



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

国庆长假接近尾声，但节后首日行将召开的国新办新闻发布会，似乎又让宏观的悬念再起。在9月22日发布的《节前的宏观悬念》报告中，我们曾提示节前宏观定调变化的可能性，而今靴子落地，市场在大涨后的走势更加依赖于这一转向后的宏观叙事。那么展望节后，宏观和政策层面有哪些可以捕捉的信号？结合十一长假期间的动态来看，我们认为有如下三点值得关注：

首先，从政策转向来看，这一轮自上而下的动员性要明显好于过往。如图1所示，与2008年以来几轮大的政策转向相比，当前无论是金融部门的“火力全开”，还是政治局会议的“非比寻常”，都缩短了从中央的决策部署到部委贯彻落实的时间差，鉴于历次政策转向都经历了金融部门向经济部委的接续，我们预计节后发改委的新闻发布会只是这一接续的开启，后续财政部等其他经济部委的新闻发布会也值得期待。

结合发改委节后首日预告的“系统落实一揽子增量政策”发布会，我们认为凸显了一个新的思路，即着力于修复居民、地方政府和企业的资产负债表，这一点实际上从金融部门对股市的提振，以及政治局会议关于房地产“止跌回稳”的表述已现端倪，只有这些微观主体在资产负债端不再做“减法”，更多的增量政策才能达到做“加法”的效果。

其次，政策发力能否稳住基本面，是市场预期持续改善的关键。从高频数据来看，节前的一系列政策利好确实有一定的脉冲效应，尤其体现在地产销售与消费层面（图2、图3）——这可能也是四季度经济最重要的抓手。

而且，有了股市的“加持”，这次消费发力的成色也许更值得期待。以史为鉴，股市上涨带来的财富效应通常有利于刺激居民消费或购房意愿，2007、2009、2015及2021年，中国经历了四次股市领先或同步于房价上涨的时期。今年9月20日至今，沪深300周度年化涨幅达20.8%，大幅高于四次历史均值2.0%，我们应对四季度消费回暖与房价企稳更乐观些。

最后，即便市场预期相对政策有所超前，我们认为也不必担心出现所谓的“刺激悬崖”。从四季度外部宏观环境来看，美联储降息周期确定性叠加美国大选的不确定性，意味着当前的国内的这轮政策转向既不会戛然而止，也不会一步到位。我们认为更有可能的情景是一个类似于“两步走”的策略，第一步即在美国大选的靴子落地前，利用美联储超预期降息的窗口期，以金融政策发力为主，辅之于财政加力稳定市场对于年内经济的预期；第二步是在大选落地后统筹明年的经济工作，以财政发力为主，辅之于货币宽松推动明年一季度经济企稳。从这个意义来说，衔接好两阶段财政政策的预期管理，也有利于资本市场在本轮大涨后更加平稳运行。

节前政策节奏并非是脉冲式，节后财政跟进是大概率事件，不过“重投资、轻消费”的传统模式或需要改变。近年来，财政发力模式表现为“重投资、轻消费”，财政支出多用于项目建设（尤其是基建），但随着规模的不断扩大，其边际效应进一步提升的空间也难免受限。反观消费方面，财政的“可施展空间”还很大——根据我们测算，财政端与消费挂钩的支出对GDP的撬动倍数为27.5倍，而与

## 相关研究

- 假期市场思考：A股还是美股？-2024/10/06
- 2.9月美国非农数据点评：“火热”非农的市场余波-2024/10/05
- 3.美国大选深度分析：哈里斯的“理想”与“现实”-2024/10/03
- 4.2024年9月PMI数据点评：超季节性回升的三条线索-2024/09/30
- 5.2024年8月工业企业利润点评：基数效应为利润增速“蒙上面纱”-2024/09/27

投资相关的支出对 GDP 的撬动倍数仅为 9.4 倍。因此，很有必要适当加大财政对消费的倾斜力度。

值得注意的是，近两年财政端消费相关支出对 GDP 的撬动作用略有下滑，核心原因可能有两点：一是财政支出“促消费”的途径还有待优化，“钱具体往哪投”、“钱怎么投”可能是后续财政支出往消费领域发力需要考虑的重点；二是居民消费力被房地产市场透支，再加上公共卫生事件的影响，造成社会有效购买力不足，所以即便是财政支出略有向消费倾斜之意，居民也变得“无动于衷”。当然，若财政对消费的支持“够量”，情况可能会发生转变。

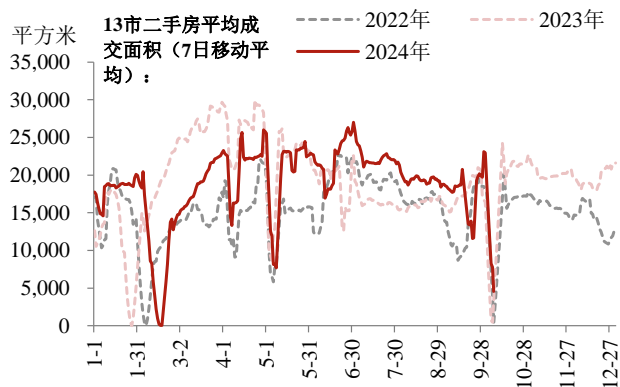
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：历史上的“政策密集期”，谁会“先行一步”？



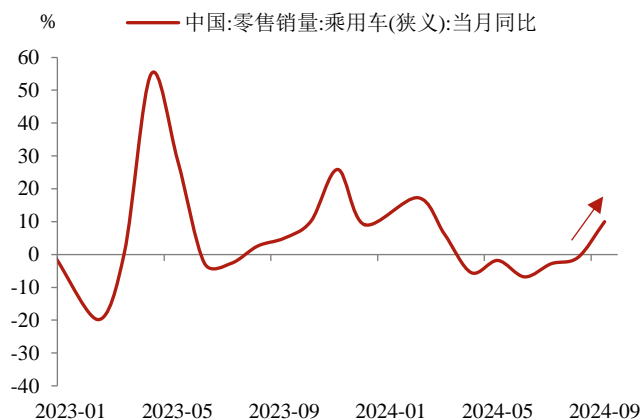
资料来源：中国政府网、新华社，民生证券研究院

图2：十一假期二手房成交面积高于 2022、2023 年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

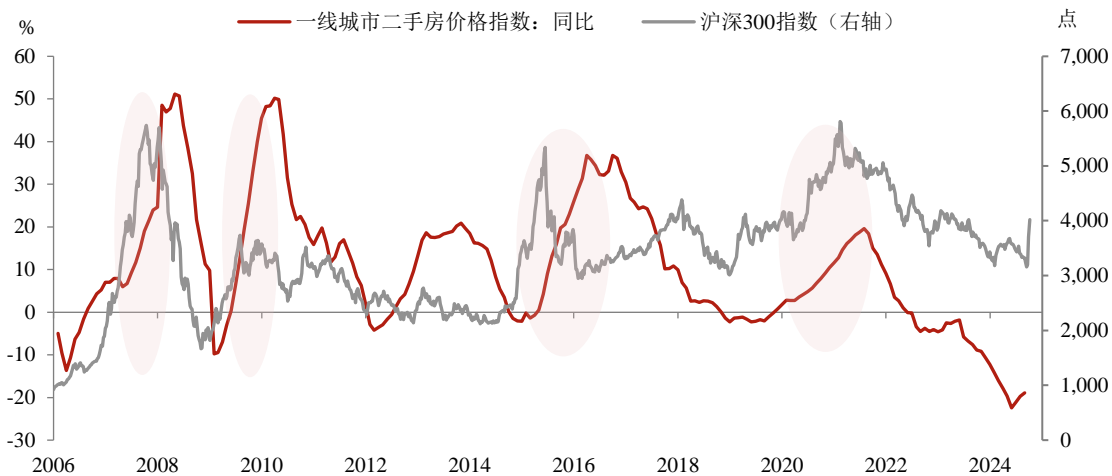
图3：9月乘用车销量同比增速有望转正



资料来源：wind，乘联会，民生证券研究院

注：2024年9月数据截至9月22日

图4：历史上股市与楼市同涨的时期



(单位：%)	沪深300累计上涨	平均7日年化涨幅	房价同比高点	股市拐点领先房价拐点
2006.8-2007.10	350.0	2.5	51.1	基本同步
2009.1-2009.8	105.6	2.1	50.2	约4个月
2014.11-2015.6	112.7	2.2	36.8	约5个月
2020.4-2021.2	56.4	1.1	20	基本同步
历史均值	156.2	2.0	39.5	
2024.9.20至今	25.5	20.8	--	--

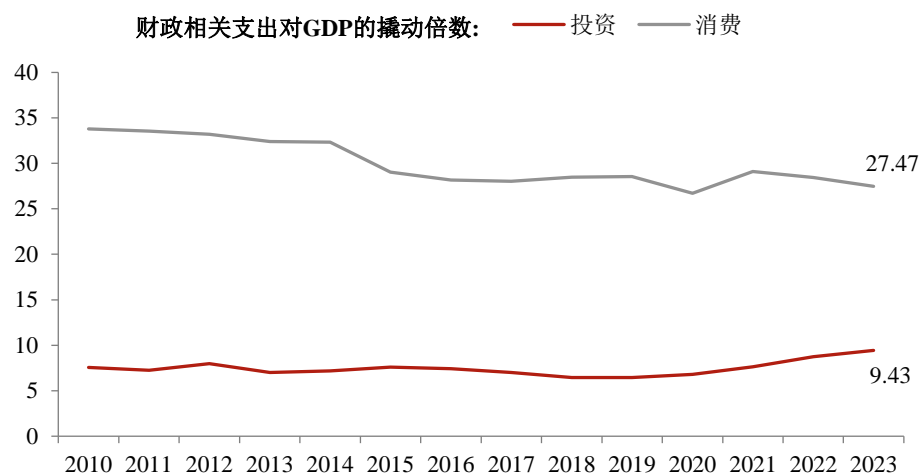
资料来源：wind，民生证券研究院

注：“房价同比高点”指该轮房价上涨周期中一线城市二手房价格指数同比的最高读数；沪深300累计上涨为区间内指数最高点相对最低点的涨幅。

**图5：财政支出中用于不同领域的资金对 GDP 的撬动作用测算**

		财政支出中用于不同领域的资金对 GDP 的撬动作用					
编号及注释		2018	2019	2020	2021	2022	2023
①【此表格中财政支出特指一般公共预算支出及政府性基金支出】	财政支出中与投资相关的占比	47.16%	46.56%	41.38%	41.72%	37.10%	35.49%
②	财政支出与资本形成总额的比例	74.89%	77.46%	82.75%	72.42%	70.85%	70.87%
③	GDP中资本形成总额的占比	44.0%	43.1%	42.9%	43.3%	43.5%	42.1%
④=1/ (①*②*③)	<b>投资相关财政支出对GDP的撬动倍数</b>	<b>6.44</b>	<b>6.44</b>	<b>6.81</b>	<b>7.64</b>	<b>8.75</b>	<b>9.43</b>
⑤	财政支出中与消费相关的占比	10.67%	10.51%	10.55%	10.96%	11.41%	12.19%
⑥	财政支出与最终消费支出的比例	59.57%	59.81%	64.86%	57.94%	57.85%	53.60%
⑦	GDP中最终消费支出的占比	55.3%	55.8%	54.7%	54.1%	53.2%	55.7%
⑧=1/ (⑤*⑥*⑦)	<b>消费相关财政支出对GDP的撬动倍数</b>	<b>28.46</b>	<b>28.53</b>	<b>26.72</b>	<b>29.11</b>	<b>28.45</b>	<b>27.47</b>

资料来源：Wind，民生证券研究院

**图6：财政端与消费相关的支出，其对 GDP 的撬动作用更明显**


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026