

惠誉博华月度热点洞察：2024 年 10 月

热点洞察：

- 经济增长底部已现，政策驱动回升在即
- 化债政策对地方政府的财政收入和地方直接债务将产生何种影响？
- 如何评估新一轮化债政策对不同地区城投公司的影响差异？
- 近期房地产新政与过往政策有何不同？对提振市场起到了什么作用？
- 近期宏观政策密集出台后，如何看待钢铁行业短期的基本面？国庆节假期前后黑色系价格的大幅上涨是否可以持续？
- 于本月中旬召开的光伏行业座谈会向市场传递了什么信号？本次会议所达成的合作共识是否是在中国光伏产品出海受阻情况下的主动应对？

惠誉博华

分析师

工商企业评级团队

+ 86 (10) 5663 3870

fitchbohua.corporates@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

+ 86 (10) 5957 0964

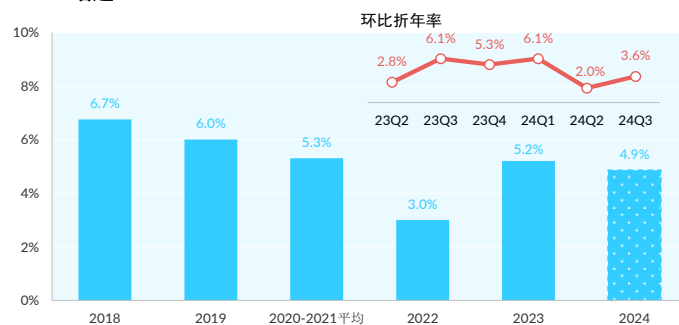
jack.li@thefitchgroup.com

宏观经济

经济增长底部已现，政策驱动回升在即

三季度，中国 GDP 同比增长 4.6%，较二季度略低 0.1 个百分点。有效需求不足带来通缩压力，三季度名义 GDP 同比增长 4.04%，低于实际 GDP 增速 0.56 个百分点，GDP 平减指数已连续六个季度处于负值区域，但已呈现持续收窄之势。另一方面，GDP 季调环比折年率已回升至 3.6%，较二季度 2.0% 的增速加快 1.6 个百分点，经济触底回升势头确立。

GDP 增速



来源：Wind，惠誉博华

设备更新和消费品以旧换新（“两新”）政策效应与出口保持韧性推动工业生产维持较快增长。然而，在有效需求不足、部分行业产能过剩以及通缩压力下，工业企业利润承压。

得益于消费品以旧换新政策显效发力，9 月社零同比增长 3.2%，增速比 8 月份加快 1.1 个百分点，但依旧处于偏低水平。近期出台的一揽子增量政策将有助于提升居民消费意愿与能力，增强政府与企业采购能力，社零增长有望提速。

分年龄组失业率数据显示，随着 2024 届毕业生工作逐步落实，9 月份，不含在校生的 16-24 岁、25-29 岁劳动力失业率分别为 17.6%、6.7%，较 8 月回落 1.2 个百分点、0.2 个百分点，不过仍然位于偏高水平，青年就业压力仍大。

9 月固定资产投资同比增速较 8 月加快，基建、制造业与房地产均有不同程度改善，尤其是广义基建投资更是出现大幅增长，对整体固定资产投资起到了很好的拉动作用；随着资金加快落地并在年内形成实物工作量，四季度固定资产投资，尤其是基建投资增速有望加快。

外需转弱叠加偶发因素导致中国出口在 9 月份超预期走低；中期来看，在外需走弱、贸易壁垒与关税日益增加影响下，中期中国出口或将再度面临挑战，预计以新能源汽车、船舶、家电、集装箱为代表的具有国际竞争优势的行业将继续保持强劲出口韧性。

9 月底，央行落地下调存量房贷利率、二套房首付比例，延长“金融 16 条”等政策期限、优化保障性住房再贷款等政策；以一线城市为首的逾 50 个城市，先后出台各类房地产市场支持政策。相关政策发布以来，政策效果已开始显现。特别是 9 月底以来，一手房

签约量明显增加，二手房交易量持续上升，市场出现积极变化。9月房地产开发景气指数回升至92.41，连续6个月小幅走高，显示房地产行业渐趋温和回暖。截至10月21日，（10月）30大中城市新建商品房成交面积较2023年同期下降8.2%，远低于前三季度33.7%的跌幅，较今年9月1-21日成交面积则大幅增长43.8%，政策效应正在释放。

惠誉博华认为，面对有效需求不足、经济增长乏力挑战，9月底以来中国政府紧锣密鼓祭出的一揽子经济刺激增量政策势大力强，向市场释放出政策转向的积极信号，显著提振市场信心，增强了市场活力。国家统计局表示，9月份国民经济已出现积极变化，多数指标边际改善，经济运行呈现出筑底企稳态势。惠誉博华将2024年中国经济增速预测由之前的4.8%提升至4.9%。同时，预计在政策驱动下，经济将开启再通胀之路，GDP平减指数不久将转正，名义GDP增速亦将加快。

地方政府与城投

在10月12日国新办举行的财政部新闻发布会上，财政部长蓝佛安宣布，近期将陆续推出“一揽子”有针对性的增量政策，包括加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度等四项。

化债政策对地方政府的财政收入和地方直接债务将产生何种影响？

根据财政部数据，2024年1-8月，全国一般公共预算收入同比下降2.6%，一般公共预算支出同比增加1.5%。大规模隐债置换等化债政策通常采取以低利率的地方政府债券置换高成本债务的方式，这不仅不会增加地方政府广义债务规模，而且能有效减轻地方政府及城投企业的总利息成本，缓解其短期偿债压力。同时，将隐性债务显性化，增强了债务的透明度和规范性，便于更有效地进行债务监督和管理。再者，大规模的债务置换也将避免事实上的财政紧缩进一步加重，大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济。通过置换机制将金融体系过剩储蓄转移到企业部门，也有助于企业运营现金流改善，最终惠及住户部门收入改善与提升。

此外，土储专项债重启，或有利于地方政府及城投企业缓解流动性压力，对闲置土地进行回收利用，进而稳定房地产市场。但我们也关注到，上述政策在实施过程中可能会在短期内增加地方政府直接债务，使得财政支出压力增大。同时，化债政策实施效果存在一定不确定性，提高债务限额上限可能会在一定程度上增加债务规模，如果管理不当，可能会积累债务风险。

如何评估新一轮化债政策对不同地区城投公司的影响差异？

惠誉博华认为，整体来看，化债政策对城投公司存在诸多利好之处，但其对城投公司的影响在不同地区可能会有显著的差异性。经济发达地区因其地方政府财政实力较强，税收和土地出让情况较好，当地城投公司能通过更大规模的债务限额提升与专项债支持，优化债务结构，参与更多优质项目，增强盈利能力和市场竞争力。经济欠发达地区的城投公司则可借助化债政策缓解自身的流动性压力，但在项目选择和资金使用效率方面可能面临较大挑战。此外，城投公司自身特点，如资产规模、盈利能力和信用质量，也会导致其面临不同的机遇和挑战。

另一方面，我们认为，2023年下半年以来，“一揽子化债政策”持续推进，针对城投企业“遏增量，化存量”的思路并未转变。2024年以来，部分城投企业宣布“退平台”或提出“不再承担政

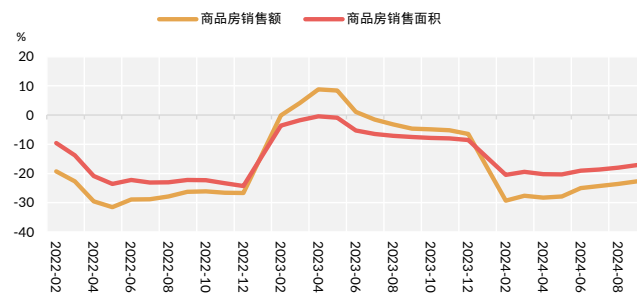
府融资职能”。尽管新一轮化债政策带来了诸多积极影响，但同时也意味着城投公司将面对更高的市场化转型要求。城投公司需要积极适应市场变化，加强自身管理，提升运营效率，以实现可持续发展。

房地产

近期房地产新政与过往政策有何不同？对提振市场起到了什么作用？

近期房地产政策作为中国整体经济政策战略性转向的重要组成部分，其政策层级定位与重要性程度更高。当前房地产行业仍然在中国经济体系中占据重要地位，影响经济增长与居民生活的方方面面，在中国宏观经济面临有效需求不足、通缩压力加大等诸多挑战背景下，尽管房地产销售跌幅有所收窄，但行业持续走弱亦对经济增长形成较大拖累。

中国商品房销售同比增速

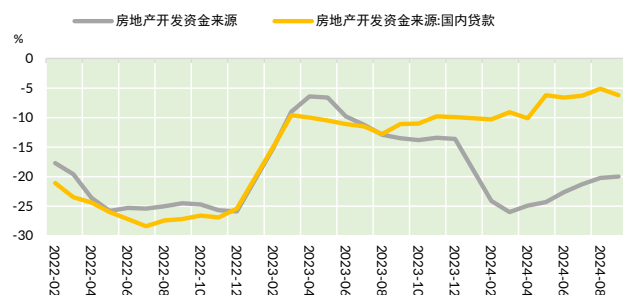


来源：Wind，惠誉博华

当前房地产市场面临行业调整与宏观经济增长乏力的双重压力，在这样的形势下，房地产问题的解决并非孤立之举，而是与宏观经济的发展紧密相连。经济增长放缓意味着居民收入增长受限、企业投资意愿下降、金融市场流动性紧张等问题，这些都直接或间接地影响着房地产市场的需求和供给。只有着力改善经济增长的问题，才能够从根本上解决房地产的困境。惠誉博华认为，近期房地产新政深度嵌入一揽子宏观经济刺激增量政策中，与其他多方面政策协同发力。比如，与地方政府化债、改善资本市场预期等重要举措形成互动，从财政、资本市场、房地产去库存等多重领域增强市场信心，改善居民对收入与就业的预期。

增量政策方面的主要举措为：1）支持地方政府使用专项债回收闲置存量土地及收购存量商品房作用保障房；2）“白名单”项目信贷规模增至4万亿元，合格项目应进尽进、应贷尽贷；3）通过货币化安置方式新增实施100万套城中村改造与危旧房改造。尽管支持政策重点聚焦于打通政策传导链条中的资金难题，然而在以往的执行过程中，往往受严格的资金使用标准所制约，导致落地效果不佳。2024年以来，房地产开发资金来源同比继续深度下跌，仅有国内贷款项目跌幅出现明显收窄，但弱势尚未扭转，显示房地产行业流动性困境仍待破局。过往在各城市收储实践中，收购价格较低及收购标准严格限制了部分房企的出售意愿，从而导致收储节奏趋于缓慢，其带来的库存去化效果一般。惠誉博华认为，当前超预期政策组合显示出中央政府对“促经济、稳地产”的决心，已经释放出明确的政策转向信号，未来在政策执行过程中，料将较以往更为宽松与积极，目前核心城市一、二手房市场成交均现积极信号，房地产市场结构性回暖明显，但整体政策效果显现仍需一定时间。同时，预计仍将有更多增量政策持续出台，合力助推房地产市场实现“筑底企稳”。

房地产开发资金来源同比增速



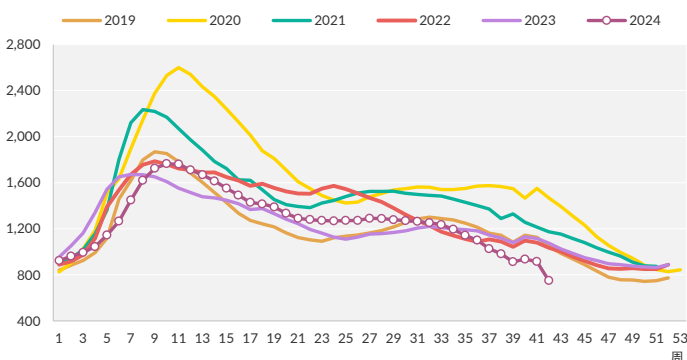
来源: Wind, 惠誉博华

钢铁

近期宏观政策密集出台后，如何看待钢铁行业短期的基本面？国庆节假期前后黑色系价格的大幅上涨是否可以持续？

9 月份以来，中国政府一揽子紧锣密鼓的经济刺激增量政策打开了市场想象空间，市场情绪提振显著，钢铁行业短期基本面有望边际改善；中长期来看，我们维持“中国钢铁行业已步入顶部平台期”的判断。2024 年前三季度，中国粗钢产量同比下降 3.6% 至 7.7 亿吨，表现低迷，主要钢材品种库存去化较为彻底，钢厂盈利在需求预期改善及前期钢厂减产带动下边际修复，247 家钢厂盈利率自十月中旬陡升突破 70%，而该指标在 8 月下旬仅在低个位数徘徊。

主要钢材品种库存(万吨)



来源: Wind, 惠誉博华

247家钢厂盈利率



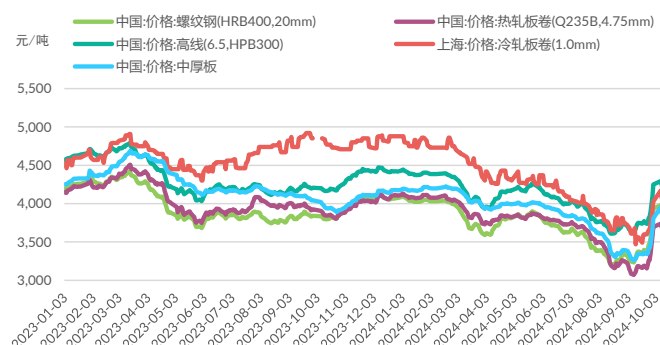
来源: Wind, 惠誉博华

9 月，基础设施建设投资（不含电力）同比增速录得 2.2%，环比上涨 1.0 个百分点；新增专项债发行自 8 月份开始显著放量，将为基建投资项目提供资金保障，随着存量政策有效落实及项目落地实物工作量形成，基建端用钢需求较前期相对更为乐观。中央政治局

会议对房地产市场首次提出要“止跌回稳”，各监管部门相继明确支持房地产相关细则及举措，市场信心有所提振，地产端用钢需求拖累斜率有望放缓。家电、汽车等耐用消费品产量在消费品以旧换新政策推动下增速可观，造船板块表现亮眼，制造业用钢将贡献主要增量。2024 年 1-9 月，中国钢材出口数量录得 8,071 万吨，同比劲增 21.2%，出口高增态势在海外高需求背景下延续；中国钢铁对外贸易伙伴集中在东南亚及中东区域，美国、巴西等国家对中国钢铁产品加征关税影响可控。

价格方面，政策刺激下的需求预期改善叠加库存低位，钢材价格中枢自 9 月下旬以来明显上移，螺纹钢（HRB400,20mm）价格在 10 月 8 日涨至 3,980 元/吨，距离 2023 年全年均值（3,992 元/吨）仅一步之遥，较 8 月 16 日的低位（3,205 元/吨）涨幅超 20%。钢企成本端的铁矿石及焦炭价格近期分别反弹至 100 美元/吨、1,700 元/吨附近。我们认为，钢材价格上涨是基本面边际改善的表现，但超 20% 的涨幅受市场情绪影响较大，基础并不牢固，后续螺纹钢价格在接近 4,000 元/吨的相对高位运行概率并不大，钢价及钢厂盈利核心掣肘因素仍在需求，近期钢材价格的下跌也印证了我们的观点。

五大钢材品种价格



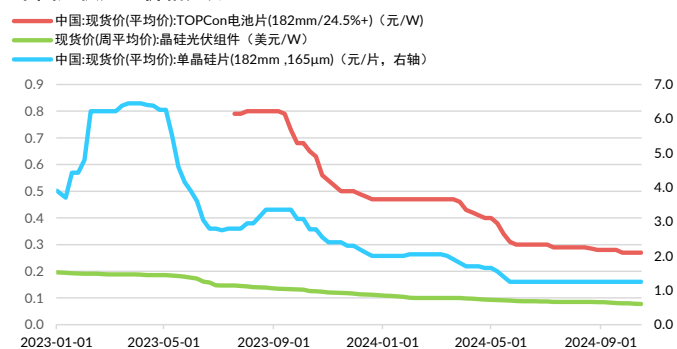
来源: Wind, 惠誉博华

新能源

于本月中旬召开的光伏行业座谈会向市场传递了什么信号？本次会议所达成的合作共识是否是在中国光伏产品出海受阻情况下的主动应对？

10 月 14 日，中国光伏行业协会举办防止行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会，邀请业内多家龙头企业负责人与会。18 日，光伏协会发表《光伏组件当前成本分析：低于成本投标中标涉嫌违法》文章，提及“中标合同必须高于成本，0.68 元/W 的成本已经是当前行业优秀企业在保证产品质量前提下的最低成本。”惠誉博华认为，这是当前行业亟需解决供需严重失衡与低于成本价恶性竞争等迫切问题的直观写照。加强企业间合作自律、化解低端冗余产能将成为以光伏（产品）制造为代表的中国新能源部门于短期内发展的主攻方向，特别是在全球贸易争端愈演愈烈的当下。我们认为，光伏贸易摩擦导致的外需不振加大了平衡内部供需的紧迫性，但这并不意味着中国光伏产品国际化全面受阻。事实上，中国光伏企业通过海外直接设厂或主导东道国新能源项目投资的进程正在提速。例如，在阿联酋等“一带一路”国家的光伏产线建设以及于中非论坛北京峰会上宣布的实施 30 个非洲清洁能源项目计划便是这一进程的有效例证。

中国光伏产品价格走势



来源: Wind, 惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性（包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性）或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。