



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2024 年第 77 期总第 1207 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2024 年 10 月 22 日 星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
回购增持贷款首批案例落地	1
国内黄金 ETF 全线收涨	1
我国外债规模总体适度、偿债风险较低	2
美国 2024 财年预算赤字大幅上调	2
韩国 10 月前 20 天出口同比下降 2.9%.....	2
货币市场	3
9 家股份行跟进下调存款利率	3
1 年期和 5 年期以上 LPR 双双下降 25 个基点	3
监管动态	4
证监会披露 11 家券商投行罚单	4
探索金融监管应用人工智能新边界	4
金融行业	4
证监会召开进一步全面深化资本市场改革专题座谈会	4
央行开展证券、基金、保险公司互换便利首次操作	4
重点产业	5
国家高新区人工智能产业协同创新网络启动	5
成都先进封装产业实现板级 FOMCM 量产	5
地方创新	6
云南：出台“楼市 18 条”促进房地产市场止跌回稳	6
广东：鼓励社会资本以多种形式支持光芯片产业发展	6
深度分析	6
财政力度的三个层次	6



宏观经济

回购增持贷款首批案例落地

10月20日,23家沪深上市公司先后披露公告,表示公司或控股股东已与银行签订贷款协议或取得贷款承诺函,将使用贷款资金用于回购或增持,涉及资金总额超110亿元。这意味着首批回购增持案例正式落地。具体来看,首批参与回购增持贷款的上市公司包括中国石化,招商蛇口,招商轮船,招商港口,中远海控,中远海发,广电计量,迈为股份,兆易创新,威迈斯,嘉化能源,温氏股份,福赛科技,阳光电源,山鹰国际,通裕重工,牧原股份,中国外运,中远海能,中远海特,东芯股份,力诺特玻,玲珑轮胎。可以看出,首批回购增持贷款的上市公司覆盖了所有板块,主板、科创板、创业板等均有涉及。各类所有制企业都有,包含央国企、地方国企和民营企业。其中,央企上市公司发挥带头作用,大市值的行业龙头、指数权重股公司引领,一些大市值行业龙头、指数权重股公司在首批名单中。

国内黄金 ETF 全线收涨

10月21日,现货黄金价格延续前一个交易日上涨走势,现货黄金价格频频创下历史新高。上期所黄金期货主力合约单日上涨1.22%,实现8连阳。受黄金价格飙升影响,国内黄金ETF全线收涨,单日涨幅均在1%以上。黄金成为今年表现最好的一类资产之一。黄金期货主力合约年内收益超过28%,国内上市的十余只黄金类ETF年内涨幅均在27%以上。10月21日盘后,上海黄金交易所发布做好近期市场风险控制工作的通知称,近期贵金属价格波动显著增大,市场风险明显加剧。请各会员单位继续做细做好风险应急预案,提示投资者做好风险防范工作,合理控制仓位,理性投资。业内人士分析,黄金价格大涨的主要原因或是美国大选与宽松货币政策的预期推动。另外,近期地缘政治紧张局势加剧、权益资产处于高位等,推动投资者在避险情绪和对全球市场不稳定的担忧下,寻求黄金等避险资产。

力争到 2035 年培养造就 2000 名大国工匠

10月21日,中共中央、国务院发布关于深化产业工人队伍建设改革的意见,其中提到力争到2035年,培养造就2000名左右大国工匠、10000名左右省级工匠、50000名左右市级工匠,以培养更多大国工匠和各级工匠人才为引领,带动一流产业技术工人队伍建设,为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力人才保障和技能支撑。文件还提到,落实企业培养产业工人的责任。企业按规定足额提取和使用职工教育经费,确保60%以上用于一线职工教育和培训。促进产业工人知识更新和学历提升。实施产业工人继续教育项目,鼓励更多高等学校、开放大学开设劳模和工匠人才、高技能人才学历教育班、高级研修班,举办劳模工匠创新培训营,持续深化劳模工匠、高技能人才境外培训和国际交流活动。畅通产业工人向上发展通道。把大国工匠、高技能人才纳入党管人才总体安排统筹考虑,支持各地将急需紧缺技能人才纳入人才引进目录。健全“新八级工”职业技能等级制度。



我国外债规模总体适度、偿债风险较低

10月22日,国务院新闻办公室举行新闻发布会,介绍2024年前三季度外汇收支数据情况。国家外汇管理局国际收支司司长贾宁在会上表示,我国外债规模总体适度、偿债风险较低。一是外债规模与实际经济发展基本匹配。近年来,尽管面临美联储货币政策大放大收,外部金融条件松紧变化,但我国外债规模总体稳定,与国内生产总值比值在14%-16%区间内小幅波动,企业跨境融资有效支持实体经济发展。二是外债偿付风险可控。负债率、偿债率、债务率、短期外债与外汇储备之比等四个指标均在国际公认的安全线以内。三是我国外债结构持续优化。2024年6月末,人民币外债、中长期外债占比分别为49%和44%,较2019年末分别上升13个和3个百分点,外债期限错配和币种错配风险可控,明显降低。随着我国经济回升向好,金融市场开放稳步推进,人民币资产配置功能持续显现,外资投资人民币债券将保持增长。

美国 2024 财年预算赤字大幅上调

10月19日,美国财政部表示,2024财年的预算赤字增至1.833万亿美元,比2023财年的1.695万亿美元增长了8%,即1380亿美元。这是美国历史上第三高的联邦赤字,仅次于在疫情救助计划助推下2020财年的3.132万亿美元和2021财年的2.772万亿美元。此前,国际货币基金组织(IMF)在最新的《财政监测》报告中表示,敦促包括美国在内的各国政府控制债务。IMF指出,近几十年来,关于财政问题的政治讨论日益倾向于增加公共开支。财政政策的不确定性增加,税收红线变得更加清晰。此外,为应对生态转型、人口老龄化、安全问题和长期发展挑战,支出压力也在增加。美国2024年财年预算赤字大幅上调的主要原因是支出的显著增加,包括今年对乌克兰、以色列等提供的950亿美元额外拨款。除了巨额军事援助之外,学生贷款减免计划、医疗补助支出、为解决银行破产而增加的成本也促使美国今年的赤字激增。

韩国 10 月前 20 天出口同比下降 2.9%

10月21日,韩国海关公布的数据显示,10月前20天该国出口同比下降2.9%,主要是由于石油产品和汽车需求的大幅下降。半导体出口数据依旧稳健,但仍有质疑声提出,半导体的销售势头是否已经见顶。分产品来看,10月前20天半导体出口增加了36.1%,占总出口的21.7%,份额同比增长6.2个百分点。不过,汽车出口下降3.3%,汽车零部件下降2%,钢铁产品出口量下降5.5%,石油产品更是同比暴跌40.0%。从目的地来看,韩国对中国大陆的出口增长了1.2%,而对美国和欧盟的出口分别下降了2.6%和8.9%。数月来,尽管韩国半导体的月度出口一直显示增长之势,但增长幅度却始终在放缓,与此同时,9月份存储芯片出货量的价格涨幅也有所放缓。有分析认为,这并不意味着政策制定者会立即改变他们对芯片出口的展望。因为从历史数据来看,即使在芯片出口达到峰值后,需求仍然保持丰满,支撑着经济增长。

哈里斯团队竞选支出远超特朗普

随着美国大选逐步临近,美国两党候选人的竞争也进入到了最为激烈的最后冲刺



阶段。美东时间 10 月 20 日，美国民主党总统候选人卡马拉·哈里斯团队提交的财务披露显示，哈里斯团队在 9 月砸下 2.7 亿美元的巨额支出用来投放竞选广告，其竞选支出远远超过其竞争对手——共和党总统候选人唐纳德·特朗普，后者在 9 月的竞选支出仅有 7800 万美元。数据还显示，哈里斯团队的筹款规模也远超特朗普：哈里斯 9 月共筹集了 2.22 亿美元竞选资金，而特朗普仅筹集了 6300 万美元。自今年 7 月，美国总统拜登宣布结束竞选连任、民主党副总统哈里斯正式开始竞选以来，哈里斯团队已经建立了巨大的经济优势。最近几个月，哈里斯从小额捐助者那里筹集的资金一直都比特朗普多，而在 9 月份也是如此。然而，包括亿万富翁埃隆·马斯克在内的不少富豪都力挺特朗普，并已经将大量资源投入到支持特朗普的活动中。

货币市场

9 家股份行跟进下调存款利率

10 月 21 日，中信银行、兴业银行、浦发银行、民生银行、光大银行、广发银行、华夏银行等集中宣布下调存款挂牌利率。此前，招商银行、平安银行先后公告调整人民币存款挂牌利率。可以看到，这是股份行今年第二轮存款利率下调。从调整幅度来看，上述股份行各期限整存整取挂牌利率下调幅度与人行保持一致，均为 0.25 个百分点，活期存款利率下调 0.05 个百分点。值得一提的是，3 年期、5 年期整存整取挂牌利率大都调整为 1.55%、1.6%。截至 21 日午间，全国 12 家股份制银行中，除了浙商银行、恒丰银行、渤海银行 3 家之外，其余股份行已悉数跟进调降利率。业内预计包括城商行、农商行在内的中小银行将会全面跟进调降存款挂牌利率。此次调整存款利率，对于促进商业银行稳健经营，持续加大对实体经济支持力度具有重要意义。

1 年期和 5 年期以上 LPR 双双下降 25 个基点

10 月 21 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1 年期 LPR 为 3.1%，5 年期以上 LPR 为 3.6%，均较上一期下降 25 个基点。这是 LPR 年内第三次调整。今年 2 月，5 年期以上 LPR 下降 25 个基点；7 月，1 年期和 5 年期以上 LPR 双双下降 10 个基点。今年以来，1 年期 LPR 已累计下降 35 个基点，5 年期以上 LPR 已累计下降 60 个基点。专家表示，此次两个期限 LPR 均下降 25 个基点，降幅较大，预计将带动企业和居民贷款利率下降，有助于促进社会融资成本稳中有降，扩大宏观经济总需求，支持物价合理回升，带动实体经济稳定增长。目前，公开市场 7 天期逆回购操作利率已成为中国人民银行的主要政策利率。中国人民银行 9 月 27 日宣布，将 7 天期逆回购操作利率调降至 1.5%，较前次下降 20 个基点。招联首席研究员董希淼表示，这表明由短及长的利率传导关系在逐步理顺，货币政策传导效率不断提升。



监管动态

证监会披露 11 家券商投行罚单

10 月 19 日,记者从中国证监会获悉,中国证监会通报了针对证券公司投行业务的专项检查结果,并对存在违规行为的 11 家券商投行开出了罚单。据悉,证监会此次专项检查主要针对券商投行业务的内部控制及廉洁从业情况。经过严格审查,证监会发现部分券商在投行业务中存在未勤勉尽责、质控把关不严等问题,违反了相关规定。为此,证监会对这 11 家券商投行分别采取了监管谈话、责令改正、出具警示函等行政监管措施。这 11 家被处罚的券商投行分别是中信建投、中金公司、海通证券、银河证券、国信证券、东北证券、中航证券、东方证券承销保荐(已吸收至东方证券)、华泰联合承销、兴业证券和光大证券。同时,证监会还对 43 位直接责任人员及负有管理责任的人员分别采取了相应的行政监管措施。证监会表示,此次专项检查是为了督促所有行业机构以案为鉴、以案促改,推动保荐机构提升执业质量,坚守廉洁从业底线。

探索金融监管应用人工智能新边界

10 月 20 日,国家金融监督管理总局资管机构监管司副司长蒋则沈在“AI 重塑金融与安全治理”论坛上作《人工智能发展演进特点和需关注方面》主题分享。蒋则沈表示,目前,人工智能在金融领域的应用还处于起步阶段,将深刻地改变金融服务的方式、效率、覆盖面和精确度,也将在法规、操守、安全等方面带来新的挑战,显著增加金融体系运行的复杂性。由于现在人工智能技术仍处于发展观察阶段,其对资管行业的结合效应和派生影响还需要谨慎评估和观察。建议重点关注消费者保护、金融领域的竞争秩序、运营的稳定性和安全性三大问题、法规和监管的技术中立性四大方面。蒋则沈称,人工智能模型可能推动资管机构更加依赖信息系统、网络和模型。对其 IT 管理的连续性、稳定性提出了新的要求,也对整个金融体系和技术体系的交互性影响提出了更高管控要求。通过坚持技术中立原则,有利于监管者提升、强化和保持现行制度法规和监管体系的适用性。

金融行业

证监会召开进一步全面深化资本市场改革专题座谈会

10 月 20 日,证监会党委书记、主席吴清在北京召开进一步全面深化资本市场改革专题座谈会,与专家学者、财经媒体负责人代表深入交流,充分听取意见建议。座谈中,大家认为,要珍惜、呵护当前良好势头,通过进一步全面深化资本市场改革激发市场活力,以改革实绩实效进一步稳预期、强信心。同时,与会代表就资本市场下一步全面深化改革提出了具体建议,包括进一步增强资本市场制度包容性、适配性和精准性,打通制度执行“最后一公里”,推动更多优质科技企业发行上市、并购重组等案例落地;统筹推动融资端和投资端改革,逐步实现 IPO 常态化,积极培育耐心资本,大力引导中长期资金入市;综合施策提振资本市场,坚持在法治轨道上深化改革,



进一步完善资本市场基础制度，改进和优化预期管理，加强投资者教育和服务，引导理性投资、价值投资、长期投资；等等。

央行开展证券、基金、保险公司互换便利首次操作

10 月 21 日，为更好发挥证券基金机构稳市作用，中国人民银行开展了证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）首次操作，本次操作金额 500 亿元。据介绍，此次操作采用费率招标方式，20 家机构参与投标，最高投标费率为 50 基点，最低投标费率为 10 基点，中标费率为 20 基点。中国人民银行 10 月 10 日发布公告称，决定创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票 ETF、沪深 300 成份股等资产为抵押，从中国人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模 5000 亿元，视情可进一步扩大操作规模。中国人民银行 10 月 18 日宣布正式启动证券、基金、保险公司互换便利操作。10 月 21 日，中金公司发布消息称，已达成证券、基金、保险公司互换便利下的首笔质押式回购交易，质押券为 2024 年第一期互换便利央行票据。

重点产业

国家高新区人工智能产业协同创新网络启动

10 月 21 日，国家高新区人工智能产业协同创新网络启动大会暨工作推进会 21 日在中关村举行。会上，中关村示范区联合上海张江高新区、南京高新区、苏州工业园区、杭州高新区、合肥高新区、青岛高新区、武汉东湖高新区、深圳高新区、成都高新区、西安高新区等 11 家国家高新区，共同成立国家高新区人工智能产业协同创新网络。据介绍，这是首个成立的国家高新区产业协同创新网络，也是国家高新区人工智能力量的一次大集结，标志着国家高新区在系统整合人工智能创新力量方面迈出了重要步伐。该协同创新网络旨在充分发挥国家高新区优势力量和集聚引领作用，加快推动产业跨区域协同创新和产业协作，共担国家战略使命，共促人工智能产业高质量发展，共同打造具有全球影响力的人工智能产业发展高地。大会还发布了国家高新区人工智能产业协同创新网络“中关村倡议”。

成都先进封装产业实现板级 FOMCM 量产

10 月 21 日，微成都记者从成都奕成科技股份有限公司（以下简称“奕成科技”）处获悉，其已于近日成功实现板级高密 FOMCM 平台批量量产，成为中国大陆目前唯一具备板级高密 FOMCM 产品量产能力的公司。FOMCM 是指扇外型多芯片组件封装，为板级扇外型封装（FOPLP）的一种，主要用于高密度集成电路封装。目前，包括三星、日月光、力成科技等在内的全球晶圆制造/封测大厂都在纷纷抢滩 FOPLP。因此，FOMCM 产品实现批量量产，标志着奕成科技在 FOPLP 先进封装领域取得又一重大突破。微成都记者了解到，奕成科技 FOMCM 技术平台具有高密度大尺寸集成的特点，以及传输频带宽、通信容量大、传输损耗低、散热能力强、成本可控等优势，可广泛应用于高性能计算、人工智能等高端领域，为多场景（计算、存储、感知、执行等）



系统封装提供解决方案。据悉，奕成科技自 2017 年便布局板级高密封装赛道。位于成都高新西区的奕成科技板级高密封装工厂总投资 55 亿人民币，于 2023 年 4 月实现投产，2023 年 12 月完成首批产品量产交付。

地方创新

云南：出台“楼市 18 条”促进房地产市场止跌回稳

10 月 21 日，云南出台《关于进一步促进云南省房地产市场止跌回稳平稳健康发展的指导意见》，严控商品房建设增量，合理控制商品房用地供应，根据商品库存去化周期情况，分类调控新增商品住宅和非商品住宅用地供应计划。取消住房（含新建商品住宅和二手住房）购买、转让、信贷、定价等方面限制性措施。住房转让不设定限制年限规定（按规定限制产权转让的除外）。取消普通住宅和非普通住宅标准限制，及时落实国家增值税、土地增值税等配套政策，按授权调整优化相关税收政策。引导降低存量个人住房贷款利率。组织商业银行落实调降存量房贷利率政策，统一对存量房贷（包括首套、二套及以上）利率实施批量调整，对于 LPR 基础上加点幅度高于-30BP 的存量房贷，将其加点幅度调整为不低于-30BP。

广东：鼓励社会资本以股权等形式支持光芯片产业发展

10 月 21 日，广东省人民政府办公厅印发《广东省加快推动光芯片产业创新发展行动方案（2024—2030 年）》。其中提出，强化资金支持。统筹用好现有专项资金支持光芯片产业发展，在基础研究、成果转化、推广应用、龙头企业招引、人才引进等方面给予稳定资金支持。鼓励科研人员围绕光芯片前沿技术领域自主选题、自主研发，加快形成前沿性、交叉性、颠覆性技术原创成果。推动省内企业、高校、科研院所等各类创新主体在国家未来产业领域重大专项等政策实施中承担一批国家级重大项目，加快科技创新和成果转化。推进光芯片关键装备研发制造。大力推动刻蚀机、键合机、外延生长设备及光矢量参数网络测试仪等光芯片关键装备研发和国产化替代。落实工业设备更新改造政策，加快光芯片关键设备更新升级。发挥省基金及地市相关投资基金的引导作用，鼓励社会资本以股权、债券、保险等形式支持光芯片产业发展。

深度分析

财政力度的三个层次

鲁政委（中国首席经济学家论坛理事，
兴业银行首席经济学家）
来源：首席经济学家论坛

面对有效需求不足的局面，财政政策始终坚持积极的基调：2023 年与 2024 年赤字率分别为 3.8%和 3.0%，2024 年增加发行 1 万亿的特别国债。然而，有效需求不足

的局面并未完全扭转。财政乘数的下降是导致上述局面的重要原因，重振财政乘数也将成为支持经济高质量发展的关键之一。本文将分析如何从三个不同的层次衡量财政政策的力度，并探讨提振财政乘数的政策建议。

一、财政力度的三个层次

我们可以通过三个层次来观察财政政策的力度：第一个层次是狭义财政，即一般公共预算与政府性基金预算两本账；第二个层次是广义财政，即在两本账的基础上增加城投平台；第三个层次是衍生财政，即财政支出所拉动的固定资产投资。三个层次由小到大，层层递进，共同反映出财政扩张向实体经济的传导路径。

本文从债务和支出两个角度来分析上述三个层次力度的变化。

债务方面，第一个层次，即狭义财政的债务，包括了一般预算赤字和政府性基金预算中的专项债与特别国债。第二个层次，即广义财政的债务，包括了第一层次债务与城投相关债务。第三个层次，即衍生的债务，包括了第二层次债务与财政相关固定资产投资所撬动的融资规模。

图表 1：债务的三个层次

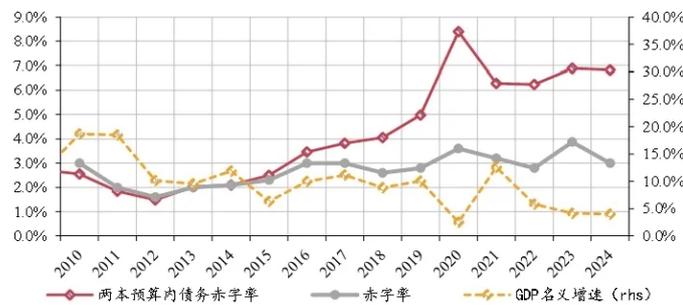


注：与预算报告披露叫法一致，中央赤字、地方赤字仅指一般公共预算中的中央与地方债务。

资料来源：Wind，兴业研究

从第一层次来看，两本预算赤字率整体呈上升趋势。2013 年至 2019 年间，随着我国政府债务管理制度的改革和专项债的推出，两本账的赤字率呈上升趋势，于 2019 年达到 5.0%。2020 年受疫情影响，两本账赤字率显著提高。2021 年以来，两本账的赤字率稳中有升。到 2024 年，两本账赤字率约为 6.8%。其中，2023 年提升至 6.9%，主因是年内第四季度增发 10000 亿元国债，年末赤字率上升，但该 10000 亿元按五五比例分两年使用，若考虑跨年情况，则 2024 年赤字率亦小幅上升。

图表 2：预算赤字率与 GDP 增速变化



注：1、赤字率=（国债+一般债）/名义 GDP；两本预算内债务赤字率=（国债+一般债+专项债）/名义 GDP；

2、2023 年数据为增加第四季度增发 10000 亿元国债后的赤字率。

资料来源：Wind，兴业研究

从第二层次来看，本文用城投平台债务等数据来估算广义债务的变化。具体分两



个时段进行估计：一是2010-2014年，以2012、2013、2014年审计的政府债务规模为线索，推算2010-2014年度广义政府债务增量，与政府债券增量合计作为估计值，2012至2013年审计的广义债务规模既包含政府负有偿还责任的债务，也包括政府或有债务。二是2015年-2024年，2015年开始置换审计的债务，由于后续年份广义债务规模未披露，我们以置换债券规模、特殊再融资债券置换规模、政府债券增量与城投有息债务增量合计作为估计值。其中，2015-2019年通过发行政府置换债券来置换隐性债务，2023-2024年通过发行特殊再融资债券进行置换。

2021年以来，广义政府债务赤字率稳中有降。2020年及以前，广义政府债务赤字率与名义GDP增速大致呈反向变化，凸显出逆周期调节的特点。2010年-2016年广义政府债务赤字率呈斜向上的“W”形变化，2016年升至15.1%。随着大规模债务置换逐步进入尾声，广义政府债务赤字率显著下降，2020年在疫情影响下攀升至14.6%。2021年以来，政府债务管理愈发严格，城投债净融资减少，广义政府债务赤字率呈现稳中有降的趋势，由2021年的11.2%下降至2024年的10.1%

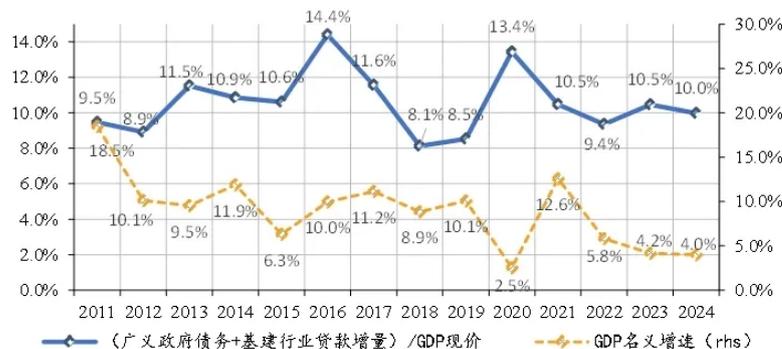
图表3：广义政府债务赤字率与GDP增速变化



资料来源：Wind，人民政府网，兴业研究

从第三层次来看，我们用两本账债务与基建贷款增量之和来衡量财政政策衍生的债务规模，为方便描述，下文简称“衍生赤字率”。其中，基建贷款增量用对财政资金依赖较高的水利、环境和公共设施管理业，交通运输、仓储和邮政业两个行业的贷款增量之和表示。其中，由于分行业贷款数据仅披露至2022年，因此2023、2024年以披露的基建新增贷款规模按比例估计得出。与广义债务率表现较为一致，2020年疫情影响下财政衍生赤字率达13.4%，后续有所下降，2021年以来保持在10%左右的平均水平。

图表4：（广义政府债务+基建行业贷款增量）/GDP现价变化



注：2023-2024年为估计值。

资料来源：Wind，兴业研究

总体来看,若比较最近三年举债力度与疫情前三年举债力度的均值,两本账狭义赤字率上升 2.4 个百分点,广义债务赤字率下降 0.8 个百分点,衍生赤字率上升约 0.5 个百分点。广义与衍生赤字率的提升幅度不及两本账狭义赤字率。

支出力度方面,从第一层次来看,若比较最近三年与疫情前三年的支出力度均值,2021 年以来公共财政支出占 GDP 的比例低于疫情前的水平。2017-2019 年,该比例平均为 24.2%,而 2022 年至 2024 年上半年,该比例均值下降 2.4 个百分点至 21.9%。同时,疫情后的支出增速平均水平亦有所下降,2017-2019 年平均增速 8.2%,而 2022 年至 2024 年上半年,该比例均值下降 3.5 个百分点至 4.7%。

由于政府性基金受房地产市场变化影响较大,如果考虑政府性基金,则支出力度下降的幅度更大。2017-2019 年两本预算支出占 GDP 的比例为 32.7%,而疫情后 2022-2024 年上半年平均水平下降 3.2 个百分点至 29.5%。两本预算支出增速下降显著,2017-2019 年平均增速 12.1%,而 2022 年至 2024 年上半年,平均增速下降 11.5 个百分点至 0.5%。

图表 5: 两本预算支出占 GDP 比例变化



资料来源: Wind, 兴业研究

图表 6: 两本预算支出增速变化

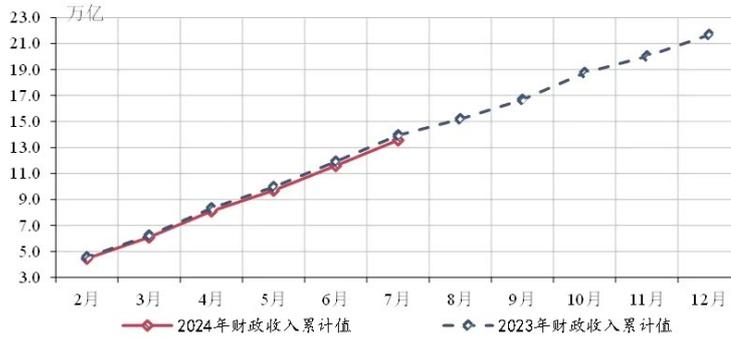


资料来源: Wind, 兴业研究

可见,尽管赤字率稳中有升,但实际形成的支出力度有所下降,这主要体现了财政收入放缓的影响。我们以历史情况下支出预算执行率为 100%的年份作为对照基准,通过同期收入的差异来刻画收入端的约束程度。一般公共预算方面,若以全年支出进度为 99.8%的 2023 年为参照,2024 年 1-7 月一般公共预算收入 13.6 万亿元,较 2023 年同期少 0.4 万亿元,收入进度低 1.7 个百分点。政府性基金预算方面,通常政府性基金收支波动性较大,因而其预算执行与年初预算差异较大。若以全年支出进度分别为 91.5%、103.2%的 2019 年、2018 年为参考,2024 年 7 月政府性基金预算收入累计值 2.3 万亿元,分别较 2019 年、2018 年同期少 1.5、1.3 万亿元,收入进度分别低 20、21

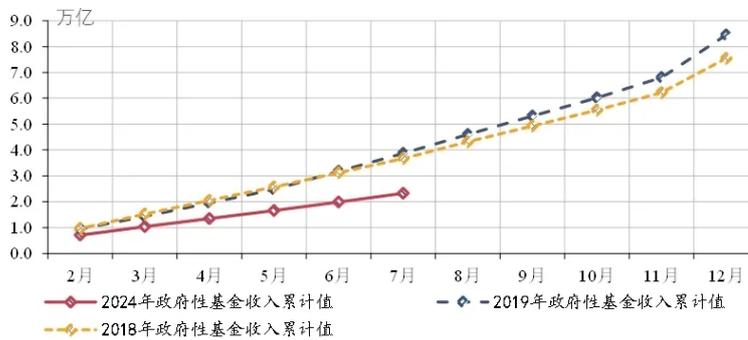
个百分点。

图表 7: 一般公共预算收入进度变化



资料来源: Wind, 兴业研究

图表 8: 政府性基金预算收入进度变化



资料来源: Wind, 兴业研究

由于城投的支出数据质量限制, 我们直接观察第三个层次的支出力度。从第三个层次来看, 财政的两本账与城投均深度参与基础设施建设, 因此, 我们用基础设施投资来刻画第三个层次的支出力度。水利、环境和公共设施管理业, 交通运输、仓储和邮政业两个行业对于财政资金的依赖度较高, 因此, 以基建投资(不含电力)规模剔除上述行业预算内投资后的规模作为隐债所撬动的支出规模, 下文简称不含预算内的基建投资(不含电力)。

2017 年以来, 不含预算内的基建投资(不含电力)增速自 19.0% 的高增速显著下降, 2022 年增速为 3.6%。同时, 2020 年之前, 不含预算内的基建投资(不含电力)增速与包含预算内资金的基建投资(不含电力)增速变化基本一致, 而 2020 年后, 不含预算内的基建投资(不含电力)增长总体慢于整体基建投资(不含电力)增速, 或表明预算内支出对社会资本的拉动效应也有所减弱。

图表 9: 不同口径基建投资变化



注: 基建投资(不含电力)数据披露起始时间为 2014 年。

资料来源: Wind, 兴业研究

二、重振财政乘数的建议

从上文的分析中不难看出，虽然近年来赤字率保持在较高水平，但广义政府收入放缓、隐债监管收紧、预算内支出对投资的拉动下降，均影响着积极财政向实体经济的传导。在当前财政收支承压，财政政策效应特别是投资支出乘数效应下降的情况下，加大财政政策力度，提升政策的乘数效应有助于更加充分地发挥积极财政政策的逆周期调节作用。

第一，提高表内赤字，特别是中央赤字，以对冲财政收入放缓的影响。

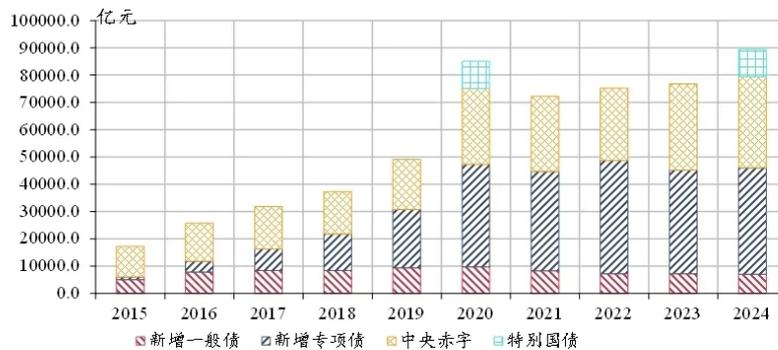
从预算内赤字率来看，两本账预算赤字率在疫情后较为稳定，中枢在 6.6% 左右的水平。同时，近年来结余资金的使用规模已然较高，继续挖潜的空间有限。

从广义债务赤字率来看，在化债要求下，隐债规模将总体呈下降的趋势。提高表内政府债务规模能够在一定程度上缓和广义债务赤字率下降的影响。

基于政府债务风险防控、投资项目质量、债券资金使用范围等因素综合考虑，专项债面临的约束更多，未来或更多依靠中央赤字进行融资。

专项债方面，近年来专项债增长有所放缓，一方面体现了防范地方政府债务风险的要求，另一方面也是由于存量基础设施的规模已经较高，发掘能够提供足够回报率的优质专项债项目的难度加大。2024 年 6 月 25 日，国务院印发《关于 2023 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》（以下简称“《审计报告》”）。报告披露在政府投资方面，专项债项目安排不科学，存在多个项目在可研报告、资本金比例要求不符合要求，部分停工项目纳入项目库的情况。在监管趋严的背景下，2024 年 1-6 月专项债发行显著慢于历史同期。相较专项债，国债或更具增长空间。一方面，国债的使用范围更广，在专项债可投优质项目更加稀缺的情况下中央赤字或更易发挥拉动效应。国债资金没有严格的支出类别限制，对项目收益也没有明确的要求。另一方面，国债的政策灵活性更强，既可以实现跨项目的平衡，同时还能通过转移支付对区域间财力进行调节。

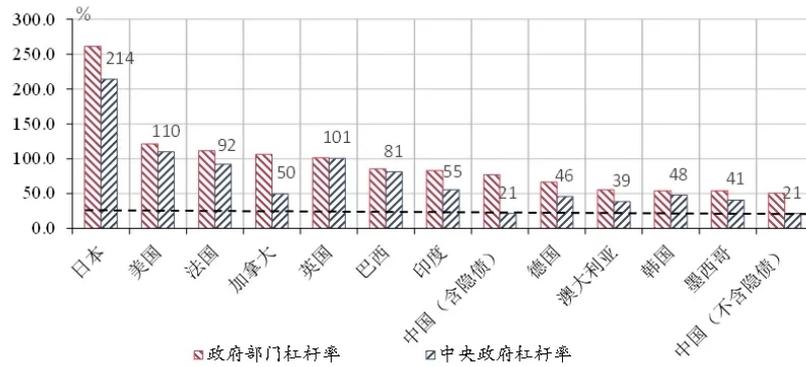
图表 10: 我国债务结构变化



资料来源: Wind, 兴业研究

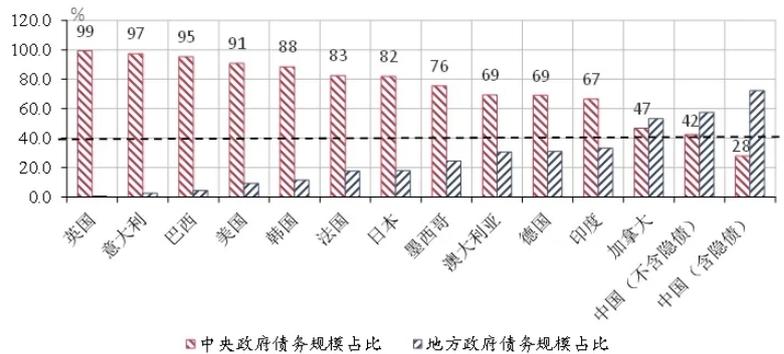
与国际水平相比，我国中央层面杠杆率属于偏低水平，中央赤字仍有上升空间。与主要经济体相比，我国中央政府杠杆率相对偏低，具有一定的加杠杆空间。一是从中央政府杠杆率来看，2022 年我国中央政府杠杆率为 21.4%，美国、英国、法国等发达经济体的中央政府杠杆率在 100% 左右，印度、巴西、韩国等发展中经济体的中央政府杠杆率分别为 55%、81%、48%。二是从中央政府债务规模占政府部门债务规模的比例来看，我国中央政府债务占比依然属于较低水平。2022 年我国中央政府债务规模占广义政府债务规模（含隐性债务估计规模）的比例为 27.8% [5]，占政府债务规模（不含隐性债务估计规模）的比例为 42.5%。而对比经济体中除加拿大以外，均在 60%-100% 之间。

图表 11: 政府部门杠杆率的国际对比



资料来源: IMF, 兴业研究

图表 12: 央地政府债务结构的国际对比



资料来源: IMF, 兴业研究

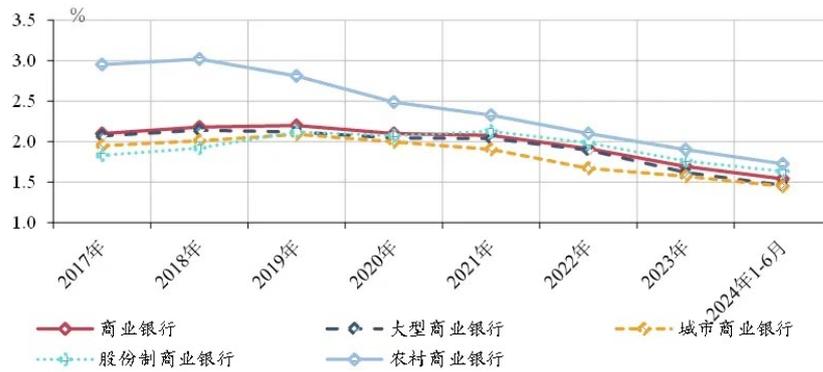
第二, 为了提升财政政策乘数效应, 建议增加财政资金补充商业银行资本金, 提升商业银行信用派生的能力。

2020 年 7 月 1 日, 国务院常务会议决定, 在当年新增地方政府专项债券限额中安排一定额度, 允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式, 探索合理补充中小银行资本金的新途径, 该额度为 2000 亿元。《2022 年第四季度中国货币政策执行报告》显示, 2020 年至 2022 年新增 5500 亿元地方政府专项债券, 专项用于补充中小银行资本金。

财政资金的补充有益于提升信用派生能力。2020 年疫情以来贷款利率与债券收益率显著下降, 但存款利率呈现出较强的刚性, 且存款定期化的趋势加重了商业银行的付息压力, 使净息差出现压缩。各类型银行净息差自 2019 年以来均呈下降趋势, 商业银行净息差由 2019 年的 2.2% 下降至 2024 年 6 月的 1.5%, 其中, 农商行、城商行下降速度更快, 分别由 2019 年的 2.8%、2.1% 下降至 2024 年 6 月的 1.7%、1.5%, 净息差的压缩影响了商业银行通过利润补充资本的能力。根据兴业研究于 2023 年 8 月发布的《净息差的转折点——2023 年中银行业与监管展望》, 由于我国分业经营的大背景, 商业银行的净利息收入是银行的主要收入来源, 维持合理的净息差是银行确保利润维持在合理、稳定水平的基础, 也是维持正常资本补充、维持宏观经济稳定的融资能力的基础。

在净息差降低的背景下, 需要加大财政资金对于商业银行的资本补充, 一方面缓解资本金压力, 促进信贷投放, 提升商业银行支持实体经济的能力, 另一方面有助于化解风险资产, 提升商业银行抵御风险的能力。

图表 13: 商业银行净息差变化

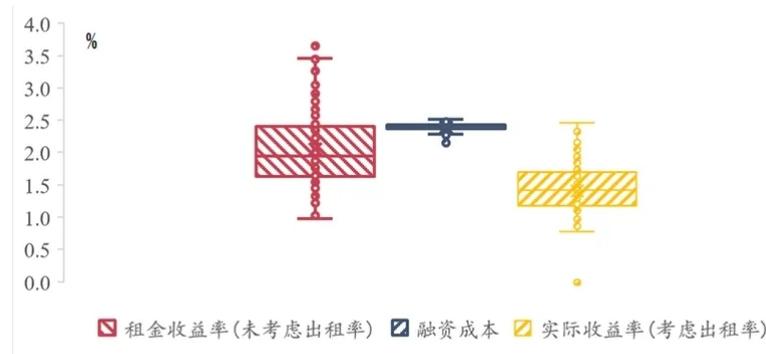


资料来源: Wind, 兴业研究

第三, 适当加大财政贴息力度, 撬动社会资本, 提高财政乘数。以财政贴息方式鼓励社会资本参与保障性住房收储, 降低商品房库存水平, 改善新市民的居住环境。4月30日政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”; 7月30日政治局会议强调“积极支持收购存量商品房用作保障性住房”。中指数据显示, 截至7月末, 全国有数据的114个城市平均出清周期为33.2个月, 中位数为28.6个月。

在实践中, 收储回报率低于融资成本是制约收储力度的关键因素之一。9月24日国新办发布会披露, 为进一步增强对银行和收购主体的市场化激励, 保障性住房再贷款政策中人民银行出资的比例由原来的60%提高到100%。根据我们于2024年9月发布的《地方债用于住房收储的可能性探讨》研究报告测算[7], 考虑保障性住房租金低于市场价格、经营成本、以及实际出租率, 则全国120个城市收储的实际收益率分布在[0.78%, 2.48%]区间内, 平均数为1.50%, 中位数为1.46%。因此, 对于多数城市而言, 仍需要以一定的折价来收购存量商品房。若能通过财政贴息来降低融资成本, 则有更多城市能够通过收储来化解房地产库存。

图表 14: 收储实际收益率测算



资料来源: 《地方债用于住房收储的可能性探讨》, 兴业研究

第四, 发行超长期人口重振特别国债(30-50年), 向更多生育家庭提供育儿、教育、住房补贴, 提升生育意愿, 通过创造劳动力的方式提升中长期财政乘数效应。从人口结构变化来看, 20世纪90年代以来, 我国年出生人口显著下滑, 2022年生育率仅为1.2%。生育率的长期下行一方面会提高老年抚养比, 加重财政与社会养老负担, 另一方面会减少未来的劳动力供给。从财政支出结构来看, 相较国际经济体, 我国财政支出中的社会保障、健康类支出占比偏低, 而多数发达经济体上述两项支出占财政支出的比例较高。建议通过发行超长期人口重振特别国债(30-50年), 向更多生育的家庭提供子女抚养、教育、住房补贴, 为年轻人在STEM(科学、技术、工程、数学)



领域的教育提供教育补贴，以鼓励育龄家庭的生育意愿。对于国家来说，鼓励生育的政策成本在当前阶段可能是一种消费，但在未来会成为国家的资产、储蓄，理想状态下人口红利的回归会带来更高的经济增长与更加充足的税源，这也有利于财政收支在中长期内的动态平衡。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。