

政治局会议后，房地产去库存政策成为今年最值得关注的增量政策之一，但由于尚处于统筹研究阶段，方案细节、落地时间、政策效果都存在不确定性。相比之下，短期更有可能出现边际变化，且可能会影响市场格局的是广义财政形势。

► 广义财政有望阶段性重新扩张

今年以来广义财政“表内”“表外”定力十足，这种局面在近年并不多见，**整肃地方财政纪律或是主要原因**。实际上，“表外降债加速”和“表内发债减速”很可能是一组对偶结果，后者是前者的必要不充分条件。随着三中全会日期敲定，4月政治局会议开始更加兼顾“降债”和“发展”，因此需要**重点关注5-6月是否会迎来“降债缓速”和“发债提速”的组合，本质上是广义财政阶段性重新扩张**。

► 广义财政扩张有利于 M1 企稳回升

广义财政要重新扩张，地方债加速发行是主要抓手，超长期特别国债启动发行是潜在增量，城投债净融资降幅收窄也值得期待。将早先地方披露的发行计划和上半年国债发行30%视为下限，5-6月政府债券净融资是1.68万亿；将上半年地方债发行进度追平2020年来均值和国债发行40%视为上限，5-6月政府债券净融资是2.83万亿。**下限情形下 M1 增速在5-6月触底企稳，上限情形下 M1 增速将在5-6月小幅反弹，因此概率上 M1 增速有望在4月出现本轮下行周期的底部**。

► 广义财政再扩张与市场风格再平衡

我们在《M1：今年国内宏观的核心变量》中提出几个核心结论：如果今年 M1 止跌企稳、温和回升，1) 方向上，股票市场面临的基本面因素会比过去2-3年更积极；2) 风格上，大小盘风格会比过去3年更均衡；3) 节奏上，M1 的反弹大概率不会贯穿全年，预算内政府债务加速支出的阶段最有可能提振 M1。

去年12月以来，M1 增速虽然仍在下行，降速有所放缓，市场表现也在一定程度上呈现出与过去三年不同的特征，例如多数宽基指数今年已录得正收益，大盘风格反超小盘风格，金融板块的相对劣势收窄。

如果 M1 增速在接下来2-3个月的时间维度企稳回升，**预计在指数中枢保持平稳的基础上，大盘相对小盘的再平衡会更进一步，金融、周期、稳定、消费板块的表现会更均衡，成长板块还需要在分母端结合美联储动态**。

总之，在当前居民风险偏好尚未有效修复的环境下，外资可能影响指数上限，稳定力量指引指数下限，M1 和降息预期映射市场风格。我们对于市场风格阶段性再平衡的理解是基于 M1 阶段性企稳回升的判断，主要驱动力来自广义财政重新扩张，直接逻辑是4月政治局会议的有关部署，底层逻辑在于三中全会将于7月胜利召开。

► **风险提示：**超长期国债/地方债发行节奏低于预期；海外地缘形势变化超预期



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 张鑫楠

执业证书：S0100524030003

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：人民币资产再迎“顺风”-2024/05/04
- 2.2024年4月PMI数据点评：总量偏平，结构待均衡-2024/05/03
- 3.宏观专题研究：如果央行买国债：是什么、怎么做、有何影响？-2024/05/03
- 4.政治局会议点评：核心要点和市场影响-2024/04/30
- 5.国内经济高频周报：4月第4周：4月高频、PMI 和会议前瞻-2024/04/28

目录

1 广义财政有望阶段性重新扩张	3
2 广义财政扩张有利于 M1 企稳回升	5
3 广义财政再扩张与市场风格再平衡	6
4 风险提示	7
插图目录	8
表格目录	8

1 广义财政有望阶段性重新扩张

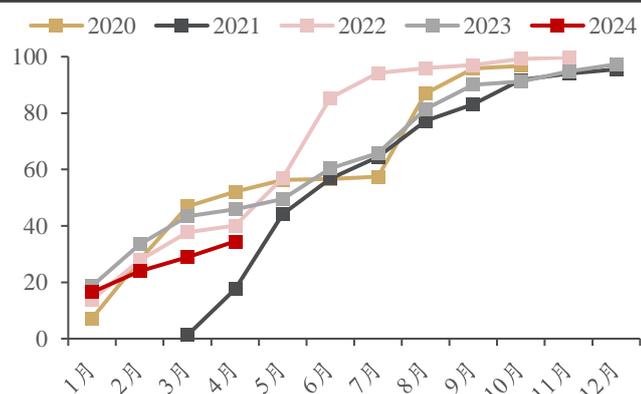
今年以来广义财政“表内”“表外”定力十足，这种局面在近年并不多见。

一是地方债发行节奏偏慢。1-4月，地方新增一般债共发行2483.2亿，发行进度为34.5%，低于2020年来同期的38.9%；新增专项债共发行7224.5亿，发行进度为18.5%，低于2020年来同期的30.4%。

二是预算内财政支出偏缓。一季度预算内财政支出同比-1.5%，其中一般公共预算在去年底增发国债的支持下同比增长2.9%。政府性基金受专项债发行和土地出让的双重影响，同比-15.5%，处于较低水平。

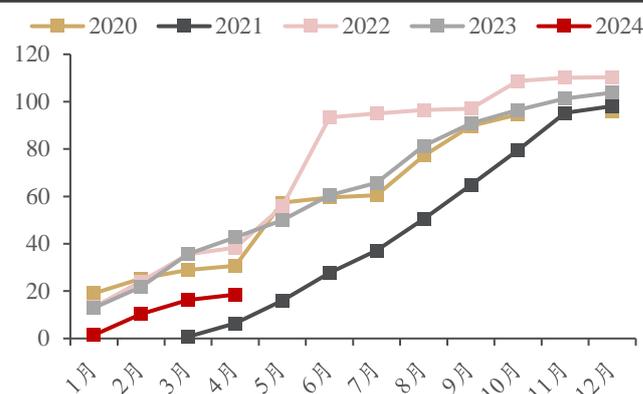
三是地方政府降债力度偏强。多项文件对地方降债做出明确部署，1-4月城投债净融资-1630亿，同比去年大幅少增近7600亿。

图1：新增一般债发行进度对比 (%)



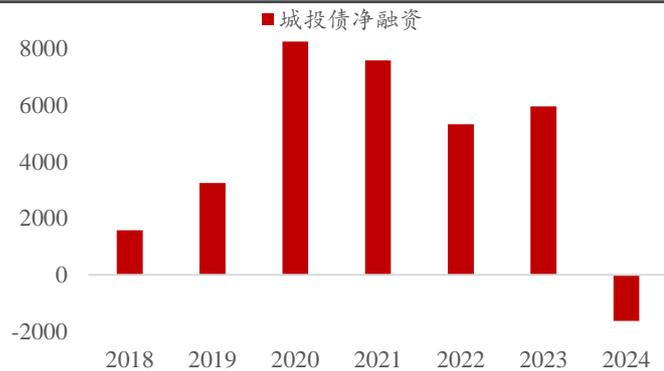
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：新增专项债发行进度对比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：1-4月城投债净融资-1630亿 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：一季度预算内财政支出增速为-1.5% (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

为什么广义财政定力十足？

开年经济超预期是次要原因。虽然1-2月和一季度经济数据都好于预期，时间线上数据揭晓是在3月中旬和4月中旬，而发债节奏偏缓、财政支出偏慢和降债力度偏强的现象从去年底-今年初就已经存在。另外，国债的发行节奏并不慢，1-4月的发行进度较2020年来平均水平还要快些。

整肃地方财政纪律是主要原因。去年底中央经济工作会议要求“严肃财经纪律”“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”，年初以来的实际操作更偏向“降债”，针对地方特别是重债省的举债约束较为严格，除了城投债净融资负增长，黑龙江、吉林、青海、宁夏、天津等地 1-4 月甚至没有发行新增地方债。

实际上，“表外降债加速”和“表内发债减速”很可能是一组对偶结果。除了既要遏制隐性债务增量、化解存量，又要规范专项债发行、严格项目审批，还需要以“表内发债减速”作为“表外降债加速”的必要不充分条件，通过适度减少预算内债务供应来限制地方腾挪债务的空间、提高降债的效率和质量。

随着三中全会日期敲定，4 月政治局会议提出“加快专项债发行使用进度”“确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”，高层部署开始更加兼顾“降债”和“发展”，因此相比于 1-4 月，需要重点关注 5-6 月是否会迎来“降债缓速”和“发债提速”的组合，本质上是广义财政阶段性重新扩张。

2 广义财政扩张有利于 M1 企稳回升

广义财政重新扩张的空间有多大？地方债加速发行是主要抓手。

从前地方披露的发行计划来看，5-6月各省市计划发行新增一般债1343亿、专项债9285亿，照此推算上半年地方一般债和专项债的发行进度将达到53.1%和42.3%，节奏仍大幅慢于2020年来的64.8%和61.1%。考虑到4月政治局会议要求“加快专项债发行使用进度”，可以把这一发行规模作为下限。

假如到二季度末，地方债的发行进度要追平2020年来均值，5-6月需发行新增一般债2182.5亿和专项债16616.4亿。考虑到地方债发行可能要为超长期特别国债适当让路，可以把这一发行规模作为上限。

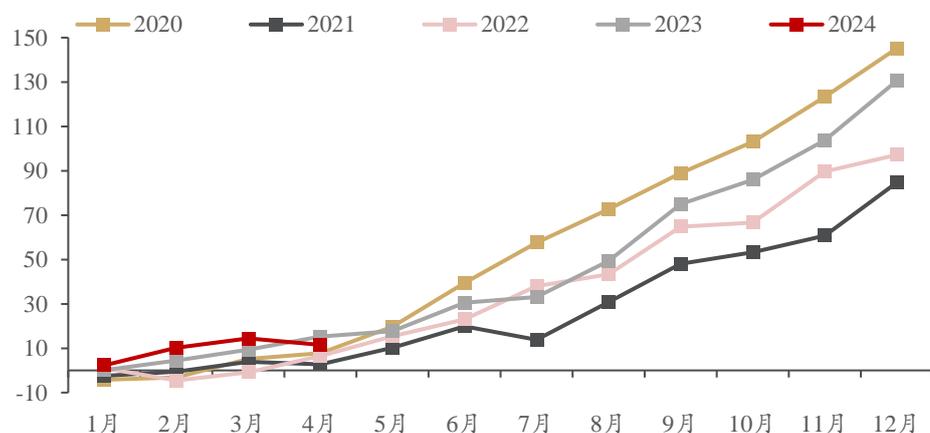
超长期特别国债启动发行是潜在增量。

4月政治局会议要求“及早发行并用好超长期特别国债”，4月22日的国务院新闻发布会上财政部领导也提到“及时启动超长期特别国债发行工作”，预计二季度内会启动特别国债发行。考虑到需要统筹一般国债和特别国债发行，参考2020年来情况，假设到6月底国债发行进度达到30-40%，5-6月的净融资规模是6180-9520亿。

综合来看，按照下限估算，5-6月政府债券净融资规模是1.68万亿，按照上限则是2.83万亿。上述结果对应6月调整后政府债券余额的同比增速有望比4月提升1.0-2.9%，城投债余额同比的下降速度将有所放缓、甚至暂时企稳。

我们在报告《M1：今年国内宏观的核心变量》中提到过，2017年以来广义财政对M1的解释力显著提升，“政府债券+城投债”两个指标的解释力超过80%。按照我们的模型估算，下限情形下M1增速在5-6月触底企稳，上限情形下M1增速将在5-6月小幅反弹，因此概率上M1增速有望在4月出现本轮下行周期的底部。

图5：今年国债发行节奏不慢（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

3 广义财政再扩张与市场风格再平衡

回顾我们在《M1：今年国内宏观的核心变量》中的几个核心结论：

方向上，如果 M1 止跌企稳、温和回升，意味着内需前景向稳、价格因子回升，股票市场面临的基本面因素会比过去 2-3 年更积极。

风格上，近几年 M1 不仅与大盘指数正相关，也可以指引大小盘的相对收益。如果 M1 回升，指向大小盘风格可能会比过去 3 年更均衡。

节奏上，M1 的反弹大概率不会贯穿全年，预算内政府债务加速支出的阶段最有可能提振 M1。”

从市场的实际表现看，M1 同比增速在 2021 年初出现上一轮上行期的顶部，过去三年间除去大规模留抵退税的影响，总体是一个漫长的下行期。**这三年间，宽基指数普遍下跌，大盘风格显著跑输小盘风格，消费和金融板块显著跑输周期和稳定板块。**

去年 12 月以来，**M1 增速虽然仍在下行，降速有所放缓，市场表现也在一定程度上呈现出与过去三年不同的特征**，例如多数宽基指数今年已录得正收益，大盘风格反超小盘风格，金融板块的相对劣势收窄。

表1：过去三年和 2024 年 1-4 月的各板块、风格涨跌幅（%）

	金融	周期	消费	成长	稳定	大盘	中盘	小盘
2021 年	-9.6	25.2	-4.6	18.5	16.1	-4.5	9.2	22.7
2022 年	-10.1	-15.0	-15.6	-28.5	-3.2	-21.5	-21.9	-21.0
2023 年	-3.9	-2.4	-7.9	-6.8	2.1	-12.4	-11.7	-4.1
2021-23 年累计	-21.9	3.8	-25.8	-21.0	14.7	-34.3	-24.8	-7.0
2024 年 1-4 月	5.9	6.2	0.4	-6.8	6.9	7.0	3.8	-3.5

资料来源：wind，民生证券研究院（中信风格指数）

如果 M1 增速在接下来 2-3 个月的时间维度企稳回升，**预计在指数中枢保持平稳的基础上，大盘相对小盘的再平衡会更进一步，金融、周期、稳定、消费板块的表现会更均衡，成长板块还需要在分母端结合美联储动态。**

落实到中观逻辑，广义财政代表的是广义政府部门的购买力，不仅是购买服务、形成基建等项目投资，也广泛渗透到国民经济的各个行业。举例来说，居民在消费中占据主导地位，非居民部门包括政府和社会集团（机关、企事业单位等）对消费也有重要贡献，这一点从投入产出表的勾稽关系中清晰可见。

总之，在当前居民风险偏好尚未有效修复的环境下，外资可能影响指数上限，稳定力量指引指数下限，M1 和降息预期映射市场风格。我们对于市场风格阶段性再平衡的理解是基于 M1 阶段性企稳回升的判断，主要驱动力来自广义财政重新扩张，直接逻辑是 4 月政治局会议的有关部署，底层逻辑在于三中全会将于 7 月胜利召开。

4 风险提示

1) **超长期国债/地方债发行节奏低于预期。**如果超长期国债发行和地方债发行节奏低于上述预测，可能导致测算出现偏差。

2) **海外地缘形势变化超预期。**未来地缘政治不确定性导致外需、政策等出现波动，可能影响财政节奏和资本市场。

插图目录

图 1: 新增一般债发行进度对比 (%)	3
图 2: 新增专项债发行进度对比 (%)	3
图 3: 1-4 月城投债净融资-1630 亿 (亿元)	3
图 4: 一季度预算内财政支出增速为-1.5% (%)	3
图 5: 今年国债发行节奏不慢 (%)	5

表格目录

表 1: 过去三年和 2024 年 1-4 月的各板块、风格涨跌幅 (%)	6
---	---

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026