



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

《“一行两会”释放积极信号，关注
财政政策的明确信号》 - 2024.09.25

宏观研究

中央政治局会议精神学习

● 核心观点

9月中共中央政治局会议客观分析了经济形势，既正视困难，亦强调主动作为，对全年经济社会发展目标的定调有所淡化，由“坚定不移完成”转变为“努力完成”。会议强调“主动作为，加力推出增量政策”，扩内需政策或将进一步加码。我们理解，此次会议释放信号尚不能确定为政策大转向，以往生产与需求出现较长时间背离，逆周期宏观调控政策亦会加大调控力度，如2018年三季度、2019年一季度和四季度、2021年下半年和2022年四季度等，政策旨在促进生产与需求的重新匹配，实现经济良性循环。因此，此次需求端政策出台，我们暂理解为“常规操作”。

在宏观政策方面，我们认为会议对宏观政策的定调，是对党的二十届三中全会精神和7月中共中央政治局会议精神的进一步贯彻落实，措辞更为积极，政策措施方向更为明确。（1）在财政政策方面，增量财政政策加码的概率有所提升，方向或是中央加杠杆，四季度或增发国债，适度提高赤字率，切实扩大有效需求，兜底“三保”工作。（2）在货币政策方面，会议或是推动当前增强货币政策的加速落实，年内“宽货币”或仍存空间。

在房地产政策方面，会议关于房地产政策的表述增多，首提“要促进房地产市场止跌企稳”，这并不是政策转向，而是托底市场，核心是适度控制传统经济增长动能的回落速度，确保经济增长动能的平稳切换，避免出现经济增长失速现象，这亦是对2023年12月中央经济工作会议“先立后破”精神的贯彻落实；从具体政策措施来看，本次会议增量地产政策有限；从房地产景气度看，随着稳地产政策逐步显效，商品房销售、房企融资、开工面积和施工面积等已呈现环比回

暖迹象，叠加去年基数逐步走低，年内房地产市场止跌回稳迹象愈发明显。

再提就业问题，需关注动能转换引发的结构性问题。政府适度干预，弥补市场失灵，可缓解新旧动能转换的阵痛。从解决就业角度考虑，短期加码财政政策，直接扩内需的必要性和有效性相对较高。

● **风险提示：**

中美贸易摩擦超预期加剧；政策效果不及预期。

目录

1 完成全年经济社会发展目标的提法调整，定调仍相对积极.....	5
2 宏观政策更加积极给力，政策措施更为明确	7
3 房地产政策表述增多，房地产市场止跌回稳成为明确目标.....	8
4 再提就业问题，需关注动能转换引发的结构性问题.....	9
风险提示	10

图表目录

图表 1: 我国不变价 GDP 同比增速 (%)	7
图表 2: 工业增加值同比增速 (%)	7
图表 3: 规模以上工业企业产成品库存同比增速 (%)	7
图表 4: PMI:产成品出厂价格 (%)	7
图表 5: 税收收入和土地出让金收入同比增速 (%)	8
图表 6: 公共预算收入和支出 (亿元)	8
图表 7: 近期政治局会议、中央经济工作会议对比	10

1 完成全年经济社会发展目标的提法调整，定调仍相对积极

我们理解，本次会议客观分析经济形势，既正视困难，实现全年经济社会发展目标的定调有所淡化，由“坚定不移完成”转变为“努力完成”，但亦强调主动作为，加力推出增量政策，整体定调仍相对积极。

本次会议对经济形势研判中性，肯定我国经济长期向好的基本面不变，但亦客观地指出当前经济运行出现一些新的情况和问题，应是新旧动能转换带来的结构性阵痛问题，传统经济增长动能放缓速度或超过新增长动能培育速度，有效需求不足问题持续显现，经济面临一定通缩压力。从年内经济增长来看，一季度我国经济增长超预期完成，但二季度经济增速不及预期，环比增速创 2017 年以来同期次低点，且从经济高频数据来看，三季度经济增长并未显著改善，这在一定程度上增大了实现全年经济增长预期目标的难度。会议对于实现全年经济社会发展目标的定调有所弱化，从党的二十届三中全会精神、7 月中共中央政治局会议的“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”提法转变为“努力完成全年经济社会发展目标任务”。

会议亦强调“主动作为，加力推出增量政策”，扩内需政策或将进一步加码。我们理解，此次会议释放信号尚不能确定为政策大转向，以往生产与需求出现较长时间的明显背离，逆周期宏观调控政策亦会加大调控力度，如 2018 年三季度、2019 年一季度和四季度、2021 年下半年和 2022 年四季度等均出现类似情况，政策旨在促进生产与需求的重新匹配，实现经济良性循环。

(1) 2020 年以后，供给端稳增长做法成为重要方式，但若生产与需求出现较长时间的背离，则会导致企业库存累积，进而压缩企业利润，需求不足会反作用于生产，工业增加值同比增速则会放缓，因此可关注工业增加值同比增速反转变化时，宏观调控政策的实施情况，以寻找需求端托底政策出台的规律。2021 年下半年和 2022 年四季度均出现生产同比增速放缓，扩内需政策加码的现象。在 2021 年，6 月工业增加值同比增速开始放缓，与此同时，扩内需政策加码，如两次降准，7 月和 12 月分别下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点、新增支小再贷款额度 3000 亿元、下调支农再贷款和支小再贷款利率 0.25 个百分点、9 月财政部印发《地方政府专项债券用途调整操作指引》等；在 2022 年，工业增加

值同比增速在9月创阶段性新高，之后明显放缓。与之对应，扩内需稳增长政策亦同步加码，如9月人民银行、银保监会印发《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》，决定阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限、9月人民银行印发《关于下调首套个人住房公积金贷款利率的通知》，决定自2022年10月1日起下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点、9月国家发展和改革委员会等13部门印发《养老托育服务业纾困扶持若干政策措施》、9月财政部等印发《关于进一步做好阶段性缓缴社会保险政策实施工作有关问题的通知》等等。

(2)2020年之前，我国经济并未受到外部冲击的影响，经济发展相对平稳，并未明显观察到工业增加值的上述特点，从供需两端匹配结果看，企业产成品库存可较好反映供需失衡问题，因此，可关注产成品库存变动时，宏观政策的操作变化情况，探寻需求端扩内需政策的出台规律。以此观察，2018年三季度、2019年一季度和四季度亦出现了在库存高企时，及时出台托底政策，降低库存水平的情况。2018年三季度，产成品库存同比增速明显上升，宏观政策调控力度加大，如7月下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行和外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点、10月增加再贷款和再贴现额度1500亿元、11月印发《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》等；2019年一季度和四季度产成品库存均出现明显回升，稳增长政策均有所加力，如1月下调金融机构存款准备金率1个百分点、1月中国人民银行宣布创设央行票据互换工具（CBS），为银行发行无固定期限资本债即永续债提供流动性支持，并将合格的银行永续债纳入央行担保品范围、11月下调MLF利率5bp、12月下调常备借贷便利（SLF）各期限利率5bp、4月增值税率下调，增值税一般纳税人（以下称纳税人）发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用16%税率的，税率调整为13%，原适用10%税率的，税率调整为9%、2月《财政部 税务总局关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》，提高增值税小规模纳税人免征额，小型微利企业税负大幅下降等、11月印发《财政部 商务部 税务总局关于继续执行研发机构采购设备增值税政策的公告》，内资研发机构和外资研发中心采购国产设备全额退还增值税。

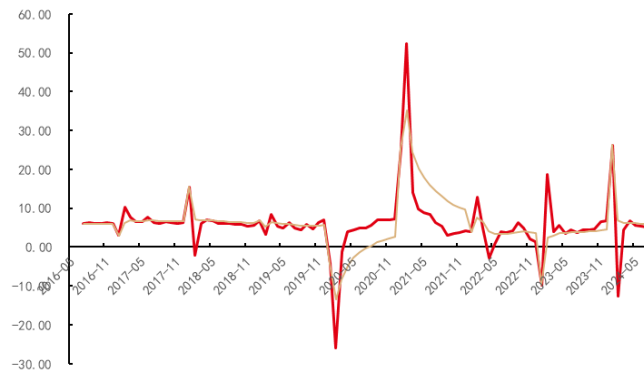
因此，此次需求端政策出台，我们暂理解为“常规操作”。

图表1：我国不变价 GDP 同比增速 (%)



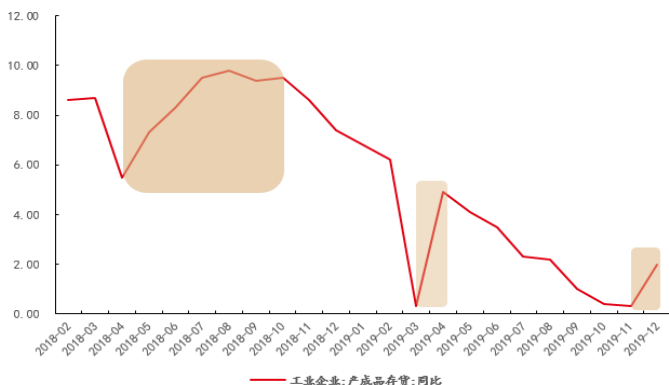
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：工业增加值同比增速 (%)



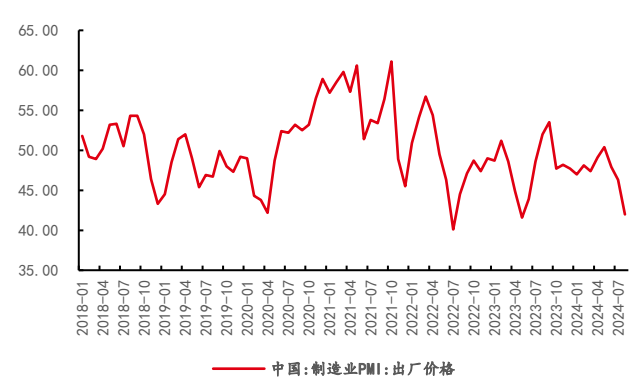
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：规模以上工业企业产成品库存同比增速 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：PMI：产成品出厂价格 (%)



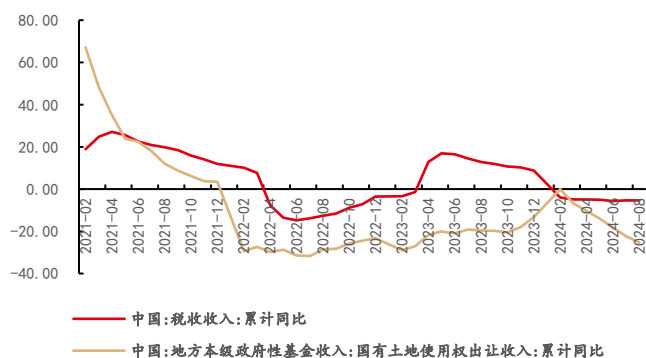
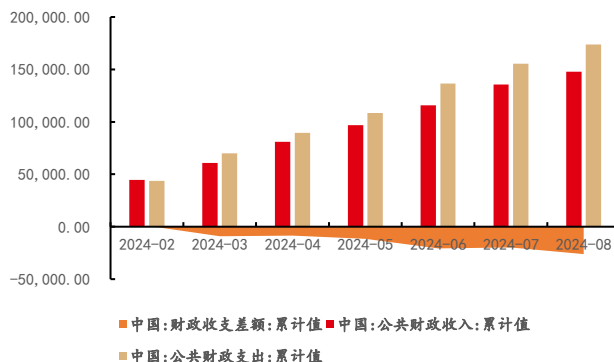
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 宏观政策更加积极给力，政策措施更为明确

我们理解，本次会议对宏观政策定调是对党的二十届三中全会精神和7月中共中央政治局会议精神的进一步贯彻落实，措辞更为积极，政策措施方向更为明确。

在财政政策方面，新提“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”。我们理解，增量财政政策加码的概率有所提升，方向或是中央加杠杆，四季度或增发国债，适度提高赤字率，切实扩大有效需求，兜底“三保”工作。开年以来，我国经济处于结构调整期，经济下行压力有所增大，房地产继续深度调整，税收收入和土地出让金收入有所减少，地方政府财政支出压力显现，亦需兜牢“三保”底线。在有效需求不足背景下，适度宽松货币政策和积极财政政策配合，是稳增长的有效措施。在防范化解地方

债务风险的要求下，地方政府进一步加杠杆的积极性和能动性有所减弱，年内新增专项债发行节奏相对缓慢，基建投资增速有所放缓。在此背景下，我们认为，四季度或延续 2023 年适度提高赤字的做法，中央或适度加杠杆，再次增发国债，加大财政支持力度，不仅可缓解有效需求不足，亦兜底“三保”工作。

图表5：税收收入和土地出让金收入同比增速 (%)

图表6：公共预算收入和支出 (亿元)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

在货币政策方面，我们理解，会议或是强调当前增强货币政策的加速落实，年内“宽货币”或仍存空间。会议明确提出“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”。9月24日，“一行两会”新闻发布会释放重要信息，宣布推出降准、降息、调整存量房贷利率等增量政策（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》），但政策尚未正式落地。在此背景下，本次会议再次提及降准、降息，或是推动当前增量货币政策的加速落实。值得注意的是，本次会议措施强调“实施有力度的降息”，或指向年内仍存降息空间。

3 房地产政策表述增多，房地产市场止跌回稳成为明确目标

本次会议新提“要促进房地产市场止跌企稳”，我们理解，这并不是政策转向，仅仅是托底市场，“严控增量”的表述有所体现，核心是适度控制传统经济增长动能的回落速度，确保经济增长动能的平稳切换，避免出现经济增长失速现象，这也是对 2023 年 12 月中央经济工作会议“先立后破”精神的贯彻落实（详见报告《关注融资需求新特点和结构性机会》）。

从具体政策措施来看，本次会议增量地产政策有限。在增量政策方面，本次会议强调“调整住房限购政策”“降低存量房贷利率”，前者意味着保留限购政

策的一线城市或将全面放开，后者已经在9月24日“一行两会”新闻发布会明确，或对消费产生拉动作用。在落实存量政策方面，会议强调加大“白名单”项目贷款投放力度，这或是当前政策的重要着力点。年内“白名单”制度持续完善，政策效果持续显现，房企融资同比增速持续回升。根据央行数据，截至9月24日，商业银行已审批“白名单”项目超过5700个，审批通过融资金额达到1.43万亿元；截至8月末，我国房地产开发贷款较年初实现了正增长，房地产的并购贷款和住房租赁贷款也分别增长14%和18%。

从房地产市场景气度来看，随着年内稳地产政策逐步加码显效，商品房销售、房企融资、开工面积和施工面积等已呈现回暖迹象，叠加去年基数逐步走低，年内房地产市场止跌回稳迹象愈发明显。

4 再提就业问题，需关注动能转换引发的结构性问题

本次会议再提重点做好重点人群就业工作，新增“加强就业困难群体的帮扶”的提法，结合近期中共中央、国务院印发《关于实施就业优先战略 促进高质量充分就业的意见》，就业问题或再次引起关注。

我们理解，新旧动能转换直接体现为经济结构调整，经济结构调整则会引起产业结构调整 and 变迁，会对居民就业产生扰动，短期内结构性失业和摩擦性失业会有所上升，会引发短期有效需求不足。而有效需求不足会反作用于生产，掣肘经济结构调整速度，短期经济增长压力会有所凸显。因此，政府适度干预，弥补市场失灵，或可有效缓解新旧动能转换的阵痛。从解决就业角度考虑，我们认为，加码财政政策，直接扩内需的必要性和有效性相对较高，维持上文判断。

图表7：近期政治局会议、中央经济工作会议对比

	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	2023年中央经济工作会议
经济增长目标	努力完成全年经济社会发展目标任务；	坚定不移完成全年经济社会发展目标；	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；	持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长；
经济形势研判	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。	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。	主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。要增强忧患意识，有效应对和解决这些问题。
政策基调	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。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。	宏观政策要持续用力、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，及早准备并适时推出一批增量政策举措。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。要优化财政支出结构。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，促进社会综合融资成本稳中有降。	要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。	明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。
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，切实做好保交房工作，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、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。	积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。
地方政府债务风险化解		要完善和落实地方一视同仁化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险。	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既真正压降债务、又能稳定发展。	统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。
就业问题	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。	要强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业。	突出就业优先导向。	更加突出就业优先导向，确保重点群体就业稳定。
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。	

资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；政策效果不及预期。

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