



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:苑西恒  
SAC 登记编号:S1340124020005  
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《中央政治局会议精神学习》 -  
2024.09.27

宏观研究

## 财政加力扩内需 夯实高歌前进

### ● 核心观点

社会有效需求不足，总量货币政策对经济拉动作用相对有限，且若盲目的降息降准，或造成金融体系流动性淤积，出现资金空转等问题。在此背景下，我们认为，财政政策在扩大内需方面具有更为直接的作用，积极财政政策加大力度，如实施促投资、促消费政策刺激，与支持性货币政策相配合，可有效拉动经济恢复到良性增长路径，对于推动经济高质量发展具有重要意义。

一是从量的角度来看，我们认为增量财政政策力度或在3万亿元以上，一方面弥补今年财政收入资金缺口，保证必要的财政支出，同时施加额外的增量政策刺激，拉动经济恢复到新的良性增长路径，对经济拉动作用在0.58个百分点以上。

二是从方式来看，我们认为中央政府加杠杆概率更高。无论是专项债用作资本金，还是中央拨付资金方式，可能均需地方政府加杠杆配合，这与当前防范化解地方政府债务风险的要求不一致。

三是从资金投放方式来看，资金无论用于化债，还是转移支付的话，都有助于政府投资重回增长；若资金用于以旧换新、居民现金补贴等，直接支持消费，则对经济拉动作用更为明显。

### ● 风险提示：

中美贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

## 目录

1 政策呵护实体经济必要性提升 .....	4
2 有效需求不足，总量货币政策的刺激作用相对有限.....	6
3 财政政策加码必要性明显上升，关注政策规模、方式和投向.....	8
风险提示 .....	11

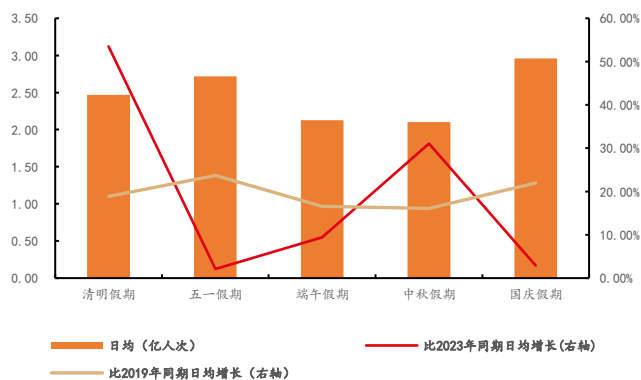
## 图表目录

图表 1: 国庆假期 (前四日) 跨区域人员流动情况 .....	4
图表 2: 中秋假期 (前四日) 出行方式 .....	4
图表 3: 国庆档票房 .....	5
图表 4: 30 大中城市商品房成交面积: 一线城市 .....	5
图表 5: 30 大中城市商品房成交面积: 二线城市 .....	5
图表 6: 30 大中城市商品房成交面积: 三线城市 .....	5
图表 7: 生产与需求较长时间背离 .....	6
图表 8: 生产放缓 .....	6
图表 9: 城镇调查失业率 .....	6
图表 10: 不变价 GDP 增速 .....	6
图表 11: 年内降准降息与信贷需求 .....	7
图表 12: DR007 与 10 年期国债到期收益率 .....	7
图表 13: 存量房贷利率调整与社零同比增速 .....	8
图表 14: DR007 与 10 年期国债到期收益率 .....	错误!未定义书签。
图表 15: 2010-2014 年固定资产投资增速 (%) .....	9
图表 16: 2010-2014 年财政收支情况 (亿元) .....	9
图表 17: 2010-2014 年通胀水平 (%) .....	9
图表 18: 2010-2014 年经济增速 .....	9
图表 19: 年内财政收入缺口 .....	10
图表 20: 财政政策对经济拉动作用测算 .....	11

## 1 政策呵护实体经济必要性提升

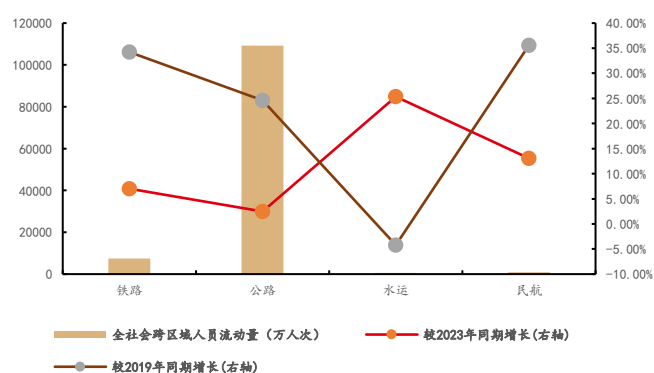
国庆假期居民出行需求保持高景气度，观影热度有所下降，受政策支持，零售和房地产市场热度有所回暖。(1) 在出行方面，国庆假期前四日(10.1-10.4)全社会跨区域人员流动量为 11.82 亿人次，日均出行人次 2.96 亿人次，为年内假期的高点，较 2023 年同期增长 2.92%，仅高于五一假期增速 2.10%。(2) 在观影方面，根据灯塔专业版统计，截至 10 月 6 日 12 时，国庆档票房 17.8 亿元，较 2023 年同期 27.36 亿元增长-34.94%，较 2019 年同期 44.66 亿元下降 60.14%。(3) 在零售方面，受以旧换新政策支持下，零售数据明显走高，如河南省重点监测的零售企业家用电器、汽车销售额同比分别增长 31%、14.2%、南京重点监测的 131 家商贸企业合计实现销售额 8.6 亿元，同比增长 11.9%、青岛市重点监测的 10 家商贸企业共实现销售额 6.96 亿元，同比增长 9.4%等。(4) 在房地产市场方面，一线城市、二线城市和三线城市日均成交面积 2.03 万平方米、3.16 万平方米、1.42 万平方米，较 2023 年同期分别增长 28%、7%和-47%。

图表1：国庆假期（前四日）跨区域人员流动情况



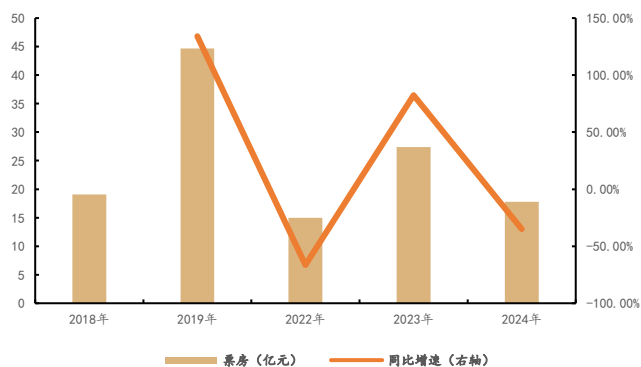
资料来源：交通运输部，中邮证券研究所

图表2：中秋假期（前四日）出行方式



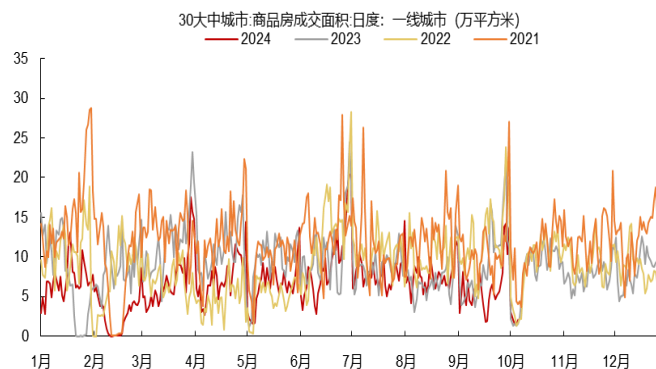
资料来源：交通运输部，中邮证券研究所

图表3：国庆档票房



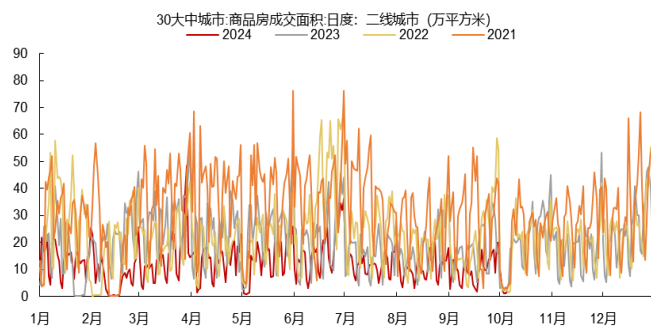
资料来源：灯塔专业版, 中邮证券研究所

图表4：30大中城市商品房成交面积：一线城市



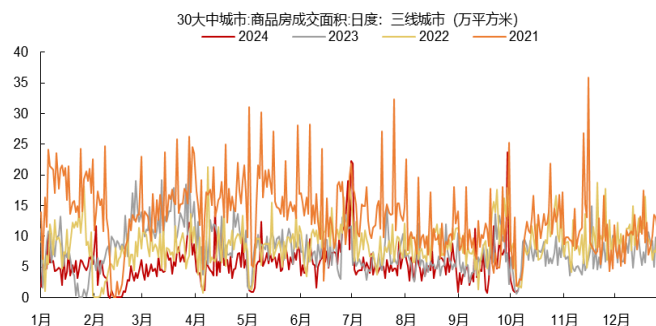
资料来源：wind, 中邮证券研究所

图表5：30大中城市商品房成交面积：二线城市



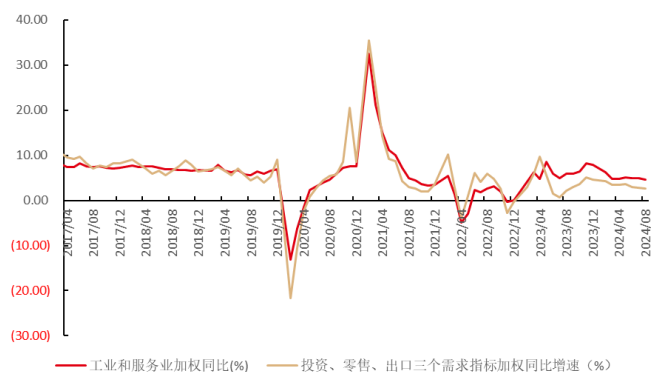
资料来源：wind, 中邮证券研究所

图表6：30大中城市商品房成交面积：三线城市

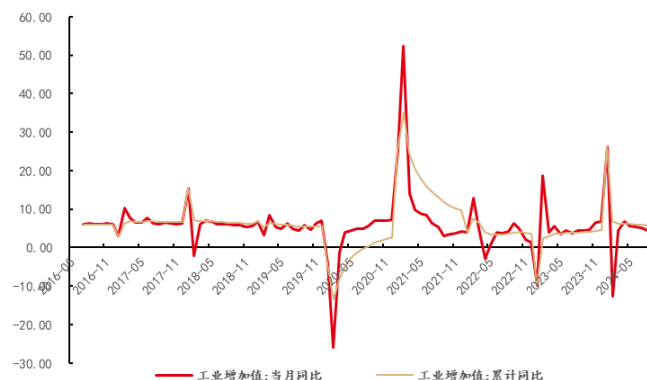


资料来源：wind, 中邮证券研究所

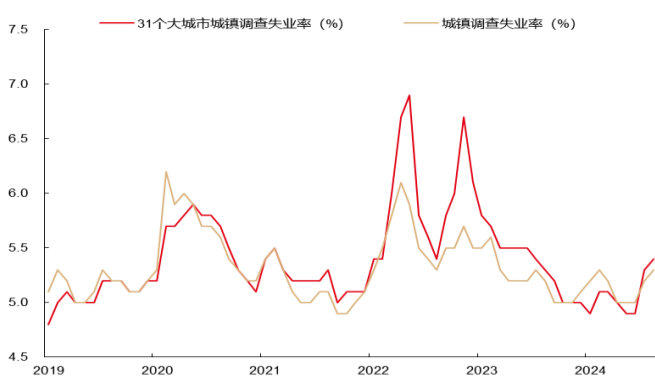
虽然国庆假期出行保持高景气度、零售和房地产市场有所回暖，但当前我国经济整体仍呈现为生产强、需求弱，且随着生产与需求较长时间背离，经济可能表现出螺旋式下降态势，即有效需求不足，导致生产收缩，进而影响就业和收入，加剧社会需求收缩，经济螺旋式下行。此时，市场短暂进入失灵状态，若无外部政策直接扩大需求，经济将持续下行，步入衰退。因此，我们认为，需求端需加大政策呵护力度，通过扩大投资或消费，扩大有效需求，进而稳就业、稳预期，切实提升居民收入，推动生产修复，实现需求与生产正向良性循环。

**图表7：生产与需求较长时间背离**


资料来源：wind, 中邮证券研究所

**图表8：生产放缓**


资料来源：wind, 中邮证券研究所

**图表9：城镇调查失业率**


资料来源：wind, 中邮证券研究所

**图表10：不变价 GDP 增速**

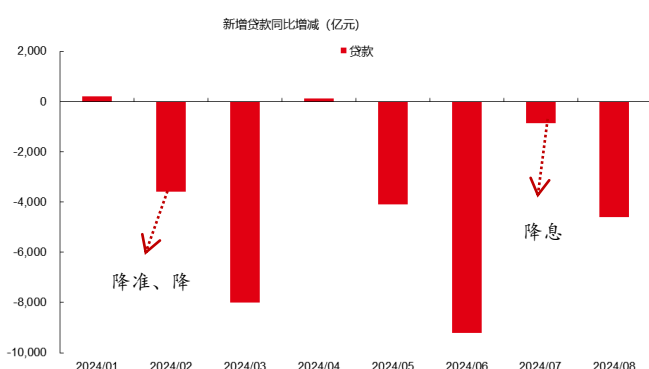

资料来源：wind, 中邮证券研究所

## 2 有效需求不足，总量货币政策的刺激作用相对有限

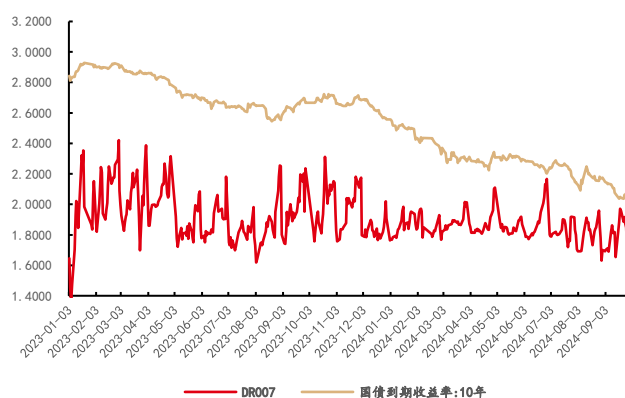
在当前的市场环境中，宽松货币政策对经济的拉动作用或相对有限。央行实施宽松货币政策，如降准、降息，释放流动性资金，增加货币供应量，可降低社会利率和资金成本。但因全社会收益率持续下行，生产收缩，居民和企业风险偏好下降，企业不会大幅扩大投资，居民亦不会轻易加杠杆消费，社会信贷需求短期并不一定会扩张，而是耐心等待经济重新扩张。此外，以银行为主的间接融资体系因具有保守的风险偏好，此阶段信贷投放相对谨慎，亦会降低发放贷款的意愿。因此，总量货币政策对经济拉动作用相对有限，并且若盲目的降息降准，或造成金融体系流动性淤积，出现资金空转等问题。

从年内降准降息与信贷需求来看，亦印证了上述逻辑，降准、降息并未推升信贷需求扩张。（1）2024年2月，央行下调存款准备金率0.5个百分点，向市

场提供长期流动性约 1 万亿元，同时实施非对称性降息，2 月下调 5 年期以上 LPR25bp。降准、降息之后，金融机构新增人民币贷款并未扩张，甚至同比收缩。2 月、3 月、5 月和 6 月新增贷款同比变动分别为-3600 亿元、-8000 亿元、-4100 亿元和-9200 亿元，仅 4 月同比多增 112 亿元。（2）2024 年 7 月，央行再次降息，1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 均分别下调 10bp。此次降息亦未能带动信贷需求扩张，7 月和 8 月金融机构新增人民币贷款同比变动分别为-859 亿元和-4600 亿元，均呈现收缩态势。

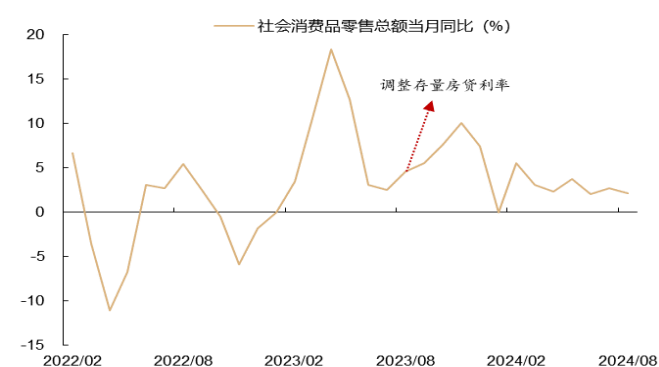
**图表11：年内降准降息与信贷需求**


资料来源：wind, 中邮证券研究所

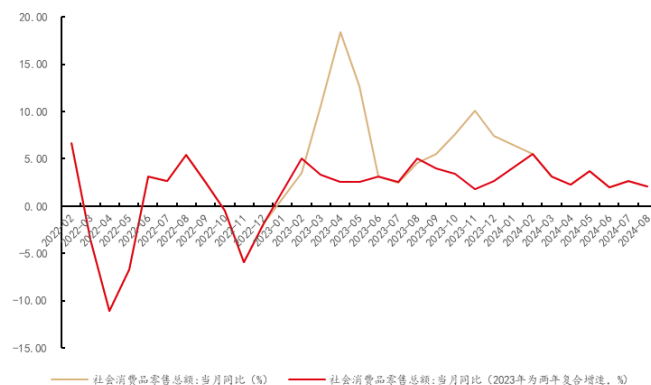
**图表12：DR007 与 10 年期国债到期收益率**


资料来源：wind, 中邮证券研究所

**存量房贷利率调整，切实降低居民债务负担，但居民就业和收入预期不稳，对消费刺激作用亦较为有限。**2023 年 8 月，央行宣布批量调整存量房贷利率，并于 9 月开始执行，存量利率调整后，每年减少借款人利息支出约 1700 亿元。与此同时，同年 10 月、11 月和 12 月社会消费品零售总额当月同比有所走高，分别为 7.6%、10.1%和 7.4%，明显高于 8 月同比增速 4.6%，但更大一部分原因是基数走低，从两年复合增速来看，10 月、11 月和 12 月社会消费品零售总额两年复合增速分别为 3.47%、1.79%和 2.70%，并未显著走高，均低于 8 月两年复合增速 5%。

**图表13：存量房贷利率调整与社零同比增速**


资料来源：wind, 中邮证券研究所

**图表14：社零同比增速（2023年两年复合增速）**


资料来源：wind, 中邮证券研究所

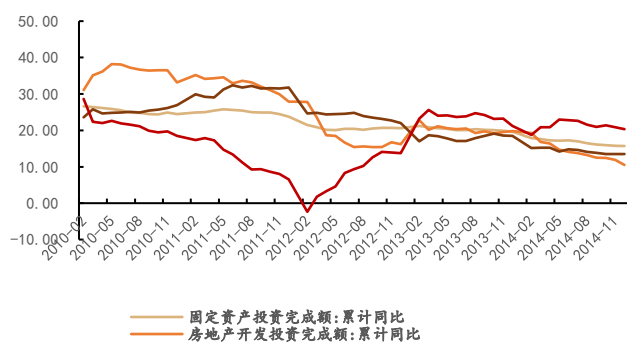
从理论分析和年内货币政策实践来看，我们理解，从增强实体经济活力的角度，近期央行推出降准、降息、调整存量房贷利率等货币政策，或对经济增长的拉动作用较为有限，而财政政策扩大支出将更有效。

### 3 财政政策加码必要性明显上升，关注政策规模、方式和投向

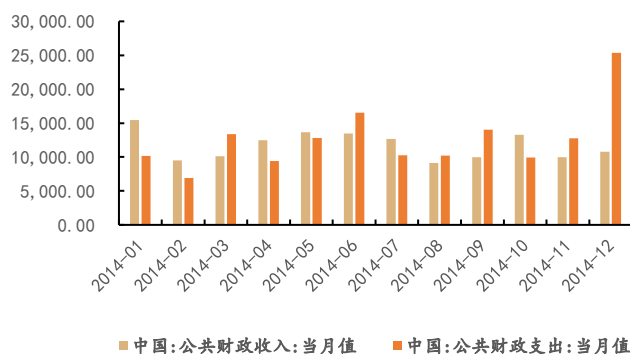
我们认为，财政政策在扩大内需方面具有更为直接的作用，积极财政政策加大力度，如实施促投资、促消费政策刺激，与支持性货币政策相配合，可有效拉动经济恢复到良性增长路径，对于推动经济高质量发展具有重要意义。

从历史经验来看，财政政策与货币政策协同配合，是扩内需稳增长的有效做法，如 2014 年与当前经济形势相似，均为有效需求不足，短期经济下行压力和风险有所增大，此时货币政策和财政政策协同发力，托底经济增速。（1）货币政策转向宽松，实施了两次定向降准和一次降息，并创设新的货币政策工具，如配合棚改的抵押补充贷款（PSL）、开展常备借贷便利操作试点、实施沪港股票市场交易互联互通机制试点、创设支小再贷款、开展信贷资产质押试点、创设中期借贷便利（MLF）。（2）财政政策亦明显提质增效，如启动营业税改征增值税试点、适当提高中央企业国有资本收益收取比例、允许上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方政府债券自发自还、清理财政专户等，盘活各领域财政“沉睡资金”，并推动实施 PPI 试点。（详见报告《“一行两会”释放积极信号，关注财政政策的明确信号》）

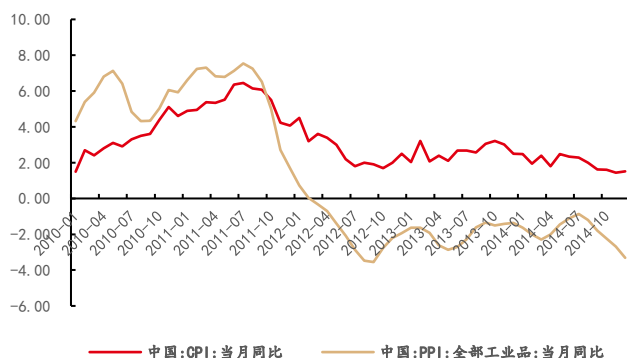


**图表15：2010-2014年固定资产投资增速（%）**


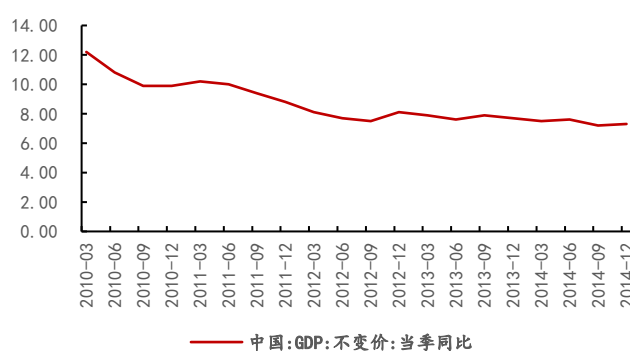
资料来源：wind，中邮证券研究所

**图表16：2010-2014年财政收支情况（亿元）**


资料来源：wind，中邮证券研究所

**图表17：2010-2014年通胀水平（%）**


资料来源：wind，中邮证券研究所

**图表18：2010-2014年经济增速**


资料来源：wind，中邮证券研究所

反思当下，与2014年相似，我国经济面临的突出问题均是有效需求不足，但目前我国经济步入结构调整深水区，以房地产投资、基建投资为核心的传统经济增长动能较2014年明显放缓，以新质生产力为代表的新经济增长动能尚处于培育阶段，新旧动能转换阵痛尤甚2014年。虽然不再追求经济高速增长，但实现全年经济增长预期目标仍有必要。在此背景下，财政政策加力提质必要性明显增强。

(1) 从量的角度来看，我们认为增量财政政策力度或在3万亿元以上，一方面弥补今年财政收入资金缺口，保证必要的财政支出，同时施加额外的增量政策刺激，拉动经济恢复到新的良性增长路径。

今年我国财政收支两端均持续走弱，财政收入和支出均不及预算水平，为保证必要的财政支出，需要约2万亿弥补资金缺口。从图表19年内财政收入缺口可知，(1) 1-8月，公共财政收入累计同比-2.6%，其中，税收收入累计同比增长-5.3%，非税收入累计同比增长11.7%。假设四季度物价温和回升，按照完成全

年经济增长预期目标，四季度不变价 GDP 增速持平上半年，则四季度名义 GDP 会小幅上升，税收收入累计同比增速或小幅回升至-4%，非税收入维持当前水平 11.7%，以此计算，2024 年一般财政收入为 21.37 万亿，较年初预算 22.4 万亿存在 1.03 万亿资金缺口。(2) 1-8 月，政府性基金累计收入 2.68 万亿，累计同比-21.10%，其中，土地出让收入 2.02 万亿，累计同比增长-25.4%，其他收入 0.66 万亿，累计同比增长 37.02%。鉴于当前房企拿地意愿并未显著回暖，假设年内土地出让收入同比增速维持-25%，其他收入增速维持当前增速 37%，则全年政府性基金收入 6.09 万亿，较年初预算 7.08 万亿存在 0.99 万亿资金缺口。因此，2024 年一般财政收入和政府性基金收入资金缺口合计为 2 万亿元左右。

图表19：年内财政收入缺口

		1-8月累计值	1-8月累计同比	假设	全年预测	年初预算	资金缺口
一般财政	税收收入	121,059.00	-5.30%	假设四季度物价温和回升，按照完成全年经济增长预期目标，四季度不变价 GDP 增速持平上半年，则名义 GDP 增速会小幅上升，税收收入小幅回升至-4%。	173,883.84	223,950.00	(10,239.5)
	非税收入	26,717.00	11.70%	假设非税收入维持当前水平。	39,826.64		
	合计	147,776.00	-2.60%		213,710.48		
政府性基金	土地出让收入	20,218.00	-25.40%	房企拿地热度尚未显著回暖，假设年内土地出让收入保持-25%增速。	43,497.00	70,802.05	(9,893.72)
	其他收入	6,603.00	37.02%	假设其他收入维持当前增速37%。	17,411.33		
	合计	26,821.00	-21.10%		60,908.33		
财政收入缺口合计				(20,133.25)			

资料来源：wind，中邮证券研究所

考虑当前实体经济存在短期困难，若增量财政政策资金仅为 2 万亿左右，则仅能弥补全年财政收入缺口，实现 4% 的预算财政支持水平，兜底基本财政支出，或并未能扭转生产需求低位重新出清的局面。我们认为，在弥补全年财政收入缺口的基础上，仍需额外的适度增量财政资金支持，才能有效扩大有效需求，实现经济良性循环。

参照近期财政乘数研究，陈诗一（2019）研究发现我国衰退期的财政乘数大于繁荣期，平均为 0.64；李小明（2022）研究发现考虑金融摩擦情况下的财政乘数最大值为 0.8；盛夏（2024）研究发现省级财政乘数约为 0.91。采用以上研究均值水平，我们可认为当前财政乘数为 0.78。因此，若在弥补当前财政收入资金缺口之外，增量财政资金额度为 1 万亿元，且全部用于投资，则会提高财政赤字率 0.74 个百分点，短期财政乘数按照 0.78 计算，那么拉动经济增长 0.58 个百分点；若在弥补当前财政收入资金缺口之外，增量财政资金额度为 1-2 万亿元，

甚至更高，如通过提高赤字与发行特别国债共同发力，则会拉动经济增长 0.58-1.15 个百分点。

综上，若增量财政政策力度在 3 万亿以上，如 4-5 万亿，不仅可有效维持预算内财政支持，亦可有效拉动经济增长，对经济拉动作用或在 0.58 个百分点以上。

**图表20：财政政策对经济拉动作用测算**

假设			
额外增量财政资金额度	提升赤字率水平	财政乘数	对经济拉动作用
1万亿	0.74%	0.78	0.58%
2万亿	1.48%		1.15%
2.5万亿	1.85%		1.44%

资料来源：中邮证券研究所

**(2) 从方式来看，我们认为中央政府加杠杆概率更高。**无论是专项债用作资本金，还是中央拨付资金方式，可能均需地方政府加杠杆配合，这与当前防范化解地方政府债务风险的要求不一致。截至 2024 年 6 月末，中央政府杠杆率为 24.6%，处于合意水平。

**(3) 从资金投放方式来看，**资金无论用于化债，还是转移支付的话，都有助于政府投资重回增长；若资金用于以旧换新、居民现金补贴等，直接促进消费，则对经济拉动作用更为明显。

## 风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048