

2024年09月27日

## 这次不一样——9月政治局会议学习

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

沈美辰（联系人）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110036

● **事件：**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和工作。

**1. 认知：正视经济困难，增强“紧迫性”，对完成全年经济目标的决心很强。**

第一，9月政治局会议研究经济工作为非常规操作（以往是4/7/12月），且中午就发通稿（以往多是周五开，晚上发通稿），体现对经济的重视和逆周期政策加码的紧迫性。第二，会议隐含对经济的担忧，要正视困难。会议指出“当前经济运行出现一些新的情况和问题。要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心”；第三，预计增量政策大礼包力度加码，节奏加快。会议强调“有效落实存量政策，加力推出增量政策”，重点是“增强责任感和紧迫感”。“加力推出”意味着比7月的“适时推出”力度更大；“紧迫”意味着速度要快，预计9月底-10月会是政策密集出台的窗口期。第四，全年实现5%客观上有难度，但仍要努力完成，诉求很强。经济发展目标由“坚定不移”转变为“努力完成”，再结合9月非常规地增开经济相关政治局会议，指向完成经济目标的决心不但没有减弱，反而是更强了，要努力追赶。

**2. 方向与力度：政策东风起，力度加码。重视资本市场，进一步关注财政对地产、消费、民生等领域的支持。**

会议强调“要加大财政货币政策逆周期调节力度”，指向逆周期政策要继续加力。

**(1) 财政力度或将加码。**会议指出“保证必要的财政支出，切实做好基层‘三保’工作”，指向2024年财政完成预算压力较大的背景下，刚性兜底类的支出仍要保证。会议指出“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”，指向后续需提高资金支出效率，且可观察两类债券使用范围的扩容，例如化债或消费等领域。此外，尽管会议通稿未提出未来财政加码的具体方向，但我们认为，在“紧迫性”要求和货币政策已然超预期落地的情况下，财政有望接棒货币成为下一阶段的政策重点：一方面扩充财政资金来源，例如加大国企上缴利润、超额调入预算稳定和结转结余资金以保持支出力度，或必要时增发国债等；另一方面，从支持领域来讲，有望侧重于地产收储、消费刺激以及保障民生等方向。

**(2) 货币政策仍会加码。**会议简明扼要提出降准和“实施有力度的降息”。9.24货币政策“大礼包”超预期落地（详细参考《吹响稳增长的号角》），后续宽松或将延续。潘行长已经预告四季度可能再降准0.25-0.5个百分点，我们判断年内也可能再降息。值得一提的是，本次未提及汇率，指向在美联储转向之后，国内宽松货币政策的外部制约有所降低，未来考虑重点或在于银行息差空间。

**(3) 对地产态度或有微妙变化：地产强调“促进房地产市场止跌回稳”，且不同于以往作为防风险的一部分，这次放在逆周期调节的段落来讲，态度更加积极。**“优化存量”指向地产收储政策有望继续加码。此外，供需端政策均有望加力，其中供给端要加大“白名单”贷款投放力度，盘活存量闲置土地；需求端，明确指出调整限购政策、降低存量房贷利率。

**(4) 重视资本市场，政策意图或是通过股市上涨带来财富效应。**一方面，9.24央行大礼包突破性创新两项工具来支持资本市场，且规模上有较大想象空间，体现中央层面支持资本市场的决心和力度。另一方面，本次政治局会议明确提出“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市”，指向提振股市信心是当前政策发力的着力点之一，政策意图或是通过股市上涨带来财富效应。过往政治局会议提及资本市场后，股市短期皆有正向反应，因此此次股市也有望迎来利好。结合稳房价和提振资本市场来看，本次会议边际变化在于侧重居民资产端的修复。

**(5) 保民生是后续消费和产业发展的发力锚点。**对于企业端，会议指出“规范涉企执法、监管行为”、“出台民营经济促进法”，指向或将对部分损害企业信心的行为进行纠偏。对于居民端，会议强调“把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收”，“要守住兜牢民生底线”，“加强低收入人口救助帮扶”，再结合国务院9.25发布的《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》，体现中央高度重视就业，并可能针对低收入群体进行定向支持，提振居民收入预期。

**3. 执行：会议强调“干字当头”，体现稳增长紧迫性强，各地区各部门有望提高执行力，从而使得政策效果加快释放。**

总体看，本次会议凸显稳增长的决心和紧迫性，更多增量政策可期，且侧重于稳住地产、股市等资产价格，并改善居民就业和收入，有望利好经济和股市。

● **风险提示：**经济下行超预期，政策执行力度不及预期。

### 相关研究报告

《吹响稳增长的号角——9.24“货币大礼包”解读——宏观经济点评》

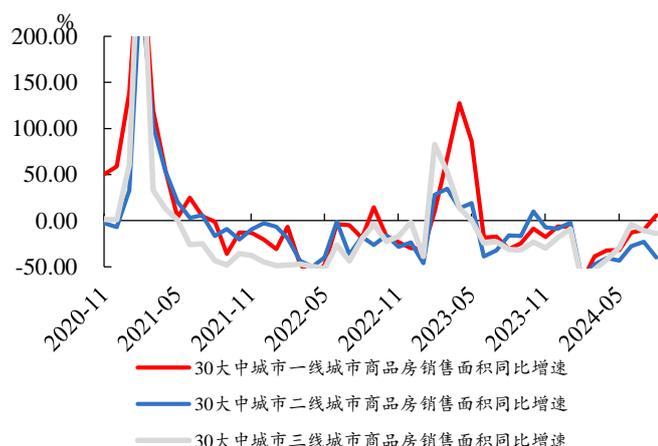
-2024.9.25

《黄金价格再创历史新高——宏观周报》-2024.9.22

《加大宏观调控力度——宏观周报》

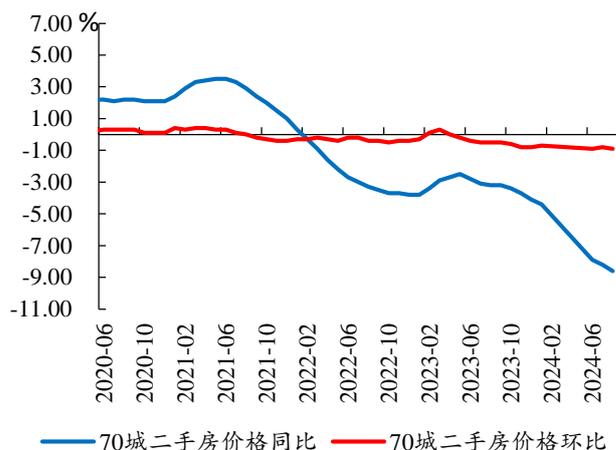
-2024.9.22

附图 1：房地产销售仍待企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：近几月房价跌幅持续扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

附表 1：近 5 年 9 月份中央政治局主要议题

年份	主要内容
2023	听取审议《关于二十届中央第一轮巡视情况的综合报告》强调了巡视工作的重要性，指出了国有企业、金融、体育领域党的建设和全面从严治党存在的问题，并提出了加强党的全面领导、推动高质量发展、防范化解重大风险、深化反腐败斗争等要求。
2022	研究并审议了十九届中央委员会向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、中央纪律检查委员会工作报告稿，以及中央八项规定执行情况和整治形式主义为基层减负工作的报告
2020	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，以及审议《中国共产党中央委员会工作条例》
2019	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》。
2018	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》。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

附表 2：往年中央政治局关于“提振资本市场”的表述

时间	内容
2022.04	要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革， <b>积极引入长期投资者</b> ，保持资本市场平稳运行。
2023.07	<b>要活跃资本市场</b> ，提振投资者信心。
2024.04	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。
2024.07	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。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

附图 3：政治局会议提“资本市场”后一般短期会提振行情



数据来源：Wind、开源证券研究所

**附图 4：近三次政治局会议对比**

对比	2024年9月政治局会议	2024年7月政治局会议	2024年4月政治局会议
<b>总结回顾</b>	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。 <b>当前经济运行出现一些新的情况和问题。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。</b>	<b>经济运行总体平稳、稳中有进，持续回升向好态势，新动能新优势加快培育</b> ，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。 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， <b>经济运行出现分化</b> ，重点领域风险隐患仍然较多， <b>新旧动能转换存在阵痛</b> 。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。	<b>经济运行中积极因素增多，动能持续增强</b> ，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，实现良好开局。 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， <b>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</b> 。同时必须看到，回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势。
<b>政策基调</b>	要抓住重点、主动作为， <b>有效落实存量政策，加大推出增量政策</b> ，进一步提高政策措施的针对性、有效性， <b>努力完成全年经济社会发展目标任务</b> 。 各地区各部门要认真贯彻落实党中央决策部署， <b>千字当头、众志成城</b> ，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。 <b>要支持经济大省挑大梁</b> ，更好发挥带动和支柱作用。	<b>下半年改革发展稳定任务很重</b> ，坚持稳中求进工作总基调，着力推动高质量发展，围绕推进中国式现代化进一步全面深化改革， <b>加大宏观调控力度</b> ，…… <b>坚定不移完成全年经济社会发展目标任务</b> 。 宏观政策要持续用力、更加给力。加快全面落实已确定的政策举措， <b>及早储备并适时推出一批增量政策举措</b> 。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。 <b>要继续发挥好经济大省挑大梁作用</b> 。	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， <b>避免前紧后松</b> ，切实巩固和增强经济回升向好态势。 <b>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</b> 。
<b>财政&amp;货币政策</b>	<b>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</b> ，切实做好基层“三保”工作。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。 <b>要降低存款准备金率，实施有力度的降息</b> 。	<b>要加强逆周期调节</b> ，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。 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。 <b>要优化财政支出结构</b> ，兜牢“三保”底线。 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， <b>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</b> 。	<b>实施好积极的财政政策和稳健的货币政策</b> 。 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， <b>保持必要的财政支出强度</b> ，确保基层“三保”按时足额支出。 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， <b>降低社会综合融资成本</b> 。
<b>风险领域/地产/金融</b>	<b>要促进房地产市场止跌回稳</b> ，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， <b>调整住房限购政策，降低存量房贷利率</b> ，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。 <b>要努力提振资本市场</b> ，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市渠道。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。	要持续防范化解重点领域风险。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， <b>积极支持收购存量商品房用作保障性住房</b> ，进一步做好保交楼工作，加快构建房地产发展新模式。要完善和落实地方一揽子化债方案， <b>创造条件加快化解地方融资平台债务风险</b> 。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。继续坚持因城施策， <b>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</b> 。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， <b>统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施</b> ，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。 <b>要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展</b> 。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。
<b>重点政策举措</b>	(1) <b>产业</b> ：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。 (2) <b>消费</b> ：要把 <b>促消费和惠民生</b> 结合起来，促进 <b>中低收入群体增收，提升消费结构</b> 。要培育新型消费业态。 (3) <b>民生</b> ：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 <b>重点人群就业工作</b> ，加强对大龄、残疾、较长时间失业等 <b>就业困难群体的帮扶</b> 。要加强低收入人口救助帮扶。 要抓好食品和水电气热等 <b>重要物资的保供稳价</b> 。要切实抓好粮食和农业生产，关心农民增收，抓好秋冬生产，确保国家粮食安全。 (4) <b>营商环境</b> ：要 <b>帮助企业渡过难关</b> ，进一步规范涉企执法、监管行为。要出台 <b>民营经济促进法</b> ，为非公有制经济发展营造良好环境。 要加大引资稳资力度，抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施，进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境。	(1) <b>产业</b> ：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。 <b>要有力有效支持发展瞪羚企业、独角兽企业</b> 。要强化行业自律，防止“ <b>内卷式</b> ”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。 (2) <b>内需</b> ： <b>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</b> 。要以 <b>提振消费为重点扩大国内需求</b> ，要增强中低收入群体的消费能力和意愿，把 <b>服务消费作为消费扩容升级的重要抓手</b> ，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。 (3) <b>改革</b> ：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。完善产权保护、市场准入、破产退出等市场经济基础制度， <b>防止和纠正一些地方利用行政、刑事手段干预经济纠纷</b> 。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。 (4) <b>对外开放</b> ：稳步扩大制度型开放， <b>落实制造业领域外资准入限制措施“清零”要求</b> 。 (5) <b>三农&amp;城乡</b> ：要 <b>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</b> 。 (6) <b>环保</b> ：要深入打好污染防治攻坚战，扎实推进碳达峰碳中和。 (7) <b>民生</b> ： <b>加强低收入人口救助帮扶</b> 。	(1) <b>产业</b> ：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。 要积极开展风险投资，壮大耐心资本。 (2) <b>内需</b> ：要扩大国内需求， <b>落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案</b> 。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。 (3) <b>改革</b> ：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。 (4) <b>对外开放</b> ：要积极扩大中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口， <b>支持民营企业拓展海外市场，加大力度吸引和利用外资</b> 。 (5) <b>三农&amp;城乡</b> ：要巩固拓展脱贫攻坚成果，扎实推进乡村全面振兴。 (6) <b>环保</b> ：要扎实推进绿色低碳发展。加强煤炭清洁高效利用和可再生能源消纳利用，加快废旧物资循环利用体系建设。 (7) <b>民生</b> ：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。要抓好安全生产， <b>推动安全生产基础设施更新改造升级</b> 。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn