

宏观经济 | 宏观点评

逆周期调节有望继续加力——2024年9月政治局会议点评



| 报告要点

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和经济工作。政治局会议首次在9月会议中部署经济工作，对经济的判断也更偏谨慎，传递了稳增长的决心，逆周期调节有望进一步加力加速。从会议的部署来看，货币与财政政策都有望加大逆周期调节力度，增量政策值得期待。此外，在防范化解重点领域风险取得积极进展的背景下，还需要继续关注在地产、资本市场方面防范风险。

| 分析师及联系人



方诗超

SAC: S0590523030001



王博群

SAC: S0590524010002

宏观点评

逆周期调节有望继续加力——2024年9月政治局会议点评

相关报告

- 1、《前置降息 50 基点正式开启降息周期——美联储 9 月议息会议点评》2024.09.20
- 2、《降息将至，美国经济何去何从？——美国经济深度观察》2024.09.17



扫码查看更多

➤ “不寻常”的会议时点：传递稳增长决心

政治局会议首次在 9 月会议中部署经济工作，传递了对经济工作的重视与稳增长的决心。政治局会议一般在 4、7、12 月的会议中讨论经济形势并部署经济工作，只有两次关于经济工作的会议时间是例外（2016 年 10 月与 2018 年 10 月）。今年在 9 月底召开的政治局会议中讨论经济工作安排，时间较此前两次例外的会议更早，表明了当下稳增长的紧迫性与决心，有助于提振市场信心。

➤ 经济形势判断：更偏谨慎

尽管本次会议和 7 月的政治局会议都提到了“经济运行总体平稳、稳中有进”，但本次会议明确指出，“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，对比 7 月政治局会议的“延续回升向好态势”的表述，9 月会议对宏观形势的判断更加谨慎。同时，在对年度经济目标的表述上，9 月会议提出“努力完成全年经济社会发展目标任务”，相较 7 月会议的“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，表达上也更为保守。

➤ 政策基调：逆周期调节加力加速

在稳增长压力有所加大的背景下，逆周期调节政策的力度有望在多方面加强，政策落地实施的速度也有望提升。会议明确指出要“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”，并且要“有效落实存量政策，加力推出增量政策”。对比 7 月会议的“及早储备并适时推出一批增量政策举措。”本次会议表述的稳增长决心更强，且在政策安排上更注重时效性。实际上，会议提到的一些稳增长措施已经在近日推出，逆周期调节政策的加力加速已经开启。

➤ 财政政策更加积极，关注增量政策

财政政策方面，会议要求“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”。这可能意味着，后续超长期国债与专项债的发行使用节奏或都将有所加快，提振基建、制造业投资与居民消费。另外，从“加力推出增量政策”的要求来看，进一步扩大赤字作为增量政策的可能性也不能排除。

➤ 货币政策有望进一步发力

货币政策方面，会议指出要“加大货币政策逆周期调节力度”，传递了货币政策可能更趋宽松的信号。实际上，9 月 24 日，央行已经宣布政策利率下降 20 个基点，降准 0.5 个百分点的安排。考虑到会议明确强调“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”，叠加近期美联储降息“靴子落地”拓宽货币政策操作空间，我们认为未来货币政策还有可能进一步加码，潘功胜行长也表示，“年底前根据相关情况还可能进一步降准 0.25 个到 0.5 个百分点”。

风险提示：政策与预期的不一致，地缘政治风险。

正文目录

1. 会议强调加强逆周期调节.....	4
1.1 “不寻常”的会议时点：传递稳增长决心.....	4
1.2 经济形势判断：更偏谨慎.....	4
1.3 政策基调：逆周期调节加力加速.....	5
2. 会议的具体政策安排.....	6
2.1 财政政策更加积极，关注增量政策推出.....	6
2.2 货币政策有望进一步加力.....	7
2.3 重点领域防风险关注地产与资本市场.....	7
3. 风险提示.....	11

图表目录

图表 1： 基建与制造业投资（季调）.....	6
图表 2： 商品房及住宅销售面积（季调）.....	8
图表 3： 近期中央政治局会议主要内容对比.....	10

1. 会议强调加强逆周期调节

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经济工作。政治局会议首次在9月会议中部署经济工作，对经济的判断也更偏谨慎，传递了稳增长的决心，逆周期调节有望进一步加力加速。

1.1 “不寻常”的会议时点：传递稳增长决心

政治局会议首次在9月会议中部署经济工作，传递了对经济工作的重视与稳增长的决心。

政治局会议一般在4、7、12月的会议中讨论经济形势并部署经济工作。从2012年12月到今年7月，只有两次关于经济工作的会议时间是例外，分别是在2016年10月与2018年10月。这两次会议都着重提到了经济运行中存在的一些问题以及应对措施：

- 2016年10月28日的政治局会议¹指出，“经济走势继续分化，地区、产业、企业之间增长情况差异较大，经济运行中的矛盾和问题仍然较多。”会议强调“要正视矛盾和问题，保持战略定力，按经济规律办事”。
- 2018年10月31日的政治局会议²提出，“当前经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。”对此会议给出指示，要“要高度重视，增强预见性，及时采取对策。”

从此前两次“补充”讨论经济工作的政治局会议情况来看，当经济运行面临稳增长压力时，可能会在4、7、12月以外的政治局会议中增加对经济工作的讨论与部署。而今年在9月底召开的政治局会议中讨论经济工作安排，时间较此前两次“补充”会议更早，表明了当下稳增长的紧迫性与决心，有助于提振市场信心。

1.2 经济形势判断：更偏谨慎

会议对经济形势的判断相较7月会议更偏谨慎。尽管本次会议和7月的政治局会议

¹ <https://news.12371.cn/2016/10/28/ARTI1477654118822256.shtml>

² <https://www.12371.cn/2018/10/31/ARTI1540981989079935.shtml>

都提到了“经济运行总体平稳、稳中有进”，但本次会议明确指出，“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，对比7月政治局会议的“延续回升向好态势”的表述，9月会议对宏观形势的判断更加谨慎。

同时，在对年度经济目标的表述上，9月会议提出“努力完成全年经济社会发展目标任务”，相较7月会议“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，表达上也更为保守。

1.3 政策基调：逆周期调节加力加速

在稳增长压力有所加大的背景下，逆周期调节政策的力度有望在多方面加强，政策落地实施的速度也有望提升。

会议明确指出要“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”，并且要“有效落实存量政策，加力推出增量政策”。对比7月会议的“加快全面落实已确定的政策举措”和“及早储备并适时推出一批增量政策举措。”本次会议表述的稳增长决心更强，且在政策安排上更注重时效性。

实际上，会议提到的一些稳增长措施已经在近日推出，逆周期调节政策的加力加速已经开启。比如，9月24日，中国人民银行行长潘功胜在国新办发布会上宣布³，降准0.5个百分点，并降低政策利率20个基点。当日，金融管理部门还发布一系列增量政策，包括降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例，创设支持股票市场稳定发展的新工具等。

3

https://www.gov.cn/zhengce/202409/content_6976178.htm#:~:text=%E9%99%8D%E6%81%AF%E5%8F%88%E9%99%8D%E5%87%86%EF%BC%81.%2024

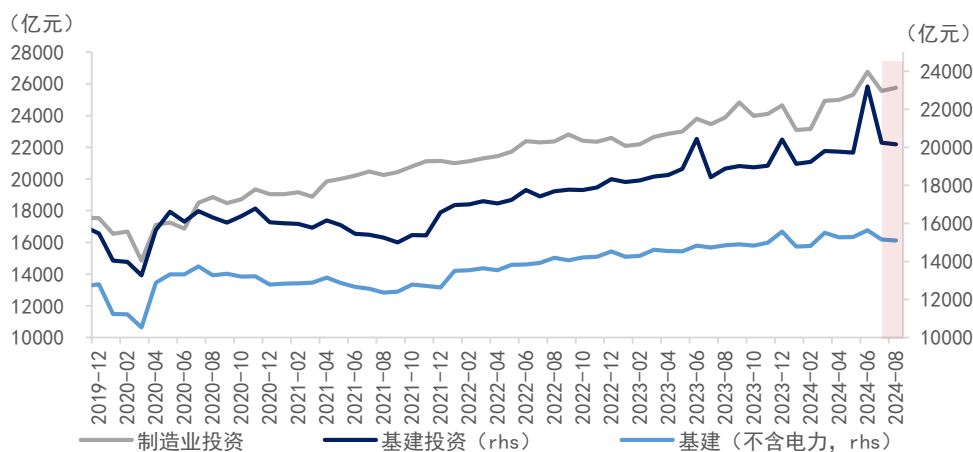
2. 会议的具体政策安排

从会议的部署来看，货币与财政政策都有望加大逆周期调节力度。财政政策方面，一些已经推出的稳增长措施或将加速落地生效，同时新举措也有望推出；货币政策方面，进一步的降准降息可能也仍有空间。此外，在防范化解重点领域风险取得积极进展的背景下，还需要继续关注在地产、资本市场方面防范风险。

2.1 财政政策更加积极，关注增量政策推出

财政政策方面，会议要求“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”。这可能意味着，后续超长期国债与专项债的发行使用节奏或都将有所加快，一方面对基建投资构成支撑，另一方面拉动制造业投资与居民消费。

图表1：基建与制造业投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

实际上，对于超长期特别国债资金的使用已经出现了一些加速的表现：9月23日至25日，国家发改委有关负责人在举办的系列专题新闻发布会上表示⁴，3000亿元的超长期特别国债资金已经全部下达到地方，支持大规模设备更新和消费品以旧换新，后

⁴ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202409/content_6976521.htm

续将“进一步加力推进落实”，推动补贴传递给消费者与经营主体。

另外，从“加力推出增量政策”的要求来看，在现有地方专项债限额范围内增加专项债发行、甚至发行国债或特别国债推动财政赤字进一步扩张的可能性或不能排除。

2.2 货币政策有望进一步加力

货币政策方面，会议的表述相较7月也更为积极。会议指出要“加大货币政策逆周期调节力度”，对比7月会议延续“稳健的货币政策”的基调，本次会议进一步传递了货币政策可能更趋宽松的信号。

实际上，9月24日⁵，央行已经宣布，7天期逆回购操作利率将进一步降至1.5%。这意味着政策利率将下降20个基点，预期贷款市场报价利率（LPR）、存款利率等将随之下行0.2个至0.25个百分点，央行已然实现了一轮全面降息。同时，央行还降准0.5个百分点。

更宽松的货币政策将有利于提振消费与投资，改善总需求。考虑到会议明确强调“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”，叠加近期美联储降息“靴子落地”拓宽货币政策操作空间，我们认为未来货币政策还有可能进一步加码。央行行长潘功胜也在9月24日⁶表示，“与国际上主要经济体央行相比，我国存款准备金率还有一定下调空间，年底前根据相关情况还可能进一步降准0.25个到0.5个百分点。”

2.3 重点领域防风险关注地产与资本市场

值得注意的是，本次会议指出“今年以来……防范化解重点领域风险取得积极进展”。并主要在地产市场及资本市场方面有了进一步的安排。对比而言，7月政治局会议是在地产市场、地方化债以及资本市场这三大领域部署了防风险工作。

地产政策方面，会议明确提出了“促进房地产市场止跌回稳”的目标。在具体举措的

⁵

https://www.gov.cn/zhengce/202409/content_6976178.htm#:~:text=%E9%99%8D%E6%81%AF%E5%8F%88%E9%99%8D%E5%87%86%EF%BC%81.%2024

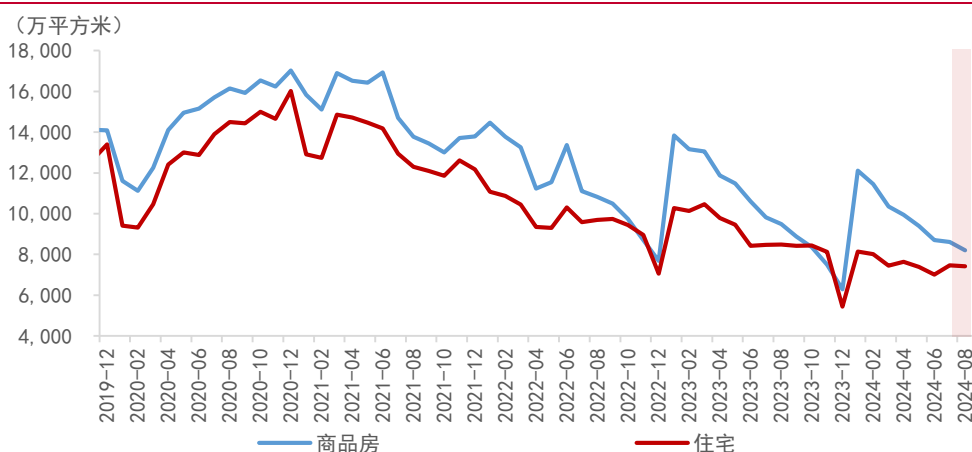
⁶

https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202409/content_6976071.htm#:~:text=%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E4%BA%BA%E6%B0%91%E9%93%B6%E8%A1%8C%E8%A1%8C%E9%95%BF%E6%BD%98%E5%8A%9F

安排上，会议提出“严控增量、优化存量”，与7月会议的“坚持消化存量和优化增量相结合”对比，对增量的控制可能会更为严格。同时，会议还提出要“调整住房限购政策”、“降低存量房贷利率”、“加大‘白名单’项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地”等。

其中，多项措施在近日已经有所推出。比如9月24日⁷，中国人民银行行长潘功胜宣布，降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在0.5个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由25%下调至15%。我们认为，在存量房贷利率已经下调、多地已经调整限购政策的背景下，后续地产政策可能更多在优化存量的角度发力。

图表2：商品房及住宅销售面积（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

对于资本市场的表述，会议从7月的“提升资本市场内在稳定性”调整为“努力提振资本市场”，表述更为积极，相关提振资本市场的措施与改革或将加速推进，包括“引导中长期资金入市”、“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”等。

实际上，关于资本市场的改革措施已经开始加速推出。据中国新闻网9月26日晚间

7

https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202409/content_6976050.htm#:~:text=%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E4%BA%BA%E6%B0%91%E9%93%B6%E8%A1%8C%E8%A1%8C%E9%95%BF%E6%BD%98%E5%8A%9F

消息⁸，近日中央金融办、中国证监会已联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，主要举措包括：1) 建设培育鼓励长期投资的资本市场生态；2) 大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展；3) 着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。

此外，本次会议未提及地方化债方面的问题。

⁸ <https://interview.chinanews.com/cj/2024/09-26/10293010.shtml#:~:text=%E5%8D%B3%E6%97%B6%20%E6%97%B6%E6%94%BF%20%E7%90%86%E8%AE%BA%20%E4%B8%9C>

图表3：近期中央政治局会议主要内容对比

主题	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
宏观形势	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。	经济运行总体平稳、稳中有进，延续回升向好态势，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……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。	经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善……开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势。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。
后续经济工作思路	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。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，进一步提高政策针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务……要支持经济大省挑大梁，更好发挥带动和支柱作用。	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……坚定不移完成全年经济社会发展目标任务……宏观政策要持续用力、更加给力。要加强逆周期调节。要切实增强宏观政策取向一致性……要继续发挥好经济大省挑大梁作用。	坚持乘势而上，避免前紧后松……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。	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。要优化财政支出结构，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	要加大财政货币政策逆周期调节力度……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。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……要以提振消费为重点扩大国内需求……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。	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。
消费	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。要培育新型消费业态。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。	要把提振消费作为重点扩大国内需求……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。	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、高品质消费需要。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。
外贸外资	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。	落实制造业领域外资准入限制措施“清零”要求，推出新一轮服务业扩大开放试点举措，促进利用外资企稳回升。要积极培育外贸发展新动能，拓展中间品贸易、绿色贸易。要扎实推进高质量共建“一带一路”。	要积极扩大中间品贸易、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。
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，进一步做好保交房工作，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
其他重点领域防风险	今年以来……防范化解重点领域风险取得积极进展	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	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。要加强低收入人口救助帮扶。	要强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业。要加强低收入人口救助帮扶，织密扎牢社会保障网。	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
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。	提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性	多措并举促进资本市场健康发展。
民营经济	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。	促进各种所有制经济优势互补、共同发展	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……支持民营企业拓展海外市场。

资料来源：中国政府网，新华社，国联证券研究所

3. 风险提示

政策与预期不一致：若政策落地时间与力度有所变化，则相关领域的增速可能不符合我们的预期。

地缘政治风险：如果出现地缘政治事件，则出口可能不符合我们的预期。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联证券可能会持有本报告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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼