

重要的转折

证券研究报告

2024年09月27日

9月政治局会议解读

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告: 宏观报告-再校准, 再降息, 再通胀》2024-09-24
- 《宏观报告: 宏观-超预期政策的效果如何》2024-09-24
- 《宏观报告: 宏观-预期落后后的货币和财政政策方向》2024-09-23

我们认为, 本次政治局会议可能是稳增长政策的重要转折点, 代表政策取向更加积极。虽然本次会议提出的具体增量措施并不多, 但在政策更加积极的情况下, 对政策的加码可以继续保持期待。

虽然本次会议没有明确提出增量的财政政策, 但在汇率压力减弱为政策加码打开空间的情况下, 我们认为今年仍有可能用临时提高赤字率、增发国债的方式来弥补财政收入的缺口, 尤其是弥补与本次政治局会议提到的基层“三保”工作更加相关的一般公共预算收入缺口。

无论是“干字当头”还是“为担当者担当、为干事者撑腰”, 都是提高地方政府和各个部委积极性的举措, 目的是推动政策能够更好的落地见效。

类似的表述曾经在 2022 年 4 月和 7 月的政治局会议上出现过。而在 2022 年 4 月、7 月的政治局会议之后, 政策的落实速度均有一定程度的加快。因此, 我们预计本次会议以后, 今年四季度可能也将迎来政策加快落地的转变。

风险提示: 海外经济金融环境存在不确定性, 或对国内经济政策的出台产生影响; 短期经济下行压力或进一步加大; 中长期改革措施超预期。

“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。”

我们认为，这是本次政治局会议最重要的信号。

通常情况下，政治局会议在 4、7、12 三月份才会讨论经济话题，9 月份也会召开政治局会议，但一般不涉及经济问题。本次会议则一改往常的惯例，罕见地在 9 月召开政治局会议专门部署经济工作，**说明中央当前对经济发展高度重视，政策加码发力稳增长的决心也可见一斑。**

表 1：“十八大”以来讨论经济话题的中央政治局会议召开日期

年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	12月
2012年											12月4日
2013年							7月30日				12月3日
2014年				4月25日			7月29日				
2015年				4月30日			7月30日				12月14日
2016年				4月29日						10月28日	12月9日
2017年				4月25日			7月24日				12月8日
2018年				4月23日			7月31日			10月31日	12月13日
2019年				4月19日			7月30日				12月6日
2020年		2月21日	3月27日	4月15日			7月30日				12月11日
2021年				4月30日			7月30日				12月6日
2022年				4月29日			7月28日				12月6日
2023年				4月28日			7月24日				12月8日
2024年				4月30日			7月30日				9月26日

资料来源：新华社，共产党员网等，天风证券研究所

表 2：“十八大”以来 9 月政治局会议主要议题

时间	会议主题
2013-09-30	审议并同意印发《科学发展观学习纲要》
2014-09-30	研究全面推进依法治国重大问题，总结全党深入开展党的群众路线教育实践活动，研究部署巩固扩大教育实践活动成果工作。会议决定，中国共产党第十八届中央委员会第四次全体会议于 10 月 20 日至 23 日在北京召开。
2015-09-11	审议通过了《生态文明体制改革总体方案》、《关于繁荣发展社会主义文艺的意见》。
2016-09-27	研究全面从严治党重大问题。
2017-09-18	研究拟提请党的十八届七中全会讨论的文件。
2018-09-21	审议《中国共产党支部工作条例（试行）》和《2018-2022 年全国干部教育培训规划》。
2019-09-24	审议《新时代爱国主义教育实施纲要》和《中国共产党党校（行政学院）工作条例》。
2020-09-28	研究制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标重大问题，审议《中国共产党中央委员会工作条例》。
2022-09-09	研究拟提请党的十九届七中全会讨论的十九届中央委员会向中国共产党第二十次全国代表大会的报告稿、《中国共产党章程（修正案）》稿、十九届中央纪律检查委员会向中国共产党第二十次全国代表大会的工作报告稿，审议《十九届中央政治局贯彻执行中央八项规定情况报告》《关于党的十九大以来整治形式主义为基层减负工作情况的报告》。
2023-09-27	审议《关于二十届中央第一轮巡视情况的综合报告》。
2024-09-26	分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。

资料来源：共产党员网，天风证券研究所

因此，我们认为，本次政治局会议可能是稳增长政策的重要转折点，代表政策取向更加积极。虽然本次会议提出的具体增量措施并不多，但在政策更加积极的情况下，对政策的加码可以继续保持期待。

¹ <http://www.xinhuanet.com/fortune/20240926/0f9a6b9e501c48ea85aea3b6d8cc7ccc/c.html>

“当前经济运行出现一些新的情况和问题。”

本次会议明确指出经济运行中有“新的问题”，对经济形势的判断比 7 月政治局会议的“当前外部环境变化带来的不利影响增多”要更加谨慎，说明当前的稳增长压力可能有所加大，**政策加码的紧迫性更强，这或许也是驱动政策取向发生转变的重要推力。**

“防范化解重点领域风险取得积极进展。”

本次会议在总结上阶段经济工作成果时，认为防风险已经取得了积极的进展，同时通稿全篇没有其他涉及防风险的内容。相比于 7 月政治局会议强调的“重点领域风险隐患仍然较多”、“要持续防范化解重点领域风险”，**本次会议对于防风险的态度明显转弱，政策重心可能进一步向稳增长倾斜。我们认为后续化债、中小金融机构出清等工作的推进节奏可能会有所放缓，或出台更多的支持性政策。**

“有效落实存量政策，加力推出增量政策。”

7 月政治局会议的提法是“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”，从“适时推出”到“加力推出”，增量政策推出的速度有望进一步加快。

“保证必要的财政支出，切实做好基层‘三保’工作。”

7 月政治局会议对应的要求是“优化财政支出结构，兜牢‘三保’底线”，本次会议对财政支出强度的要求更加坚决。

今年 1-8 月，一般公共预算支出同比增长 1.5%，政府性基金支出同比下滑 15.8%，分别较年初预期目标低 2.5、34.4 个百分点，财政支出力度明显不及预期。

我们在报告《政策加码的必要性与可能性》(2024.09.07) 中做了相关测算，全年一般公共预算收入和政府性基金收入或分别存在 1.38 万亿和 1.75 万亿的缺口，可能是拖累今年财政支出的主要因素。

所以虽然本次会议没有明确提出增量的财政政策，但在汇率压力减弱为政策加码打开空间的情况下，**我们认为今年仍有可能用临时提高赤字率、增发国债的方式来弥补财政收入的缺口，尤其是弥补与本次政治局会议提到的基层“三保”工作更加相关的一般公共预算收入缺口。**

如果按照去年增发国债的比例推算，我们预计今年可能最多需要增发 2 万亿元左右的国债。(详细测算过程见报告《政策加码的必要性与可能性》，2024.09.07)

“要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。”

本次会议对财政政策的明确要求仍然以加快存量政策落地为主，结合对防风险态度的转

弱来看，如果化债节奏能够有所放缓，地方财政的压力或将边际减轻，有助于财政政策更好地落地生效。

“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。”

地产相关的增量信息主要是中央层面首次提出了“促进房地产市场止跌回稳”，我们认为这可能代表了政策对房地产市场态度的一种积极转变。

“严控增量、优化存量、提高质量”与今年4月政治局会议提出的“消化存量房产和优化增量住房”一脉相承；“白名单”项目贷款对应今年1月住建部提出的城市房地产融资协调机制²；盘活存量闲置土地先后在今年6、7月被自然资源部³和中全会《决定》⁴提及（自然资源部：“推动各地有力有效处置闲置存量土地”；三中全会：“盘活存量土地和低效用地”）。

因此，从会议提到的具体措施来看，房地产政策并没有新的增量或突破，**本次会议对房地产市场而言更重要的仍然是态度的变化。**

不过，会议明确强调了“严控增量”，意味着地产政策可能并不会以地产投资明显回升作为主要目标，也符合我们在报告《中国房地产市场成熟的标志》（2024.08.08）中“房地产市场进入存量时代后，成熟的标志之一是以二手房成交为主，新房成交占比低，主要提供改善和更新的用途”的判断。

“要降低存款准备金率，实施有力度的降息。”

“降低存量房贷利率。”

货币政策基本都在9月24日的国新办新闻发布会上有所提及，应为对本次会议要求的提前部署，具体分析详见报告《超预期政策的效果如何》（2024.09.24）。

² https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202401/content_6925683.htm

³ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202406/content_6959555.htm

⁴ https://www.gov.cn/zhengce/202407/content_6963770.htm

“各地区各部门要认真贯彻落实党中央决策部署，干字当头、众志成城，充分激发全社会推动高质量发展的积极性主动性创造性，推动经济持续回升向好。广大党员、干部要勇于担当、敢于创新，在攻坚克难中长本领、出业绩。要树好选人用人风向标，认真落实‘三个区分开来’，为担当者担当、为干事者撑腰。要支持经济大省挑大梁，更好发挥带动和支柱作用。”

“三个区分开来”由总书记在 2016 年 1 月 18 日省部级主要领导干部学习贯彻党的十八届五中全会精神专题研讨班首次提出⁵，包括“要把干部在推进改革中因缺乏经验、先行先试出现的失误和错误，同明知故犯的违纪违法行为区分开来；把上级尚无明确限制的探索性试验中的失误和错误，同上级明令禁止后依然我行我素的违纪违法行为区分开来；把为推动发展的无意过失，同为谋取私利的违纪违法行为区分开来。”

无论是“干字当头”，还是“三个区分开来”、“为担当者担当、为干事者撑腰”，都是提高地方政府和各个部委积极性的举措，目的是推动政策能够更好的落地见效。

类似的表述曾经在 2022 年 4 月和 7 月的政治局会议上出现过：

2022 年 4 月政治局会议提出“各级领导干部在工作中要有‘时时放心不下’的责任感，担当作为，求真务实”。

2022 年 7 月政治局会议提出“各地区各部门要切实负起责任，各级领导班子要以饱满精神状态开展工作，领导干部要敢为善为。经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标。”

而在 2022 年 4 月、7 月的政治局会议之后，政策的落实速度均有一定程度的加快。

比如，在 2022 年 4 月 29 日政治局会议后，5 月 25 日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，要求“抢抓时间窗口，努力推动经济重回正常轨道”，并向 12 个省派出督查组对政策落实和配套开展专项督查⁶；5 月 30 日，财政部召开全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议⁷，要求“新增专项债券在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕”，2022 年 5、6 月专项债发行明显提速，显著超出了季节性规律。

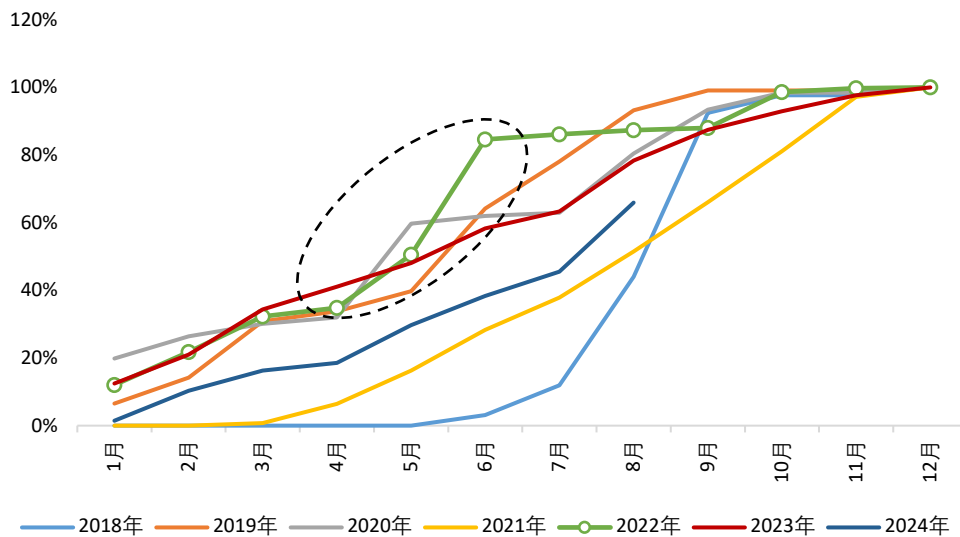
因此，我们预计本次会议以后，今年四季度可能也将迎来政策加快落地的转变。

⁵ <https://www.12371.cn/2020/01/14/ARTI1578986778457449.shtml>

⁶ https://www.gov.cn/xinwen/2022-05/25/content_5692298.htm

⁷ https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202205/t20220530_3814477.htm

图 1: 2018-2024 年新增专项债发行进度 (数据截至 2024 年 8 月, 单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com