

惠誉博华月度热点洞察：2024年11月

热点洞察：

- 增量政策逐渐显效 10月经济加快修复
- 2024年全球系统重要性银行名单公布；四大行第一阶段TLAC达标无虞，需持续关注第二阶段缺口变化
- 2024年年底是否将发行2万亿元再融资专项债置换存量隐性债务？短期内发行2万亿元再融资专项债或将给债市带来哪些影响？
- 人大常委会化债举措出台，地方政府及城投企业债务压力与风险走向何方？
- 《收费公路管理条例》有望于本年内出台，收费期限可能延长
- 本月中旬由财政部与税务总局联合发布的调整出口退税政策对铝企业绩有何影响？

惠誉博华

分析师

惠誉博华分析师团队
+ 86 (10) 5663 3870
Bohua_analytical@fitchbohua.com

媒体联系人

李林
+ 86 (10) 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

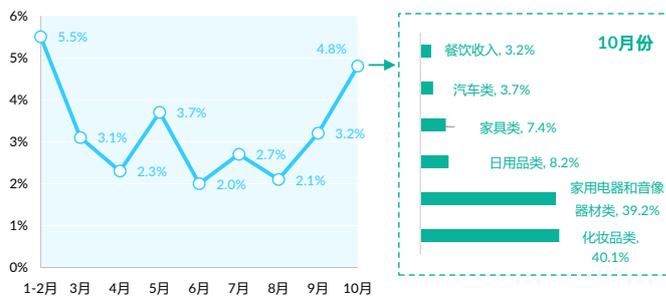
宏观

增量政策逐渐显效 10月经济加快修复

在一揽子增量政策刺激下，经济运行回升势头增强，主要指标回升明显。

社零跳升：从市场销售看，受消费品以旧换新政策带动，叠加“双十一”促销活动提前，10月份社会消费品零售总额同比增长4.8%，增速比上月跳升1.6个百分点。其中，可选消费品修复显著，化妆品类消费同比增速一举由负跃升至40.1%，家用电器和音像器材类消费同比劲增39.2%，创下2021年3月以来新高。

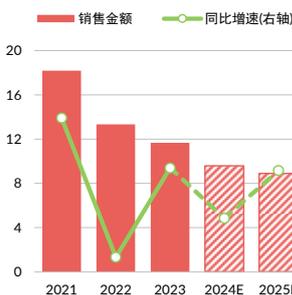
2024年社会消费品零售总额增速



来源：Wind，惠誉博华

服务业生产加快：10月份服务业生产指数同比增长6.3%，增速比上月加快1.2个百分点，连续两个月加快，这也是今年以来服务业生产指数的最高增速。其中，在利好政策刺激下，股票市场短期大幅上扬，成交量显著放大，带动金融业生产指数大幅上升3.7个百分点至10.2%，创下2020年7月以来新高，对服务业生产指数增长贡献突出。

商品房销售金额(万亿元)



来源：Wind，惠誉博华

商品房销售面积(亿平方米)



来源：Wind，惠誉博华

房地产回暖：在房地产相关刺激措施助推下，多数房地产先行指标有所回暖。10月新建商品房销售面积和销售金额同比分别下降1.0%、1.6%，降幅各自较上月大幅收窄15.3个、9.4个百分点；商品房竣工面积降幅收窄逾10个百分点至20.1%；唯新开工面积降幅走阔6.8个百分点至26.7%。展望未来，惠誉博华认为，“允许专项债收购土地储备与存量商品房”政策是助力楼市消化库存、止跌企稳的重要举措。中性情景下，预计房地产销售面积2024年降幅将收窄至约13%，2025年四季度开始企稳回升，全年同比降幅

将收窄至 5%以内；短期内房价调整压力依然较大。投资方面，考虑到房企补储需求逐渐增加，土地投资有望出现一定回暖；竣工增速下行压力依然较大，但城中村改造支持政策预计将为施工端形成支撑，2025 年房地产行业投资同比降幅有望收窄至 5%-8%。

出口超预期：在台风天气与美国东海岸码头工人暂停罢工等偶发性因素消失后，10 月中国出口积压货物释放，叠加临近年底欧美重要节假日，以美元计，出口同比增长达到 12.7%，较 9 月加快 10.3 个百分点，创下 2023 年 4 月来新高，明显超过市场预期。当月，绝大多数商品出口增速均快于 9 月，而船舶出口增速则由 9 月的 113.8% 的超高增速回落至 10 月的 13.5%，9 月高增长可能与船舶集中交付有关；另外，汽车出口也大幅放缓至 3.9%，这无疑受到欧盟开始对中国汽车加征关税严重拖累。2024 年前三季度，中国出口累计同比增长 4.3%，进口累计同比增长 2.2%。

目前面临外需走弱挑战，10 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 49.4，连续四个月处于荣枯线之下，10 月中国制造业新出口订单指数为 47.3，连续两个月走低，预示在今年剩余的两个半月里出口增长可能明显放缓。而 2025 年特朗普再度执政后，有可能对中国加征更高关税，中国出口将面临更大不确定性。预计政府将继续加大宏观政策对消费与投资的内需刺激力度、促使房地产早日企稳以及允许人民币汇率适度贬值，提前应对出口可能面临逆风的挑战。

鉴于未来存在的复杂性和高度不确定性，惠誉博华预计 2025 年中国经济增长将落在 4.5%-4.8%之间。

银行

2024 年全球系统重要性银行名单公布

2024 年 11 月 26 日，金融稳定理事会（FSB）公布 2024 年全球系统重要性银行（G-SIB）名单，本次公布的名单中来自中国的商业银行数量与上一年保持一致，其中工商银行、中国银行、农业银行、建设银行继续维持第二组别的位置（bucket 2），而于 2023 年首次入选 G-SIBs 的交通银行本年继续处于第一组别位置（bucket 1）。海外银行方面，2023 年入选 G-SIBs 名单的海外机构皆驻留在本年的名单之中，但美国银行由于最终评分下降，组别划分由上一年的第三组变动至本年的第二组，法农信贷则由此前的第一组变动至本年的第二组，其他海外机构组别未发生变动。

组别	FSB 公布 2024 年 G-SIBs 名单
第五组	无
第四组	摩根大通
第三组	汇丰银行、花旗银行
第二组	法巴银行、 美国银行 ↓、工商银行、瑞士银行、中国银行、巴克莱、高盛、农业银行、建设银行、三菱日联、 法农信贷 ↑、德意志
第一组	法国兴业、摩根士丹利、桑坦德、三井住友、RBC、富国银行、瑞穗银行、荷兰国际、多伦多道明、纽约梅隆、BPCE、道富、渣打银行、交通银行

注：“↑”及“↓”分别代表相较于上一年组别上升或下降
来源：FSB，惠誉博华

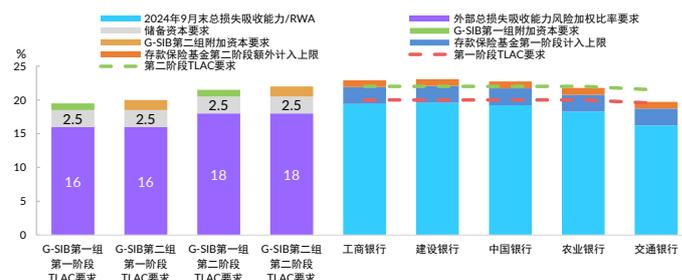
四大行第一阶段 TLAC 达标无虞，需持续关注第二阶段缺口变化

入选 G-SIBs 的银行，除需满足储备资本及 G-SIB 附加资本要求，亦需分阶段满足外部总损失吸收能力风险加权比率（TLAC/RWA）的要求。若按照累加计算考虑，工商银行、中国银行、建设银行、农业银行“TLAC/RWA”比例需分别在 2025 年和 2028 年初达到 20% 和 22%，而交通银行该比例则需在 2027 年初达到 19.5%。

2024 年，五家 G-SIBs 皆成功发行了不同规模的总损失吸收能力非资本债券，若将发行规模全额计入，则工商银行、建设银行、中国银行、农业银行 2024 年 9 月末的“TLAC/RWA”比例分别达到约 19.4%、19.6%、19.2%、18.3%。此前监管机构规定，在第一及第二阶段存款保险基金可计入总损失吸收能力的规模上限分别为银行 RWA 的 2.5% 及 3.5%。若按照上限规模考虑存款保险基金的计入影响，则四大行 2024 年三季度末的静态“TLAC/RWA”已达到第一阶段要求，因此惠誉博华认为四家机构 2025 年初满足第一阶段的总损失吸收能力要求不存在压力。

近年来，国有大型银行持续支持实体经济发展，整体保持了相对较高的资产规模增速，但交通银行 2023 年及 2024 年三季度总资产同比增速出现放缓，不排除其采取了主动策略对总损失吸收能力补充缺口进行控制的可能。惠誉博华测算，若假设五家 G-SIBs 每年保持 3% 的利润增长及 30% 的利润分配，并按照基准假设情景下四大行风险加权资产每年保持 8%、交通银行保持 5% 增速水平计算，则五家机构考虑存款保险基金计入影响后的第二阶段总损失吸收能力补充缺口约为 9,319 亿元；若各机构保持更快的资产规模增长，则上述缺口将有所扩大。

G-SIBs 总损失吸收能力情况（2024 年 9 月末静态值）



来源：银行定期披露报告，惠誉博华
注：静态缺口为 2024 年 9 月末与 TLAC 要求存在的静态缺口，其中交通银行在首次入选 G-SIB 名单后，需要于 2027 年前达到第一阶段总损失吸收能力要求

整体而言，中资 G-SIBs 2024 年 9 月末的第二阶段静态缺口已较 2023 年同期收窄约 1.4 万亿元，这其中存在部分《商业银行资本管理办法》实施产生的一次性影响。未来五家机构为满足第二阶段目标需要补充的总损失吸收能力规模将与其资产增速密切相关。

地方政府与城投

2024 年 11 月 8 日，十四届全国人大常委会第十二次会议通过相关议案，批准增加 6 万亿元地方政府债务限额以置换存量隐性债务，新增限额为专项债务，2024 年至 2026 年每年安排 2 万亿元。此外，财政部称从 2024 年起连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8,000 亿元用于化债。

这是否意味着，2024 年年底前将发行 2 万亿元再融资专项债置换存量隐性债务？短期内发行 2 万亿元再融资专项债或将给债市带来哪些影响？

惠誉博华认为，此前 6 万亿元债务限额分三年安排，但 2024 年仅剩不到 2 个月时间，在如此短的时间发完 2 万亿专项债可能存在一定的难度，不排除根据市场资金面情况与需求变化来平滑发行节奏，安排在今年年底与明年年初发行完毕。

惠誉博华认为，再融资专项债的发行在短期内增加了市场供给，导致债券市场收益率有所走高。然而，从以往有政府债发行规模将近万亿的那些月份的情况来看，这种影响可能是暂时的，并且会受到

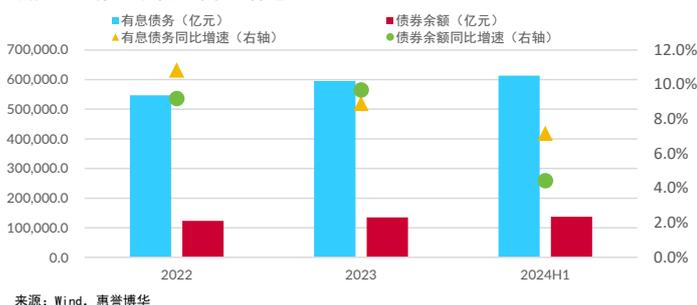
央行货币政策操作支持。央行已经预告将择机降准，这一措施有助于缓解资金紧张状况，尤其会减轻对银行资金面造成的压力。除此之外，央行还可能通过其他流动性管理工具，如逆回购等手段，来对冲再融资专项债发行带来的流动性紧张压力。

人大常委会化债举措出台，地方政府及城投企业债务压力与风险走向何方？

惠誉博华城投企业名单数据梳理结果显示，截至 2024 年 6 月末，城投企业短期债务规模约为 9.3 万亿元，此次公布的年度化债限额可覆盖约为五分之一的城投短期债务，若将新增 8,000 亿元专项债券纳入计算，则年度化债规模将能够覆盖 30% 以上的城投短期债务。通过合理安排化债资金、优化化债流程等举措，地方政府及城投企业的中短期偿债压力或将得到大幅缓解，可腾出更多的精力和资源来推动地方经济发展。但长期来看，尽管此次化债旨在缓解当前地方政府和城投企业的债务压力，但如果地方经济的发展跟不上债务增长的速度，地方政府和城投企业未来仍可能面临债务风险。

此外，此次化债措施并未增加国债限额，说明此次化债主要是在地方政府自身债务结构调整和资源统筹的框架内进行，旨在通过合理规划化债限额，促使地方政府优化债务管理、提升资金使用效率，以实现地方债务风险的有效防控，而非依靠中央财政通过国债等方式进行大规模兜底式化解。

城投企业存量债务及同比增速



收费公路

《收费公路管理条例》有望于本年内出台，收费期限可能延长

于 2024 年 5 月发布的《交通运输部 2024 年立法工作计划》中明确《收费公路管理条例（修订）》将作为 2024 年的一类立法项目。现已临近年末，正式管理条例呼之欲出，12 月份将有极大可能公布落地。

此前，交通运输部于 2018 年 12 月公布的《收费公路管理条例（修订草案征求意见稿）》中提及“政府收费公路项目的偿债期限应当按照覆盖债务还本付息需求的原则合理设置。经营性公路项目的经营期限，按照收回投资并有合理回报的原则确定，一般不得超过 30 年；对于投资规模大、回报周期长的收费公路，可以超过 30 年。实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限。”

惠誉博华认为，中国收费公路行业现已步入通行费增速放缓的稳定发展阶段，面临着收支缺口不断走扩、还本付息压力与日俱增、部分路产收费期限到期等诸多难题。近年部分省份已进行了一些政策探索，如通过改扩建方式延长相关路产收费期。我们预计，正式管理条例有望对延长收费期限、到期后路产养护及社会资本参与建设

运营等诸多细节进行明晰，其中收费期限或与 2024 年 5 月 1 日已施行的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》中“特许经营期限原则上不超过 40 年”趋于一致。

收费公路作为准公共品而言，延长收费期可放大其溢出效应。其一，延长收费期限有助于缓解收费公路运营主体路产到期压力，增强其运营可持续性。其二，更长的收费期限意味着收费公路资产未来产生更多的现金流，折现价值提升，收费公路运营主体不仅有更多的通行费收入用于建设、养护路产，而且资产负债表增强将有利于再融资，进而缓解其偿债压力，对其信用质量形成正面支持因素。其三，对地方政府而言，通行费收入增加有益于降低财政补贴压力，在财政困难时期尤为显著。其四，对其他企业及居民而言，延长收费期限长期来看会增加物流/交通运输成本。

有色金属

本月中旬由财政部与税务总局联合发布的调整出口退税政策对铝企业绩有何影响？

2024 年 11 月 15 日，中国财政部与国家税务总局联合发布关于调整出口退税政策的公告（2024 年第 15 号），其中包含取消铝材出口退税的政策变更。惠誉博华认为，这一政策转向在短期内将导致铝材出口规模缩水并削弱国内铝企（特别是铝产品出口比重较高铝企）的盈利能力，但仍不足以动摇全球铝产品的供需基本面。2024 年以来，第一大铝生产国中国电解铝产能已逼近 4,500 万吨的政策天花板且其月度产能利用率持续徘徊于近五年高位水平，进一步扩产潜能缺乏。与此同时，对俄铝的禁令使得俄罗斯铝材转向流入中国。双重因素共同推动全球铝产品供给呈现“境内宽松、境外紧俏”的格局，这为中国铝企提升出口价格以对冲退税取消导致的盈利缺口打开了空间，高频数据走势亦印证了这一趋势。11 月 15 日，（铝）沪伦比由（前日）8.19 回调至 7.78，至 25 日回落之势尚未结束。叠加加工费上调亦有商榷空间，我们预计铝材出口退税取消对中国铝企业绩的负面影响将趋于短期化，其中期盈利表现在基本面未发生实质性变化的条件下仍将遵从（全球）供给紧平衡的逻辑。

中国铝价与沪伦比变动



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。