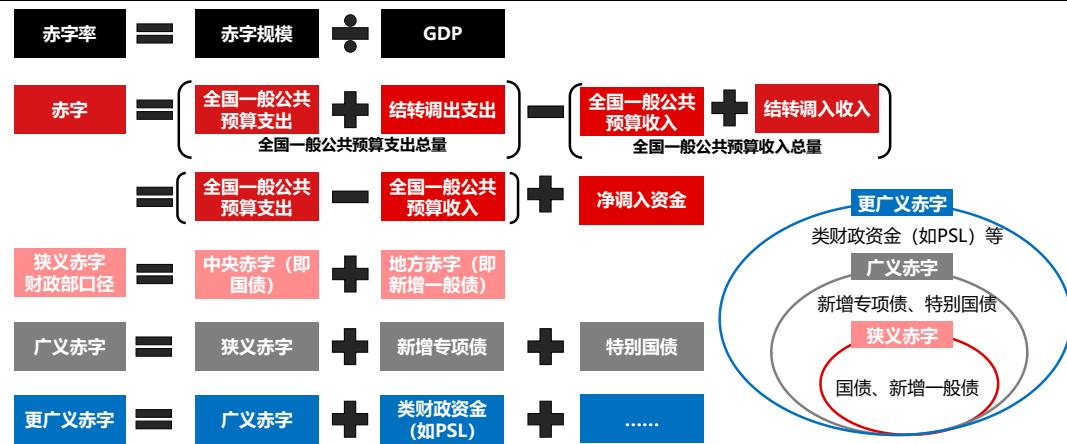


图 2：不同口径赤字率的计算



资料来源：长江证券研究所

潜在政策 1：短期年内财政缺口？财政有韧性、综合性措施，实现收支平衡、预算目标。

我们在《财政缺口与增量政策》中测算 1-8 月的财政缺口，按照 1-8 月两本账收入实际增速线性外推到全年，广义财政支出较年初预算存在 2.8 万亿元的缺口。对于预算缺口，财政部明确表态中国财政有韧性、有综合性措施，可以确保实现收支平衡和预算目标。

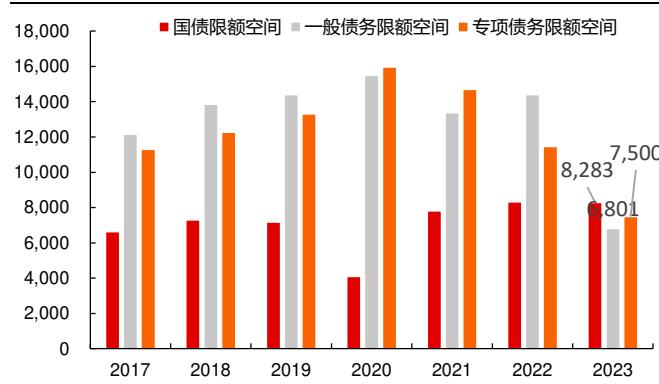
就短期、弥补年内缺口来看，能使用的增量政策包括：1) 增发国债、特别国债，需要人大常委会审批，预计今年 10、11 月召开，但考虑年内时间紧迫，留给发行、使用的时间已较为紧张；2) 限额空间使用，不需要人大审批，2023 年末国债、地方一般债、地方专项债限额空间分别为 8283 亿元、6801 亿元、7500 亿元；3) 央行和主要央国企利润上缴，2023 年末央行其他负债科目为 1.1 万亿元，2024 年 8 月已达 1.66 万亿元；4) 中央、地方结余资金的使用，中央预算稳定调节基金目前剩余约 1499 亿元（扣除拟要用的），经测算地方结余资金约在 1.3 万亿元左右（扣除拟要用的）。从发行程序来看，第 1 类要走人大审批，第 2-4 类原则上监管通过就可以公布。

图 3：第一、二本账财政收支完成度测算（亿元，%）

第一本账				第二本账				
	一般公共预算收入	国债净融资	一般债	一般公共预算支出	政府性基金收入	特别国债	专项债	政府性基金支出
2023A	216,784	41,248	7,015	274,574	2023A	70,705	39,555	101,339
2024预算规模	223,950	33,400	7,200	285,490	2024预算规模	70,802	10,000	39,000
2024预算增速	3.3%			4.0%	2024预算增速	0.1%		18.6%
2023年1-8月	151,796	15,619	5,870	171,382	2023年1-8月	33,974	30,978	57,218
2024年1-8月	147,776	18,321	5,132	173,898	2024年1-8月	26,821	5,870	48,171
2024年1-8月同比	-4,020	2,702	-738	2,516	2024年1-8月同比	-7,153	-5,177	-9,047
2024年1-8月增速	-2.6%	17.3%	-12.6%	1.5%	2024年1-8月增速	-21.1%	-16.7%	-15.8%
悲观假设：全年收入增速-3%								
2024年预计规模	210,280	33,400	7,200	271,820	2024年预计规模	56,564	10,000	39,000
预计数-预算数	-13,670	-	-	-13,670	预计数-预算数	-14,238	10,000	39,000
完成度	93.9%			95.2%	完成度	79.9%		88.2%
中性假设：全年收入增速0%								
2024年预计规模	216,784	33,400	7,200	278,324	2024年预计规模	63,722	10,000	39,000
预计数-预算数	-7,166	-	-	-7,166	预计数-预算数	-7,080	-	-7,080
完成度	96.8%			97.5%	完成度	90.0%		94.1%
乐观假设：全年收入增速3%								
2024年预计规模	223,288	33,400	7,200	284,828	2024年预计规模	67,262	10,000	39,000
预计数-预算数	-662	-	-	-662	预计数-预算数	-3,540	-	-3,540
完成度	99.7%			99.8%	完成度	95.0%		97.1%

资料来源：Wind，长江证券研究所；注：假设国债净融资、一般债、专项债、特别国债的发行，以及结转结余资金的使用均按照预算安排进行。

图 4：国债、一般债、专项债限额空间（亿元）



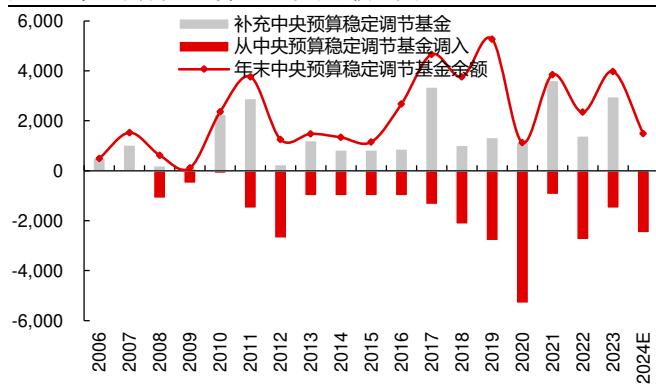
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：央行资产负债表中的其他负债规模（亿元）



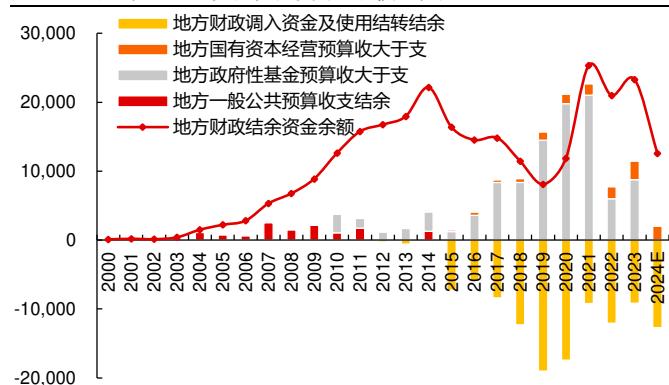
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：中央预算稳定调节基金余额规模（亿元）



资料来源：财政部，长江证券研究所

图 7：地方财政前三本账本结余资金规模（亿元）

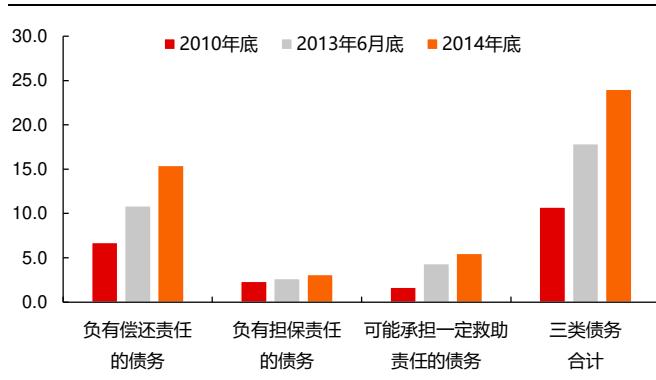


资料来源：财政部，长江证券研究所

潜在政策 2：中长期地方政府化债问题？拟推出近年来支持化债力度最大的一项措施。

- 1) 首先，地方隐债有多少体量？2014年底官方公布的隐债规模是15.4万亿元，2018年债务摸查后没有披露具体规模。今天财政部提及2023年末隐债余额比2018年摸底数减少了50%。由于缺乏公开数据，市场往往用城投有息债务来评估隐债规模，2023年约为60万亿元，但其中无法剔除城投自己承担的债务规模。
- 2) 其次，历史上化债力度有多大？针对2014年15.4万亿元的隐债，监管2015年8月提出三年内置换隐债，2015-2018年实际置换达12.2万亿元。去年7月政治局会议强调化债之后，2023年安排了2.2万亿元的额度，2024年安排了1.2万亿元。
- 3) 最后，会以怎样的形式来化债？不论是此前的特殊再融资债、特殊新增债等地方债形式，还是可能的特别国债形式，都是低息债务置换高息债务，隐性债务显性化，但若是以国债化地方隐债，则是化债模式的再次升级。

图 8：历次全国摸查的地方政府债务规模情况（万亿元）



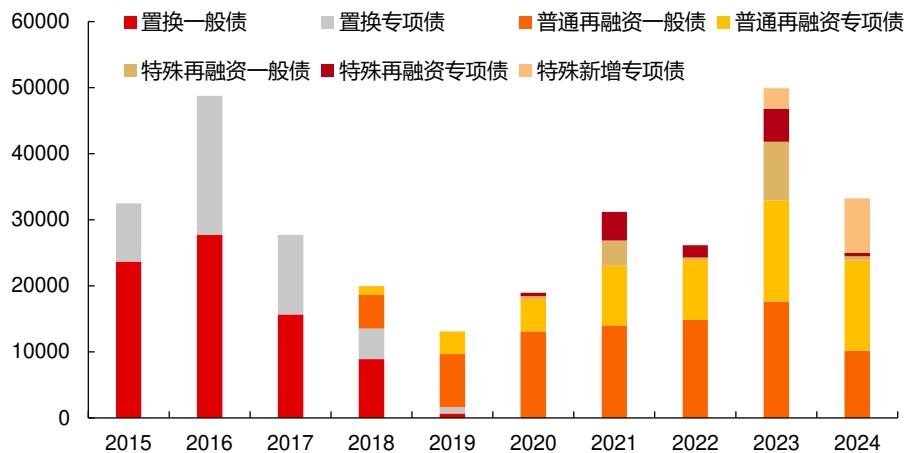
资料来源：审计署，中国人大网，长江证券研究所

图 9：城投平台有息债务规模及其增速（万亿元，%）



资料来源：企业预警通，长江证券研究所

图 10：历年用于债务置换的债券发行规模（亿元）



资料来源：Wind，企业预警通，长江证券研究所；注：2024 年数据更新至 2024-10-12。

潜在政策 3：中长期地产和内需问题？特别国债、地方债支持地产止跌企稳和重点群体。

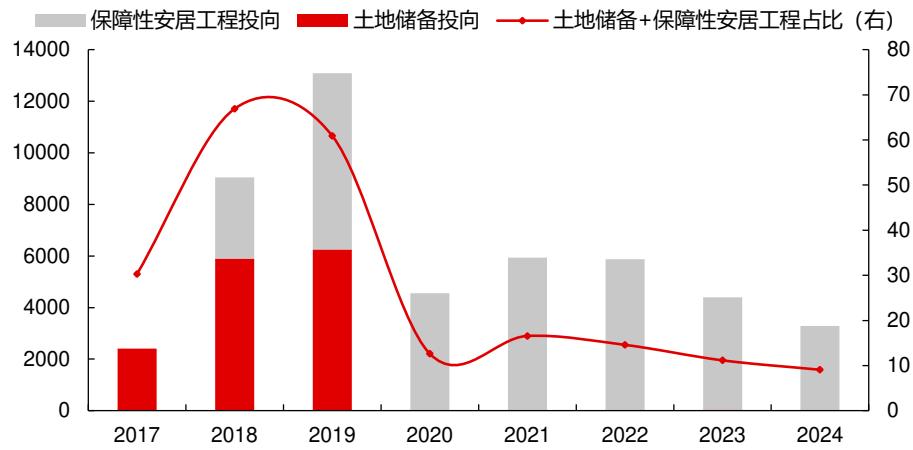
- 1) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升其抵御风险、化解不良和信贷投放能力。2) 允许专项债券用于土地储备，或能部分对冲土地财政缺口；支持收购存量房，加大保障性住房的供给；及时优化完善跟地产相关的增值税等税收政策。
- 3) 加大对重点群体的支持保障力度，重点加大学生奖优助困力度，提升整体消费。

图 11：历年专项债支持领域

2017-2018年	2019年	2021年	2022年	2023年
《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》	国务院常务会议	《关于梳理2021年新增专项债券项目资金需求的通知》	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	21世纪经济报道
两个先行试点领域	七大领域	九大领域	十大领域	十大领域
1. 土地储备 2. 政府收费公路 3. 有一定收益的公益性事业领域 *2018年新增棚户区改造专项债券	1. 交通基础设施 2. 能源项目 3. 农林水利 4. 生态环保项目 5. 民生服务 6. 冷链物流设施 7. 市政和产业园区基础设施 *明确不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及完全商业化运作的产业项目	1. 交通基础设施 2. 能源项目 3. 农林水利 4. 生态环保项目 5. 民生服务 6. 冷链物流设施 7. 市政和产业园区基础设施 8. 国家重大战略项目 9. 保障性安居工程（城镇老旧小区改造；保障性租赁住房；棚户区改造主要支持在建收尾项目，适度支持新开工项目）	1. 交通基础设施 2. 能源 3. 农林水利 4. 生态环保 5. 社会事业 6. 城乡冷链等物流基础设施 7. 市政和产业园区基础设施 8. 国家重大战略项目 9. 保障性安居工程（新增公共租赁住房） 10. 新型基础设施 11. 新能源项目（并入能源）	保障性安居工程领域新增城中村改造、保障性住房两个投向

资料来源：国务院，财政部，长江证券研究所

图 12：历年专项债资金用于地产相关领域项目的规模及占比（亿元，%）

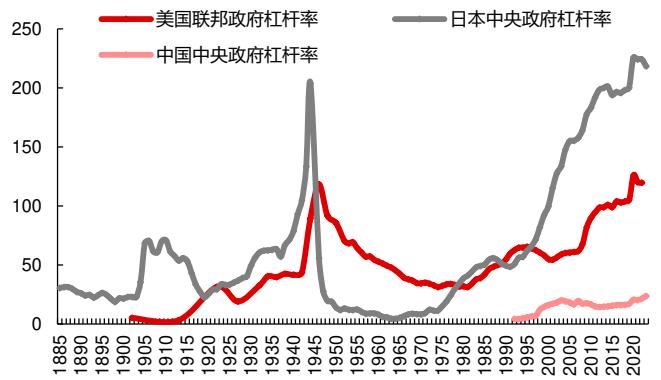


资料来源：Wind，企业预警通，长江证券研究所；注：2024 年数据更新至 2024-10-12，此处保障性安居工程包括棚改、旧改、保障性租赁住房等保障性安居工程项目。

政策效果：大财政之路开启，提振信心，后续关注规模、节奏、结构。

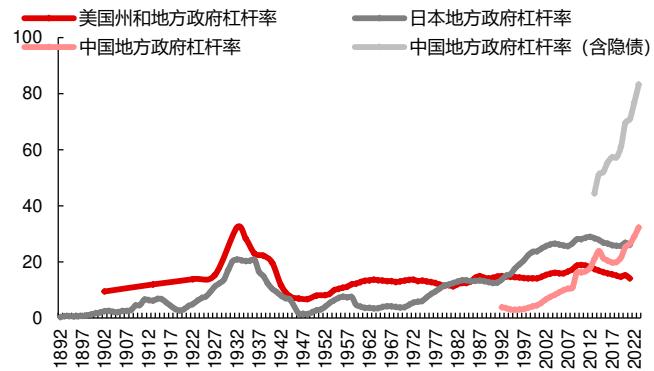
中国经济当前时点不同于过往 20 年，财政的压力和重要性凸显，大财政之路是应有之意。外需、内需两个视角看经济，外需承压时，必然重视内需。而居民、企业、地方政府加杠杆能力较弱，急需中央政府加杠杆，对此，财政部强调“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”。市场迫切关注的，不仅仅是短期的稳增长，更期待的是中长期问题的解决和发展。规模需要正视财政缺口，节奏宜早不宜晚，结构应该直击痛点，期待足够的举债规模和合理的支出结构，走出有成效、健康、可持续的大财政之路。对于权益市场，政策思路有积极转变，须有理性的预期和足够的耐心；对于债券市场，观察重点在于央行降准降息的配合。

图 13：中美日中央政府杠杆率对比（%）



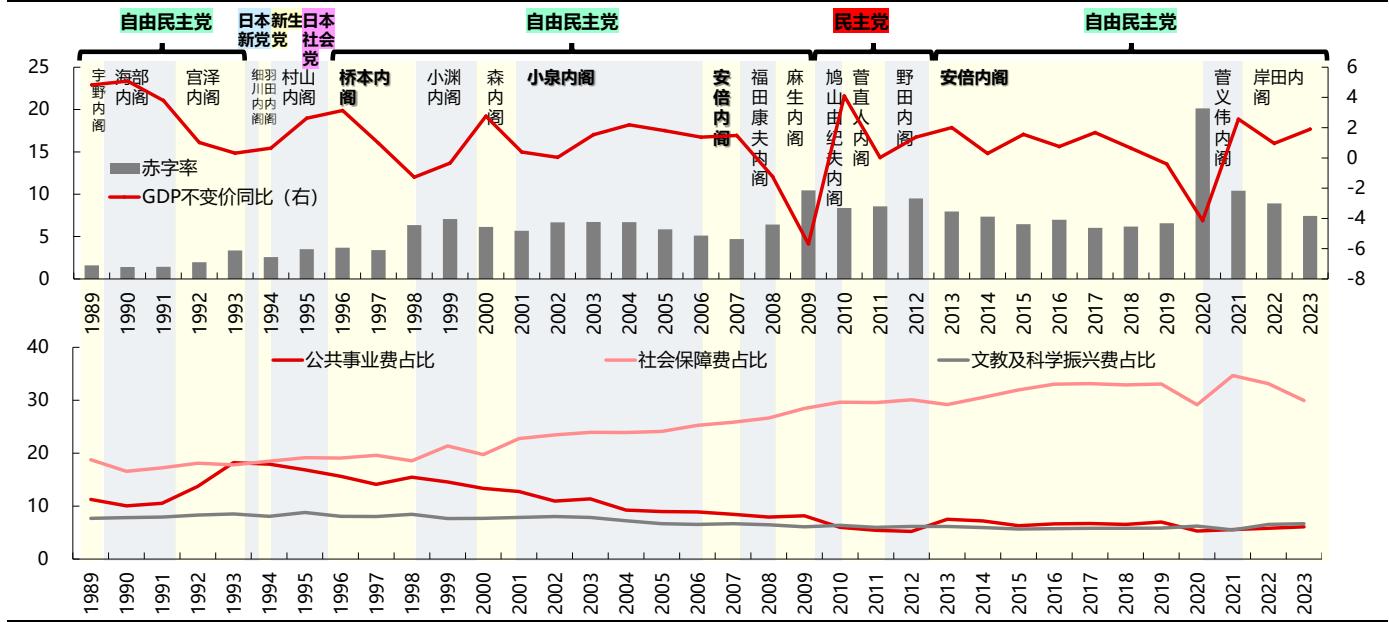
资料来源：Wind，美国普查局，日本财务省，日本总务省，企业预警通，长江证券研究所

图 14：中美日地方政府杠杆率对比（%）



资料来源：Wind，美国普查局，日本财务省，日本总务省，企业预警通，长江证券研究所

图 15：1998 年后，日本财政赤字率基本均在 5% 以上，财政支出中社保保障费占比逐步提升（%）



资料来源：日本财务省，日本统计局，长江证券研究所

风险提示

- 1、测算存在误差：财政收支完成度的测算主要是基于 2024 年 1-8 月一般公共预算收入、政府性基金收入的累计同比增速情况，并结合不同的情境，给予全年收入增速假设，2024 年实际财政收入、支出完成情况或随着宏观经济基本面的改善、稳增长政策的落地生效而与假设存在一定差异。
- 2、政策效果不及预期：本次新闻发布会提及的系列增量政策的具体规模、落地时间、用途结构等政策细节尚未披露完全，实际政策效果仍需待政策落地后进行评估，或存在政策效果不及预期等风险。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10% 之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5%~5% 之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add / 虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add / 武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add / 西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add / 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。

财政之箭引而将发

——财政部新闻发布会解读

发布日期：2024年10月12日

分析师：黄文涛 电话 010-56135232 SAC 编号：S1440510120015

分析师：刘天宇 电话 010-56135236 SAC 编号：S1440524010003

核心观点

- “化债”与“保民生”是本次会议的两大关键词。会议内容和措辞均传递了相当积极的政策取向，重点在于为地方减负，为民生托底，加快破除债务和房地产问题对地方政府的硬性约束。
- 本次会议标志着地方政府化债进入新阶段。通过提升政府债务上限，允许地方政府发行新债券来替换原有隐性债务，降低地方政府短期偿债压力。
- 中央财政加杠杆可期，财政与货币协同发力再上新台阶。

事件：

国务院新闻办公室10月12日上午10时举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安介绍“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。

简评：

“化债”与“保民生”是本次会议的两大关键词。会议内容和措辞均传递了相当积极的政策取向，重点在于为地方减负，为民生托底，加快破除债务和房地产问题对地方政府的硬性约束，体现出“打扫干净屋子再请客”的政策思路，为后续扩张性的政策部署打开空间。

本次会议标志着地方政府化债进入新阶段。会议提出，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。通过提升政府债务上限，允许地方政府发行新债券来替换原有隐性债务，降低地方政府短期偿债压力，延长债务偿还期限，实现债务由“隐”变“显”，将债务纳入正规监管体系，减少对高风险融资的依赖，提升债务管理的规范性，同时为地方政府腾出更多资源以支持经济。回溯历史，此前最大规模的一次地方债务置换规模是在2015年至2018年期间，通过发行置换债券置换非地方政府债券

形式的存量债务，累计发行规模超过 12 万亿元。此后在 2019、2020-2022 年分别进行了第二、三轮化债，方式也是通过发行置换债、特殊再融资债等来化解隐性债务。2023 年至今，财政部累计安排了超 3.4 万亿的地方政府债务限额来支持化解存量隐债和消化政府拖欠企业账款。对于本轮债务置换，财政部强调，这项政策是近年来出台的支持化债力度最大的措施，将大大减轻地方政府的债务压力，为地方政府腾出更多资源以支持经济发展和巩固基层“三保”（即保基本民生、保工资、保运转）。因此，预期本次债务置换规模可能超过 2015-2018 年的规模，有望大幅度缓解过去几年因债务问题而引发的部分地方财政的收缩倾向。

中央财政加杠杆可期，财政与货币协同发力再上新台阶。会议多次强调，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。我国中央政府债务水平在国际上处于中游偏下水平，财政总体稳健。2023 年我国中央政府债务占 GDP 的比率约为 24%，低于全球平均水平，更远低于美国的 110% 和日本的 214%，中央政府债务负担较轻。三中全会指出，要建立长效机制防范化解债务风险，进一步通过改革，着力均衡中央和地方的事权和财权，为控制地方债务规模、降低地方债务风险夯实财税基础。中央财办指出，要适当加强中央事权、提高中央财政支出比例。完善政府债务分类和功能定位，优化中央和地方政府债务结构。本次会议预示着中央政府托底力度加大，有利于优化信贷投放，提升利率市场定价效率，国债规模的扩容也将为央行货币政策操作拓展空间，财政也将有更大的发力基础。此前央行和财政部已经成立联合工作组，聚焦于债券市场平稳运行和央行公开市场操作国债买卖，表明财政与货币政策协调已经进入实质操作阶段。

图 1:IMF 广义可比赤字率 (%)

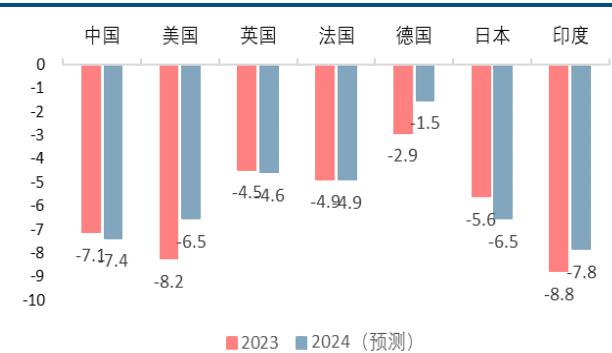
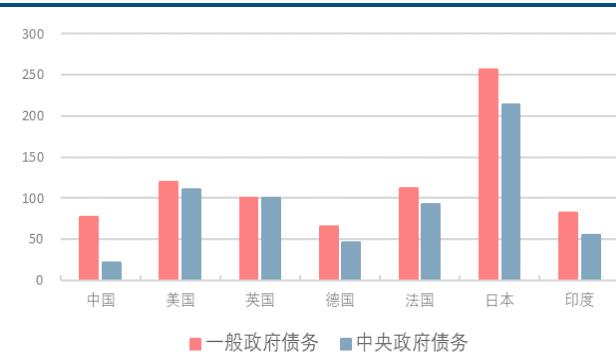


图 2: 中央/一般政府负债率 (%)



数据来源: IMF, 中信建投证券

数据来源: IMF, 中信建投证券

支持金融机构拓展信贷投放业务，对潜在的压力和风险作出前瞻性防范措施。发行特别国债，支持国有大型商业银行补充核心一级资本。为 1998 年后首次以特别国债方式直接向四大行注资。在 1998 年，财政部发行特别国债向四大行注资 2700 亿元，用于提升亚洲金融危机后四大银行的风险处置能力，满足《巴塞尔协议》资本充足率 8% 的规定。当前信贷增速下

滑，降息背景下部分商业银行可能存在潜在的净息差压力，财政本次提前发力，既是为了进一步支持银行信贷投放能力，同时也是防范潜在风险、筑牢金融安全网的预防性举措。

强化财政对房地产收储政策的支持力度。叠加运用专项债、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。财政部表示，下一步将研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施，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。结合此前央行强化保障房再贷款支持的政策措施，本轮地产收储的进程也有望得到进一步加快。

强化就业保障，筑牢民生底线。今年以来，中央财政下达就业补助资金 667 亿元，支持地方做好高校毕业生等重点群体就业、职业技能培训等工作。1-9 月全国教育支出 3 万亿元。按照全国总体 3% 的比例提高退休人员基本养老金水平，大幅提高城乡居民基础养老金的最低标准。将基本公共卫生服务经费财政补助标准提高到每人每年 94 元，城乡居民基本医疗保险财政补助标准提高至每人每年 670 元。展望后续，财政有望继续加大对基层“三保”、提升居民收入和促进消费的支持力度。

总的来看，尽管由于程序所限，本次会议没有披露增量政策规模的具体数字，但对市场数年来关心的地方政府化债、中央政府加杠杆、房地产风险化解等问题进行了明确、积极的政策回应，向市场进一步重申了政府加快改革化险进度的政策框架，有利于提振市场信心，改善主体预期，为提升后续刺激政策的效果打下良好基础。

风险分析

各级主体可能存在对政策理解不深刻、贯彻落实不到位的风险，政策效果可能不及预期。经济下行压力可能持续存在，地产筑底时间可能超预期，拖累宏观经济总体走势。消费、投资的复苏可能存在时滞，通缩风险仍存。

欧美货币政策的影响或超预期，拖累全球经济增长和资产价格表现。海外需求出现下滑迹象，美国、欧洲等发达经济体衰退风险不减，可能拖累我国的出口产业和企业出海投资。

地缘政治冲突仍存不确定性，中东、俄乌等地区动荡，扰动全球经济增长前景和市场风险偏好。

分析师介绍

黄文涛

经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、研究发展部联席负责人、中信建投机构委、投委会委员，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信改革发展研究基金会咨询委员、中信研究院资深研究员、中国保险行业协会人身险利率专家委员会特聘专家、中国首席经济学家论坛理事、中国证券业协会首席经济学家委员会委员等职务。多次参与相关部委形势分析研讨及课题研究，多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。

刘天宇

中信建投宏观分析师，中国人民大学经济学博士，覆盖国际经济、国际关系与政治、全球化研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京

朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层

层

电话：（8610） 56135088

联系人：李祉瑶

邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海

上海浦东新区浦东南路 528 号南

塔 2103 室

电话：（8621） 6882-1600

联系人：翁起帆

邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳

福田区福中三路与鹏程一路交

汇处广电金融中心 35 楼

电话：（86755） 8252-1369

联系人：曹莹

邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港

中环交易广场 2 期 18 楼

电话：（852） 3465-5600

联系人：刘泓麟

邮箱：charleneliu@csci.hk

钢厂盈利率显著回升

实体经济图谱
2024年第37期

分析师：陈兴 博士
财通宏观首席分析师
S0160523030002

分析师：马骏 博士
S0160523080004

联系人：陈莹
2024年10月12日

各行业量价速览

• 十月快要过半，经济呈现边际好转。从需求端来看，新房销量还比较弱，高线级城市略有回升，而三四线拖累严重，二手房仍在以价换量。受益于以旧换新政策落实，乘用车零售销量增速再度上行。服务消费表现相对亮眼，国庆假期商圈人流大幅上行，酒店收入录得历年同期次高。从生产端来看，受益于一揽子刺激政策，与地产相关的钢铁、水泥和玻璃等行业呈现较大改善，其中钢厂盈利率较节前大幅回升。化工产业链整体有所改善，但与基建相关的石油沥青装置开工率仍创历年新低。近期各部委新政密集出台，刺激再度加码，但对实体经济改善或有滞后，重点关注地产何时触底回稳。

收 入	量	降	升	升					升		降	降				升	升	降
	价			降	分化	升	升	降	升	升	升				升	升	升	
行 业	电 力	客 运	货 运	煤 炭	有 色	原 油	玻 璃	水 泥	钢 铁	化 工	机 械	重 卡	酒 店	电 影	农 副 食 品	家 电	乘 用 车	房 地 产
	基础设施		生产制造						消费服务									

目录

消费服务

房地产: 10月前10天42城新房销量增速降幅走扩，二手房均价环比增速下降。

乘用车: 9月乘联会零售、批发销量增速均升，本周开工率上升。

家电: 8月三大白电厂家销量同比增速均上涨，空调库销比走高。

农副食品: 本周农产品批发价格指数续降，猪肉价格持续下降。

电影: 上周票房收入及观影人次双双上行，“国庆档”加成下观影市场回暖。

休闲服务: 上周商圈人流大幅上行，酒店实际营收升至同期次高。

生产制造

用工: 上周用工量创同期新低，用工价继续上行。

机械: 9月挖掘机销量同比增速下行，塔吊吨米利用率持续上升。

重卡: 9月重卡销量同比降幅走扩，环比降幅走扩。

化工: 本周PTA产业链产品价格多数上行，本周负荷率涨多跌少。

钢铁: 本周钢价涨跌互现，毛利上升，钢材产量增速回升，库存去化。

水泥: 本周全国水泥价格续升，水泥企业库容比回落。

玻璃: 本周浮法玻璃均价触底回升，库存大幅去化。

原油: 本周原油价格上涨，CRB指数均值下行，美元指数走高。

有色: 本周金属价格下跌，铜库存回补，铝库存去化。

煤炭: 本周煤炭价格涨跌互现，本周秦皇岛港煤炭库存去化。

基础设施

货运: 10月前6天三大货运量同比增速涨多跌少，本周整车货运流量指数续降。

客运: 本周23城地铁客运量回落，国内航班执行架次数回落。

电力: 10月前11天发电耗煤量增速回落，本周六大发电集团煤炭库存回补。

房地产：10月前10天42城新房销量增速降幅走扩，二手房均价环比增速下降

指标	数据表现	解读
需求	9月42城新房销量增速降至-31.3%，19城二手房降至5.2%。 9月百城新房销量增速升至-20.4%，龙头房企降至-22.6%。 10月前10天42城新房销量增速降幅走扩至-34.2%， 19城二手房销量增速下降至-45.6%。	9月新房量跌价升，而二手房则量价齐跌。9月42城新房销量增速降幅走扩，但百城新房销量降幅有所收窄；19城二手房销量增速下降。9月百城新房价同比与环比略升；二手房同比降幅走扩，环比持平。10月前10天42城新房销量增速降幅走扩，其中三四线城市为主要拖累；19城二手房销量增速下降，其中三四线城市降幅最为明显。周度来看，上周二手房关注指数与带看指数环比增速所有线级城市均有上升，二手房价格环比增速一二线城市降幅收窄，上周108城二手房价环比增速下降。上周十大城市商品房库销比上升，土地成交面积同比增速下降，溢价率下降。
价格	9月百城新房价同比增速升至1.9%，二手房降至-7.1%。 上周二手房价格环比增速一二线城市降幅收窄， 上周108城二手房价环比增速下降至-0.1%。	
土地成交	上周土地成交面积同比增速下降，溢价率下降。	
库存	上周十大城市商品房库销比上升至111.3周。	

图1 42城地产销量同比增速 (%)

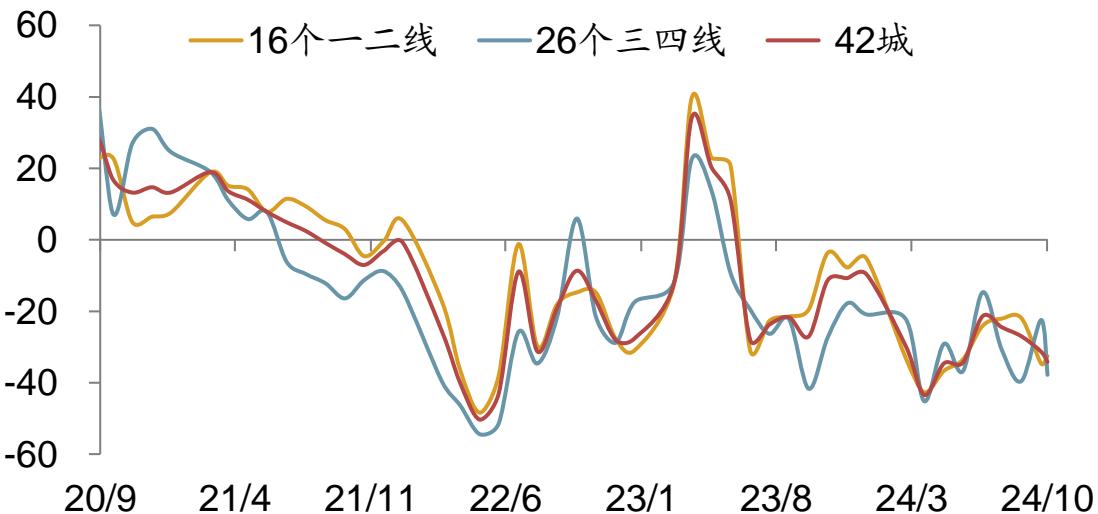
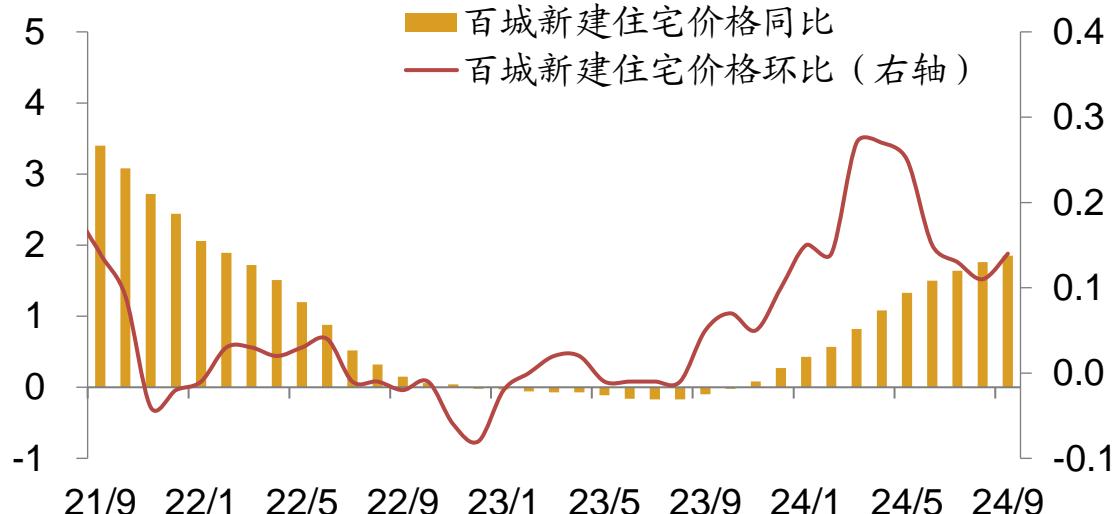


图2 百城新建住宅价格指数同、环比增速 (%)



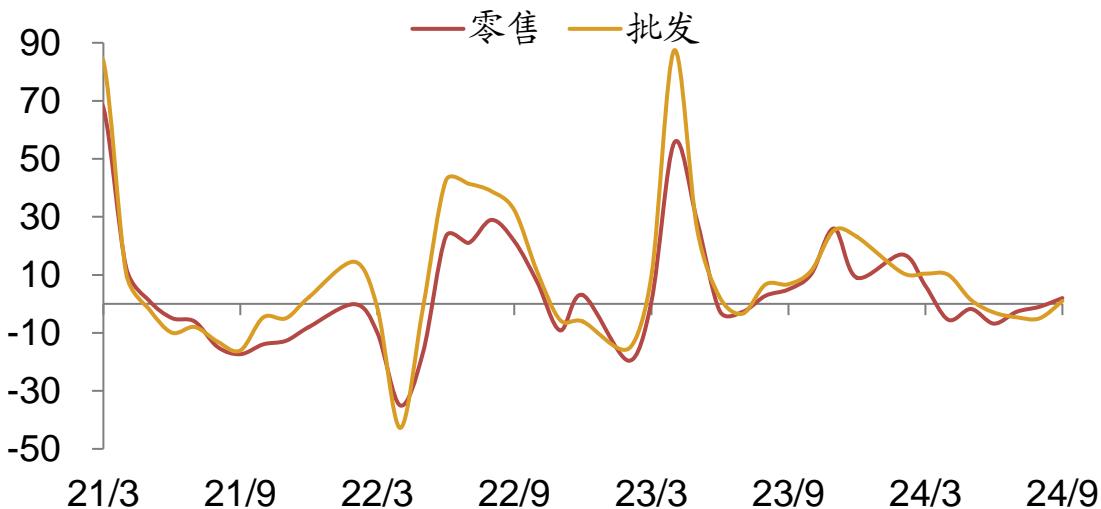
信息来源：WIND，财通证券研究所，1-2月合并，21年为两年平均增速

信息来源：WIND，财通证券研究所

乘用车：9月乘联会零售、批发销量增速均升，本周开工率上升

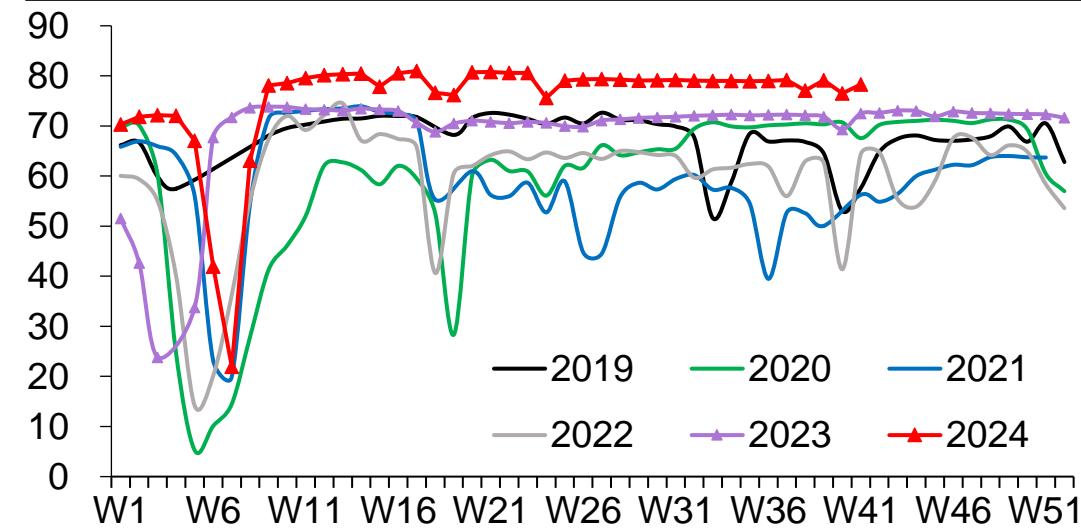
指标	数据表现	解读
需求	9月乘联会乘用车零售销量增速上升至2%，批发销量增速上升至1%。	9月乘联会零售、批发销量增速均上升。零售销量增速上升，主因各省陆续发布置换政策，截至9月25日商务部汽车以旧换新信息平台已收到汽车报废更新补贴申请超113万份，补贴申请量的快速增长支撑乘用车消费；批发销量增速上升，或因9月末没有提早休假，“金九”对车市的拉动作用得以充分发挥。受政策激励影响，乘联会预计全年国内汽车零售销量将达到2230万辆，同比增长3%。生产方面，本周半钢胎开工率上升至78.3%，且处于五年来同期新高，全钢胎开工率上升至42.6%。9月汽车库存预警指数下降至54%，指向汽车行业景气程度持续改善。
生产	本周半钢胎开工率上升至78.3%，全钢胎开工率上升至42.6%。	
库存	9月汽车库存预警指数下降至54%。	

图3 乘联会乘用车销量同比增速 (%)



信息来源：iFinD，财通证券研究所，21年为两年平均增速

图4 历年各周半钢胎开工率 (%)

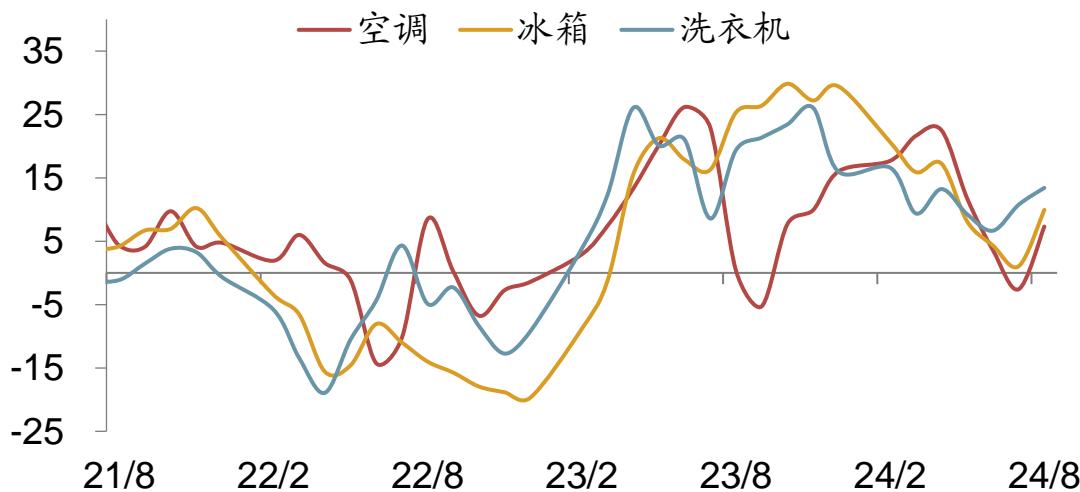


信息来源：iFinD，财通证券研究所

家电：8月三大白电厂家销量同比增速均上行，空调库销比走高

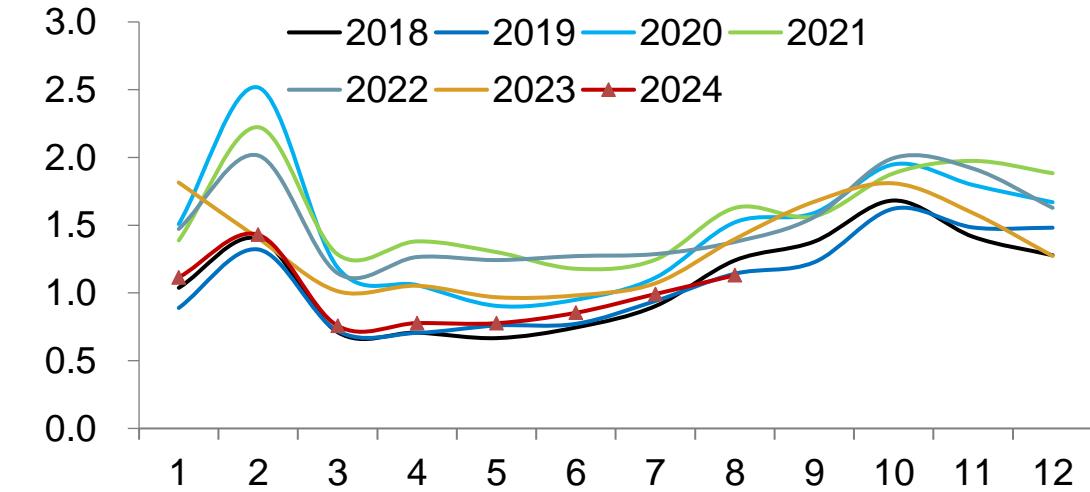
指标	数据表现	解读
需求	<p>8月三大白电厂家销量同比增速均上行，空调销量同比增速转正至7.3%，冰箱同比增速上行至10.0%，洗衣机同比增速回升至13.4%。</p> <p>8月空调库销比连续走高至1.13。</p>	<p>8月三大白电厂家销量同比增速均上行。国内市场来看，8月各地气温普遍维持高位，一定程度上推动空调终端市场回暖，同时以旧换新政策带动新需求，空调和冰箱内销降幅收窄，洗衣机内销同比增速持续上行。国际市场来看，出口拉动冰箱出口销量同比增速回升，不过，8月空调和洗衣机出口销量同比增速持续下降。8月空调库销比持续走高，但仍处于2020年以来同期低位。</p>

图5 产业在线三大白电厂家销量同比增速（%）



来源：iFinD，财通证券研究所

图6 产业在线空调库销比（%）

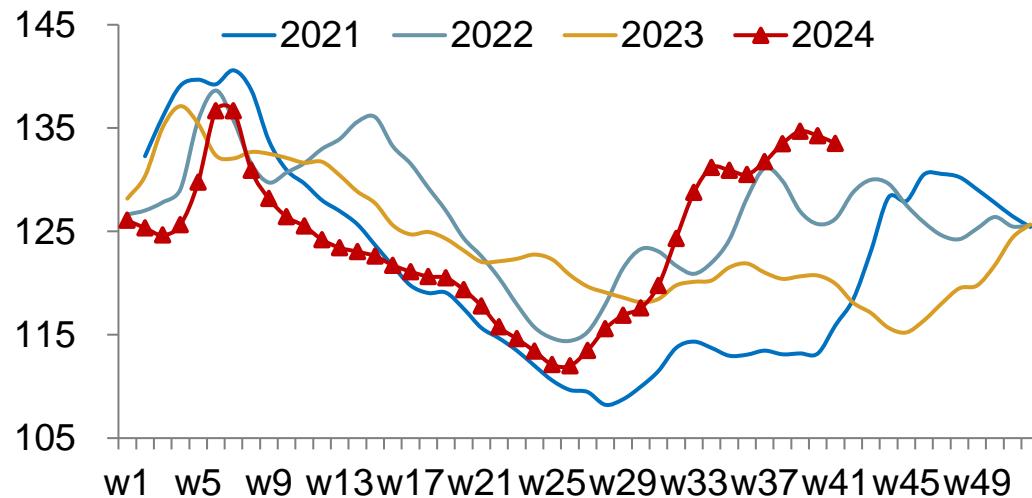


来源：iFinD，财通证券研究所

农副食品：本周农产品批发价格指数续降，猪肉价格持续下降

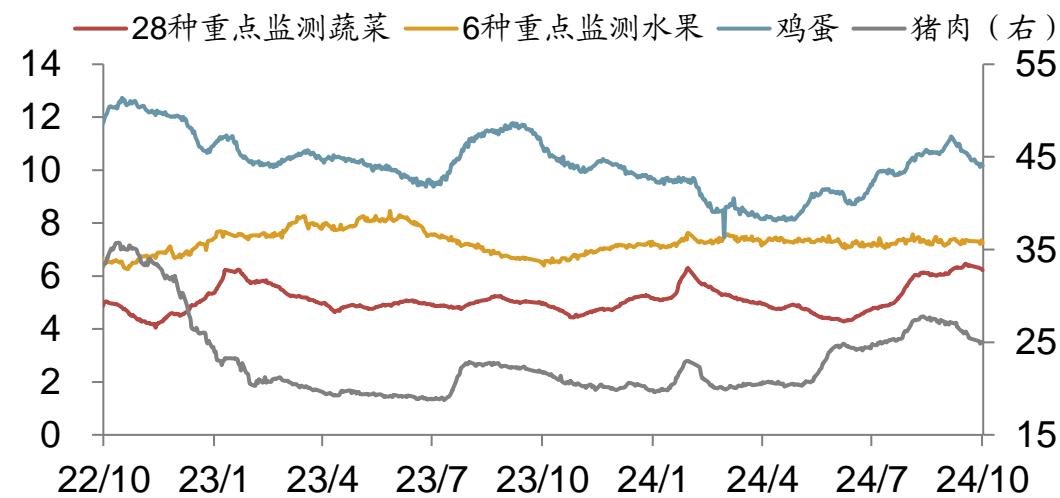
指标	数据表现	解读
价格	<p>本周猪肉平均批发价环比降幅走扩，录得-2.3%， 鸡蛋平均批发价环比降幅走扩，录得-2.1%， 水果平均批发价环比转负，录得-0.8%， 蔬菜平均批发价环比转负，录得-1.8%。 本周农业部农产品批发价格指数环比降幅走扩至-0.6%。</p>	<p>本周农业部农产品批发价格指数继续下降。从月均值看，农产品批发价格10月高于9月。从高频数据看，本周蔬菜、猪肉、水果和鸡蛋平均批发价下降，且猪肉和鸡蛋均价降幅双双走扩。10月以来，猪肉、蔬菜和鸡蛋价格持续下降，水果价格保持波动。</p>

图7 农产品批发价格200指数



信息来源：iFinD，财通证券研究所

图8 猪肉、蔬菜、水果和鸡蛋平均批发价（元/公斤）



信息来源：iFinD，财通证券研究所

电影：上周票房收入及观影人次双双上行，“国庆档”加成下观影市场回暖

指标

数据表现

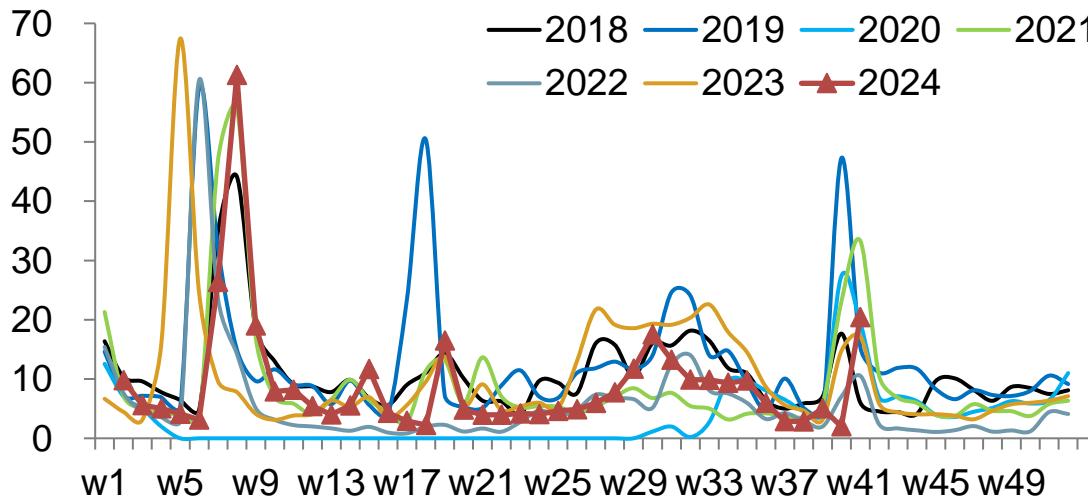
解读

需求

受国庆假期影响，上周电影票房收入及观影人次双双大幅上行，其中票房收入为20.4亿元，同比增速18.9%；观影人次约为5050万人次，同比增速22.9%。

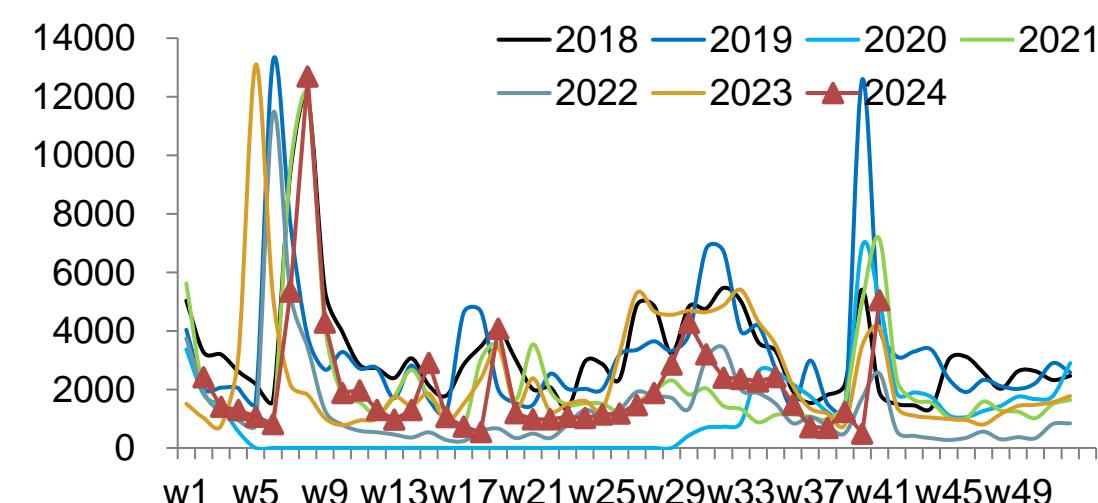
在“国庆档”的加成下，上周电影票房收入及观影人次双双上行，多部高质量新片上映推动市场回暖。从具体影片来看，《志愿者：存亡之战》以近7.9亿元的票房收入位居榜首；《749局》以近3.5亿元的票房收入位居第二；《浴火之路》以3.3亿元的票房收入紧随其后；《熊猫计划》和《危机航线》分别以1.9亿元和1.7亿元的票房名列第四、第五。

图9 电影票房收入（亿元）



信息来源：iFinD，财通证券研究所

图10 电影观影人次（万人次）

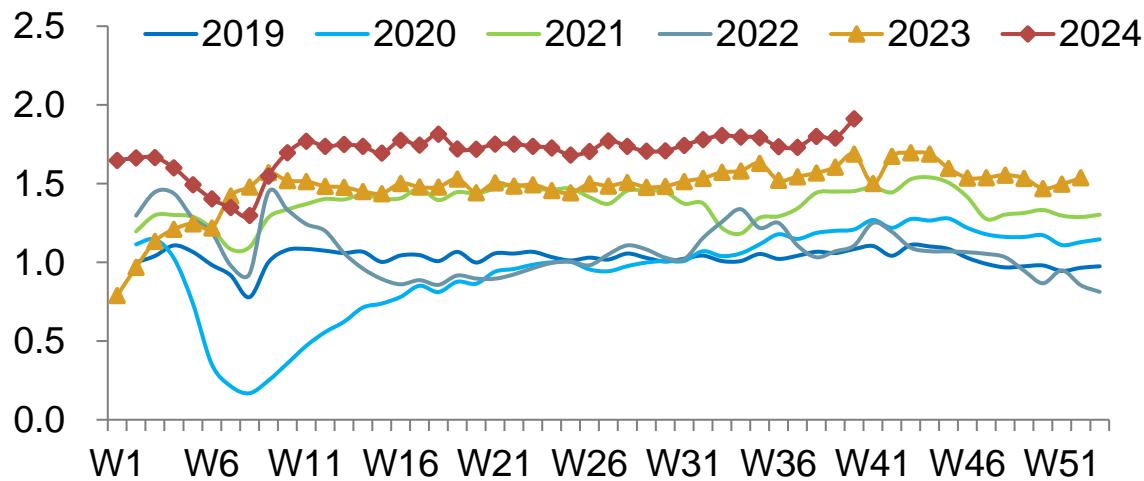


信息来源：iFinD，财通证券研究所

休闲娱乐：上周商圈人流大幅上行，酒店实际营收升至同期次高

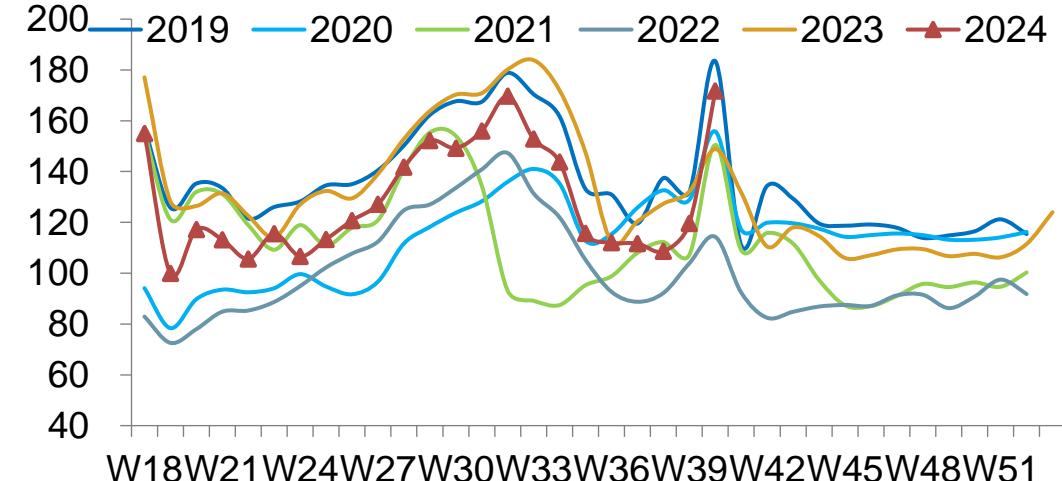
指标	数据表现	解读
需求	<p>受国庆假期影响，上周商圈人流指数上行至1.9，环比增速为6.8%。</p> <p>本周上海迪士尼乐园客流量下降至22.7万人次，同比降幅收窄至-24.7%。</p> <p>上周酒店每间可供租出客房平均实际营业收入为171.7元，同比增速上升至15.4%。</p>	<p>受国庆假期影响，上周商圈人流上行，处于历年同期高位。节后游玩需求下行，本周上海迪士尼乐园客流量明显下降，不过同比降幅有所收窄。国庆假期旅游出行需求旺盛，上周平均房价和酒店入住率双双上行，酒店实际营收上升，整体营收水平处于2019年以来同期次高水平。</p>

图11 商圈人流指数



信息来源：脉策，财通证券研究所

图12 酒店每间可供租出客房平均实际营业收入（元）

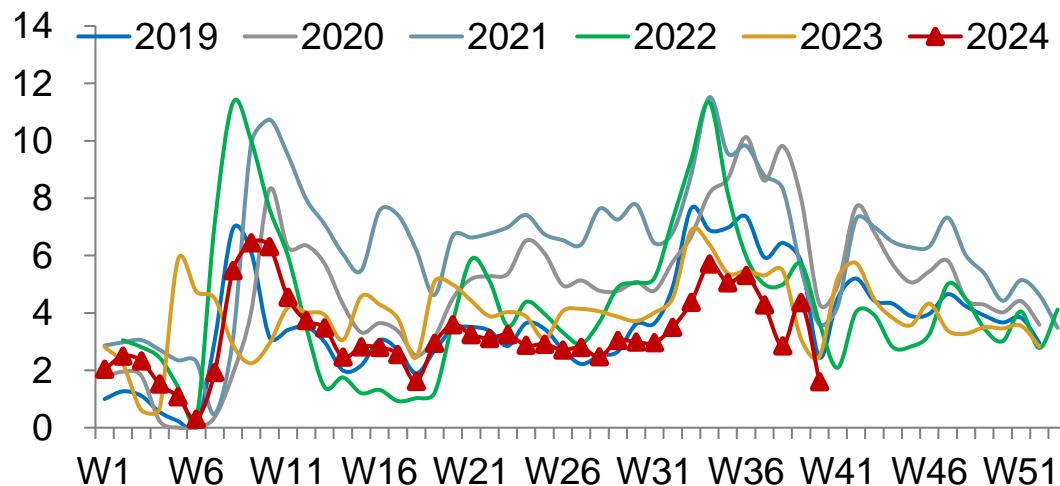


信息来源：酒店之家，财通证券研究所

用工：上周用工量创同期新低，用工价继续上行

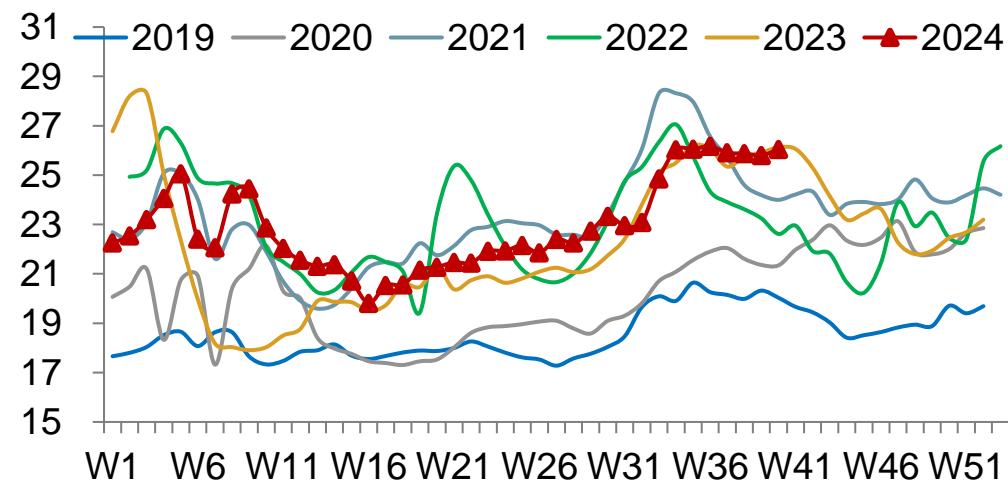
指标	数据表现	解读
需求	受国庆假期影响，上周全国用工量指数下降至1.6，同比降幅扩大至-35.6%，本周找工作、招聘的百度搜索指数大幅上升。	国庆假期影响下，上周全国用工量大幅下降，创下2019年以来同期新低。不过，上周全国用工价指数继续上行，同比增速回升，为2019年以来同期次高。随着新一轮秋招高峰到来，本周找工作、招聘的百度搜索指数大幅上升。
价格	上周全国用工价指数上升至26.0，同比增速回升至-0.3%。	

图13 全国用工量指数



信息来源：脉策，财通证券研究所

图14 全国用工价指数

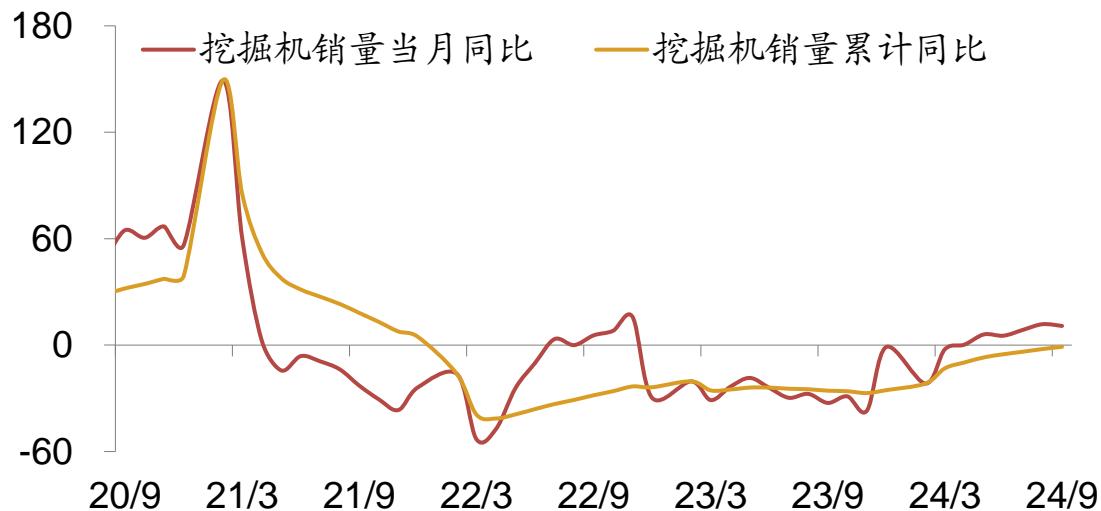


信息来源：脉策，财通证券研究所

机械：9月挖掘机销量同比增速下行，塔吊吨米利用率持续上升

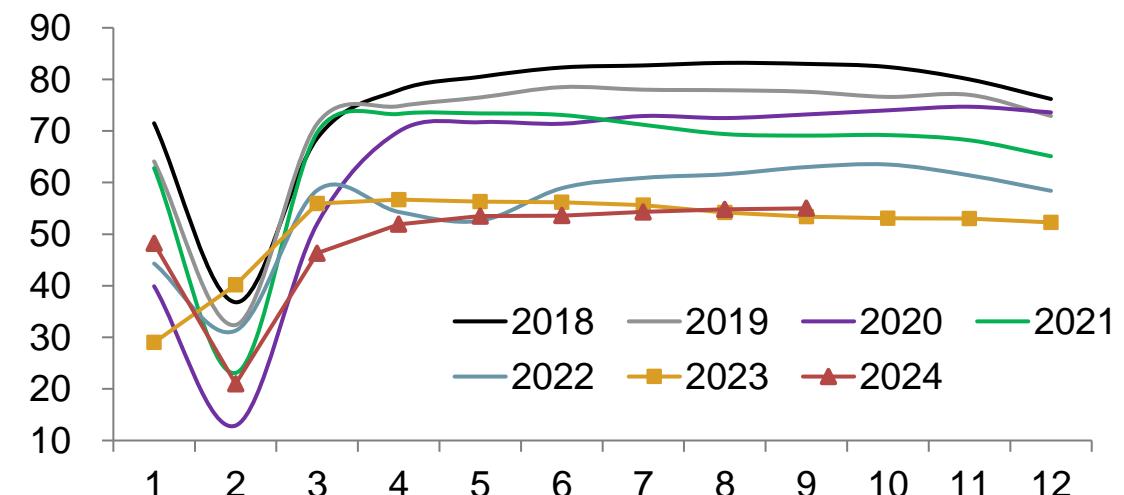
指标	数据表现	解读
需求	9月挖掘机销量1.58万台，同比增速下降至10.8%。	受出口销量增速下行的拖累，9月挖掘机销量同比增速下行，不过，近期地产基建叠加设备更新需求提升，加之9月下旬降准降息及房地产政策利好效应，掘机内销同比增速上行，带动整体销量保持增长。9月塔吊吨米利用率持续回升，已经超过去年同期水平。
生产	9月塔吊吨米利用率上升至55.0%。	

图15 挖掘机销量同比增速 (%)



来源: WIND, 财通证券研究所

图16 塔吊吨米利用率 (%)

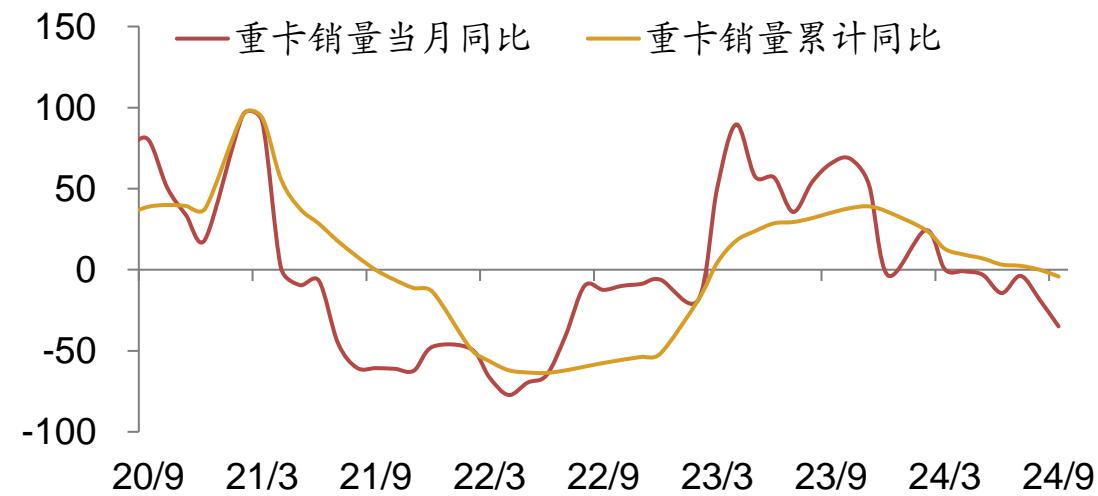


来源: WIND, 财通证券研究所

重卡：9月重卡销量同比降幅走扩，环比增速弱于季节性

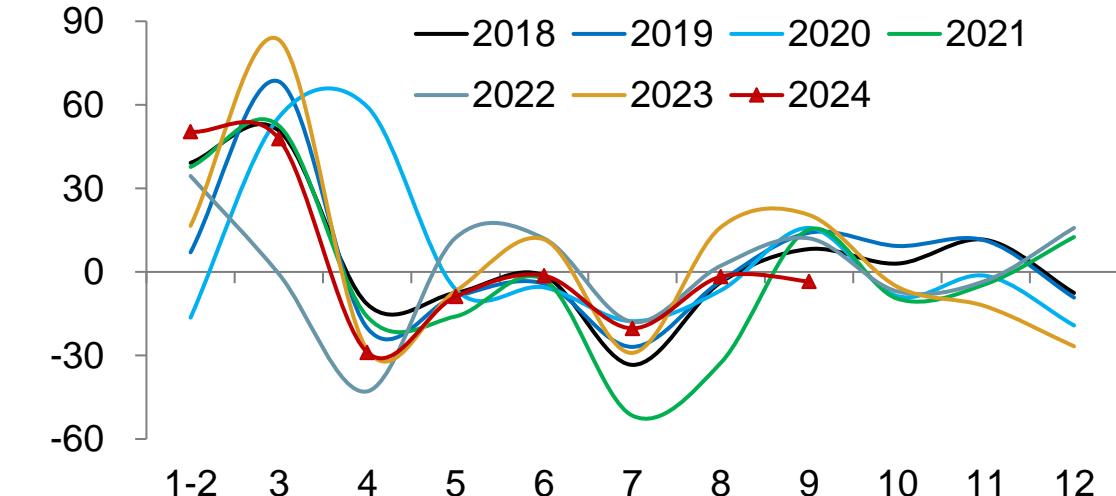
指标	数据表现	解读
需求	9月重卡销量约5.6万辆，同比降幅走扩至-35%，环比降幅走扩至-3.4%。	9月重卡销量同比降幅大幅走扩，环比降幅同步大幅走扩，国内批发销量低于终端销量，行业内生驱动力不足。一方面，受低运价、低收益的市场环境影响，9月货运行业景气度较低，整体终端需求偏低；另一方面，油气差价快速缩小，较大程度削弱燃气车的经济性优势，助长用户观望情绪，拖累9月份重卡的整体表现。

图17 重卡销量同比增速 (%)



来源：第一商用车网公众号，财通证券研究所，1-2月合并

图18 重卡销量环比增速 (%)

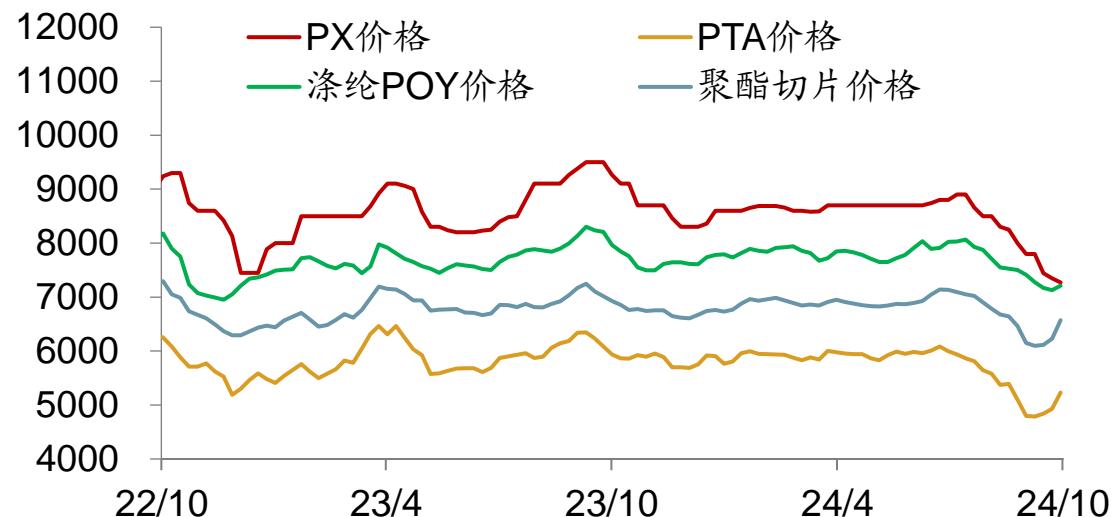


来源：第一商用车网公众号，财通证券研究所，1-2月为均值

化工：本周PTA产业链产品价格多数上行，本周负荷率涨多跌少

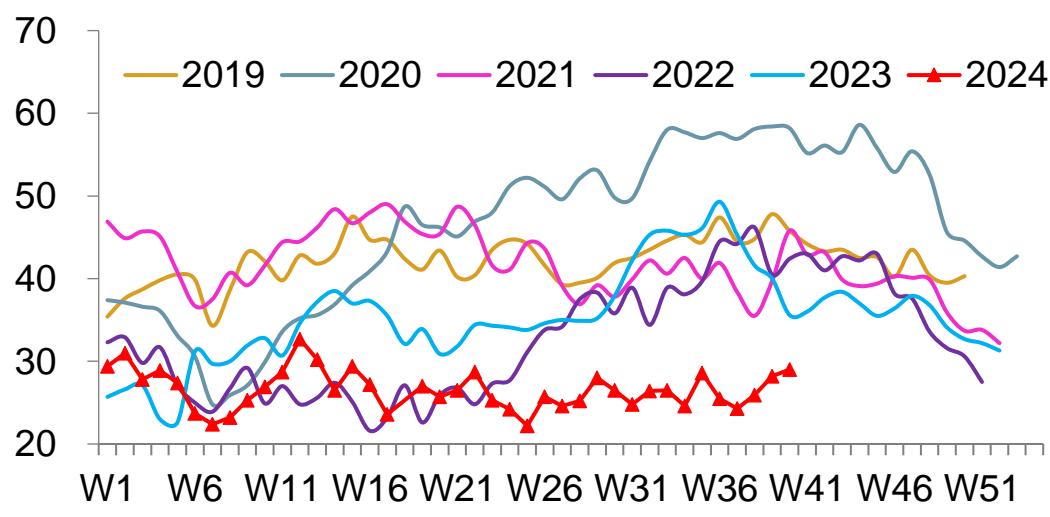
指标	数据表现	解读
价格	本周PTA产业链产品价格多数上行，PX下降，PTA、聚酯切片、涤纶POY价格均上升。	本周PTA产业链产品价格多数上行，PX下降，主因PX库存水平偏高；PTA、聚酯切片、涤纶POY价格均上升，主因本周原油价格震荡回升，成本端支撑较强，叠加目前处于旺季，下游需求有所好转。本周PTA产业链负荷率涨多跌少，由于多套检修装置检修，PX开工率下降；因PTA产业链中下游产品价格均有所上行，叠加下游聚酯工厂利润改善，PTA工厂、聚酯工厂、江浙织机开工率上升。由于沥青出货有所好转，需求端小幅提振，库存去化，沥青生产企业开工积极性上升，本周纯碱、石油沥青装置开工率均回升。在需求边际好转的背景下，本周涤纶POY库存有所去化。
生产	本周PTA产业链负荷率涨多跌少，PX下降，PTA工厂、聚酯工厂、江浙织机上升。本周纯碱、石油沥青装置开工率均回升。	
库存	本周涤纶POY库存有所去化。	

图19 化纤产业链产品价格（元/吨）



信息来源：iFinD，财通证券研究所

图20 石油沥青装置开工率 (%)

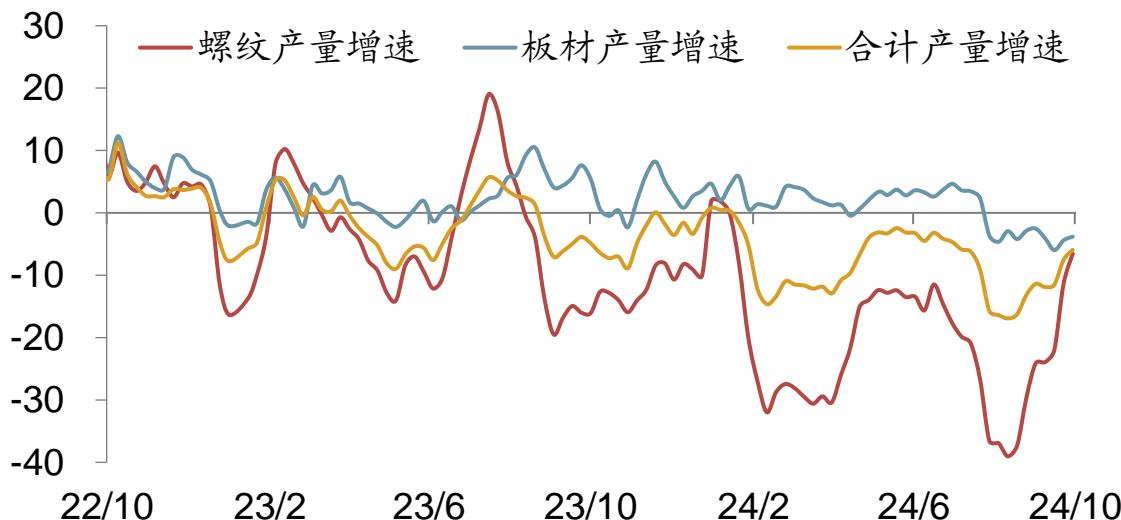


信息来源：iFinD，财通证券研究所

钢铁：本周钢价涨跌互现，毛利上升，钢材产量增速回升，库存去化

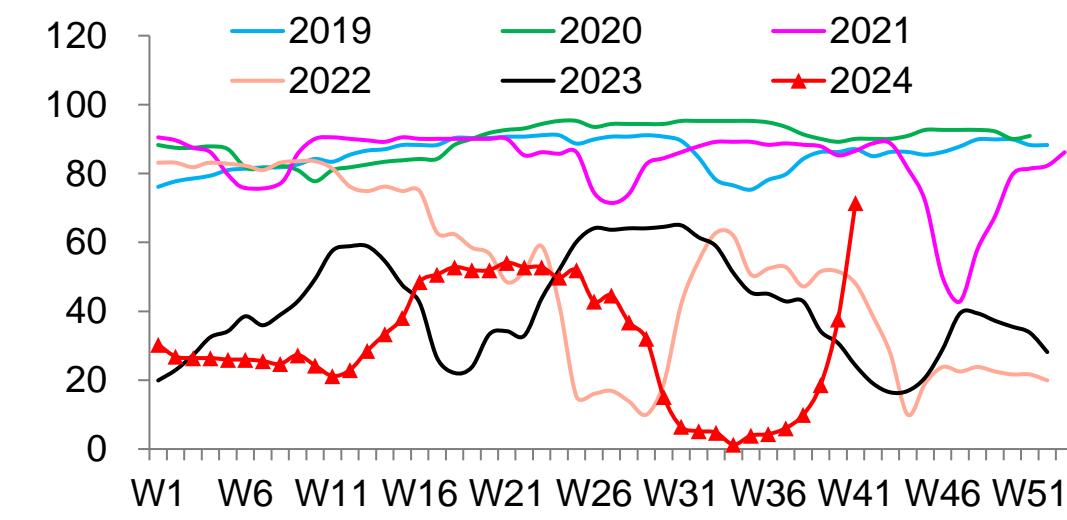
指标	数据表现	解读
价格	本周钢价螺纹上升，热板下降， 吨钢毛利螺纹、热板上升。 本周铁矿石价格回落。	本周钢价螺纹上升，主因近期宏观政策驱动明显，叠加焦炭价格持续上升，原料方面支撑整体偏强，推动钢价上升；本周热板价格下降，主因近期钢厂热板供应偏宽松。钢价螺纹上升而原料价格下降，且钢价热板下降幅度小于原料价格，吨钢毛利螺纹、热板均上行。生产端有所回升，本周全国钢厂高炉开工率较上周回升，主因多套检修装置恢复，顺利计入产能。由于近期部分轧线复产，钢厂盈利率大幅上升，处历年同期中位，叠加其库存水平较低，致使产量有所上升，本周样本钢厂钢材产量同比增速回升，铁水产量增速同步上升。在需求持续改善的背景下，本周样本钢厂钢材库存有所去化，钢材社会库存同步下降。
生产	本周全国钢厂高炉开工率回升至80.8%， 铁水产量增速上升至-5.2%， 样本钢厂钢材产量增速回升至-5.9%。	
库存	本周样本钢厂钢材库存有所去化， 钢材社会库存同步下降。	

图21 Mysteel样本钢厂钢材产量增速 (%)



信息来源：iFinD，财通证券研究所

图22 Mysteel调研247家钢厂盈利率 (%)

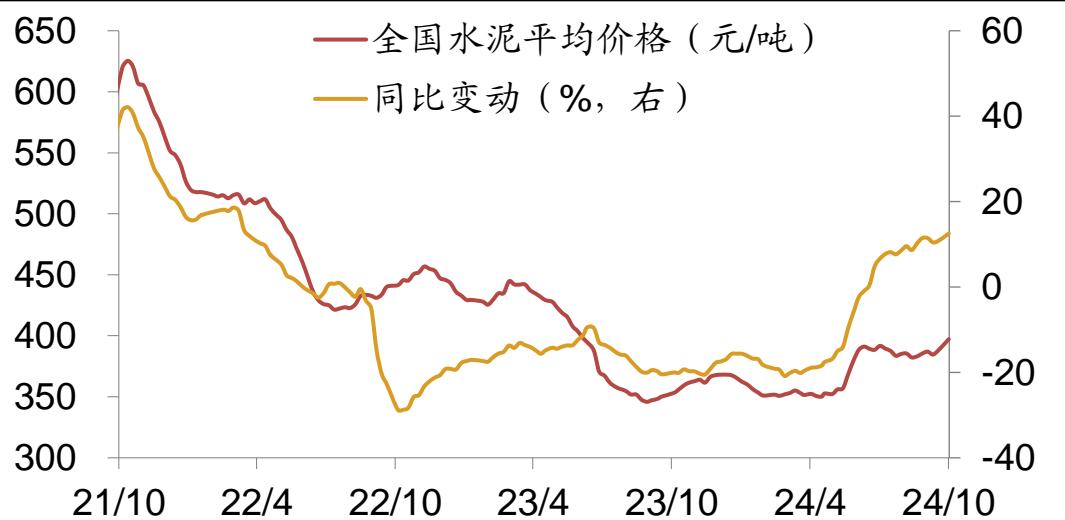


信息来源：iFinD，财通证券研究所

水泥：本周全国水泥价格续升，水泥企业库容比回落

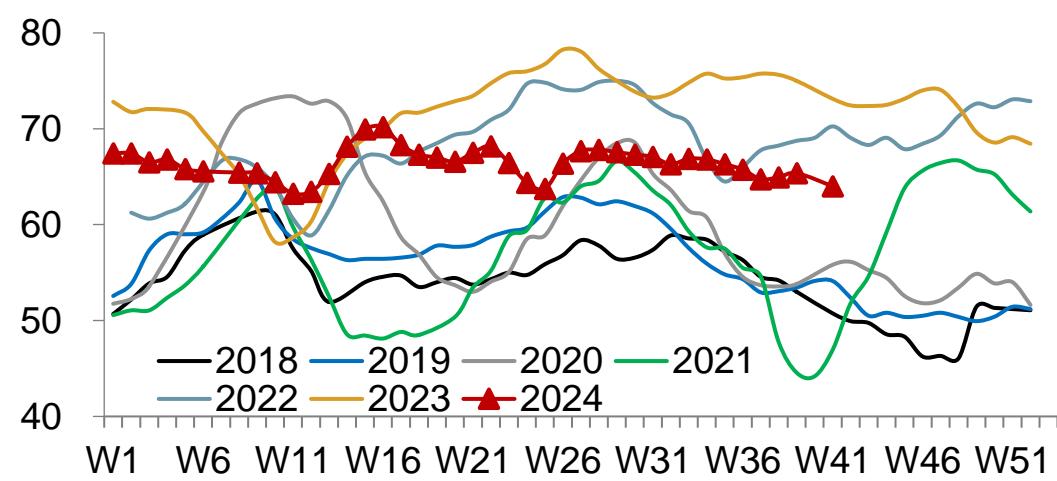
指标	数据表现	解读
价格	本周全国水泥平均价格持续上行。	本周全国水泥平均价格持续上行。九月底，随着高温和降雨天气消退，下游市场需求有所恢复。分地区来看，华东、中南和西南地区水泥价格上涨，东北和西北地区水泥价格保持稳定，华北地区水泥价格下降。本周样本建筑工地资金到位率整体持续小幅上行，非房建项目工地和房建项目工地资金到位率双双同步上行。
库存	本周全国水泥企业库容比回落。	

图23 全国水泥平均价格



来源：iFinD，财通证券研究所

图24 全国水泥企业库容比 (%)

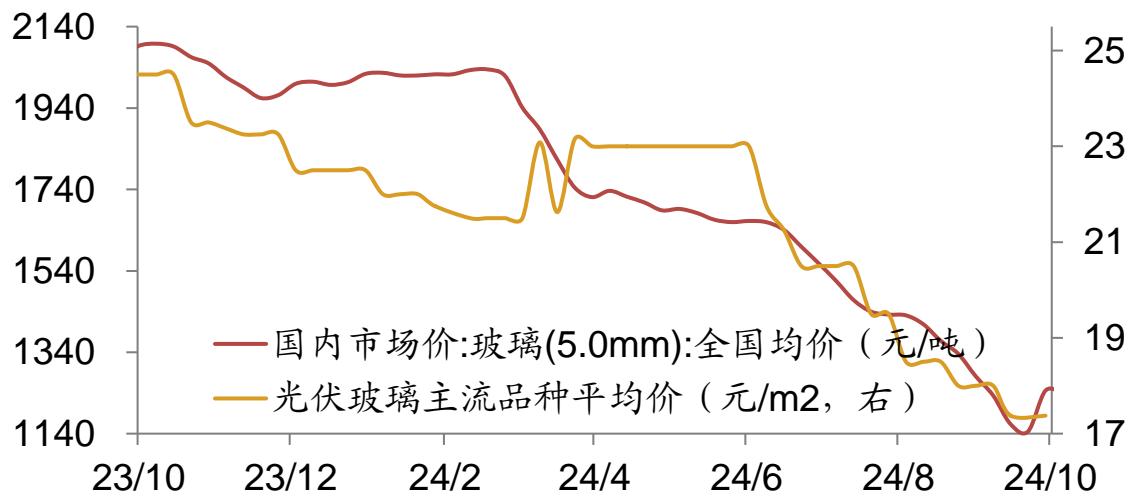


来源：iFinD，财通证券研究所

玻璃：本周浮法玻璃均价触底回升，库存大幅去化

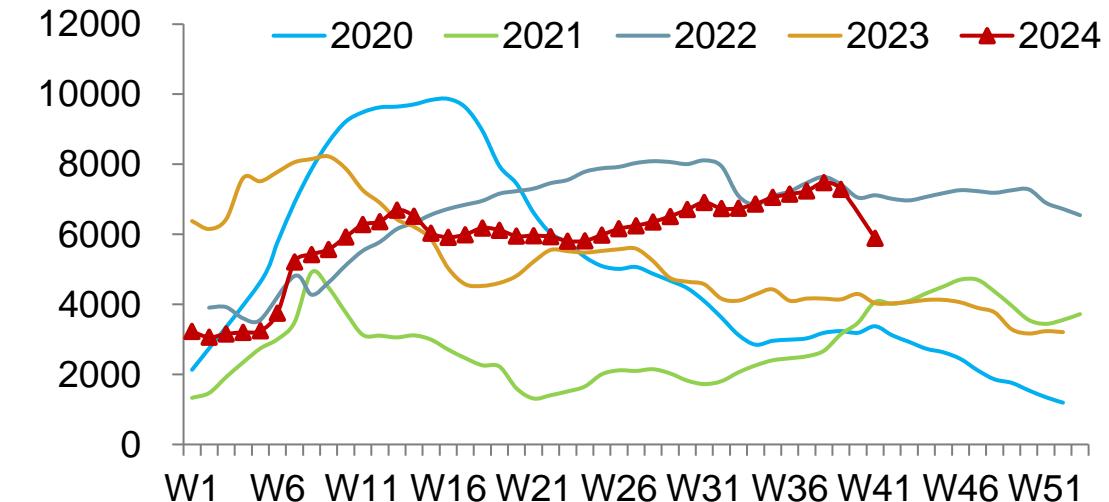
指标	数据表现	解读
价格	本周全国浮法玻璃均价触底回升，环比增速转正至8.8%，主流光伏玻璃保持不变。	本周浮法玻璃均价触底回升，环比增速大幅转正。国庆期间各地产销情况较好，厂家大面积调涨，行业库存去化，但节后市场成交有转弱趋势。本周浮法玻璃库存大幅高位回落，降至今年3月以来的最低水平。本周主流光伏玻璃均价保持不变。
库存	本周浮法玻璃库存高位大幅回落，下降至5884.4万重箱。	

图25 全国浮法白玻和主流光伏玻璃周均价



信息来源：隆众资讯，财通证券研究所

图26 全国浮法玻璃厂库（万重箱）

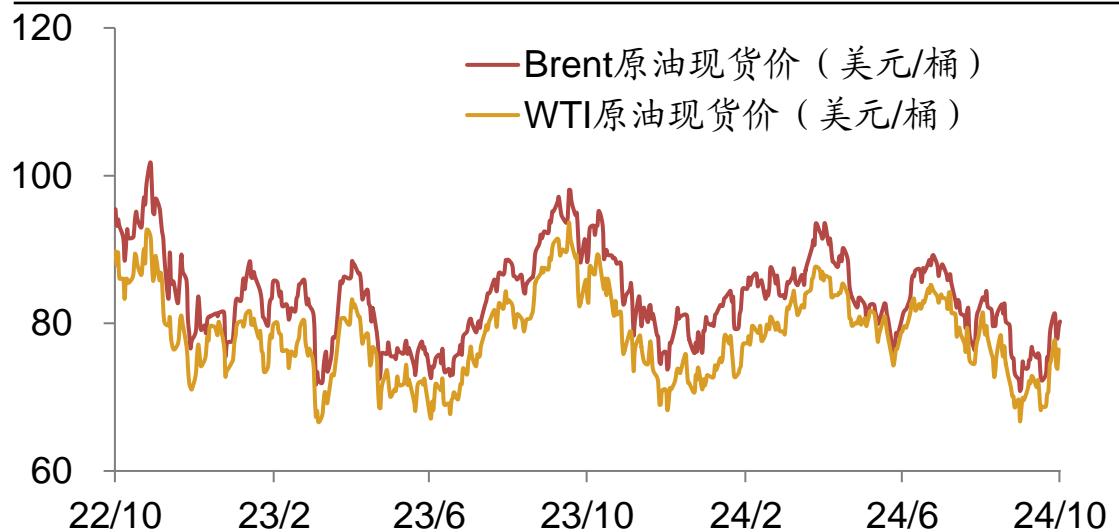


信息来源：隆众资讯，财通证券研究所

原油：本周原油价格上涨，CRB指数均值下行，美元指数走高

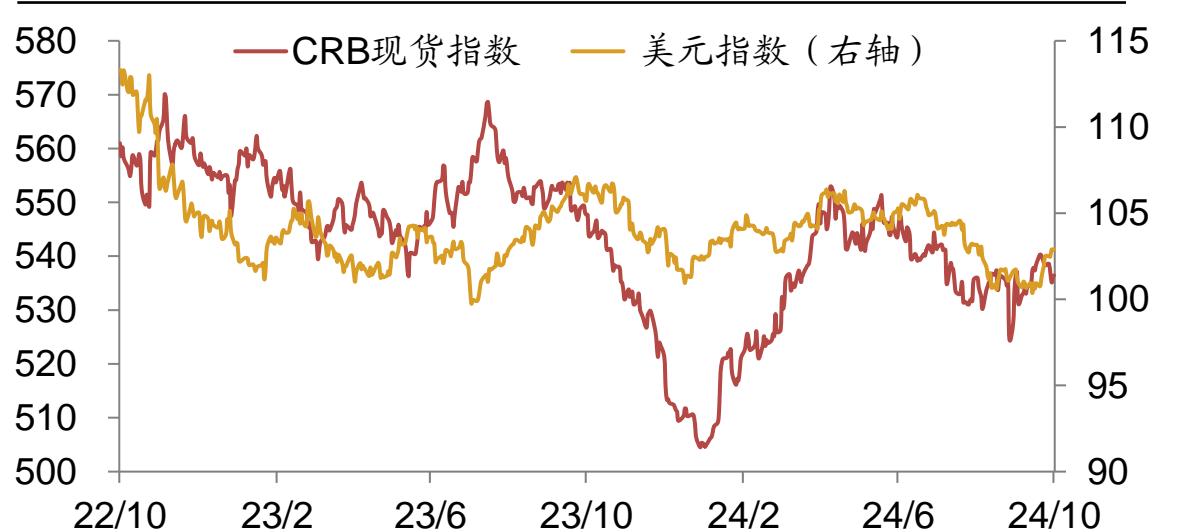
指标	数据表现	解读
原油价格	本周Brent原油及WTI原油均上涨。	
生产、库存	上周全美商业原油库存回补， 本周贝克休斯原油钻井平台数量增加。 本周CRB指数均值下行。	
美元指数	本周美元指数均值走高。	本周原油均价上涨。地缘政治层面，以色列空军袭击伊朗，中东地缘冲突加剧导致油价上涨；供给层面，美国墨西哥湾沿岸面临飓风灾害的持续威胁，加之俄副总理表示“OPEC+”成员国将在12月前自愿限制石油产量，供给的紧张局势利好油价。上周全美商业原油库存回补，本周贝克休斯原油钻井平台数量增加。本周CRB指数均值下行。本周美元指数均值走高，或因美国9月非农就业增长强劲，暗示经济在一定程度上保持较好的活力和韧性，持续利好美元；此外，周四公布的9月美国CPI增速下行，但核心CPI增速略有反弹，导致市场对美联储年内降息幅度预期有所下调，推动美元指数走高。

图27 Brent和WTI原油现货价格（美元/桶）



信息来源：iFinD，财通证券研究所

图28 CRB现货价格指数与美元指数



信息来源：iFinD，财通证券研究所

有色：本周金属价格下跌，铜库存回补，铝库存去化

指标

数据表现

价格

本周LME铜、LME铝均价均走低，COMEX黄金、COMEX银均价均下跌。

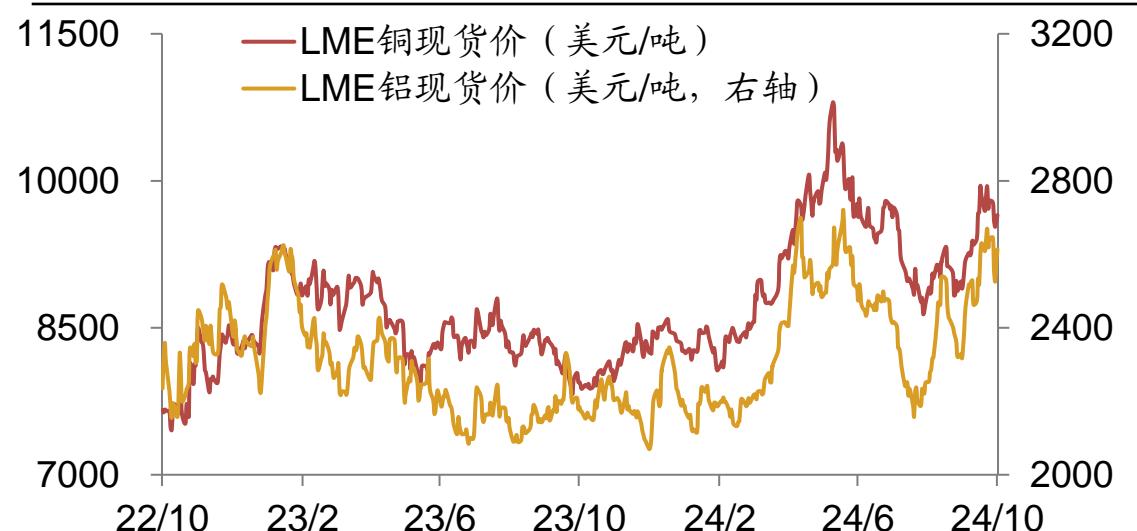
库存

本周铜库存LME去化、COMEX回补、SHFE回补，
总库存回补。
本周LME铝库存去化。

解读

本周LME铜、LME铝均价下跌。随宏观情绪消退，市场开始担忧各项利好政策不足以支持经济长期回暖，加之美国国债收益率升至10周高位，持有铜、铝等金属的成本升高导致需求减弱。此外，LME铜方面，智利国家铜业公司公布的计划投资规模高于预期，供给紧张局势的缓解推动铜价下跌；LME铝方面，中国9月制造业景气度仍处于荣枯线以下，部分制造行业的疲软态势使铝价承压。库存方面，三大交易所铜总库存回补；LME铝库存持续去化。本周金银均价下跌，主因美国9月非农就业增长强劲，叠加核心CPI增速略有反弹，导致市场对美联储年内降息幅度预期下调，美元指数走高，金价承压下行。

图29 LME铜和铝现货价格（美元/吨）



来源：iFinD，财通证券研究所

图30 LME铝库存和三大交易所铜库存（万吨）

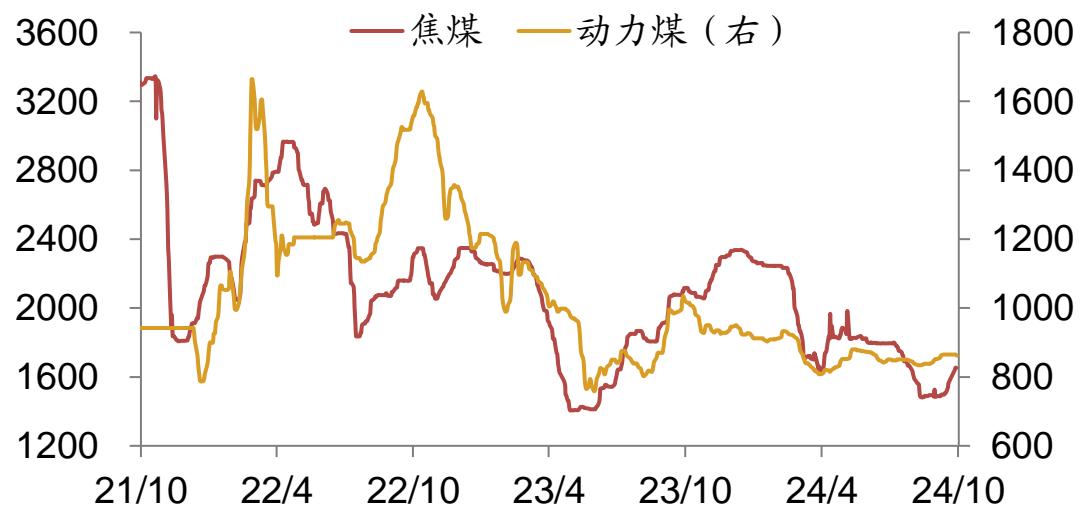


来源：iFinD，财通证券研究所，三大交易所包括LME、COMEX、SHFE

煤炭：本周煤炭价格涨跌互现，本周秦皇岛港煤炭库存去化

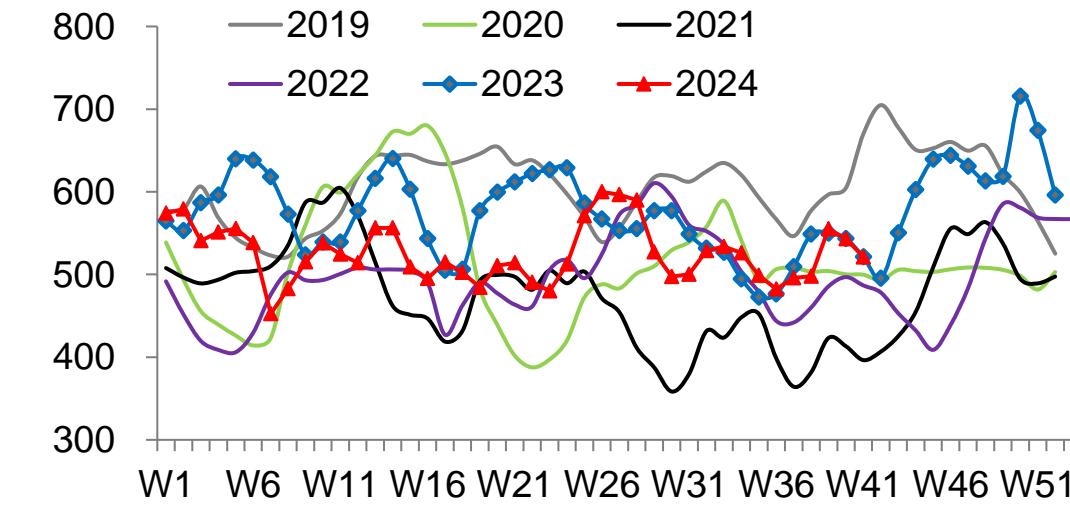
指标	数据表现	解读
价格	本周焦煤价格上升，动力煤价格下降。	
生产	本周大型焦化企业、中型焦化企业、小型焦化企业开工率均上行。	
库存	本周秦皇岛港煤炭库存去化，六大港口炼焦煤库存回补。	本周焦煤价格上行，主因近期宏观利好持续加码，带动市场情绪走高，叠加钢厂盈利明显好转，铁水产量持续上行，下游需求旺盛，支撑焦煤价格上涨。动力煤价格下降，假期前电厂阶段性库存补充已基本完成，叠加气温持续走低，部分电厂机组开启淡季例行检修，对动力煤的采购需求不足，导致动力煤价格下跌。生产方面，近期焦炭多轮提涨全面落地，焦企盈利情况有所改善，生产积极性提高，本周大型焦化企业、中型焦化企业、小型焦化企业开工率均上行。在供需双增加的背景下，本周秦皇岛港煤炭库存去化，六大港口炼焦煤库存回补。

图31 焦煤和动力煤价格（元/吨）



信息来源：iFinD，财通证券研究所

图32 历年各周秦皇岛港煤炭库存（万吨）

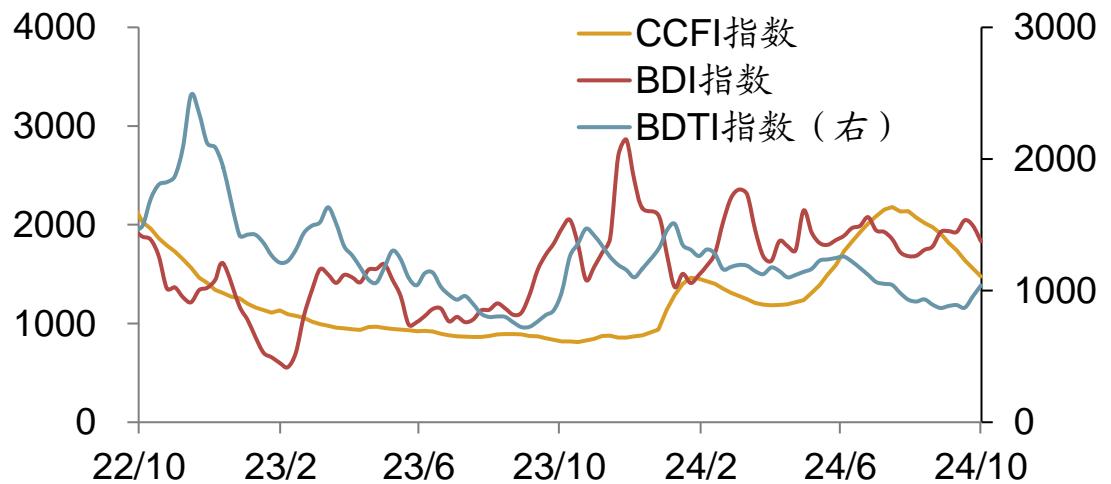


信息来源：iFinD，财通证券研究所

货运：10月前6天三大货运量同比增速涨多跌少，本周整车货运流量指数续降

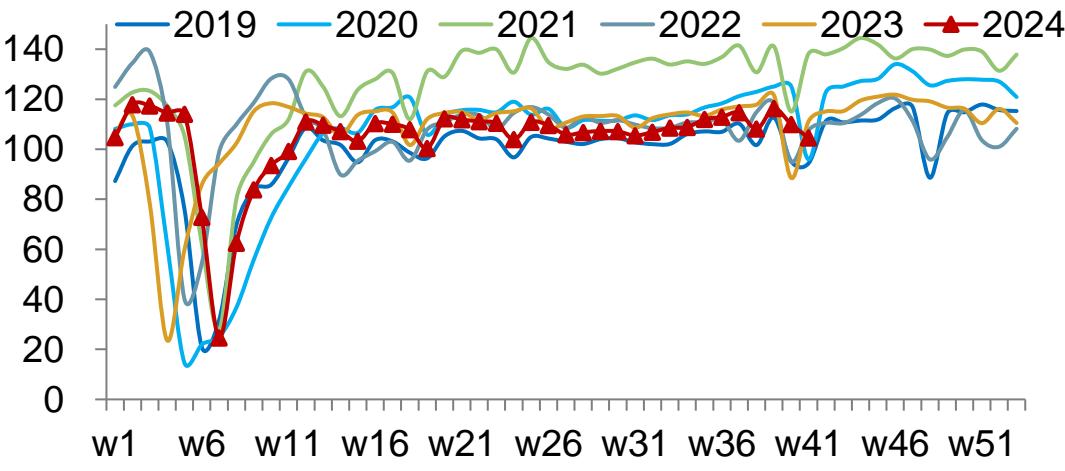
指标	数据表现	解读
海运	<p>本周CCFI指数续降 本周BDI指数持续下降，BDTI指数大幅回升。 10月前6天重点港口集装箱吞吐量和重点港口货物吞吐量同比增速双双上行。</p>	<p>我国出口集装箱运输需求延续偏弱，本周CCFI指数持续9周下行；地缘政治加剧，推动原油价格大幅上涨，本周BDTI指数大幅回升。10月前6天重点港口货物吞吐量和重点港口集装箱吞吐量同比增速双双上行，铁路货运量同比增速小幅下降。本周公路物流运价指数小幅回升，整车货运流量指数、公共物流园吞吐量指数和主要快递企业分拨中心吞吐量均有所下降。</p>
铁路	10月前6天铁路货运量同比增速下行。	
公路	<p>本周公路物流运价指数小幅回升， 整车货运流量指数、公共物流园吞吐量指数和主要快递企业分拨中心吞吐量均下降。</p>	

图33 CCFI、BDI和BDTI指数



信息来源：iFinD，财通证券研究所

图34 全国整车货运流量指数

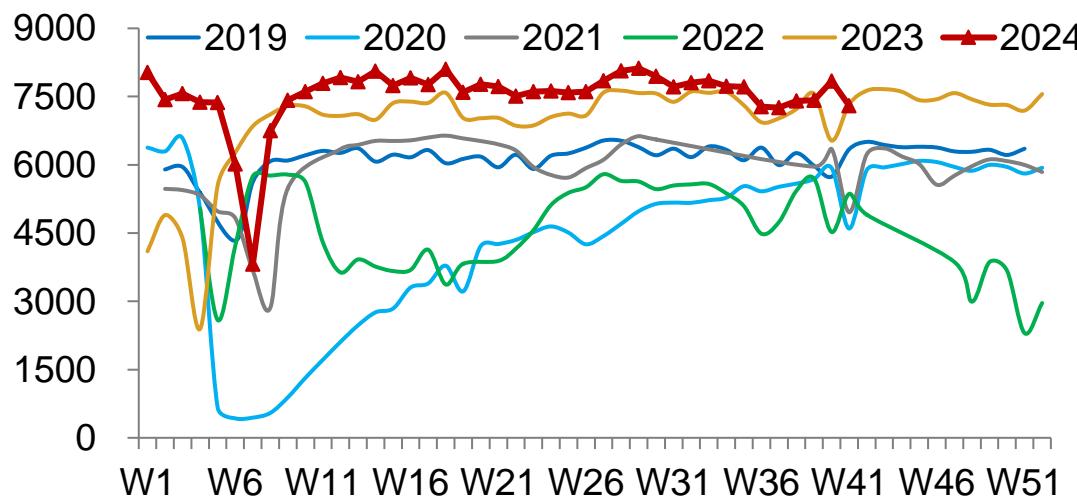


信息来源：G7易流，财通证券研究所

客运：本周23城地铁客运量回落，国内航班执行架次数回落

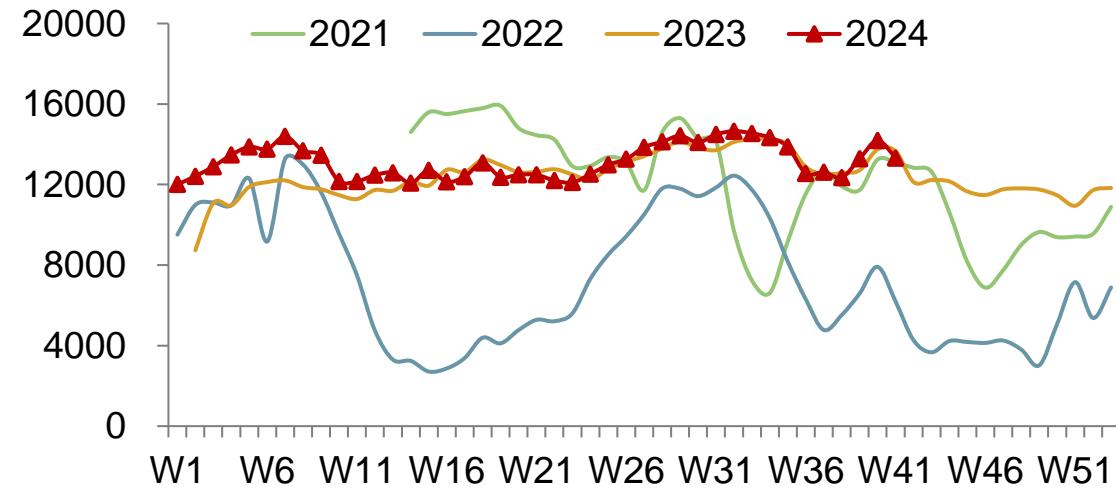
指标	数据表现	解读
地铁	本周23城地铁客运量回落，四大一线城市地铁客运量同步回落。	国庆假期影响下，本周全国23城地铁客运量回落，四大一线城市地铁客运量同步回落。本周上海和北京地铁客运量分别恢复至2019年同期的88.7%和88.3%。本周国内航班执行架次数回落，但仍为2021年以来同期最高。同时，国际航班执行架次数打破持续4周上行，同步回落。上周China Travel谷歌搜索指数小幅上涨。
航空	本周我国国内航班执行架次数回落，国际航班执行架次数打破持续4周上行，同步回落。	

图35 全国23城地铁客运量（万人次）



信息来源：iFinD，财通证券研究所

图36 我国国内航班执行架次数（架次）

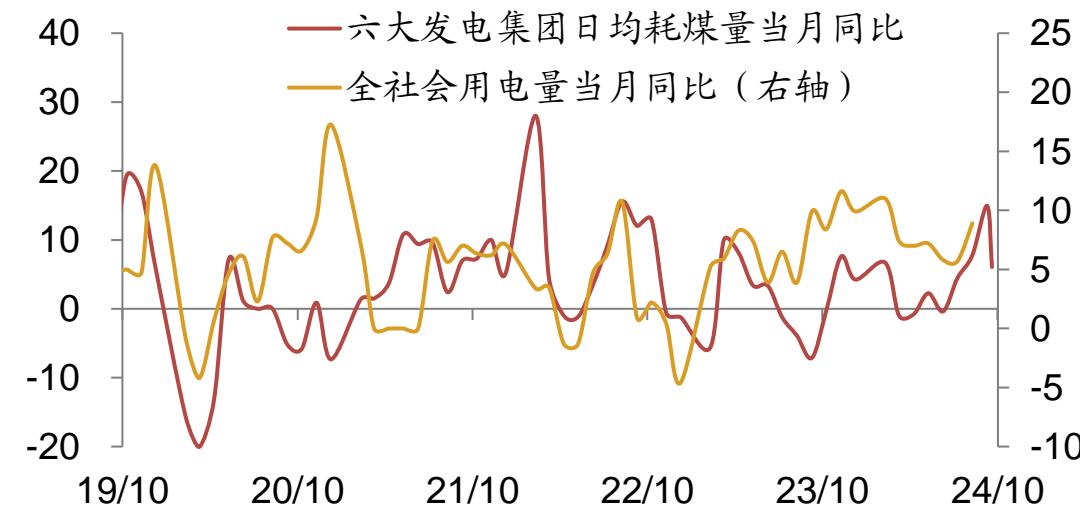


信息来源：iFinD，财通证券研究所

电力：10月前11天发电耗煤量增速回落，本周六大发电集团煤炭库存回补

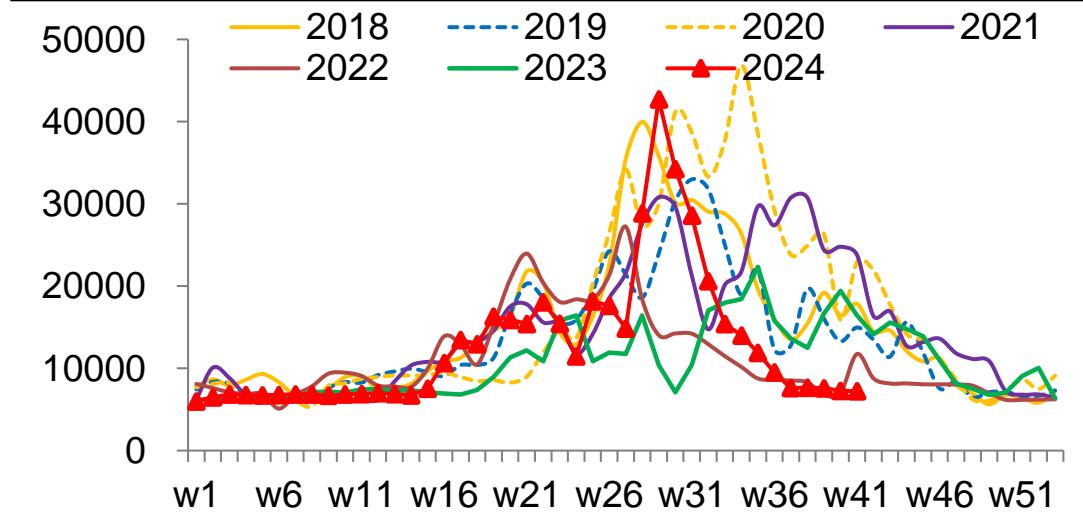
指标	数据表现	解读
生产	9月全月六大发电集团日均耗煤增速回升至14.9% 10月前11天六大发电集团日均耗煤增速回落至6.1%， 本周三峡出库量有所回落。	10月前11天六大发电集团日均耗煤增速回落，两年年均增速同步下降，主因随着季节的转换，部分地区高温天气完全消退，民用用电负荷回落，电厂日耗明显下降。从绝对值上看，本周六大发电集团日均耗煤量较上周有所回落，但创五年同期新高位。为了加速降低长江中下游河道水位，三峡水库结合来水情况逐步减小了出库流量，本周三峡出库量有所回落，创2017年以来同期新低，而同比增速略有回升。由于近期电厂日均耗煤量有所下降，本周六大发电集团煤炭库存回补。
库存	本周六大发电集团煤炭库存回补。	

图37 日均耗煤量及全社会电量同比增速 (%)



信息来源：iFinD，财通证券研究所，21年为两年平均增速

图38 三峡出库量 (立方米/秒)



信息来源：iFinD，财通证券研究所

风险提示

政策变动，经济恢复不及预期，极端气候影响超预期

分析师简介：

陈兴：金融学博士，浙江大学工学学士，财通证券宏观首席分析师，首席经济学家论坛高级研究员，浙江大学校外硕士生导师。曾荣获Wind金牌分析师宏观研究第三名、第四届CEIC与EMIS杰出成就分析师、Wind最佳路演分析师、新浪财经金麒麟最佳分析师·未来之星等奖项。作为团队核心成员获得第十八届“新财富”宏观第三名。多次受邀到国务院、国家发改委、财政部、中国人民银行、证券业协会和上交所等监管机构及政府部门参与授课培训和座谈。



信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

加杠杆超预期，瞄准关键堵点，全力稳增长 ——1012 财政部新闻发布会点评

核心观点

- 总体来看，财政部此次发布会，进一步强化了本轮增量政策的力度，尤其是政府加杠杆，打开了政策空间，化解地方债、房地产及金融风险的力度超预期，充分体现了“稳增长”的决心。具体要点如下：
 - **政策力度超预期：虽然没有具体数字，但政策表述力度空前。**围绕支持地方化债，用词“较大规模”、“力度最大”；围绕更多逆周期政策，用词“绝不仅仅”“较大的提升空间”。以上表述，虽然没有明确具体数字，但从力度是空前的，延续了924新闻发布会以来积极的市场预期管理。
 - **钱从哪来：短期采用综合措施实现收支平衡，长期加杠杆。**针对短期资金来源，有新增专项债的待发额度及已发未用的额度2.3万亿，还有如4000亿债务限额结余、盘活闲置资产，使用预算稳定调节基金等方式来补充财力，同时政府要过紧日子，严控一般支出。针对长期资金来源，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。
 - **钱到哪儿去：支持地方化债，打开束缚发展的手脚。**此次，财政部表态用近年来力度最大的一次措施来支持地方政府化债，从而帮助其腾出更多资金和精力，集中力量支持经济发展和保障民生。
 - **钱到哪儿去：专项债支持房地产止跌回稳，打通内循环堵点。**此次，财政部表态允许专项债券用于土地储备、收购存量商品房用作各地的保障性住房，支持房地产市场的稳定。这些政策将有助于缓解房地产及产业链资金流，打通制约内循环的最大堵点。
 - **钱到哪儿去：补充银行资本，打开长期信贷空间。**此次，财政部表态发行特别国债，支持国有大型商业银行补充核心一级资本，进而打开国有银行长期放贷空间，为中小企业、基础设施项目等领域提供融资支持，进一步推动实体经济复苏。
 - **钱到哪儿去：促消费惠民生，**财政部宣布进一步提高城乡居民基础养老金最低标准、加大奖优助贫力度等措施。此外，针对困难群众发放一次性生活补助，加大对学生群体奖优助困力度，提升整体消费能力。

风险提示：地缘政治冲突加剧，政策力度或效果不及预期。

大同证券研究中心

分析师：张坤飞

执业证书编号：

S0770524020001

邮箱：zhangkf@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号

山西世贸中心A座F12、F13

网址：

<http://www.dtsbc.com.cn>

一、事件：财政部新闻发布会

10月12日上午10时财政部举行新闻发布会并答记者问，财政部部长等相关人员介绍“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，并答记者问。

二、事项：财政部一揽子政策概述

财政部在加快落实已确定政策的基础上，围绕稳增长、扩内需、化风险，将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措。这一揽子增量政策包括：

（一）较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务。

1、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。相关政策待履行法定程序后再向社会做详尽说明。

2、这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，这无疑是一场政策及时雨，将大大减轻地方发债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心，巩固基层三保。

（二）发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；

过去几年，一些地方中小银行资本金已经进行了补充。在当前形势下，有必要通过适当方式，支持国有大型商业银行进一步增加核心一级资本。财政部已会同有关金融管理部门成立了跨部门工作机制，为各家国有大型商业银行加快完成相关工作提供高效服务。目前，正在等待各家银行提交资本补充具体方案，各项相关工作正在有序推进。

（三）叠加运用专项债、专项资金、税收政策等，支持推动房地产市场止跌回稳；

1、允许专项债券用于土地储备。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。

2、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，主要采取两项支持措施：用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房；继续用好保障性安居工程补助资金。

3、及时优化完善相关税收政策，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。

（四）加大对重点群体的支持保障力度等。

今年以来，财政部门加强基层“三保”和重点领域保障。

1、2024 年中央财政安排对地方转移支付超 10 万亿元。其中，均衡性转移支付增长 8.8%，县级基本财力保障机制奖补资金增长 8.6%，将更多的资金用于补充地方财力，支持地方兜牢基层“三保”底线。

2、同时，加大对科技、乡村全面振兴、生态文明建设等方面的支持力度，中央本级科技支出增长 10%，中央财政衔接推进乡村振兴补助资金安排 1770 亿元，下达 651 亿元支持打好污染防治攻坚战。

3、完善促进区域协调发展的财税支持政策，扎实落实京津冀协同发展、长江经济带发展、长三角一体化发展等区域重大战略。

以上内容摘自《加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展-国新办新闻发布会文字实录》。



大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准		

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

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并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告研究分析及结论完全基于公开数据进行测算和分析，不涉及对未来走势的预测，不构成投资建议。相关模型构建与测算均基于大同证券的客观研究，可能存在模型失效等风险。基金过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现，对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，不能保证未来可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金管理业务，不涉及对基金公司、基金经理、基金产品的推荐，亦不涉及对



任何指数样本股的推荐。阅读本报告时，投资者需充分考虑自身风险偏好及风险承受能力，充分理解基金产品波动、基金经理个人投资风格、历史业绩等多方面因素对基金业绩可能造成的影响。报告内容仅供参考，不构成投资收益的保证或投资建议。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅作参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3 投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。

专题报告

如何理解“近年力度最大的一次债务置换”？

方正证券研究所证券研究报告

分析师

芦哲

登记编号：S1220523120001

联系人 刘子博

相关研究

《财政“赶进度”下的逆周期政策空间》
2024.09.21

《财政审计报告回应了哪些市场关注热点？》
2024.09.12

《哈里斯辩论“首战”略胜特朗普》2024.09.11

《民主党全国代表大会：党纲延续拜登执政思路》2024.08.29

《如何缓解“资产荒”？》2024.08.16

《“中特估”和“科特估”投资框架方法论》
2024.08.12

2024年10月12日，国新办举行新闻发布会，财政部有关领导介绍了“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。发布会透露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。因此，如何理解“近年力度最大的一次债务置换”成为市场关注重点。

自2015年新《预算法》实施至今，国内曾组织过6次较大规模的地方债置换工作，分别为2015年至2018年以置换债券置换一类债、2019年试点以置换债券置换隐性债务、2020年至2023年3次特殊再融资债置换隐性债务、2024年特殊新增地方债补充政府性基金预算财力。其中，2015年至2018年以置换债券置换一类债的实施规模最大，最终落地规模达12.2万亿元。

从增量地方债的潜在发行规模看，“力度最大”可能是相较1-2万亿元而言，而非相较12.2万亿元而言。参考媒体报道，2018年，继《地方政府债务统计监测工作方案》、《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》、《政府隐性债务认定细则》等文件陆续下发后，财政部首次全面摸清地方政府隐性债务底数及相应的资产。考虑到2024年10月披露的拟发行增量地方债置换2018年之后认定的隐性债务，而非2015年债务置换时所对应的2013年摸排认定的“一类债”，因此相比2015年-2018年12.2万亿元的置换规模，“力度最大”可能是相较“2023年，财政部利用地方政府债券结存限额，支持隐性债务置换及政府拖欠企业账款清理约1-2万亿元”而言。

通过降准、定向发行等政策支持，预计短期内地方债供给放量对债券市场的影响可控。参考2015年债务置换操作，2014年9月21日国发[2014]43号文提出，以2013年政府性债务审计结果为基础，对地方政府性债务存量进行甄别，对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换。自2015年至2018年，全国累计发行置换债券置换存量政府债务约12.2万亿元。其中，2015年财政部向地方下达置换债券额度3.2万亿元，考虑到当年地方债净融资规模由上年3008亿元攀升至36637亿元，因此财政及金融管理部门指导各地采用定向承销方式发行了超20%的置换债券，同时央行累计降准250BP（不含定向降准50BP）、降息125BP，最终有力降低了地方政府的付息负担，通过“抵顶减收”为地方腾出资金支持重点项目建设创造了条件。

风险提示：金融管理部门配合增量地方债发行的措施超预期；地方债发行规模超预期；增量财政政策超预期。

2024年10月12日，国新办举行新闻发布会，财政部有关领导介绍了“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。发布会透露，为缓解地方政府的化债压力，除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，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，相关政策待履行法定程序后再向社会作详尽说明。因此，如何理解“近年力度最大的一次债务置换”成为市场关注重点。

1 历史上的六次地方债置换

自2015年新《预算法》实施至今，国内曾组织过6次较大规模的地方债置换工作，分别为2015年至2018年以置换债券置换一类债、2019年试点以置换债券置换隐性债务、2020年至2023年3次特殊再融资债置换隐性债务、2024年特殊新增地方债补充政府性基金预算财力。

1.1 2015年至2018年以置换债券置换一类债

继2014年国发[2014]43号文提出债务置换概念后，2015年财预[2015]225号文正式安排通过3年左右的过渡期完成地方政府债券置换地方政府存量债务的工作。2014年8月31日，修正后的《中华人民共和国预算法》规定，地方政府举借债务只能通过发行地方政府债券（简称“地方债”）的形式。¹2014年9月21日，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）提出，以2013年政府性债务审计结果为基础，结合审计后债务增减变化情况，经债权人与债务人共同协商确认，对地方政府性债务存量进行甄别。对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换，以降低利息负担，优化期限结构，腾出更多资金用于重点项目建设。²根据此前审计署公布数据，截至2013年6月末，地方政府承担的政府负有偿还责任的债务（简称“政府债务”或“一类债”）规模合计达108859.17亿元。³2015年12月21日，《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预[2015]225号）进一步安排，针对地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分，通过三年左右的过渡期，由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。为避免地方竞相发债对市场产生冲击，财政部根据债务到期、债务风险等情况予以组织协调，并继续会同人民银行、银监会等有关部门做好定向承销发行置换债券等工作。⁴

自2015年至2018年，全国累计发行置换债券12.2万亿元，在土地出让下行背景下，降低了地方政府的债务利息负担、保障了重点建设项目的资金投入。2015年12月22日，《国务院关于规范地方政府债务管理工作情况的报告》透露，2015年财政部向地方下达置换债券额度3.2万亿元，主要用于偿还当年到期的地方政府债务本金。为确保债券顺利发行，财政部会同人民银行、银监会完善债券发行机制，指导地方在公开发行方式以外，采取定向承销方式发行置换债券；人民银行通过下调存款准备金率、调整存贷款基准利率、公开市场操作等方式，向市场提供适度流动性。当年发行的置换债券将被置换的存量债务成本从平均约10%降至3.5%左右，预计将为地方每年节省利息2000亿元。另外，置换债券虽然不直

¹ <https://flk.npc.gov.cn/detail2.html?ZmY4MDgwODE2ZjEzNWy0NjAxNmYyMTI0MDFiMzE3Y2M%3D>

² https://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm

³ <https://www.audit.gov.cn/n5/n25/c63642/content.html>

⁴ https://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5059103.htm

接增加投资，但在目前土地出让收入减少等情况下能够抵顶减收，为地方腾出资金支持重点项目建设创造了条件。⁵2018年12月24日，《国务院关于2017年度中央预算执行和其他财政收支审计查出问题整改情况的报告》配套材料披露，自2015年以来，全国累计发行置换债券置换存量政府债务约12.2万亿元，有效缓解地方政府偿债压力。⁶⁷

1.2 2019年试点以置换债券置换隐性债务

2018年隐性债务的首次精准摸底工作完成，隐债化解进程开始加快。参考2018年媒体报道，⁸继防范化解地方政府隐性债务相关文件下发后，隐性债务治理又开启了关键的一步—财政部正全面摸清地方政府隐性债务底数及相应的资产。按要求，各地政府需要依规将当地截至今年8月31日的隐性债务余额、资产等数据，填报至财政部设立的地方全口径债务监测平台。

2019年，财政部借助剩余债务限额，帮助部分具备化债条件的县市开展置换债券置换隐性债务试点工作，主要惠及辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南6省。2019年3月5日，《关于2018年中央和地方预算执行情况与2019年中央和地方预算草案的报告》提出，继续发行地方政府债券置换符合政策规定的债务，全面完成存量债务置换。⁹参考财政部后续披露，2019年全国累计发行置换债券1579.23亿元，其中一般债券623.49亿元、专项债券955.74亿元，涉及发行省份包括江苏、辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南7省。¹⁰参考2020年11月云南省楚雄州相关披露信息，2019年财政部选取辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南6个省份，采用竞争性立项的方式选择部分具备化债条件的县市开展隐性债务风险化解试点，主要通过发行新增政府债券用于置换部分隐性债务的方式，通过5年左右的时间完成试点县隐性债务化解工作、将政府债务风险降至风险预警线以内。

1.3 2020年至2023年3次特殊再融资债置换隐性债务

自2020年至2021年，全国累计发行6128亿元特殊再融资债用于隐债置换。2021年8月24日，财政部披露截至当年7月末，2020年已下达用于中小银行风险化解的2000亿元专项债券额度已发行793亿元；用于建制县区隐性债务风险化解试点的6128亿元再融资债券额度已发行6095亿元。

自2021年至2022年，广东（含深圳）、上海、北京试点发行超5000亿元特殊再融资债用于全域隐债清零。2021年12月16日，时任财政部副部长许宏才在国务院政策例行吹风会上透露，经国务院批准，上海市、广东省等经济体量大、财政实力强的地区，率先开展全域无隐性债务试点工作，实现隐性债务清零，为全国其他地区全面化解隐性债务提供有益探索。¹¹

2023年，财政部利用地方政府债券结存限额，支持隐性债务置换及政府拖欠企业账款清理约1-2万亿元。参考近期财政部披露，2023年7月，中央政治局会议要

⁵ http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/xinwen/2015-12/22/content_1955661.htm

⁶ <https://www.audit.gov.cn/n5/n26/c129160/content.html>

⁷ https://www.gov.cn/xinwen/2018-01/25/content_5260669.htm

⁸ http://jjckb.xinhuanet.com/2018-10/12/c_137527066.htm

⁹ https://www.gov.cn/xinwen/2019-03/17/content_5374492.htm

¹⁰ https://kjhx.mof.gov.cn/yjbg/202001/t20200123_3463676.htm

¹¹ <https://www.gov.cn/xinwen/2021zccfh/57/wzsl.htm>

求，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。财政部安排了超过 2.2 万亿元地方政府债券额度，支持地方特别是高风险地区化解存量债务风险和清理拖欠企业账款，地方政府债务风险得到了整体缓解。截至 2023 年末，全国纳入政府债务信息平台的隐性债务余额比 2018 年摸底数减少了 50%，债务风险可控。2024 年以来，经履行相关程序，财政部已经安排了 1.2 万亿元债务限额支持地方化解存量隐性债务和消化政府拖欠企业账款。¹²

1.4 2024 年特殊新增地方债补充政府性基金预算财力

2024 年，财政部继续安排一定规模的新增专项债券用于补充地方政府性基金预算财力，支持各地用于符合条件的存量政府投资项目。此外，从制度设计上，有关部门积极完善法律法规，健全防范化解地方政府拖欠企业账款的长效机制。

2 如何看待增量地方债发行对债券市场的影响？

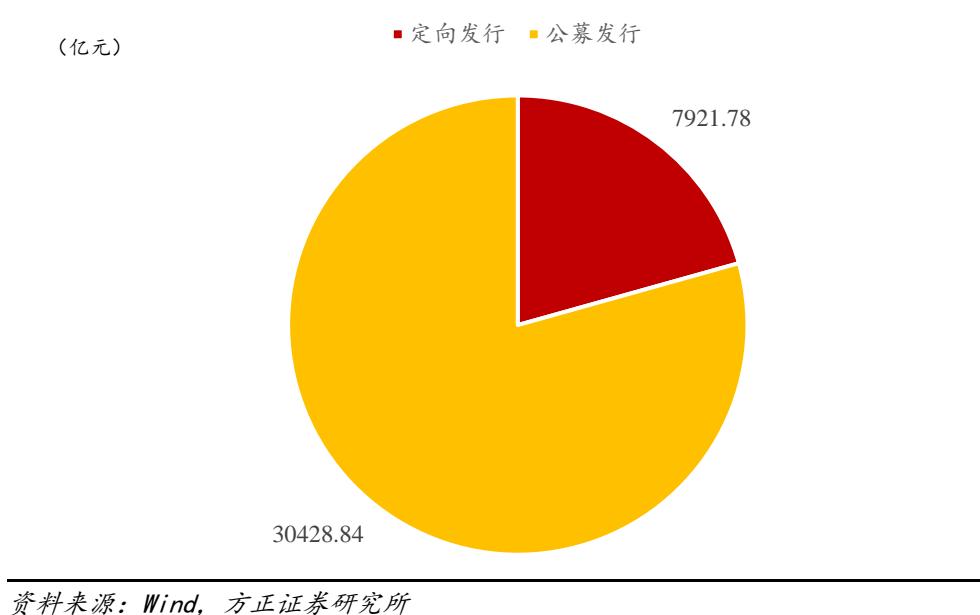
从增量地方债的潜在发行规模看，“力度最大”可能是相较 1-2 万亿元而言，而非相较 12.2 万亿元而言。参考媒体报道，2018 年，继《地方政府债务统计监测工作方案》、《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》、《政府隐性债务认定细则》等文件陆续下发后，财政部首次全面摸清地方政府隐性债务底数及相应的资产。¹³考虑到 2024 年 10 月披露的拟发行增量地方债置换 2018 年及之后认定的隐性债务，而非 2015 年债务置换时所对应的 2013 年摸排认定的“一类债”，因此相比 2015 年-2018 年 12.2 万亿元的置换规模，“力度最大”可能是相较“2023 年，财政部利用地方政府债券结存限额，支持隐性债务置换及政府拖欠企业账款清理约 1-2 万亿元”而言。

通过降准、定向发行等政策支持，预计短期内地方债供给放量对债券市场的影响可控。参考 2015 年债务置换操作，2014 年 9 月 21 日国发[2014]43 号文提出，以 2013 年政府性债务审计结果为基础，对地方政府性债务存量进行甄别，对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换。自 2015 年至 2018 年，全国累计发行置换债券置换存量政府债务约 12.2 万亿元。其中，2015 年财政部向地方下达置换债券额度 3.2 万亿元，考虑到当年地方政府净融资规模由上年 3008 亿元攀升至 36637 亿元，因此财政及金融管理部门指导各地采用定向承销方式发行了超 20% 的置换债券，同时央行累计降准 250BP（不含定向降准 50BP）、降息 125BP，最终有力降低了地方政府的付息负担，通过“抵顶减收”为地方腾出资金支持重点项目建设创造了条件。

¹² <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34941/tw/>

¹³ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34941/tw/>

图表1:2015年发行的地方债约21%为定向发行



图表2:2015年央行累计降准250BP(不含定向降准50BP)、降息125BP

日期	政策分类	政策内容
2015/2/5	降准 50BP	中国人民银行下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时,为进一步增强金融机构支持结构调整的能力,加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设的支持力度,对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率0.5个百分点,对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4个百分点。
2015/2/6	其他	中国人民银行印发《关于在全国开展分支机构常备借贷便利操作的通知》(银发〔2015〕43号)和《关于印发〈中国人民银行再贷款与常备借贷便利抵押品指引(试行)〉的通知》(银发〔2015〕42号),在前期10省(市)分支结构试行常备借贷便利操作的基础上,在全国推广分支结构常备借贷便利,完善中央银行对中小金融机构提供流动性支持的渠道。
2015/3/1	降息 25BP	中国人民银行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中,金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%,同时结合推进利率市场化改革,将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍;其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。
2015/3/20	其他	国务院批复同意《国家开发银行深化改革方案》和《中国进出口银行改革实施总体方案》,要求中国人民银行会同有关单位按照方案要求和职责分工认真组织实施。
2015/3/30	地产配套	中国人民银行、住房城乡建设部和中国银行业监督管理委员会联合发布《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》(银发〔2015〕98号),对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房,最低首付款比例调整为不低于40%。
2015/4/20	降准 100BP	中国人民银行下调金融机构人民币存款准备金率1个百分点。同时,有针对性地实施定向降准,对农信社、村镇银行等农村金融机构额外降低人民币存款准备金率1个百分点,统一下调农村合作银行存款准备金率至农信社水平,对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率2个百分点。
2015/5/11	降息 25BP	中国人民银行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中,金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%,同时结合推进利率市场化改革,将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍;其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。

2015/6/28	定向降准 50BP	中国人民银行针对性地对金融机构实施定向降准，对“三农”贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行降低存款准备金率 0.5 个百分点，对“三农”或小微企业贷款达到定向降准标准的国有大型商业银行、股份制商业银行、外资银行降低存款准备金率 0.5 个百分点，降低财务公司存款准备金率 3 个百分点。
2015/6/28	降息 25BP	中国人民银行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。
2015/7/15 2015/7/20	其他	国家外汇储备分别向国家开发银行、进出口银行注资 480 亿美元、450 亿美元，顺利完成改革方案要求的资本金补充工作。
2015/8/20	其他	国务院印发《关于开展农村承包土地的经营权和农民住房财产权抵押贷款试点的指导意见》，明确由人民银行会同中央农办等 11 部门，按职责分工成立试点工作指导小组，慎重稳妥推进农村承包土地的经营权抵押贷款试点和农民住房财产权抵押、担保、转让试点工作。
2015/8/11	汇率	中国人民银行发布关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明。自 2015 年 8 月 11 日起，做市商在每日银行间外汇市场开盘前向中国外汇交易中心提供的报价应主要参考上日银行间外汇市场的收盘汇率，并结合上日国际主要货币汇率变化以及外汇供求情况进行微调。
2015/8/26	降息 25BP	中国人民银行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.75%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。同时，放开一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限，活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。
2015/9/6	降准 50BP	中国人民银行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，有针对性地实施定向降准，额外降低县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等农村金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，额外下调金融租赁公司和汽车金融公司存款准备金率 3 个百分点。
2015/9/15	存款准备金制度改革	中国人民银行改革存款准备金考核制度，由时点法改为平均法考核。即维持期内，金融机构按法人存入的存款准备金日终余额算术平均值与准备金考核基数之比，不得低于法定存款准备金率。同时，存款准备金考核设每日下限。即维持期内每日营业终了时，金融机构按法人存入的存款准备金日终余额与准备金考核基数之比，可以低于法定存款准备金率，但幅度应在 1 个（含）百分点以内。
2015/9/25	其他	中国人民银行印发《关于推广信贷资产质押再贷款试点的通知》（银发〔2015〕299 号），决定在上海、天津、辽宁、江苏、湖北、四川、陕西、北京、重庆等 9 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点。
2015/9/30	地产配套	中国人民银行和银监会联合发布《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》（银发〔2015〕305 号），在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%。
2015/10/24	降息 25BP	中国人民银行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低社会融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。同时，对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，这标志着中国利率管制的基本放开，利率市场化改革取得关键性进展。
2015/10/24	降准 50BP	中国人民银行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，为加大金融支持“三农”和小微企业的正向激励，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5 个百分点。
2015/11/30	汇率	国际货币基金组织执董会决定将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子，SDR 货币篮子相应扩大至美元、欧元、人民币、日元、英镑 5 种货币，人民币在 SDR 货币篮子中的权重为 10.92%，新的 SDR 篮子将于 2016 年 10 月 1 日生效。

资料来源：中国人民银行，方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com

2024年10月12日

宏观经济研究团队

宏观经济点评

财政两大转折点——财政部发布会学习

何宁(分析师)

hening@kysec.cn

证书编号: S0790522110002

沈美辰(联系人)

shenmeichen@kysec.cn

证书编号: S0790122110036

●事件:10月12日,国新办举行发布会,介绍加大财政调节力度有关情况。**●本次会议凸显财政部门的专业性、态度积极,思路转变,标志着两大转折。****转折一:** 这是一次扩财政思路变化的转折点。区别于以减税降费、财政补贴为主的传统方式,本次会议强调通过举债来解决问题,且表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”,标志着扩财政思路的变化,打开未来财政扩张空间。**转折二:** 这是一次彻底解决风险问题的转折点。短期重点支持的领域为化解地方隐性债务、补充银行资本金以及维稳房地产市场,表明兜底风险的决心很强,且愿意拿出“真金白银”来化解风险,有助于提振各方信心,为提振经济打下基础。**●即将重点落地哪些举措?化债、银行、地产、民生。**

蓝部长表示,近期将陆续推出一揽子有针对性的增量举措,包括化债、银行、地产、重点群体保障等领域,这是目前已经进入决策程序的政策。

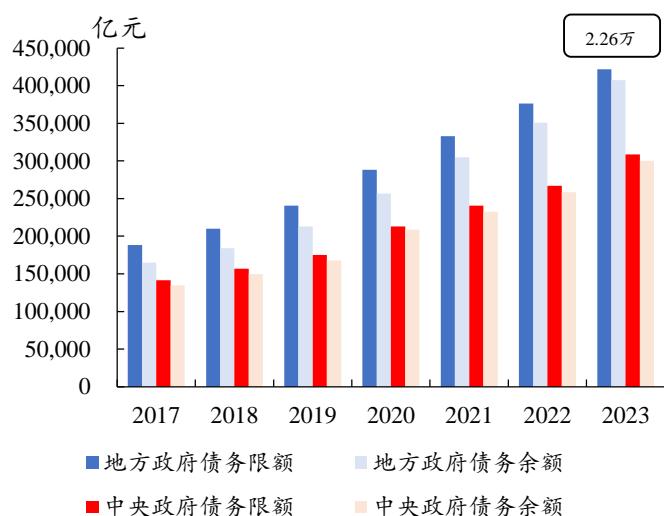
(1)增量化债资金为最大亮点。财政部2023年安排了超过2.2万亿元地方政府债券额度用于化债,效果显著。2024年,财政部已安排1.2万亿元债务限额化债。我们认为或是从结存限额和新增专项债限额中安排额度用于化解存量债务。1-9月新增专项债发行3.6万亿,化债用途占3成,力度可观。值得注意的是,这也是新增专项债限额首次用于化债。**后续化债或存在两种形式。**一是每年安排部分新增专项债用于化债;二是“一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”,力度空前,且要等法定程序后公布。我们提示可关注10月底全国人大审批的决议,规模可能在5-6万亿,一次性发放或三年逐步发放。地方政府或释放更多资金用于经济建设。**(2)发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。**推测规模可能在1万亿左右。此举措利好银行,提升其核心一级资本充足率,或使其净息差收窄的容忍度提高。政策引导银行抵御风险的同时,加强其对实体和化债的支持。**(3)财政支持地产回稳的资金扩围。**一是专项债支持范围扩大,允许用于回收闲置存量土地和收储。二是专项资金使用调整,支持地方更多通过消化存量房的方式筹集保障房源房。三是调整增值税、土地增值税等。地产消化存量的政策思路更为坚决,财政给予资金支持后收储节奏有望加快。目前发力主体还在地方,可观察后续力度的加码,例如中央财政下场的可能。**(4)稳基层“三保”、稳就业、加强学生资助。**兜牢基层“三保”底线,包括中央向地方下达结存限额、提前调度资金用于基层支出等。提出国家奖学金名额翻倍并提高奖学金标准。有利于稳住居民收入预期,促进消费进一步回暖。**●哪些增量举措可期?多措并举弥补年内财政缺口,未来扩赤字规模可期。****(1)综合施策,弥补年内财政缺口。**我们判断或包含减支、调入和增发债券。针对“全国一般公共预算收入增速不及预期”的问题,会议提到“多措并举、综合施策,确保全年实现收支平衡”。《财政缺口三问》我们曾提到:根据测算,今年财政收入较预算的缺口约2.3-2.6万亿(第一本账1.1-1.3万亿,第二本账1.3万亿)。历史上,财政缺口弥补方式包含减支、调入以及增赤字。首先,重点领域支出会有保障,但客观上总体仍减支。我们测算第一本账收支缺口约6000亿,也就是说减收的同时也在减支。结合会议表态和历史经验,预计科技、教育、养老、卫生等重点领域支出将有保障,而经济建设类支出或较预算有一定缺口。对于第二本账,目前是支出进度落后(收支缺口为正),对应四季度2.3万亿专项债会加快使用,提升支出增速。其次,使用存量余额,加大调入资金。会议指出增加4000亿地方债结存限额使用,鼓励地方盘活资产,使用预算稳定调节基金。因此,使用2.26万亿债务限额(8000亿国债+1.46万亿地方债),加大国企上缴利润、超额调入预算稳定和结转结余资金是可用方式。再次,呵护企业信心,对违法违规收过头税的行为予以纠偏。最后,大概率增发国债、调增赤字,密切关注10月下旬人大常委会的情况。根据本次会议精神,增发国债或地方债用于化债和补充银行资本金的方向较为明确,且规模较大。关键在于是否会增发债券用于提振经济?我们认为,由于对年内效果有限,年内规模或不大,另外可能提前下达部分明年专项债或超长期特别国债额度,提前布局2025年。**(2)2025年有望继续扩赤字,增加特别国债的规模。**解决风险是基础,明年财政有望在稳经济、扩内需方向接续发力,如提升赤字规模,发行较大规模债券用于化债,提升超长期特别国债、专项债规模用于投资、设备更新、消费、地产等。总体看,本次会议标志财政思路出现转折,“X”万亿不重要,更重要的是解决问题、进而提振经济的决心很强,更多增量政策可期,利好经济和股市。**●风险提示:** 经济下行超预期,政策执行力度不及预期。

相关研究报告

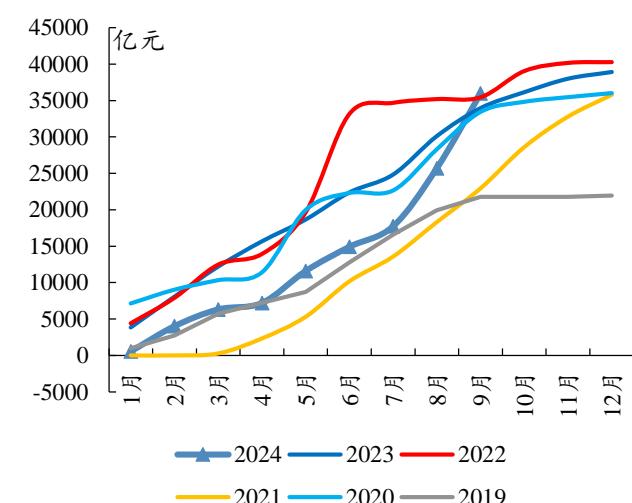
《美联储11月降息或暂不受影响—美国9月CPI点评》-2024.10.11

《关注一揽子增量政策的落实加码—宏观周报》-2024.10.7

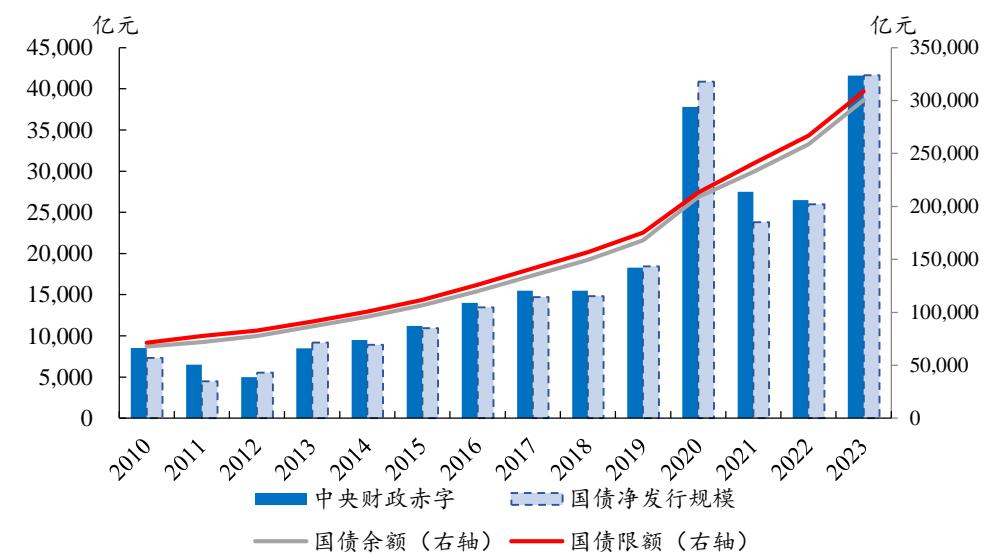
《“量在优先”的消费地产回暖—国庆全球宏观见闻》-2024.10.7

附图 1：2023 年底国债和地方债限额空间超 2 万亿


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：专项债 9 月规模发行超过万亿


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：国债净发行规模或可超过中央赤字


数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn

宏观周聚焦

证券分析师

赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com

贾东旭 A0230522100003
jiadx@swsresearch.com

侯倩楠 A0230524080006
houqn@swsresearch.com

联系人

侯倩楠
(8621)23297818×
houqn@swsresearch.com



2024年10月12日

亮点“绝不仅仅”四方面

——财政部新闻发布会解读

事件：10月12日，国新办举行新闻发布会介绍“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。

- **发布会的核心看点有哪些？正面回应年内财政压力，提出中央财政有较大举债空间**

发布会正面回应年内财政收支压力，提出“通过采取综合性措施，可以实现收支平衡，完成全年预算目标”。缓解年内财政收支压力，本次发布会已公布的综合性措施包括安排地方政府债务结存限额4000亿元和指导地方依法依规使用预算稳定调节基金等存量资金。

安排地方政府债务结存限额政策之所以公布较早，或缘于其不涉及调整债务预算，可快速落地。2023年底，中央政府债务结存限额约8300亿元；地方债务结存限额约1.4万亿元，其中，专项债结存限额约7500亿元，一般债结存限额约6800亿元。当前地方政府债务结存限额已安排4000亿元，中央政府债务结存限额是否使用或仍需跟踪。

而“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”等涉及调整债务预算相关增量政策，须经人大常委会审批，具体部署或需密切关注**10月人大常委会议**。2023年之前，中央年中调整预算频率较低、历史仅有5次，涉及赤字调整的3次发生在1998-2000年8月下旬；2023年10月下旬，中央赤字再度年中加码、增发一万亿元国债。

- **防风险领域财政或如何支持？新一轮债务置换、补充国有银行核心一级资本已在路上**

针对地方隐性债务问题，发布会提到“即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”。2015年至2018年间，置换债发行规模超12万亿元。近年，在2023年7月政治局会议的“制定实施一揽子化债方案”指引下，2023年四季度全国28省市发行1.39万亿元特殊再融资债用于偿还存量债务。根据发布会指引，本次债务化解力度或超过往。

发布会提出的“将发行特别国债用于补充国有大型商业银行核心一级资本”，过往亦有经验参考。1998年，为缓解国有四大行资本充足率较低等问题，财政部向四大行定向发行2700亿元特别国债，用于注资国有四大行。1999年，国务院批准下，财政部亦出资成立四大资产管理公司帮助商业银行系统性剥离不良贷款、恢复信用扩张功能。

本次发布会提及，补充国有大型商业银行核心一级资本“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集资金”，或指向支持国有大型商业银行增加核心一级资本政策持续时间较长，除发行特别国债外或包括其他筹集资金渠道。

- **房地产与民生政策有什么亮点？专项债券用于土地、商品房收储，民生以教育作为切入口**

专项债券允许用于土地储备，调节土地供需，缓解地方政府和房地产企业的流动性和债务压力。2021年起专项债券可用于租赁住房相关的土地储备项目，不安排一般房地产项目。本次发布会重启土储专项债的发行，但其目的更多是调节土地市场均衡，同时防范房地产风险。

专项债券、保障性安居工程补助资金向收购存量房倾斜。前期央行已经调整了保障性住房再贷款相关政策，叠加本次财政进一步加码收购存量房力度，二者均是对9月政治局会议“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量”的落实。

民生先以教育作为切入点，财政扩大高校学生资助政策。财政部副部长郭婷婷表示将同相关部门从奖优和助困两方面，分两步调整完善高校学生资助政策。第一步，在2024年实现国家奖学金奖励名额翻倍等；第二步，2025年提高研究生学业奖学金奖励标准等。

风险提示：经济变化超预期，政策超预期。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 一问：发布会的核心看点有哪些?	4
2. 二问：防风险领域财政或如何支持?	7
3. 三问：房地产与民生政策有什么亮点?	9

图表目录

图 1：2024 年 8 月广义财政支出增速回落	4
图 2：2024 前 8 月广义财政收入预算完成度为 59%	4
图 3：2023 年中央政府债务结存限额 8000 多亿元	5
图 4：2023 年地方债务结存限额约 1.4 万亿元	5
图 5：财政预算调整流程	5
图 6：历年中央财政赤字及赤字率	5
图 7：中央预算调整需要人大常委会审批	5
表 8：财政部新闻发布会相关要点	6
图 9：2015-2018 年地方置换债发行规模	7
图 10：历年特殊再融资债发布规模	7
图 11：1998 年特别国债发行示意图	8
图 12：1998 年发行特别国债向国有大行注资	8
图 13：四大 AMC 对口剥离四大行不良资产	8
图 14：1999 年后商业银行不良率迅速下降	8
图 15：2023 年新增专项债结构	9
图 16：“转化保障房模式” 示意图	9
表 17：过往部分直接补贴居民的财政政策	10

事件：10月12日，国新办举行新闻发布会介绍“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。

1. 一问：发布会的核心看点有哪些？

财政发布会正面回应年内财政收支压力问题，提出“财政有足够的韧劲，通过采取综合性措施，可以实现收支平衡，完成全年预算目标”。年初以来，财政收支持续承压，综合一般公共财政收支和政府性基金收支来看，前8月广义财政支出预算完成进度为55%；广义财政收入预算完成进度为59%（详见《财政收入对支出拖累加深——8月财政数据点评》）。缓解年内财政收支压力，本次发布会已公布的综合性措施包括安排地方政府债务结存限额4000亿元和指导地方依法依规使用预算稳定调节基金等存量资金。

图1：2024年8月广义财政支出增速回落



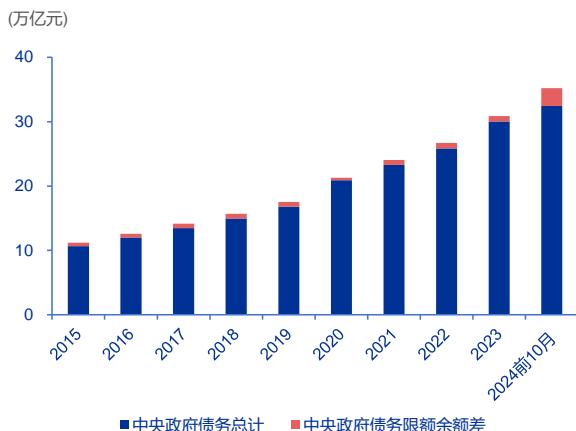
图2：2024前8月广义财政收入预算完成度为59%



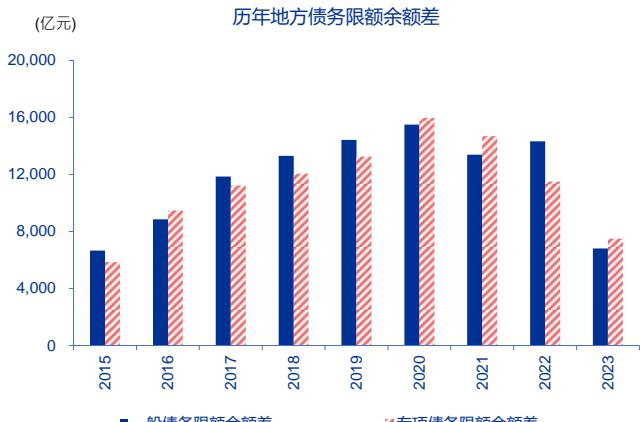
资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

安排地方政府债务结存限额4000亿元政策之所以公布较早，或缘于动用政府债务结存限额不涉及调整债务预算，可快速落地。2023年底，中央政府债务结存限额约8300亿元；地方债务结存限额约1.4万亿元，其中，专项债结存限额约7500亿元，一般债结存限额约6800亿元。当前地方政府债务结存限额已安排4000亿元，而中央政府债务结存限额是否安排使用或仍需跟踪后续政策部署。

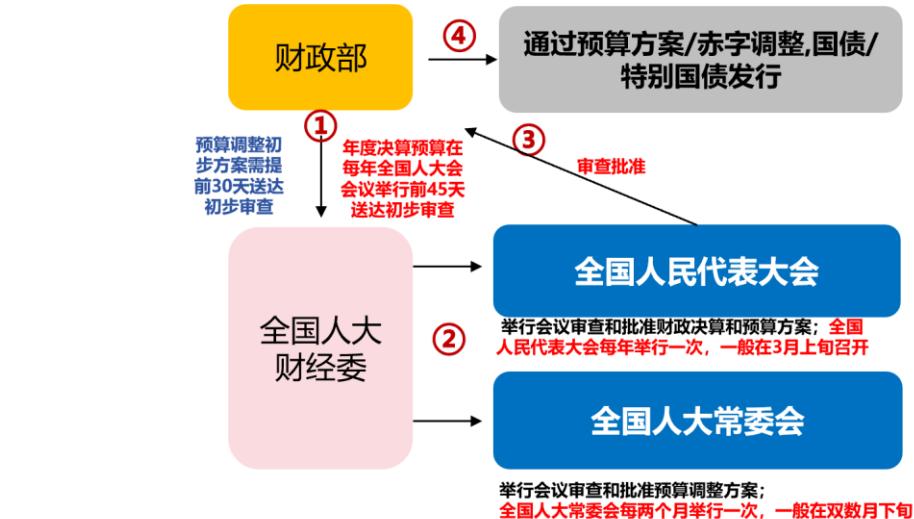
图 3：2023 年中央政府债务结存限额 8000 多亿元


资料来源：财政部，申万宏源研究

图 4：2023 年地方债务结存限额约 1.4 万亿元


资料来源：中国地方政府债券信息公开平台，申万宏源研究

而“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”等涉及调整债务预算相关增量政策，须经人大常委会审批，具体部署或需密切关注后续人大常委会议。历史经验显示，2023 年之前，中央年中调整预算频率较低、历史仅有 5 次，涉及赤字调整的 3 次发生在 1998-2000 年 8 月下旬，分别增发 1000、600、500 亿元国债用于水利、交通等基础设施建设。2023 年 10 月下旬，中央赤字再度年中加码、增发一万亿元国债，但其发行及分配使用更多在 2023 年末及 2024 年一季度。

图 5：财政预算调整流程


资料来源：《预算法》，申万宏源研究

图 6：历年中央财政赤字及赤字率
图 7：中央预算调整需要人大常委会审批



资料来源：Wind，申万宏源研究

过往年中中央预算调整会议	批准时间	增发规模	发行时间	发行规模	主要投向
第九届全国人大常委会第四次会议	1998/8/29	1000亿元	1998/9/4	700亿元	作为国家预算内基础设施建设专项资金，定向用于防洪、治污、农田灌溉、铁路公路、重点空港、邮电通信、城市基础设施、环境保护、城乡电网建设与改造、长江黄河中上游水土保持、植树造林种草、粮食仓库和公检法及司法行政等部门设施等建设性支出。
第九届全国人大常委会第十一次会议	1999/8/30	600亿元	1999/9/3	600亿元	主要用于在建的基础设施项目，一些重点行业的技术改造、重大项目装备国产化和高技术产业化、环保与生态建设以及科教基础设施等。这部分国债的使用，可以使1998年国债投入的在建项目尽快建成投产，同时可以加快企业技术进步和扩大出口，为调整产业结构、增加劳动就业、保持社会稳定打下基础。
第九届全国人大常委会举行第十七次会议	2000/8/21	500亿元	2000/10/31	500亿元	水利和生态项目建设，包括水利基础设施建设，移民建镇，退耕还林还草，天然林和草原保护工程；教育设施建设。包括高等院校、中等学校、招增加学生校舍等基础设施建设，中西部高校建设补助；文博等基础设施项目建设，包括公路干线、中西部地区贫困县道路建设铁路建设；企业技术改造、高技术产业化、城市轨道交通、环保等设备国产化；城市环保项目建设，包括城市污水垃圾处理，首都环境整治...灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。
第十四届全国人大常委会第三十次会议	2023/10/24	10000亿元	2023年四季度	10000亿元	灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。

资料来源：中国政府网，申万宏源研究

同时，本次发布会重点阐述了近期陆续推出的四方面增量政策举措，同时强调逆周期调节绝不仅仅是四点，其他政策工具也正在研究中。具体来看，一是加力支持地方政府化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，使得地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生；二是发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升银行抵御风险和信贷投放能力；三是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；四是加大对重点群体的支持保障力度，针对学生群体加大奖优助困力度等。

表 8：财政部新闻发布会相关要点

近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措	问答环节相关详细说明
加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务...	为了缓解地方政府的化债压力，除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，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，相关政策待履行法定程序后再向社会作详尽说明。 需要强调的是，这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，这无疑是一场政策及时雨，将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心，巩固基层“三保”。
发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本...	根据国务院授权，财政部负责集中统一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资本补充和动态调整机制。财政部将坚持市场化、法治化的原则，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。
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	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。 第一，允许专项债券用于土地储备...第二，支持收购存量房，优化保障性住房供给...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。
加大对重点群体的支持保障力度	将同相关部门从奖优和助困两方面，分两步调整完善高校学生资助政策。 第一步，在2024年推出以下政策措施：一是国家奖学金奖励名额翻倍...二是提高本专科生奖学金奖励标准...三是提高本专科生国家助学金资助标准...四

是加大国家助学贷款支持力度...

第二步，2025年提高研究生学业奖学金奖励标准...同时，还将提高普通高中国家助学金资助标准，提高中等职业学校国家助学金资助标准并扩大资助范围。

资料来源：国新办，申万宏源研究

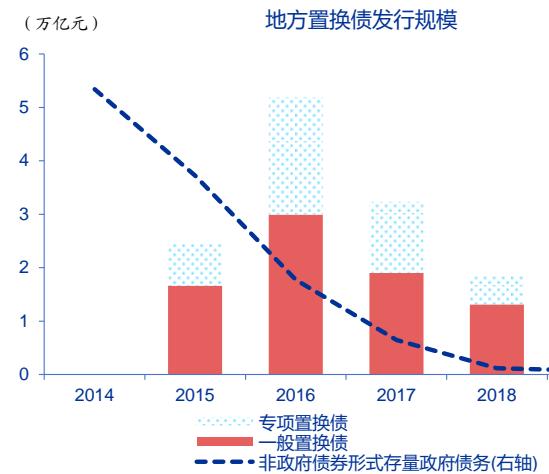
2. 二问：防风险领域财政或如何支持？

发布会提出的四点增量政策中，前两点均为支持防风险财政政策加码。

针对地方隐性债务问题，发布会提到“即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”。

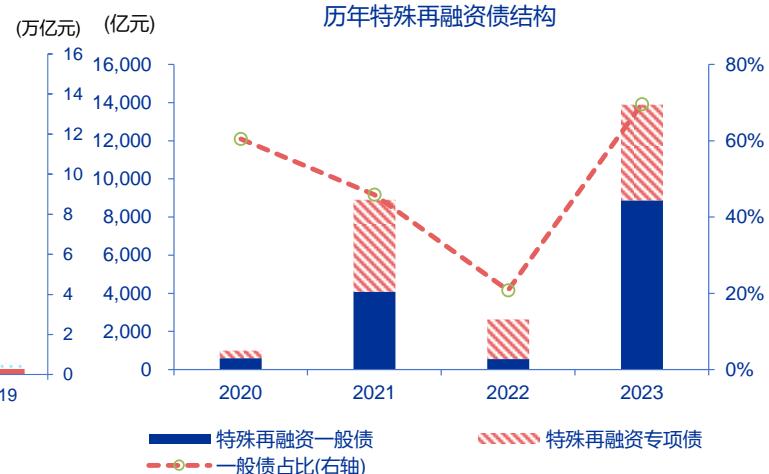
回顾过往，2014年以来，地方债务化解政策力度不断加大。2015年至2018年间，置换债发行规模超12万亿元。根据财政部披露，截至2014年末地方政府债务余额中，90%以上是通过非政府债券方式举借，平均成本在10%左右，2015年之后，地方政府通过发行大规模置换债券，将被置换的存量债务成本从平均约10%降至3.5%左右，为地方节省大量利息。近期，在2023年7月政治局会议的“制定实施一揽子化债方案”指引下，2023年四季度全国28省市发行1.39万亿元特殊再融资债用于偿还存量债务，明显高于过去三年近4200亿元的平均发行规模。结合本次发布会指引，新一轮大规模地方债务置换或在路上，整体力度或超2015-2018年。

图9：2015-2018年地方置换债发行规模



资料来源：财政部，申万宏源研究

图10：历年特殊再融资债发布规模



资料来源：Wind，申万宏源研究

发布会提出的“将发行特别国债用于补充国有大型商业银行核心一级资本”，过往亦有经验参考。

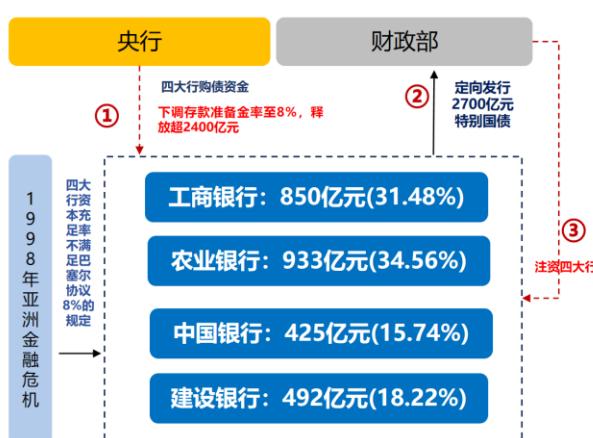
1998年亚洲金融危机冲击下，为缓解国有四大行资本充足率较低等问题，财政部向四大行定向发行2700亿元特别国债，用于注资国有四大行，有效提升四大行资本充

足率。特别国债定向发行中，央行亦给予政策支持；1998年的2700亿元特别国债中，超2400亿元或源于央行下调存款准备金率释放。

此外，1999年，国务院批准下，财政部出资成立信达、华融、东方和长城四大资产管理公司，剥离四大行及国开行共13939亿元的不良贷款、同时以债转股的方式消化四大行3574亿元的不良债权等。一系列措施下，四大行的账面不良贷款率由1999年的39%降至2004年的15.57%。

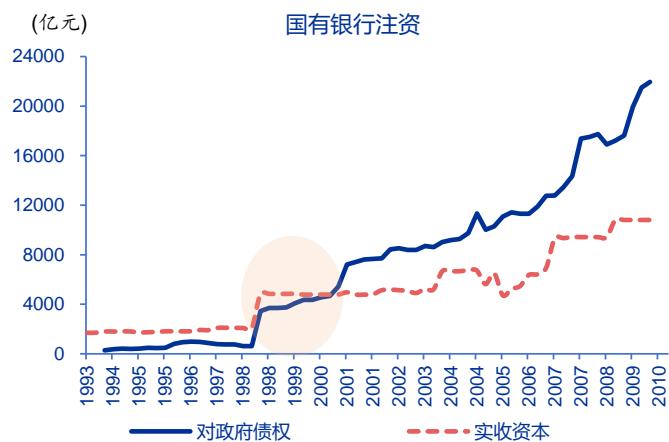
本次发布会提及，“按照‘统筹推进、分期分批、一行一策’的思路，积极通过发行特别国债等渠道筹集资金，稳妥有序支持国有大型商业银行进一步增加核心一级资本”，或指向支持国有大型商业银行进一步增加核心一级资本政策持续时间较长，且除了发行特别国债外或包括其他筹集资金渠道。

图 11：1998 年特别国债发行示意图



资料来源：财政部，申万宏源研究

图 12：1998 年发行特别国债向国有大行注资



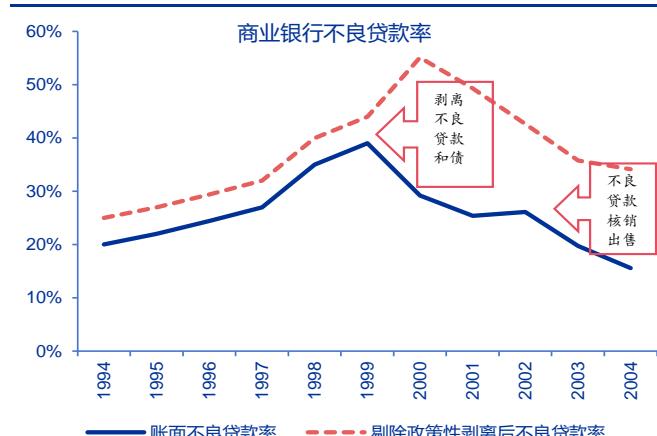
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：四大 AMC 对口剥离四大行不良资产

1999年四大AMC公司剥离四大行不良贷款安排					
资管公司	信达	华融	东方	长城	
对口银行	建行	工行	中行	农行 国开行	
持有协议转股金额(亿元)	1759	1095	603	117	477
贷款收购规模(亿元)	3730	4077	2674	3458	
收购占比(%)	28.8	17.9	20.4	24.6	

资料来源：中国金融年鉴，四大 AMC 招股说明书，申万宏源研究

图 14：1999 年后商业银行不良率迅速下降

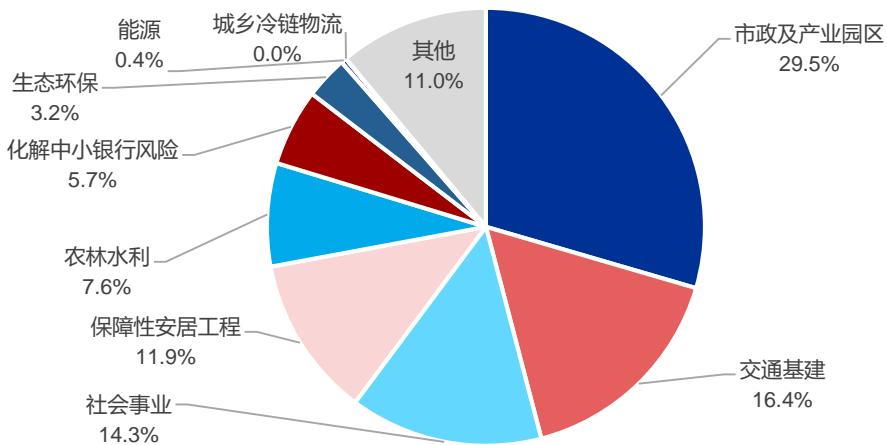


资料来源：《国有商业银行账面不良贷款调整因素和严重程度：1994-2004》，申万宏源研究

3. 三问：房地产与民生政策有什么亮点？

专项债券允许用于土地储备，调节土地供需，缓解地方政府和房地产企业的流动性和债务压力。针对土地市场，财政部副部长廖岷表示“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”。土地储备专项债发行暂停始于2019年9月的国务院常务会议，当时提出专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域。2021年起专项债券可用于租赁住房相关的土地储备项目，不安排一般房地产项目。本次发布会重启土储专项债的发行，但其目的更多是调节土地市场均衡，同时防范房地产风险。

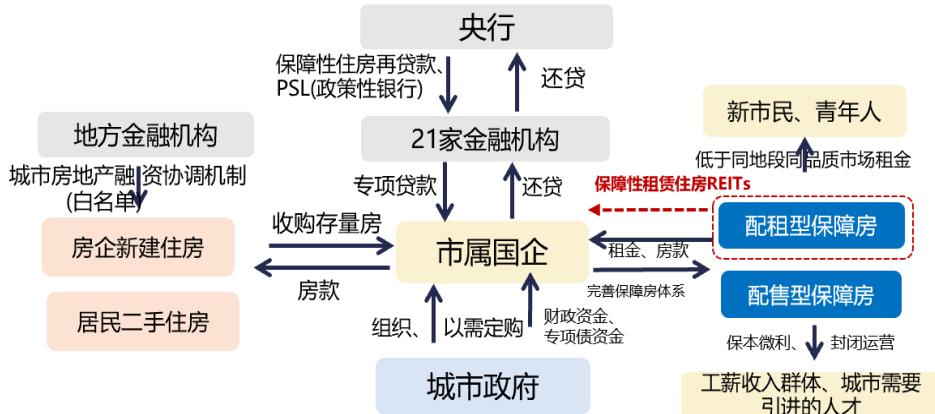
图 15：2023 年新增专项债结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

专项债券、保障性安居工程补助资金向收购存量房倾斜。针对收购存量房，财政部副部长廖岷表示“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……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。”前期央行已经调整了保障性住房再贷款相关政策，叠加本次财政进一步加码收购存量房力度，二者均是对9月政治局会议“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量”的落实。

图 16：“转化保障房模式”示意图



资料来源：相关部门网站，申万宏源研究

民生先以教育作为切入点，财政扩大高校学生资助政策。财政部副部长郭婷婷表示将同相关部门从奖优和助困两方面，分两步调整完善高校学生资助政策。第一步，在2024年实现国家奖学金奖励名额翻倍，提高本专科生奖学金奖励标准，提高本专科生国家助学金资助标准，加大国家助学贷款支持力度；第二步，2025年提高研究生学业奖学金奖励标准。同时，还将提高普通高中国家助学金资助标准，提高中等职业学校国家助学金资助标准并扩大资助范围。

表 17：过往部分直接补贴居民的财政政策

政策类型	时间	会议/文件	主要内容
个税政策优化	2018/8/31	十三届全国人大常委会第五次会议	个税法进行第七次修正，起征点从3500元/月提高至5000元/月。同时，引入了专项附加扣除，包括子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或住房租金、赡养老人等支出6项专项附加扣除，自2019年1月1日起施行。
	2022/3/28	国务院印发《关于设立3岁以下婴幼儿照护个人所得税专项附加扣除的通知》	国务院公布，2022年1月1日起，设立3岁以下婴幼儿照护个人所得税专项附加扣除。纳税人照护3岁以下婴幼儿子女的相关支出，按照每个婴幼儿每月1000元的标准定额扣除。父母可以选择由其中一方按扣除标准的100%扣除，也可以选择由双方分别按扣除标准的50%扣除。
	2023/8/28	国务院关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知	3岁以下婴幼儿照护专项附加扣除标准，由每个婴幼儿每月1000元提高到2000元；赡养老人专项附加扣除标准，由每月2000元提高到3000元。其中，独生子女按照每月3000元的标准定额扣除；非独生子女与兄弟姐妹分摊每月3000元的扣除额度，每人分摊的额度不能超过每月1500元。
就业支持	2020/4/27	《关于发布就业补贴类政策清单及首批地方线上申领平台的通知》	就业补贴类政策清单包括鼓励企业（单位）吸纳就业政策、支持劳动者就业创业的政策两部分。其中，鼓励企业（单位）吸纳就业政策包含职业培训补贴、社会保险补贴、公益性岗位补贴、就业见习补贴、一次性吸纳就业补贴5类。
	2022/6/18	国务院政策例行吹风会	低保对象、特困人员在原来的生活补助基础上增发一次性生活补贴，保证他们的生活水平不降低。考虑到各地具体情况有所不同，补贴的标准由地方确定...受疫情影响无法返岗复工、连续三个月无收入来源，生活困难且失业保险政策无法覆盖的农民工等没有参加失业保险的人员，可以在务工地或者经常居住地申请获得一次性临时救助金...
促进消费下乡和以旧换新	2023/12/20	《就业补助资金管理办法》	就业困难人员社会保险补贴。对招用就业困难人员并缴纳社会保险费的单位，以及通过公益性岗位安置就业困难人员并缴纳社会保险费的单位，按其为就业困难人员实际缴纳的基本养老保险费、基本医疗保险费和失业保险费给予补贴，不包括就业困难人员个人应缴纳的部分。
	2007/12/22	财政部、商务部正式启动家电下乡试点工作	财政部、商务部决定，在山东、河南、四川三省选择农民购买意愿较强的彩电、冰箱（冰柜）、手机等三类产品开展家电下乡试点。...补贴产品是由中标企业按协议生产的，共197个型号，贴有家电下乡专门标识，争取元旦前后上市，按产品销售价格的13%予以补贴...
	2008/12/5	关于全国推广家电下乡工作的通知	家电下乡产品为彩电、冰箱、洗衣机、手机四类产品，按产品销售价格13%予以补贴。具体产品型号及承担家电下乡任务的流通企业通过招标方式产生。
	2009/3/9	财政部、商务部、工业和信息化部关于加大家电下乡政策实施力度的通知	扩大家电下乡补贴品种，增加到10类。在全面落实现有补贴品种的基础上，将摩托车、电脑、热水器、空调四类产品由各省（区、市）从中自主选择两类实施的政策，调整为全国范围内统一实施。同时，再增加微波炉和电磁炉两类补贴产品。其中，摩托车归入汽车下乡补贴渠道实施。同时调整补贴产品限购

政策。将原来每户每类家电下乡补贴产品限购 1 台调增到 2 台。

	2010/7/8	家电以旧换新推广工作方案	根据试点及调查了解的情况，继续对消费者使用频率较高、市场更新换代较快的电视机、电冰箱（含冰柜）、洗衣机、空调、电脑五类家电实行以旧换新... 家电以旧换新政策实施截止时间暂定为 2011 年 12 月 31 日。
	2024/8/24	关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新若干措施	各地要统筹使用中央与地方资金，对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效的产品，额外再给予产品最终销售价格 5% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。各地自主确定上述 8 类家电的具体品种。
	2009/12/23	关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知	对 2010 年 1 月 1 日至 12 月 31 日购置 1.6 升及以下排量乘用车，由 5% 调整为 7.5% 的税率征收车辆购置税。
	2010/12/28	《关于 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税减征政策到期停止执行的通知》	对 1.6 升及以下排量乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税的政策于 2010 年 12 月 31 日到期后停止执行，自 2011 年 1 月 1 日起，对 1.6 升及以下排量乘用车统一按 10% 的税率征收车辆购置税。
车辆购置税减免	2014/8/6	关于免征新能源汽车车辆购置税的公告	自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。对免征车辆购置税的新能源汽车，由工业和信息化部、国家税务总局通过发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》（以下简称《目录》）实施管理。自《目录》发布之日起，购置列入《目录》的新能源汽车免征车辆购置税；购置时间为机动车销售统一发票（或有效凭证）上注明的日期。工业和信息化部根据《目录》确定免征车辆购置税的车辆，税务机关据此办理免税手续。
车辆购置税减免	2015/9/30	关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知	自 2015 年 10 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量乘用车由 10% 减按 5% 的税率征收车辆购置税。
	2016/12/15	关于减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税的通知	自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车由 5% 调整为 7.5% 的税率征收车辆购置税。自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。
	2017/12/27	关于免征新能源汽车车辆购置税的公告	自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
	2020/4/22	关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告	自 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。免征车辆购置税的新能源汽车是指纯电动汽车、插电式混合动力（含增程式）汽车、燃料电池汽车。
	2022/5/31	关于减征部分乘用车车辆购置税的公告	对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。
	2022/9/26	关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告	对购置日期在 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日期间的新能源汽车，免征车辆购置税。
	2023/6/21	关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告	对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。购置日期按照机动车销售统一发票或海关关税专用缴款书等有效凭证的开具日期确定。

资料来源：中国政府网，新华网，商务部，财政部，中国新闻网，国家税务局，国家发改委，共产党员网，申万宏源研究

风险提示：经济变化超预期，政策超预期。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。