

2024 年 11 月 13 日

## 南华宏观研究团队报告 宏观调控思路适应性转变，关注未来需求端政策

### 核心观点：

国内 10 月份的社融数据从规模上看并不弱，但在结构上，政府债券依然是主要的支撑项。新增人民币贷款的结构性亮点显著，政策支持使得居民短期和中长期贷款状况有所改善，当前政策效果正在逐步显现。短期内，政策对经济有一定支撑作用，但长期来看，经济压力仍然存在。我们认为，后续的政策思路更为重要，宏观政策是持续偏向以往的促投资，还是转向未来的促民生、促消费。

近期公布的化债组合拳在畅通地方政府资金链方面有着重要作用。在财政部会议上，财政部的蓝部长表示，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。下一个关键时点可能是 12 月的中央政治局会议。同时，《金融时报》的文章提出，决策层的政策思路已经有所调整，预计明年在促消费、修复内需等方面仍会有一定政策支持。

在未来外部环境可能更为复杂的情况下，随着美国可能实施的加征关税措施，未来出口增速可能会放缓。在这种情况下，国内政策可能会进一步加大需求端的政策力度，以稳定经济。

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. 宏观调控思路适应性转变，关注未来需求端政策 .....	1
--------------------------------	---

目录

图表

图 1.1：在结构上，政府债券依然是主要的支撑项（亿元） ..... 1

图 1.2：新增人民币贷款结构性亮点明显（亿元） ..... 2

图 1.3：商品房成交面积边际好转 ..... 2

图 1.4：企业利润增速持续低迷（%） ..... 3

图 1.5：M1 增速降幅首度收窄（%） ..... 3

图 1.6：历年地方政府债务限额情况（亿元） ..... 4

图 1.7：上一轮美国对中国加征关税的情况（%） ..... 6

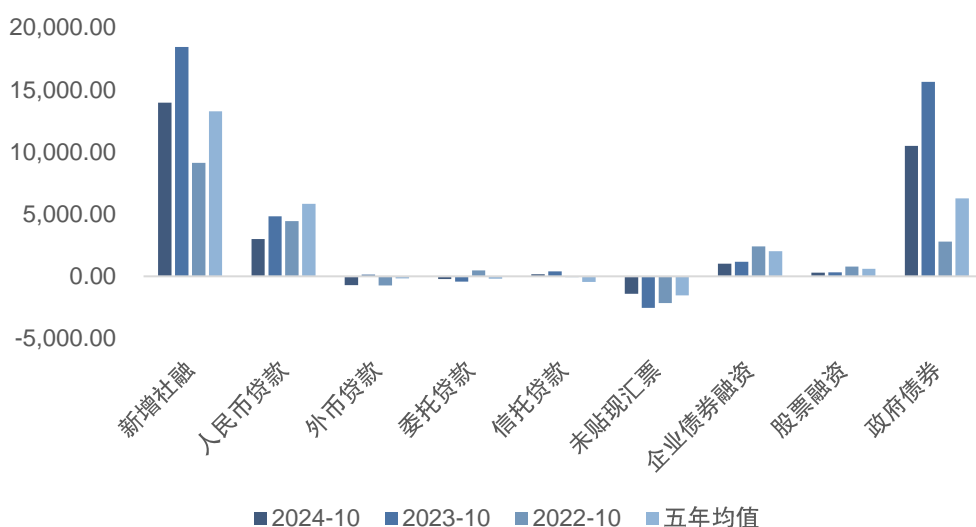
图 1.8：出口增速是当前经济增长的重要贡献因素（%） ..... 6

# 1. 宏观调控思路适应性转变，关注未来需求端政策

## 1.1 社融数据出现结构性改善

国内10月份的社融数据公布，当月新增社融达到13958亿元，较去年同期下降了4483亿元。10月份新增社融规模不及去年的主要原因是去年特殊再融资债券集中发行，导致政府债券分项的基数相对较高。尽管本月社融规模不及去年同期，但与过去5年的均值相比，表现并不弱。总体来看，本月新增社融在规模上并不逊色，但在结构上，政府债券依然是主要的支撑项。

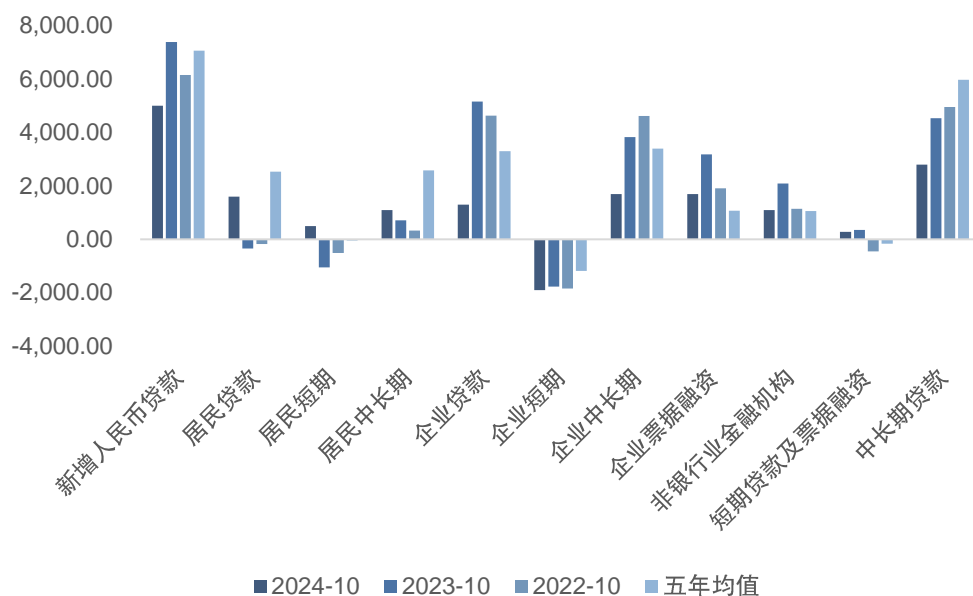
图 1.1：在结构上，政府债券依然是主要的支撑项（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

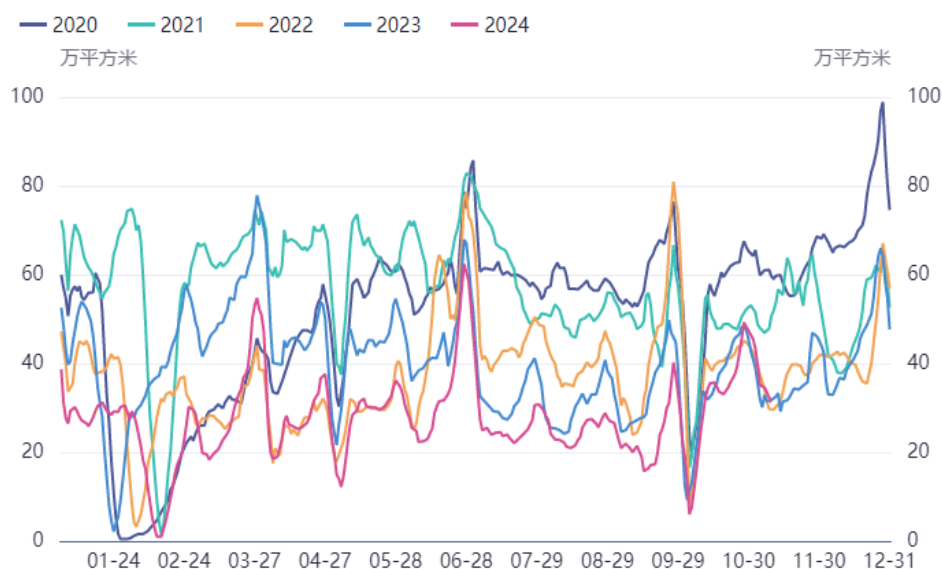
新增人民币贷款的结构亮点明显。尽管新增人民币贷款规模不及去年，也不及过去五年的均值水平，表明居民和企业的扩表意愿相对较弱。然而，不容忽视的是，居民贷款较前两年规模大幅增加，无论是短期还是中长期贷款均有所改善。居民短期贷款的改善主要得益于近期两项新政策的推动，而中长期贷款的好转则主要是由于房地产市场销售的边际改善。从30个大中城市商品房成交面积的数据来看，今年以来，尤其是下半年，商品房成交面积一直处于历史低位，但近期已追平去年和前年的水平。与居民贷款的边际改善不同，企业贷款意愿明显弱于季节性趋势，企业短期贷款低于5年均值，而企业中长期贷款可能受到利润增速转负和未来信心等因素的影响，贷款意愿偏弱。总体来看，本次社融数据显示，当前政策效果正在逐步显现，短期内政策对经济有一定支撑作用，但长期经济压力仍然存在。

图 1.2：新增人民币贷款结构性亮点明显（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.3：商品房成交面积边际好转



资料来源：Wind 南华研究

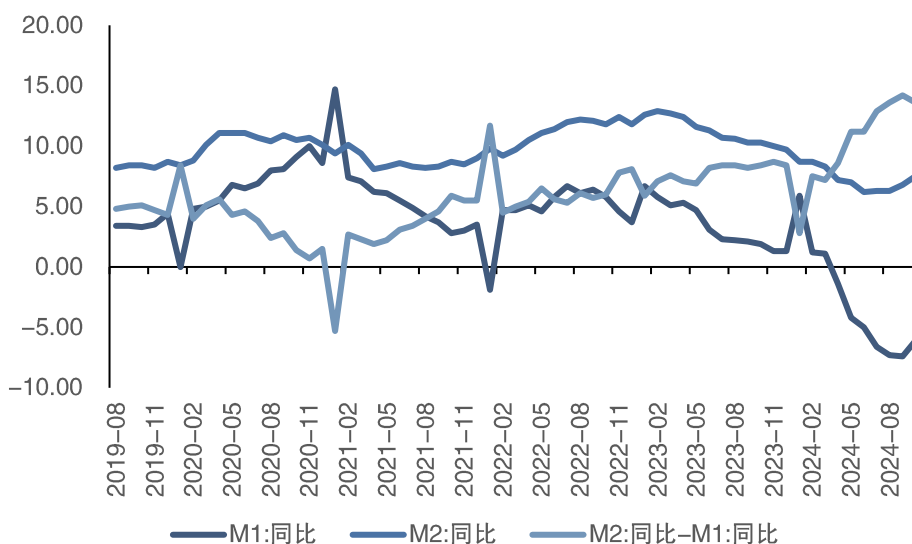
图 1.4：企业利润增速持续低迷（%）



资料来源：Wind 南华研究

M2的增速持续回升，而M1的增速降幅首次收窄，M1与M2之间的剪刀差出现了边际改善。M1的改善在一定程度上表明当前经济已进入政策效果显现的时期，一系列促进消费的政策效果正在逐步显现，这一点从10月份的消费数据中可以明显感知。我们认为，后续的政策思路尤为关键，宏观政策是继续倾向于以往的促投资，还是转向未来的促民生、促消费。

图 1.5：M1 增速降幅首度收窄（%）



资料来源：Wind 南华研究

## 1.2 化债组合拳畅通地方资金链条

11月8日，人大常委会办公厅举办新闻发布会，主要公布了关于化解债务风险的一系列措施。本次会议提出的化债组合拳主要包括以下三项措施：

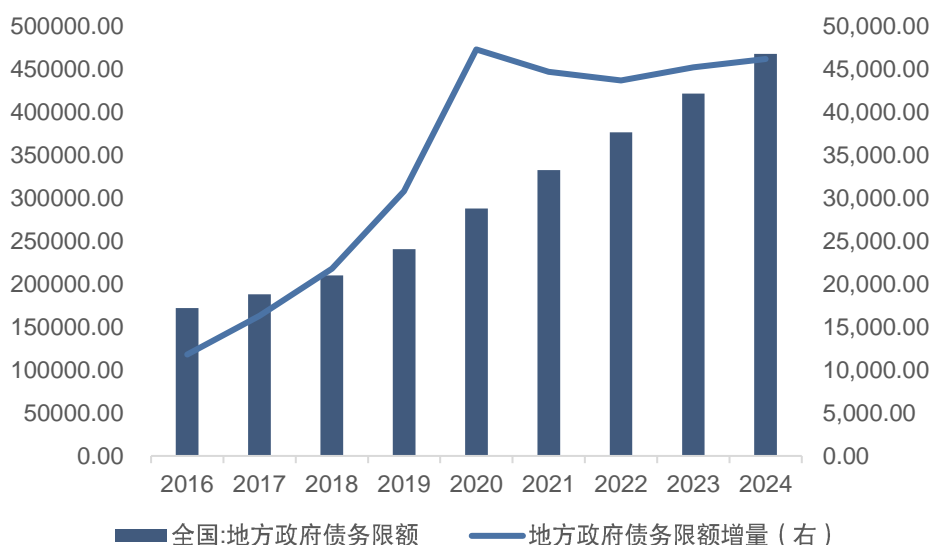
1) 6万亿：在压实地方主体责任的基础上，建议增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。2024—2026年每年2万亿元。

2) 4万亿：从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。

3) 2万亿：2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。

根据财政部公布的数据，2023年末全国隐性债务余额为14.3万亿元。而上述三项措施能够化解12万亿元规模的隐性债务余额。预计到2028年之前，地方政府需要消化的隐性债务总额将大幅降至2.3万亿元。本次化债措施对于畅通地方政府资金链具有重要作用。其中，今年计划化解的2万亿元将在年底逐步推进，这可能需要货币政策的配合。年底可能会再次实施降准，以保持流动性平稳。

图 1.6：历年地方政府债务限额情况（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

不难看出，化债政策本质上是一种兜底措施，而非增量政策。其主要目的是减轻利息负担。置换后的资金大部分可能会重新流入银行体系，对于推动新的投资可能贡献有限。即便部分资金流入企业的应收账款，企业是否愿意重新投资仍将取决于未来的宏观经济形势。

### 1.3 宏观调控思路已在适应性转变

在最近的财政部会议上，蓝部长指出，中央财政仍拥有较大的举债空间和赤字提升潜力。目前，正在积极筹划下一步的财政政策，以加大逆周期调节的力度。下一个关键时点可能是12月的中央政治局会议，届时会议将对2025年的经济政策和赤字率进行定调。

近期，《金融时报》发表文章指出：“近期宏观调控思路已在适应性转变”，“近期一揽子增量政策并非简单的刺激，而是政策逻辑的重大调整”，“加强需求侧管理正在逐步成为共识，宏观经济政策的作用方向将从过去的更多偏向投资，转向消费与投资并重，并更加重视消费”，“未来在出台一揽子支持政策的同时，也需要加力推进改革，实质性地扩大内需”。文章提出，决策层的政策思路已经有所调整，预计明年在促进消费、修复内需等方面仍会有一定政策支持。

### 1.4 未来外部环境更为复杂

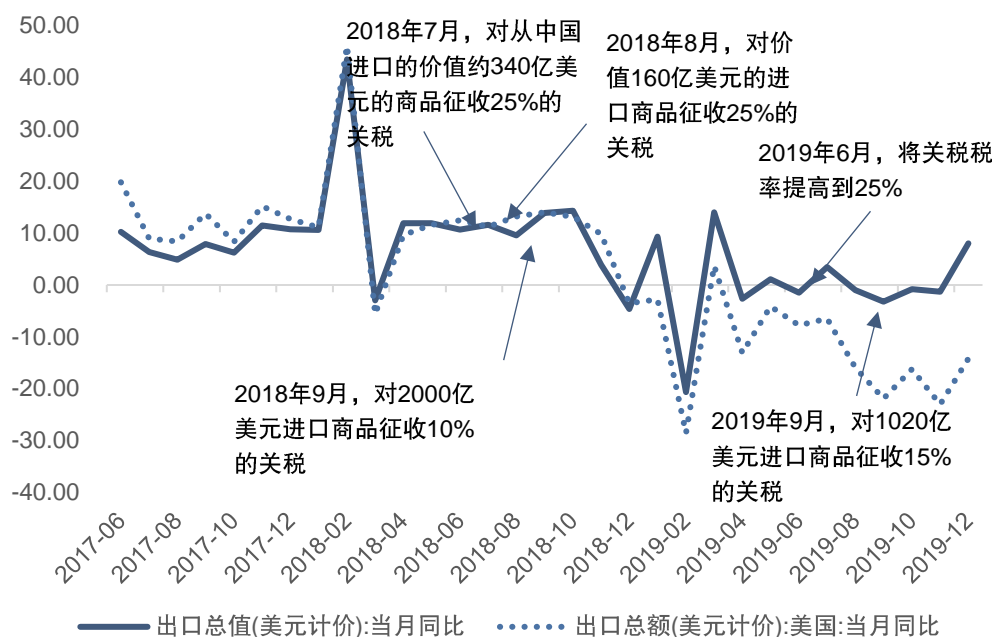
未来的外部环境可能更为复杂，随着共和党候选人特朗普在本次总统大选中获胜，未来中美贸易之间可能会引发新一轮的摩擦，特朗普将关税作为竞选的核心承诺，提议对大多数外国商品征收10%至20%的新关税，并对所有中国商品征收60%的关税，同时对那些不再使用美元的国家征收额外关税。本次关税主张的范围比特朗普上一任时更广，加征关税的幅度更大，整体政策更为激进。

从上一轮美国对中国加征关税的经验来看，每次加征关税之前都有一定程度的抢出口现象发生。特别是在2018年3月公布加征关税清单，并于7、8、9月开始加征关税的前期，明显看到出口到美国的出口总额增速相较于全国出口总额增速表现偏强。因此，未来特朗普加征关税在短期内，可能也会引发一轮抢出口行为。

而加征关税可能在一定程度上导致未来出口增速放缓。从今年以来的GDP增速中，可以明显看到出口增速是当前经济增长的重要贡献因素。若未来出口增速下滑，国内政策可能会进一步加码，以稳定经济。同时，为了应对美国的贸易打压，中国未来可能需要更多地通过扩大内需和出口转移等措施来应对，修复国内消费需求仍是未来的主要课题。

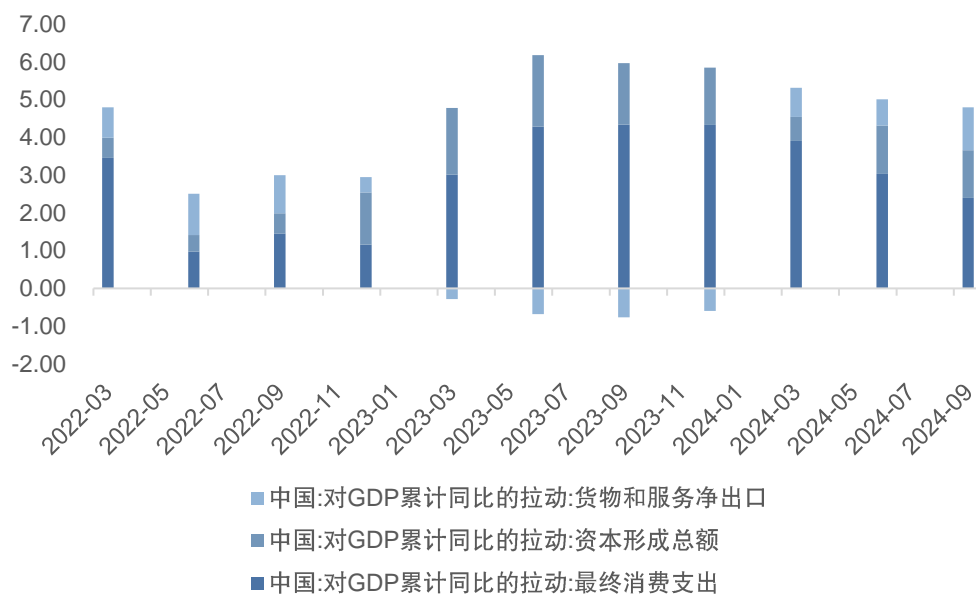


图 1.7：上一轮美国对中国加征关税的情况（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.8：出口增速是当前经济增长的重要贡献因素（%）



资料来源：Wind 南华研究

## 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：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货营业网点

