

会议时点和力度超预期，债市利空扰动增多

——9月中央政治局会议简评

2024年9月26日

核心观点

- 中共中央政治局9月26日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作，是2015年以来首次在9月召开讨论经济主题的政治局会议，我们理解旨在9月24日金管局、证监会、央行联合举行的国新办发布会颁布的一揽子宽松政策的基础上，形成政策层面的续接，表面中央对各方政策形成合力支持经济的决心，有利于提振市场信心，四季度财政货币联动、地产、就业等多方面政策或可期待。
- **前期回顾和当下形势判断：会议肯定了今年以来的经济工作**，表示“经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，民生保障扎实有力，防范化解重点领域风险取得积极进展，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定”；**同时也明确了目前我国也面临挑战**，“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，**对于后续政策主要是落实存量推出增量**，“要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务”，当前中央对于提振经济回升的决心坚定，在二季度GDP增速4.7%略不及预期的基础上，四季度政策可能会多方面共同发力形成更强合力，全年经济增速5%的目标达成仍然可以期待。
- **各个方向政策如何定调？关注3点。**
 - 1.积极财政到财政逆周期调节，落实存量债券发行、配合货币增量落地。**本次针对财政将往次“积极财政”表述改为“加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出”，并要求“发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用”，说明财政政策要先从存量出发，要更好落实剩余政府债余额使用，发挥更积极政府投资拉动作用；而货币方面，会议主要续接924国新办发布会上央行官宣的降准降息，延续表示要“降低存款准备金率，实施有力度的降息”，后续货币政策工具可能更多使用来积极支持实体经济回暖。四季度特别国债和专项债发行进入尾声，若想形成各部门政策合力，配合积极货币政策基础上，增量财政落地加大逆周期调节或可期待，尤其是国债净融资规模来看，截至9月底年初3.34万亿元的预算基本使用完毕，那么四季度财政如再次增发国债或特别国债、增加全年专项债额度概率提升。
 - 2.促进房地产止跌回稳，推动构建房地产新模式。**房地产要“止跌回稳”的表述是本次会议首提。说明中央对房地产数据层面关注度在提升，尤其是需求端销售数据在517楼市政策后未观察到明显改善，止跌回稳迫在眉睫；此外，对于供给端，中央也表态较为明确，“要严控增量、优化存量、提高质量，加大‘白名单’项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地”，意味着当前中央支持房地产市场平稳去库，预计存量方面后续有积极政策推出，提升资源利用效率的同时确保开发项目的可持续性；同时，会议还提出“要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率”，呼应前天国新办发布会上公布调降存量房贷利率，或可关注后续全国范围内限购放松和取消的支持政策出台。
 - 3.聚焦民生，保多人群就业。历史经验显示失业率靠近政策临界值5.5%时，政策目标第一性多倾向于稳就业保民生**，6月以来城镇调查失业率逐渐攀升，至8月为5.3%，**稳就业政策取向必要性逐渐上升**。本次会议提及民生篇幅较多，将以往对高校毕业生的关注扩张到保多类重点人群就业，表示要“重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。要加强低收入人口救助帮扶”，意味着中央将稳“全民”就业放到更加重要的位置。9月25日，中央层面首次出台促就业指导性文件，本次会议隔天召开与之呼应，预计后续政策将陆续出台以推动解决结构性就业矛盾，引导经济发展与就业联动。
- **债市影响几何？会议对实体经济支持、预期扭转均较有力度，整体对债市影响偏利空**，但结合9/24降准降息近期落地，债市超调，短期建议逢调整适当增配。中期来看，尽管广谱利率中枢继续下移的大趋势未破，但潜在的财政政策空间及宽信用逐步演绎，利空逐步累积。品类上短端存单类、转债类资产可能占优。本周纯债主要演绎利多落地偏利空，止盈盘居多，短期建议逢高增配。但考虑到本轮政策组合拳力度较大，政策效用及经济改善有观测期，债市中期建议谨慎操作。后续在年内降准再有落地的情况下下轮降息或在明年Q1，且近年来股债跷跷板显著，往后看增量财政支持及权益反弹可能使得债市逆风，建议关注受降准释放资金宽松影响更大的短端存单类资产以及受权益市场提振顺风的转债类资产。

分析师

刘雅坤

☎: 17887940037

✉: liuyakun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523100001

周欣洋

☎: 010-80927726

✉: zhouxinyang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524080001

风险提示

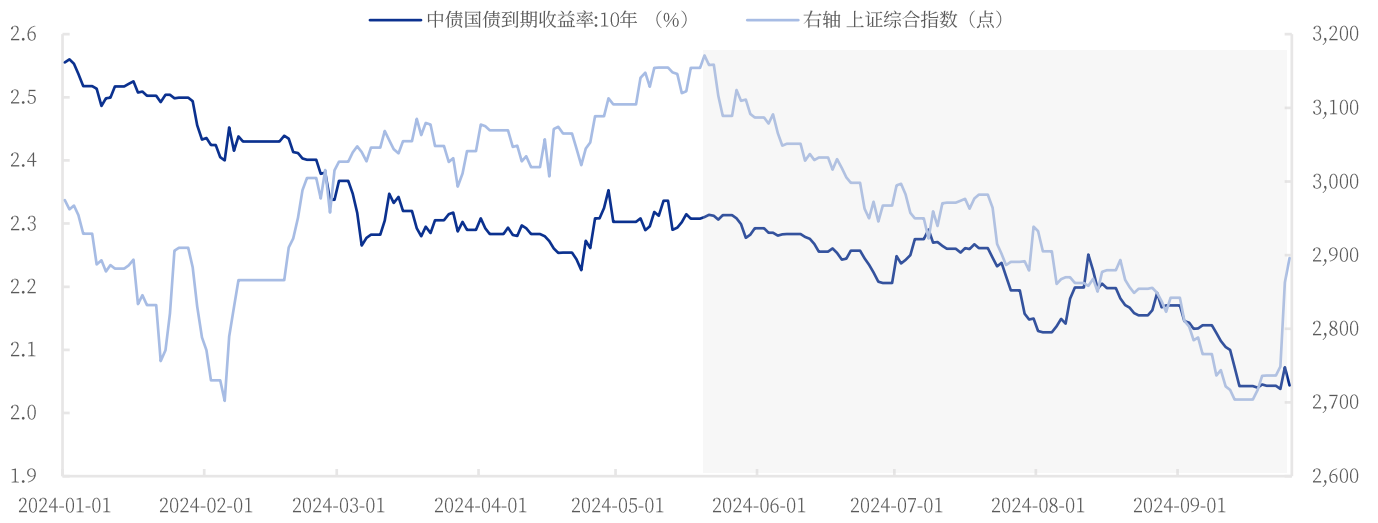
1. 经济基本面超预期回升的风险
2. 政策发布节奏超预期的风险
3. 财政发力超预期的风险

表1: 中央政治局会议表述对比

	2024.9.26中共中央政治局会议	2024.7.30中共中央政治局会议	2024.4.30中共中央政治局会议
前期回顾	今年以来,在以习近平同志为核心的党中央团结带领全国各族人民攻坚克难、沉着应对,加大宏观调控力度,着力深化改革、扩大内需,优化经济结构,经济运行总体平稳、稳中向好,新质生产力稳步发展,民生保障扎实有力,防范化解重点领域风险取得积极进展,高质量发展扎实推进,社会大局保持稳定。	今年以来,在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下,各地区各部门迎难而上、积极作为,深化改革开放,加强宏观调控,有效应对风险挑战,经济运行总体平稳、稳中向好,连续回升向好态势,新动能新优势加快培育,高质量发展扎实推进,社会大局保持稳定。	今年以来,在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下,各地区各部门立足抓好经济、巩固和增强经济回升向好态势,经济运行中积极因素增多,动能持续增强,社会预期改善,高质量发展扎实推进,呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征,经济实现良好开局。
形势判断	我国经济的基本面及市场广阔,经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变。同时,当前经济运行出现一些新的情况和问题。	当前外部环境变化带来的不利影响增多,国内有效需求不足,经济运行出现分化,重点领域风险隐患仍然较多,新旧动能转换存在阵痛。这些是发展中、转型中的问题,我们既要增强风险意识和底线思维,积极主动应对,又要保持战略定力,坚定发展信心,唱响中国经济光明论。	经济持续回升向好仍面临诸多挑战,主要是有效需求仍然不足,企业经营压力较大,重点领域风险隐患较多,国内大循环不够顺畅,外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。同时必须看到,我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大,开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势,要增强做好经济工作的信心。
总体要求	要全面客观冷静看待当前经济形势,正视困难,坚定信心,切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。	下半年改革发展稳定任务很重,要全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神,坚持稳中求进工作总基调,完整、准确、全面贯彻新发展理念,加快构建新发展格局,因地制宜发展新质生产力,着力推动高质量发展,围绕推进中国式现代化进一步深化改革开放,加大宏观调控力度,深化创新驱动发展,深入挖掘内需潜力,不断增强新动能新优势,增强经营主体活力,稳定市场预期,增强社会信心,增强经济持续回升向好态势,切实保障和改善民生,保持社会稳定,坚定不移完成全年经济社会发展目标任务。	要认真落实中央经济工作会议和全国两会精神,坚持稳中求进工作总基调,完整、准确、全面贯彻新发展理念,加快构建新发展格局,着力推动高质量发展,坚持乘势而上,避免前紧后松,切实巩固和增强经济回升向好态势。
政策基调/主要目标	要抓住重点、主动作为,有效落实存量政策,加大推出增量政策,进一步提高政策举措的针对性、有效性,努力完成全年经济社会发展目标任务。	宏观政策要保持用力、更加给力。要加强逆周期调节,实施好积极的财政政策和稳健的货币政策,加快全面落实已确定的政策举措,及早储备并适时推出一批增量政策举措……要切实增强宏观政策取向一致性,形成各方面共同推动高质量发展的强大合力。要继续发挥好经济大省挑大梁作用。	要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策……要做好宏观政策取向一致性评估,加强预期管理。
财政政策	要加大财政货币政策逆周期调节力度,保证必要的财政支出,切实用好超长期特别国债和地方政府专项债,更好发挥政府投资带动作用。	实施好积极的财政政策:要加快专项债发行使用进度,用好超长期特别国债,支持国家重大战略和重点领域安全能力建设,更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。要强化财政支出结构,兜牢“三保”底线。	实施好积极的财政政策:要及早发行并用好超长期特别国债,加快专项债发行使用进度,保持必要的财政支出强度,确保基层“三保”按时足额支出。
货币政策	要降低存款准备金率,实施有力度的降息。	实施好稳健的货币政策:要综合运用多种货币政策工具,加大金融对实体经济的支持力度,促进社会综合融资成本稳中有降。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	实施好稳健的货币政策:要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具,加大对实体经济支持力度,降低社会综合融资成本。
扩大需求	要把促消费和惠民生结合起来,促进中低收入群体增收,提升消费结构,培育新型消费业态。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业,抓紧完善生育支持政策体系。	要以提振消费为重点扩大国内需求,经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费,要多渠道增加居民收入,增强中低收入群体的消费能力和意愿,把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手,支持文旅、养老、育幼、家政等消费,要进一步调动民间投资积极性,扩大有效投资。	要积极扩大国内需求,落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。要创造更多消费场景,更好满足人民群众多样化、高品质消费需求。要深入推进以人为本的新型城镇化,持续释放消费和投资潜力。要实施好政府和社会资本合作新机制,充分激发民间投资活力。
产业链		要培育壮大新兴产业和未来产业。要大力推进高水平科技自立自强,加强关键核心技术攻关,推动传统产业转型升级。要有力有效支持发展瞪羚企业、独角兽企业。要强化行业自律,防止“内卷式”恶性竞争,强化市场优胜劣汰机制,畅通落后低效产能退出渠道。	要因地制宜发展新质生产力,要加强国家战略科技力量布局,培育壮大新兴产业,超前布局建设未来产业,运用先进技术赋能传统产业转型升级。要积极发展风险投资,壮大耐心资本。
改革/对外开放/资本市场	要努力提振资本市场,大力引导中长期资金入市,打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组,稳步推进公募基金改革,研究出台保护中小投资者的政策措施。要帮助企业渡过难关,进一步规范涉企执法、监管行为。要出台民营经济发展促进法,为非公有制经济发展营造良好环境。要加大引资融资力度,抓紧推进和落实制造业领域外商准入等改革措施,进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境。	要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险,充分发挥经济体制改革的牵引作用,及时推出一批条件成熟、可感可及的改革举措。要坚持和落实“两个毫不动摇”,促进各种所有制经济优势互补、共同发展,完善产权保护、市场准入、破产退出等市场经济基础制度,防止和纠正一些地方利用行政、刑事手段干预经济纠纷。要弘扬企业家精神,在改革创新和公平竞争中加快建设更多世界一流企业。	要坚定不移深化改革扩大开放,建设全国统一大市场,完善市场经济基础制度。要扩大扩大中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口,支持民营企业拓展海外市场,加大力度吸引和利用外资。
房地产	要促进房地产市场止跌回稳,对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量,加大“白名单”项目贷款投放力度,支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切,调整住房限购政策,降低存量房贷利率,抓紧完善土地、财税、金融等政策,推动构建房地产发展新模式。	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策,坚持消化存量和优化增量相结合,积极支持收购存量商品房用作保障性住房,进一步做好保交楼工作,加快构建房地产发展新模式。	继续坚持因城施策,压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任,切实做好保交楼工作,保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化和人民群众对优质住房的新期待,统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施,抓紧构建房地产发展新模式,促进房地产高质量发展。
防风险		要持续防范化解重点领域风险……要完善和落实地方一揽子化债方案,创造条件加快化解地方融资平台债务风险。要统筹防风险、强监管、促发展,提振投资者信心,提升资本市场内在稳定性。	要持续防范化解重点领域风险,压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任……要深入实施地方政府债务风险化解方案,确保债务高风险地区省份和县县既真正压降债务、又能稳定发展。要持续推动中小金融机构改革化险,多措并举促进资本市场健康发展。
民生(就业&物价)	要守住兜牢民生底线,重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作,加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。要加强对低收入人口救助帮扶。要抓好食品和水电气热等重要物资的保供稳价。要切实抓好粮食和农业生产,关心农民增收,抓好秋冬种生产,确保国家粮食安全。	要扎实推进乡村振兴,巩固拓展脱贫攻坚成果,确保农村人口不发生规模性返贫致贫。要加强耕地保护和质量提升,抓好农业生产,努力夺取全年粮食丰收。要加大保障和改善民生力度,要强化就业优先政策,做好高校毕业生等重点群体就业,要加强低收入人口救助帮扶,织密扎牢社会保障网。要全力做好防汛抗洪救灾工作,做好迎峰度夏期间能源电力供应,抓好安全生产,认真解决食品安全、社会治安等问题。	要切实保障和改善民生,突出就业优先导向,促进中低收入群体增收,织密扎牢社会保障网。要巩固拓展脱贫攻坚成果,扎实推进乡村全面振兴。要抓好安全生产,推动安全生产基础设施更新改造升级,各级领导干部要严守政治纪律,坚决贯彻落实党中央决策部署,不断开创高质量发展新局面。
环境		要深入打好污染防治攻坚战,扎实推进碳达峰碳中和。	要扎实推进绿色低碳发展,认真实施空气质量持续改善行动计划,加强煤炭清洁高效利用和可再生能源消纳利用,持续有力开展“碳达峰十大行动”,加快废旧物资循环利用体系建设。
反垄断/平台经济/民营经济			支持民营企业拓展海外市场,加大力度吸引和利用外资

资料来源:新华社,中国银河证券研究院

图1: 年中以来股债跷跷板较为明显



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘雅坤，固定收益分析师。5年买、卖方宏观固收及资产配置经验，长期从事中国经济与宏观利率、资产配置与固收+策略实践与产品绩效评估等研究工作。曾就职于方正证券、申港证券、宏观对冲私募基金，2023年10月加入中国银河证券担任固收组组长。

周欣洋，固定收益分析师。帝国理工学院硕士，2022年加入中国银河证券研究院从事资产配置、FICC&固收的研究工作，主要覆盖利率方向。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn