

2024 年 10 月 15 日

南华宏观研究团队报告 修复需求刻不容缓，聚焦未来财政 政策动向

核心观点：

从近期公布的社融、物价等数据中可以看出，当前经济的关键仍在需求端。核心 CPI 同比增速已连续多月下行，跌至历史低点，居民资产负债表的修复已迫在眉睫。金融数据进一步证实了需求端的疲软。私人部门的缩表还在继续，居民和企业部门仍处于负向循环中。

市场一直期待财政部门出台增量刺激政策，以修复有效需求不足等问题，但上周结束的财政政策会议似乎让市场的期待落空。但我们认为，政治局会议后一系列会议背后反映出的决策层的态度转向是更为重要的信息。本次会议强调了要加大化债力度，这有助于地方政府腾挪资金支撑经济增长。同时指出要保证必要的财政支出强度，四季度经济或有一定支撑。在扩大赤字方面留有悬念，但在促消费方面政策力度尚显不足。

总体看，本次财政政策显示出积极的态度，决策层展现出坚定的稳增长决心，政策转向明显。因此，如果未来经济基本面未达预期，预计会有更多增量政策出台，以稳定经济。后续需要进一步关注财政政策的实施细节，特别是关注未来可能的新增政策规模及具体投向。

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧：
投资咨询证号：Z0000505

潘响：
期货从业证号：F03107845

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

目录

章节

1. 修复需求刻不容缓，聚焦未来财政政策动向.....	1
-----------------------------	---

目录

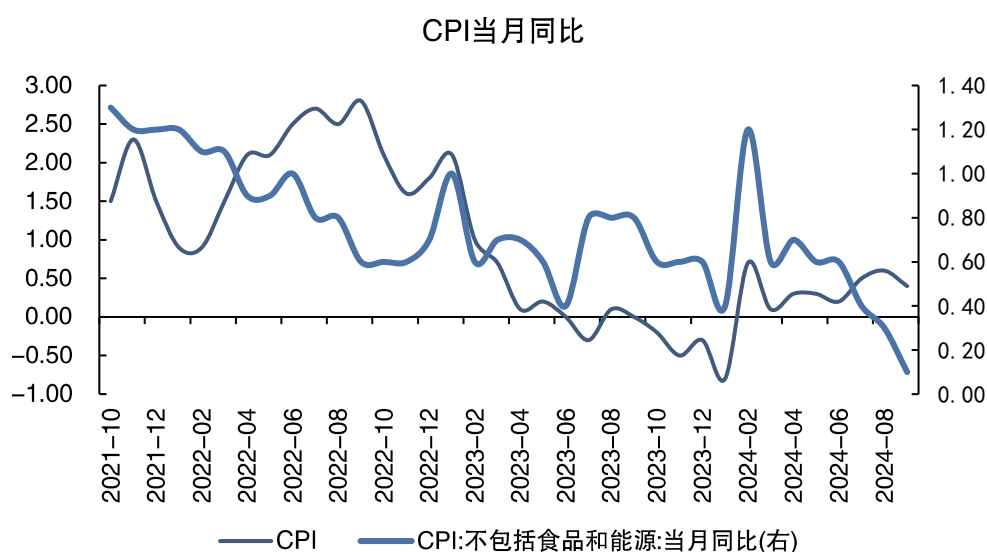
图表

图 1.1：核心 CPI 同比已经连续多月下行（%）	1
图 1.2：政府债券是当前支撑社融的主要力量（亿元）	2
图 1.3：居民企业部门需求持续偏弱（亿元）	2
图 1.4：历年来地方政府债务限额规模（亿元）	3
图 1.5：截止到 8 月，一般公共预算收入完成全年目标的 66%	4

1. 修复需求刻不容缓，聚焦未来财政政策动向

从近期公布的社融、物价等数据中可以看出，当前经济的关键仍在需求端。2024 年 9 月 CPI 同比上涨 0.4%，预期为上涨 0.7%，而核心 CPI 同比增速上涨 0.1%，较上月下降了 0.2 个百分点。分析 CPI 同比各分项，食品项是拉动 CPI 同比的主要因素，而非食品项则是当前拖累物价的主要因素。核心 CPI 同比增速已连续多月下行，跌至历史低点，居民资产负债表的修复已迫在眉睫。

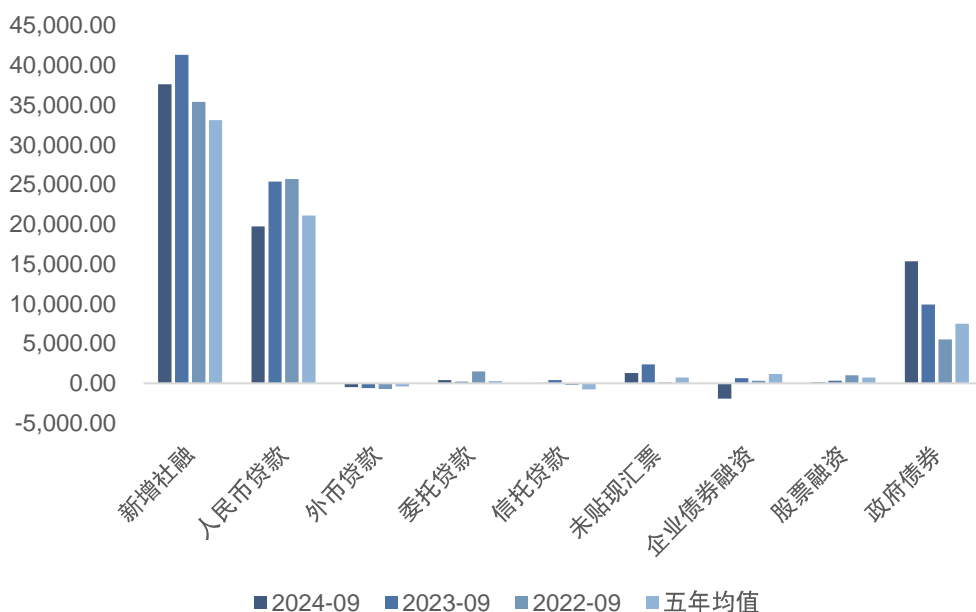
图 1.1：核心 CPI 同比已经连续多月下行（%）



资料来源：Wind 南华研究

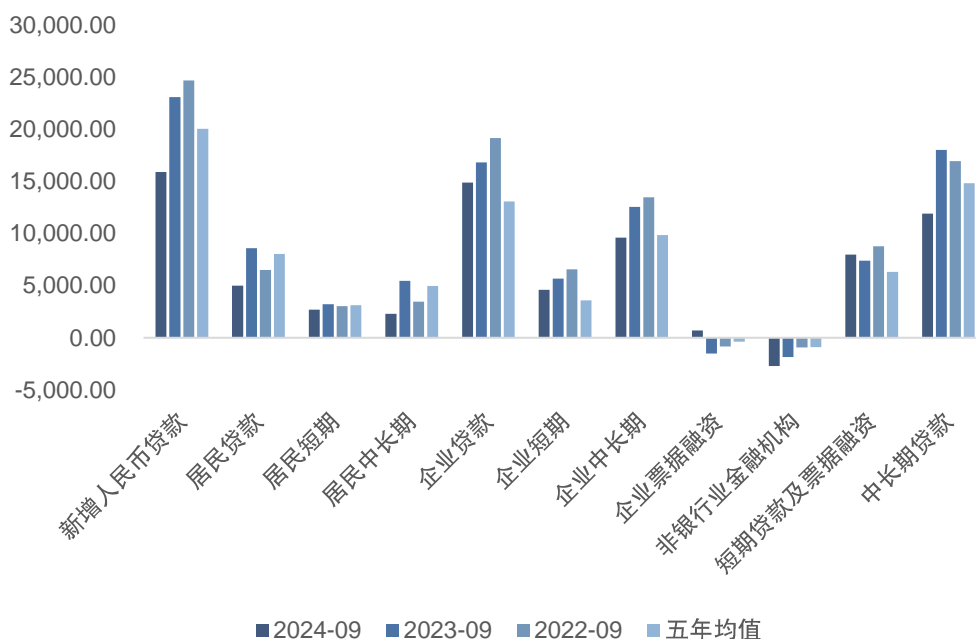
金融数据进一步证实了需求端的疲软。9 月新增社融达到 3.76 万亿元，比去年同期减少了 0.37 万亿元。具体来看，新增人民币贷款比往年有所下降，居民和企业部门的需求持续偏弱，而政府债券成为当前支撑社融的主要力量。M1 同比继续下探，较上月下降了 0.1 个百分点，达到 -7.4%，私人部门的缩表还在继续，居民和企业部门仍处于负向循环中。

图 1.2：政府债券是当前支撑社融的主要力量（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.3：居民企业部门需求持续偏弱（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

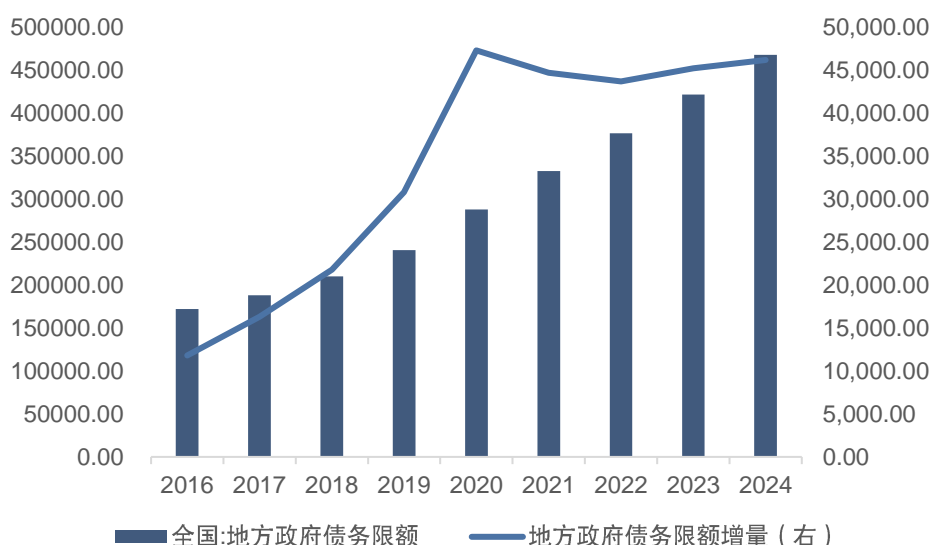
市场一直期待财政部门出台增量刺激政策，以修复有效需求不足等问题，但上周结束的财政政策会议似乎让市场的期待落空。就政策本身而言，市场此前期待会议公布高达10万亿的增量国债和调整财政赤字政策，但这些期待均未实现。市场预期本次财政会议能提出超预期的增量财政政策，支撑近期有所回调的风险资

产。不论是从本次会议举办的时间，还是从10月8日举办的新闻发布会的基调来看，都显示了决策层希望保持政策的独立性，不希望决策被股票行情所牵制。我们认为，政治局会议后一系列会议背后反映出的决策层的态度转向是更为重要的信息。

会议的主要内容包括加大力度支持地方化解政府债务风险、帮助国有大型商业银行补充核心一级资本、促进房地产市场止跌回稳，以及增强对重点群体的支持保障。

我们认为本次会议以下几点值得重点关注：一是未来化解地方政府债务的力度大，有助于地方政府腾挪资金支撑经济增长。本次化债的相关表述表明，将“较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务”，计划“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”，并表示“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”。回顾历年地方政府债务限额增量，从2020年-2024年地方政府债务限额规模平均约为4.5万亿元左右，其中最低为4.37万亿元，最高为4.73万亿元。因此，此次债务额度或许能达到往年一年的增幅，大约为4-5万亿元左右。财政部表示，具体资金数量安排问题，经过法定程序后，会及时向社会公开。

图 1.4：历年来地方政府债务限额规模（亿元）



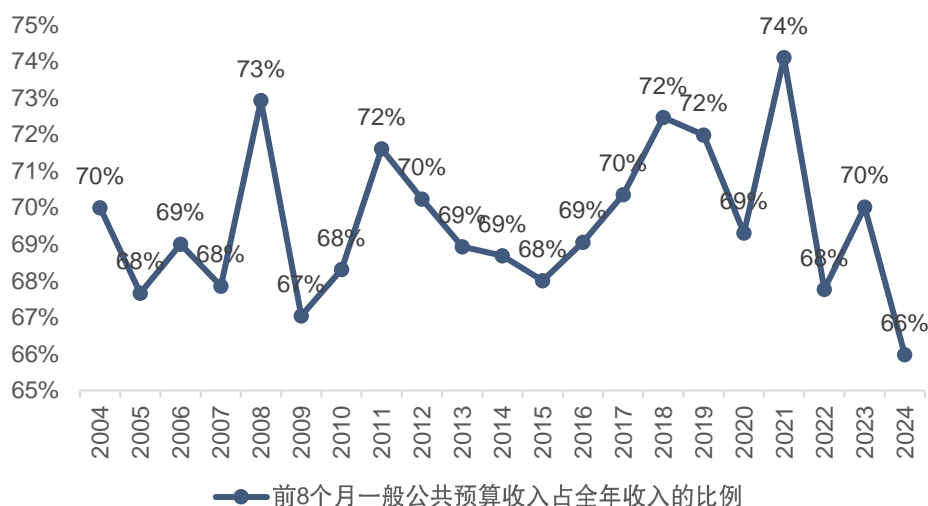
资料来源：Wind 南华研究

本次化债大概率将继续通过发行特殊再融资债券来置换债务。这不仅有助于减轻地方政府的债务压力，缓解短期偿债风险，还能为稳定增长提供支持。债务化解后，地方政府将能释放更多资金，用于基础设施建设和提升公共服务，进而促进地方经济的稳定增长。

二是保证必要的财政支出强度。本次会议提到了“全国一般公共预算收入执行情况低于年初预算设定的目标”，在收入增长未达目标的情况下，财政表示“将多措并举、综合施策，确保全年实现收支平衡”、“保持必要的财政支出强度”、“发挥好财政逆周期调节作用，推动完成全年经济社会发展目标任务”。针对当前的财政缺

口，主要通过增收减支来解决。在一般公共预算收入方面，在一般公共预算收入方面，通过“从地方政府债务结存限额中安排了4000亿元”、“鼓励有条件的地方盘活闲置资产，加强国有资本收益管理”、“指导地方依法依规使用预算稳定调节基金等存量资金”来增加一般公共预算收入。在支出方面，通过“坚持党政机关习惯过紧日子的要求，严格控制一般性支出”等方式减少一般性支出，这就使得今年可能实现一般公共预算收支平衡。

图 1.5：截止到 8 月，一般公共预算收入完成全年目标的 66%



资料来源：Wind 南华研究

在增收减支的背景下，财政部强调将充分利用各类债务资金、加快项目实施进度、并尽快形成实物工作量以发挥对投资的拉动作用。这些措施预示着四季度经济有一定支撑。

三是促消费政策力度尚显不足。在促消费方面，重点关注了困难群众和学生群体，通过向困难群众发放一次性生活补助、针对学生群体加大奖优助困力度来提高他们的消费能力。尽管前期政治局会议已指出未来政策将转向惠民生、促消费，以增强中低收入群体的消费能力，但本次会议上，财政部更多强调了对困难群众和学生群体的支持，并未提及中等收入群体，未来财政政策在惠民生、促消费方面的力度还有待加强。

四是扩大赤字方面留有悬念。会议上，财政部门提及未来还有其他政策工具，中央财政拥有较大的举债空间及赤字提升潜力，回应了市场对增发债券和调整赤字的期待。总体看，本次财政政策显示出积极的态度，决策层展现出坚定的稳增长决心，政策转向明显。因此，如果未来经济基本面未达预期，预计会有更多增量政策出台，以稳定经济。

后续需要进一步关注财政政策的实施细节，特别是关注未来可能的新增政策规模及具体投向。若后续政策集中于需求端，有效修复居民部门经济感，持续释放居民消费潜能，创造新的就业增长点，就有可能帮助居民和企业部门打破目前的负向循环，摆脱经济下行压力。

免责声明

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。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。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。

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，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司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。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。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。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

