

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座
邮编：100031

政策全面转向的九大信号

——9.26 政治局会议解读

2024年9月27日

- 第一，这是中央打破惯例特别增加的一次以经济为主题的政治局会议。
- 第二，防风险可能不再是下一阶段的工作重心，财政政策的工作重点从化债转为扩张的时机已经成熟。
- 第三，经济的问题和困难已引起决策层充分重视，政策重心转向稳增长。不再提“保持战略定力”，而是强调“做好经济工作的责任感和紧迫感”。
- 第四，关于货币政策和资本市场政策，多项具体措施已经在三部门发布会上提前发布。
- 第五，关于市场最关注的财政政策，我们预计增量财政政策不会缺席。调整预算增发国债可能在10月，规模可能为1-2万亿元。
- 第六，关于房地产政策，会议提出“促进房地产市场止跌回稳”是一大亮点，这是首次提出的具体目标导向性要求。
- 第七，民营经济的生存和发展环境有望得到改善。
- 第八，会议强调，广大党员、干部要勇于担责、敢于创新，为担当者担当、为干事者撑腰。这些要求增强了政策落地的组织保障。
- 第九，未来半年可能都是政策的友好期和A股的黄金期。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

目 录

一、政策全面转向的九大信号.....3
风险因素 8

图 目 录

图 1: 央行下半年工作会议的相关表态3
图 2: 7 月政治局会议的相关表态4
图 3: 目前已出现生产下行向需求收敛的迹象.....4
图 4: 平减指数已在负区间持续了 5 个季度5
图 5: 多年来, 财政政策力度变化不大 5
图 6: 房地产投资在全部投资中比重持续下降.....6
图 7: 2014 年 11 月, 政策迎来大转折时刻 7

一、政策全面转向的九大信号

第一，这是中央打破惯例特别增加的一次以经济为主题的政治局会议。按照近年来惯例，每年中央会召开 10-12 次政治局会议，其中 4 月、7 月、12 月三次会议一般固定以经济工作为主题，10 月不太固定，经济主题和非经济主题都有过，包括 9 月在内的其他月份一般为非经济主题。这次会议如果等到 10 月份开，会更加符合惯例，但中央打破惯例在 9 月份召开，体现了政策转向从速从快的紧迫感。**做决策很难，但决策一旦做出，总书记此前就讲过“我们将尽快使之落地，宜早不宜迟，宜快不宜慢。”**

第二，防风险可能不再是下一阶段的工作重心。通稿第二段，在今年以来工作回顾中，提出“防范化解重点领域风险取得积极进展”，这是一个重要变化，7 月会议的表述仍是“持续防范化解重点领域风险”。重点领域风险即房地产风险、地方债务风险和中小金融机构风险，此处“取得积极进展”可能是指地方债务风险，8 月召开的央行下半年工作会议上曾提到“金融支持地方债务风险化解取得阶段性成效”（图 1）。**这意味着，财政政策的工作重点从化债转为扩张的时机已经成熟。**

图 1：央行下半年工作会议的相关表态

二是宏观审慎政策和系统性金融风险防控体系进一步健全。**金融支持地方债务风险化解取得阶段性成效。**积极支持房地产市场平稳发展，下调个人住房贷款首付比，取消全国层面个人住房贷款利率政策下限，下调住房公积金贷款利率。金融风险防范、预警和处置机制加快完善。有序推进国内系统重要性银行附加监管。完善系统重要性保险公司监管框架。加强互联网金融、非银领域宏观审慎管理。

三是金融改革开放和国际金融治理合作持续深化。金融市场制度建设扎实推进。完善债券市场制度，强化债券市场监管。金融高水平开放稳步扩大。完善境外机构投资者资金管理。加强跨境贸易投资便利化政策供给。人民币国际化服务实体经济能力持续提升。加强外汇市场监管。提升外汇储备经营管理能力。利用多边平台加强宏观政策协调，建设性参与国际规则制定。推动国际货币基金组织份额总额检查。继续牵头做好 G20 可持续金融工作。做好中美、中欧金融工作组工作。完善与国际清算银行人民币流动性安排。做好国际货币基金组织在华设立上海区域中心相关工作。

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

第三，经济的问题和困难已引起决策层充分重视，政策重心转向稳增长。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，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。**作为对比，7 月会议强调的是“保持战略定力”，本次会议强调的是“责任感和紧迫感”。**会议再次强调“努力完成全年经济社会发展目标任务”，并且要求，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。

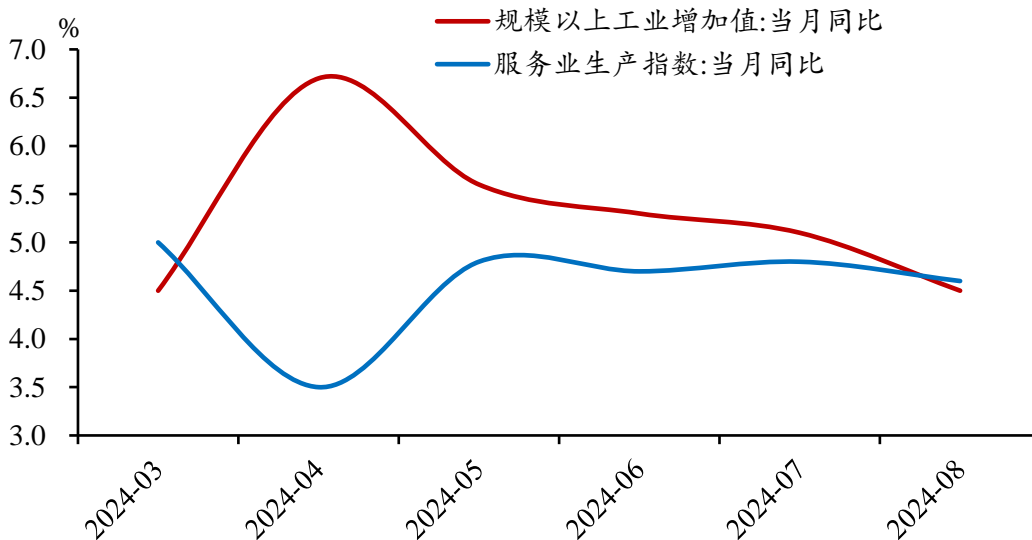
图 2：7 月政治局会议的相关表态

会议指出，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。

会议强调，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全面深化改革，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。

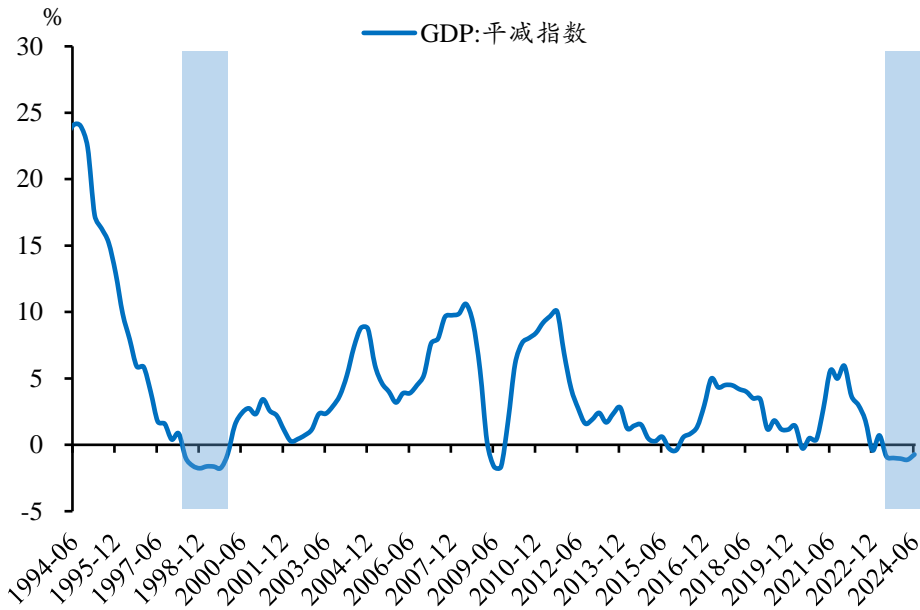
资料来源：共产党员网，信达证券研发中心

图 3：目前已出现生产下行向需求收敛的迹象



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：平减指数已在负区间持续了 5 个季度

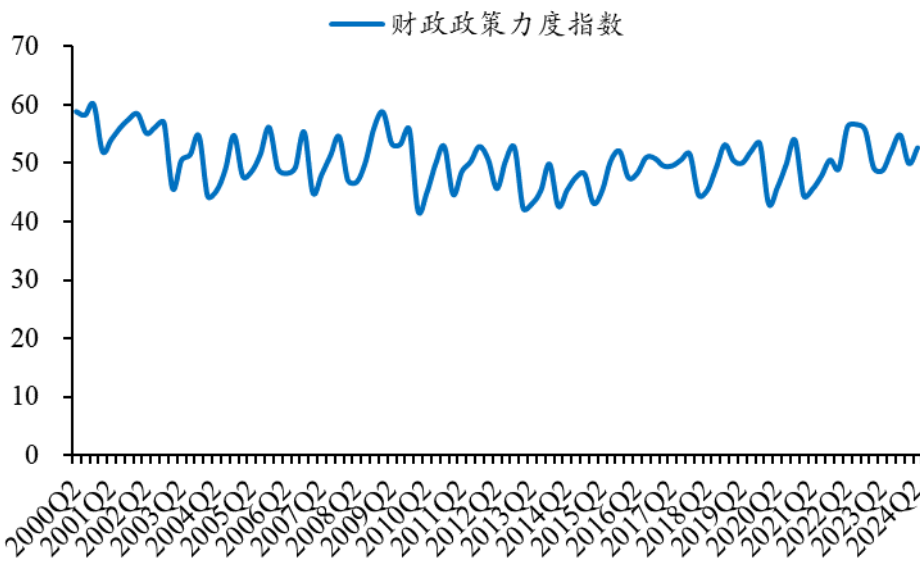


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

第四，关于货币政策和资本市场政策，多项具体措施已经在三部门发布会上提前发布。会议提到的具体措施有：降低存款准备金率，实施有力度的降息，降低存量房贷利率，努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市等，这些措施均已在 9 月 24 日三部门发布会上提前发布。按照以往的工作流程，大都是政治局会议先做部署，各部门随后贯彻落实，而本次政策调整的一大特点是，三部门先发布，政治局会议再确认，这里再次体现了政策落地的紧迫感。

第五，关于市场最关注的增量财政政策，我们预计 10 月有可能调整预算增发国债。三部门发布会提到的政策措施中，已涉及货币政策、房地产政策和资本市场政策，唯有财政政策仍然缺位。事实上，根据 MPTI 发布的财政政策力度指数，自 2000 年以来，财政政策力度总体变化都不算大（图 5）。

图 5：多年来，财政政策力度变化不大



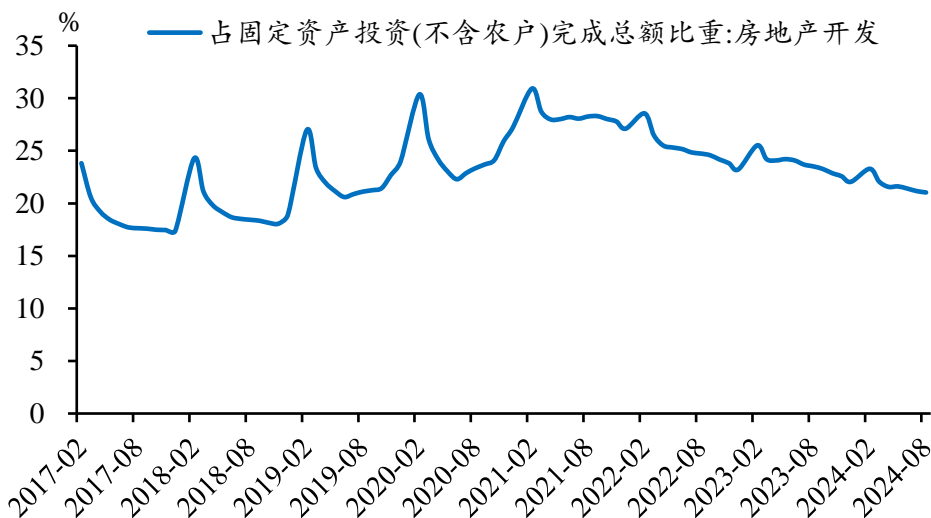
资料来源: MPTI, 信达证券研发中心

本次会议强调，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。

考虑到：一者，解决当前经济面临的需求不足问题，货币政策的效果远不及财政政策；二者，地方化债取得积极进展，财政政策的工作重点从化债转为扩张的时机已经成熟；三者，双月份是全国人大审议预算的时间窗口，我们预计增量财政政策不会缺席，调整预算增发国债可能在10月，规模可能为1-2万亿元。

第六，关于房地产政策，会议提出“促进房地产市场止跌回稳”是一大亮点。会议涉及房地产政策的表述是，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。其中，“促进房地产市场止跌回稳”是首次提出的具体目标导向性要求。

图 6：房地产投资在全部投资中比重持续下降



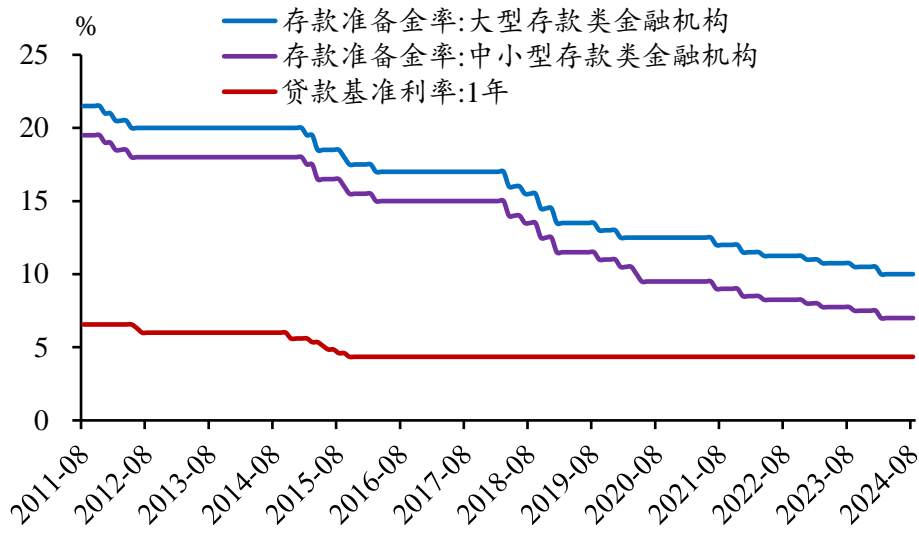
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

第七，民营经济的生存和发展环境有望得到改善。会议指出，要帮助企业渡过难关，进一步规范涉企执法、监管行为。要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。2024年2月，司法部、国家发展改革委、全国人大常委会法工委共同召开立法工作座谈会，会上披露民营经济促进法起草工作已经启动，立法进程将加快推进。2024年4月，全国人大常委会已将民营经济促进法纳入2024年度立法工作计划。

第八，会议强调，广大党员、干部要勇于担责、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。这些要求增强了政策落地的组织保障。“三个区分开来”是指：把干部在推进改革中因缺乏经验、先行先试出现的失误错误，同明知故犯的违纪违法行为区分开来；把尚无明确限制的探索性试验中的失误错误，同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。

第九，我们认为，未来半年可能是 A 股的黄金机遇期。虽然在三部门发布会以外，本次会议提到的新措施并不多，但强调“做好经济工作的责任感和紧迫感”和“加力推出增量政策”就是最大的政治表态，有望打消市场对政策是否真正转向的疑虑。会议信息发布后，A 股一举收复 3000 点就是明证。考虑到政策落地到见效需要时间，经济基本面也很难凭借一次政策得以扭转，我们预计未来半年都将是政策的友好期，各项稳经济措施可能持续出台。以史为鉴，当前时刻类似于 2014 年 11 月的政策大转折时刻，连续两年紧缩后迎来一轮明显扩张。在政策加持下，我们认为，未来半年，A 股有望在提振信心、创造财富、促进消费等方面勇当先锋，或为广大投资者提供激动人心的投资回报。

图 7：2014 年 11 月，政策迎来大转折时刻



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。