

## 经济增速延续放缓，增量政策效果初现

——2024年三季度宏观经济及大类资产配置分析与展望



联络人

作者：  
中诚信国际 研究院

执行院长 袁海霞  
hxyuan@ccxi.com.cn  
研究员 张林  
lzhang01@ccxi.com.cn  
研究员 王晨  
chwang01@ccxi.com.cn  
研究员 张文宇  
wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn



相关报告

内需走弱仍待缓解，风险偏好有待提升  
——2024年上半年宏观经济及大类资产配置分析与展望

GDP增速超预期但供需失衡加剧，关注大类资产配置的结构性能机，2024年一季度

2024年中国经济：稳与进、破与立中寻求再平衡——2023年宏观经济及大类资产配置分析与2024年展望

如需订阅研究报告，敬请联系  
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731;  
gzhaoc@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn



主要观点

## ■ 前三季度经济增速边际放缓，9月当月产需指标有所改善

今年以来中国经济稳中趋缓，前三季度GDP同比增长4.8%，较上半年回落0.2个百分点，三季度同比增长4.6%，较二季度回落0.1个百分点。其中最终消费对经济增长的贡献率显著回落，是经济增长放缓的主因。7月政治局会议提出宏观政策应当“持续用力、更加给力”，9月一揽子增量政策密集出台，专项债加快发行，9月当月工业增加值、服务业生产指数、社零额、制造业投资等产需指标均边际回升。总体来看，三季度供需失衡的基本格局延续，终端需求偏弱持续向生产端传导。

## ■ 四季度宏观经济与政策展望

全年“保五”仍有压力，但也有增量支撑。前三季度GDP同比增长4.6%，四季度需要增长5.4%以上才能实现5%的预期目标。在保五的压力之中，外部压力主要体现为短期内仍存在美西方加征关税的扰动，中长期内则存在美西方推动的产能替代和转移，出口的扰动也将对国内制造业的投资和生产形成压力。内部压力则体现在多个方面，包括供需失衡矛盾难以短期缓解；名义增速依然偏低，微观的体感依然偏冷；经济运行的整体效率边际走低；价格偏低制约企业利润修复和投资意愿等。面对上述压力，9月以来一揽子增量政策密集出台，当月多数经济指标边际好转，从10月以来的高频数据来看，中诚信国际高频宏观经济指数（CHIM）也呈波动回升态势，其中生产、消费、出口均有回升。

展望四季度，由于可用的财政支出金额空间约达5万亿，保五的增量支撑或主要来自财政支出加快与基建投资回升。总体上来看，一揽子增量政策有助于加快各部门的资产负债表修复节奏，推动经济修复斜率的抬升，但各项政策措施仍有待加快落地并推动政策效应释放，预计四季度经济增速或约为5.3%左右。

## ■ 四季度大类资产配置与展望

前三季度股票市场止跌转涨，9月中下旬政策刺激下大幅反弹；债市收益率中枢逐季下行，三季度波动有所加大，临近9月末受央行宣布两项新工具支持资本市场、市场风险偏好抬升等因素影响，收益率快速上行；大宗商品整体上涨但结构分化，贵金属、有色指数涨幅较高，受美联储降息、地缘政治冲突持续等因素影响，黄金价格突破历史新高；非金属建材、煤焦钢矿指数表现不佳。

后续看，稳增长政策陆续出台或利好股票市场，但也很难出现类似于9月底强势反弹的走势，建议关注前期深度调整但业绩较为稳定以及受益于政策利好的行业；债市收益率较难突破9月低点，关注“强政策”与“弱基本面”的博弈，收益率低点可止盈；从大宗商品看，原油价格在供给端存在不确定性下或呈区间波动走势，建议逢低增配；短期内黄金或围绕美联储降息节奏、幅度等博弈，考虑到当前黄金价格较高，建议继续持有黄金并保持观望。

## 一、前三季度经济增速边际放缓，9月当月产需指标有所改善

前三季度中国经济稳中趋缓，GDP同比增长4.8%，较上半年回落0.2个百分点，三季度同比增长4.6%，较二季度回落0.1个百分点。从增长动力来看，最终消费对经济增长的贡献率显著回落，是经济增长边际放缓的主因。具体来看，前三季度经济运行呈现出多重主要特征：一是增长贡献率有所变化，名义增速依然低于实际增速；二是生产端仍具韧性，高技术制造业与现代服务业保持较快增长水平；三是房地产开发投资出现止跌企稳迹象，但依然位于深度收缩区间；四是广义基建投资和狭义基建投资（不含电力）继续背离，制造业投资保持高位水平；五是“以旧换新”拉动耐用品消费升温，出口增速偏强外需仍好于内需；六是通缩压力仍需警惕，价格偏低对企业利润的改善形成制约；七是政府债融资仍是社融的主要支撑，M2增速触底回升。随着前期政策效应释放以及一揽子增量政策密集出台，9月当月多数经济指标边际好转。

表1 2024年三季度中国宏观经济核心指标一览表

	2024							2023		同比变化
	2024年两年复合	Q3	9月当月	8月当月	7月当月	Q2	Q1	2023年	Q3	
GDP（当季同比，%）	4.7	<b>4.6</b>	-	-	-	4.7	5.3	0.0	<b>4.9</b>	↓
GDP（累计同比，%）	5.0	<b>4.8</b>	-	-	-	5.0	5.3	0.0	<b>5.2</b>	↓
工业增加值（%）	4.9	<b>5.8</b>	5.4	4.5	5.1	6.0	6.1	4.6	<b>4.0</b>	↑
服务业生产指数（%）	6.4	<b>4.9</b>	5.1	4.6	4.8	4.9	5.5	0.0	<b>7.9</b>	↓
投资（累计同比，%）	3.2	<b>3.4</b>	3.4	3.4	3.6	3.9	4.5	0.0	<b>3.1</b>	↑
制造业投资	7.7	<b>9.2</b>	9.2	9.1	9.3	9.5	9.9	0.0	<b>6.2</b>	↑
房地产投资	-9.6	<b>-10.1</b>	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-9.5	0.0	<b>-9.1</b>	↓
基建投资（不含电力）	5.1	<b>4.1</b>	4.1	4.4	4.9	5.4	6.5	0.0	<b>6.2</b>	↓
基建投资	8.9	<b>9.3</b>	9.3	7.9	8.1	7.7	8.8	8.2	<b>8.6</b>	↓
民间投资	-0.4	<b>-0.2</b>	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.5	0.0	<b>-0.6</b>	↑
社零额（同比，%）	5.0	<b>3.3</b>	3.2	2.1	2.7	3.7	4.7	7.2	<b>6.8</b>	↓
出口：（%，美元）	-0.9	<b>4.3</b>	2.4	8.7	7.0	3.6	1.5	0.0	<b>-5.8</b>	↑
进口：（%，美元）	-2.8	<b>2.2</b>	0.3	0.5	7.2	2.0	1.5	0.0	<b>-7.6</b>	↑
贸易顺差（亿美元）	-	<b>6895</b>	817.1	910.2	846.5	4349.9	1836.6	0.0	<b>6224.5</b>	↑
CPI（同比，%）	0.3	<b>0.3</b>	0.4	0.6	0.5	0.1	0.0	0.0	<b>0.4</b>	↓
PPI（同比，%）	-2.6	<b>-2.0</b>	-2.8	-1.8	-0.8	-2.1	-2.7	0.0	<b>-3.1</b>	↑
M2：同比（%）	8.5	<b>6.8</b>	6.8	6.3	6.3	6.2	8.3	0.0	<b>10.3</b>	↓
新增社会融资规模（亿元）	-	<b>256600</b>	37604.0	30298.0	7708.0	181000.0	129300.0	355875	<b>293298</b>	↓

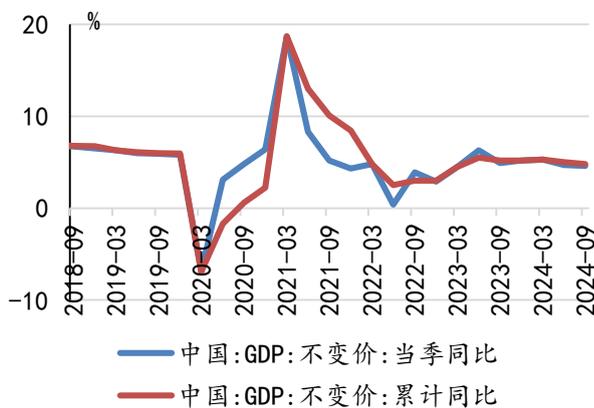
（注：↓、↑分别代表2024三季度相比上年同期的回落与提升）

## （一）增长贡献率有所变化，名义增速依然低于实际增速

消费对经济增长的贡献边际走弱，净出口增长贡献率显著抬升。今年一季度 GDP 同比增长 5.3%，二季度同比增长 4.7%，三季度同比增长 4.6%。当季名义 GDP 同比已经连续 6 个季度低于实际增速。从复合增速来看，前三季度 GDP 两年复合增速为 5%，第三季度的两年复合增速为 4.7%。从三大需求来看，前三季度最终消费的增长贡献率相较前值下行 10.6 个百分点至 49.9%，相较一季度则下行了 23.8 个百分点，最终消费的增长贡献率下行也是经济增速下行的主要原因。资本形成总额的增长贡献率总体稳定，前三年季度为 26.3%，较上半年小幅提升 0.7 个百分点。受益于出口边际改善，前三季度货物与服务净出口的增长贡献率显著上行，从二季度的 13.9% 上行至 23.8%，外需偏强对内需偏弱形成了一定补充。

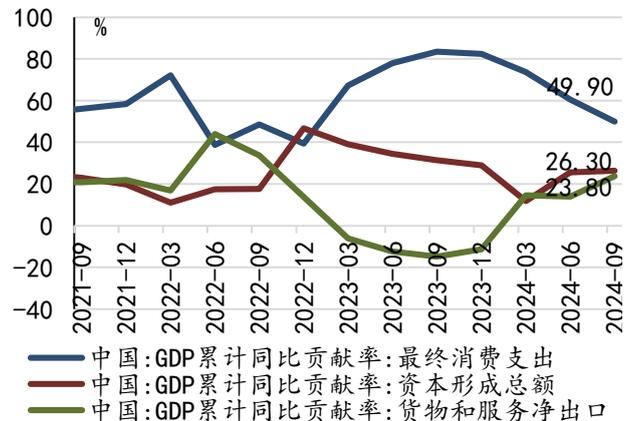
名义增速低于实际增速背景下一揽子增量政策密集出台，9 月产需指标呈现边际回升。三季度名义 GDP 增速依然偏低，三季度名义 GDP 同比增长 4.04%，仍位于低位水平继续低于实际同比增速，此外 GDP 平减指数已经连续 6 个季度为负，“体感温度”或更能反映经济现实。7 月政治局会议提出宏观政策应当“持续用力、更加给力”，特别国债加大了对于“两新”、“两重”的支持力度，9 月以来一揽子增量政策更是密集出台，专项债也加快发行，9 月当月工业增加值、服务业生产指数、社零额、制造业投资等产需指标均边际回升。总体上来看，前三季度经济运行体现出内需偏弱向生产端持续传导，增量政策应需加快落地，政策效应仍需加快释放。

图 1：GDP 同比增速放缓



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：最终消费的增长贡献率边际下行



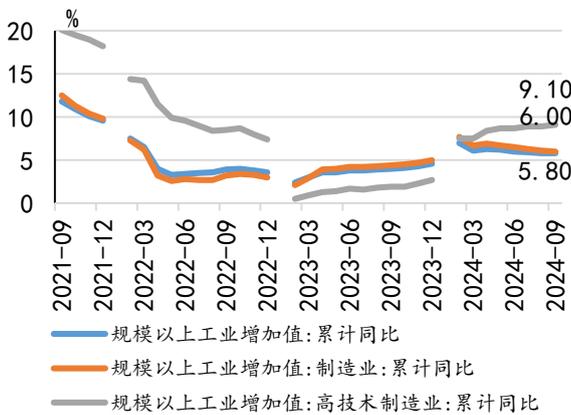
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## （二）生产端仍具韧性，高技术制造业与现代服务业保持较快增长水平

高技术制造业与装备制造业增加值增长仍偏强，9月工业生产边际回升。1-9月工业增加值同比增长5.8%，较上半年回落0.2个百分点。9月当月工业增加值同比增长5.4%，较8月回升0.9个百分点。从行业来看，9月高技术制造业增加值同比增长10.1%，较上月加快1.5个百分点；汽车制造业增加值同比较上月加快0.1个百分点，为4.6%，电器机械及器材制造业工业增加值较上月上升3.5个百分点，为6.1%，在7月份安排3000亿元超长期特别国债资金加力支持下，“两新”政策效应持续释放。高技术制造业及运输设备、汽车制造、电器机械及器材制造业等装备制造行业增加值依然保持较快增长且均较8月有所回升，也是带动9月工业增加值边际改善的重要助力。

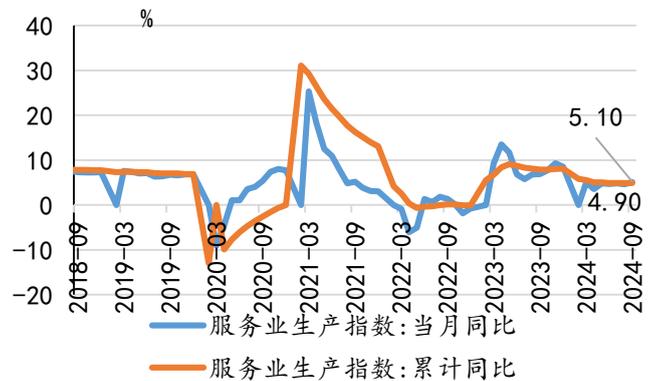
服务业生产指数较年初边际走弱，现代服务业保持较高增速。前三季度服务业生产指数同比增长4.9%，与上半年持平，但低于一季度的5.5%，9月服务业生产指数同比增长5.1%，较上月回升0.5个百分点。现代服务业增长较快，前三季度信息传输软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业同比分别增长11.3%、10.1%，均位于两位数的增速水平。9月份，信息传输软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业、金融业生产指数同比分别增长11.4%、9.7%和6.5%，继续保持较高增速水平。

图3：工业增长保持韧性



数据来源：Wind,中诚信国际整理

图4：9月服务业生产边际改善



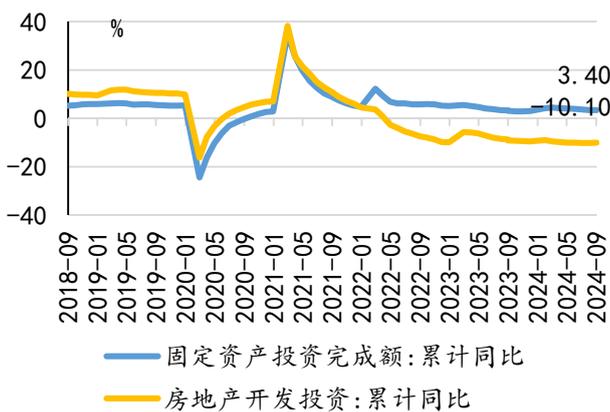
数据来源：Choice,中诚信国际整理

### （三）房地产开发投资出现止跌企稳迹象，但依然位于深度收缩区间

房地产开发投资降幅年内首现收窄，商品房销售面积、销售额同比降幅双双收窄，9月以来稳地产新政政策效果仍待释放。1-9月房地产开发投资同比-10.1%，较1-8月小幅收窄0.1个百分点，今年以来首次出现增速回升，仍位于深度收缩区间，拖累固定资产投资下行至3.4%，较前值回落0.5个百分点。从新开工来看，房屋新开工面

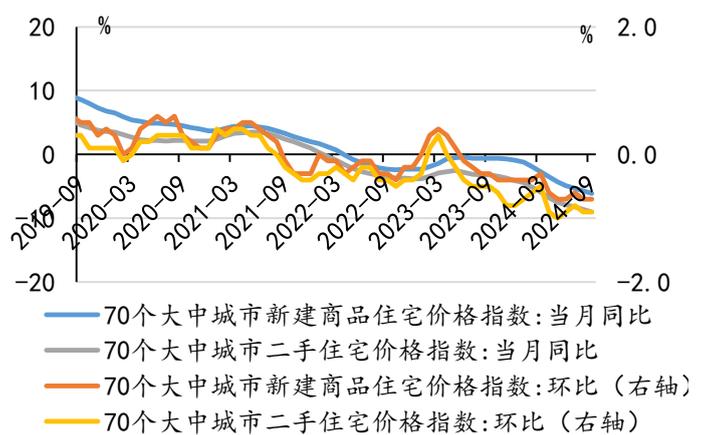
积累计已经连续 17 个月位于-20%以下的低位区间。从销售来看，商品房销售面积和销售额同比跌幅降幅边际收窄，但降幅仍大，稳地产仍在路上。从价格来看，房价目前仍在下降通道，大中城市新建商品住宅与二手住宅价格依然在下行，9月70大中城市新建商品住宅价格指数同比和二手住宅价格指数同比分别为-6.1%和-9%，降幅均较8月扩大。近来一系列促进房地产止跌回稳的政策措施正在推动房地产企稳方面发挥积极作用，9月初至10月22日，30大中城市商品房成交面积和100大中城市成交土地占地面积均边际回升，二手房挂牌量指数边际回升，但二手房挂牌价指数延续此前回落走势、逐周放缓。总体来看，当前房地产市场尚处于深度调整期，尤其是二手房市场仍存在房东降价抛售、以价换量的情况，9月房地产新政政策效果仍待释放。

图 5：房地产投资仍处于深度收缩区间



数据来源：Wind,中诚信国际整理

图 6：房地产价格仍处于下行通道



数据来源：Choice,中诚信国际整理

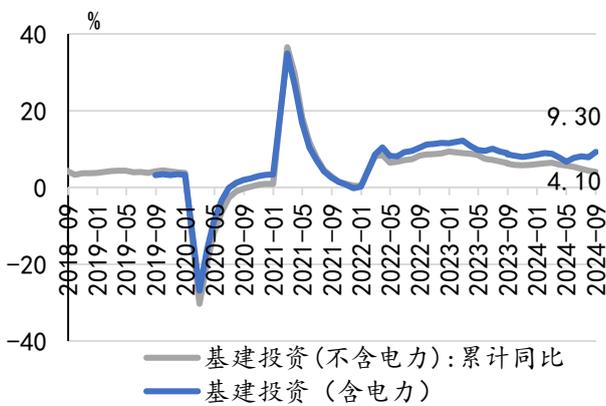
#### （四）广义基建投资和狭义基建投资延续背离，制造业投资保持高位水平

基建投资（不含电力）边际回落，广义基建投资与狭义基建投资延续背离。1-9月基建投资（不含电力）同比增长4.1%，较1-8月回落0.3个百分点，触及2022年初以来的最低增速。今年以来，广义基建投资和狭义基建投资增速持续背离，1-9月广义基建投资同比增长9.3%，高于1-8的7.9%，同期电网基本投资增速高达21.14%，或也体现出设备更新政策在能源及电力设备领域的拉动作用。后续随着地方债加快发行以及前期发行的专项债资金进一步转化为实物工作量，预计基建投资企稳回升仍有支撑。

大规模设备更新政策持续显效发力，制造业投资保持较快增长。设备更新和以旧换新政策效应释放，加之出口的加持，1-9月制造业投资累计同比增长9.2%，较1-8

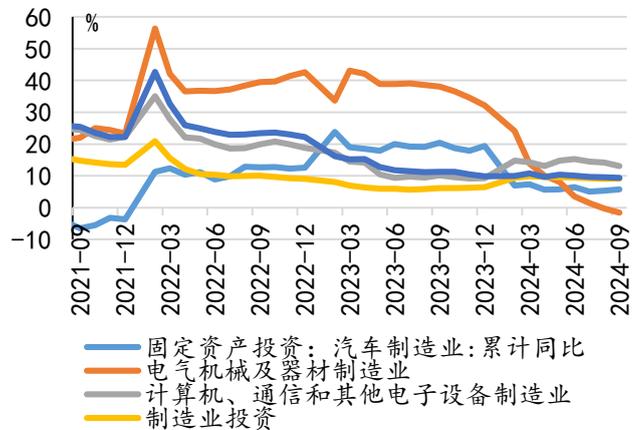
月回升 0.1 个百分点。从行业来看，高技术制造业投资同比增速为 9.4%，高于制造业投资整体增速水平，对制造业投资起到带动作用，制造业投资结构持续优化。9 月通用设备制造以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等部分装备制造业投资累计增速均较前值有所加快，对制造业投资增也产生积极拉动作用此外。此外，随着政策落地显效反映设备更新的设备工器具购置投资增速较快，1-9 月同比增长 16.4%。未来，在政策效果持续释放等有利因素支撑下，制造业投资或将保持较快增长。

图 7：基建投资（不含电力）增速放缓



数据来源：Wind,中诚信国际整理

图 8：制造业投资保持较高增速水平



数据来源：Choice,中诚信国际整理

### （五）“以旧换新”拉动耐用品消费升温，出口增速偏强外需仍好于内需

9 月社会消费品零售总额（社零额）同比边际回升，但自年初以来整体有所走弱，消费企稳的基础还有待政策加力呵护。1-9 月，社会消费品零售总额（后简称“社零额”）同比增长 3.3%，较前值回落 0.1 个百分点。7 月以来消费品“以旧换新”政策持续发力，9 月社零额同比增长 3.2%，较上月加快 1.1 个百分点。从消费结构来看，受消费品“以旧换新”政策带动，商品消费中，汽车、家电等大宗消费增长均边际回升；暑期出行旺季结束，与居民出行和服务消费相关的交通运输、住宿餐饮等行业活跃度有不同程度下降，1-9 月餐饮收入为 6.2%，较 1-8 月回落 0.4 个百分点，1-9 月服务消费同比较前值回落 0.2 个百分点，为 6.7%。此外，2024 年前三季度食品烟酒消费在居民支出中的占比为 30.1%，较 2023 年提升 0.3 个百分点，消费降级和消费下沉的现象依然存在，终端消费的提振并非一时之功。后续来看，当前居民消费信心和消费能力仍偏弱，8 月消费者信心指数已降至 85.8，为历史较低水平，此外居民人均可支配收入同比延续二季度以来的回落走势，1-9 月居民人均可支配收入同比增长

4.9%，较上半年回落0.4个百分点，消费支出的回落幅度更大，1-9月居民人均消费支出实际累计同比增长5.3%，较上半年回落1.4个百分点。

前三季度延续了上半年外需好于内需的格局，外需承压、9月出口边际回落。前三季度来看，受去年较低基数影响以及在消费电子行业周期性上行、“抢出口”带动下，以美元计价出口金额累计同比增长4.3%，较上年末大幅提升。从全国出口重点商品的量值关系来看，多数商品出口数量增速显著强于出口金额增速，量的增长是今年以来出口增速提升的主要支撑。或受天气等短期因素扰动以及外需放缓影响，9月出口同比增长2.4%，增速较前值大幅回落6.3个百分点。后续在欧美加征关税、美国大选对全球经济带来的不确定性加大等背景下，四季度我国出口增速承压加大。

图9：服务消费边际走弱

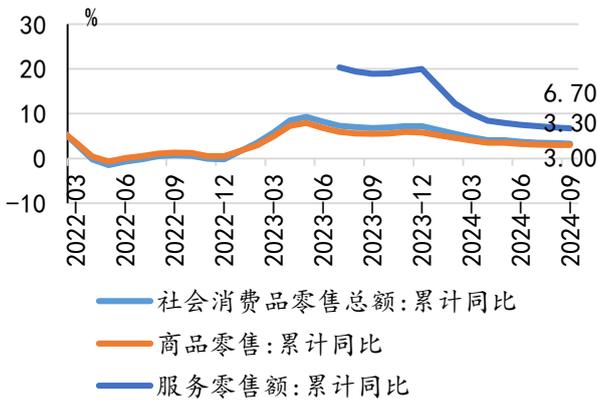
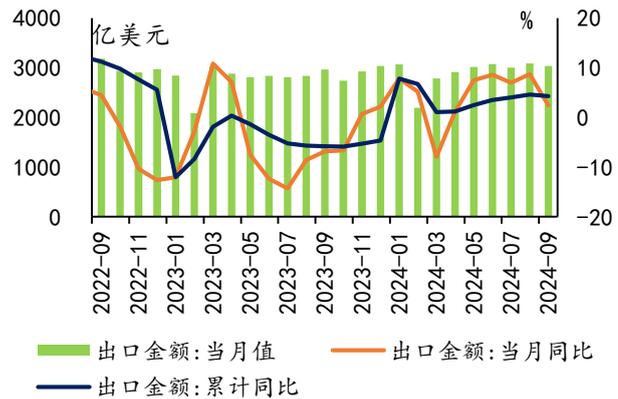


图10：出口保持较高增速水平



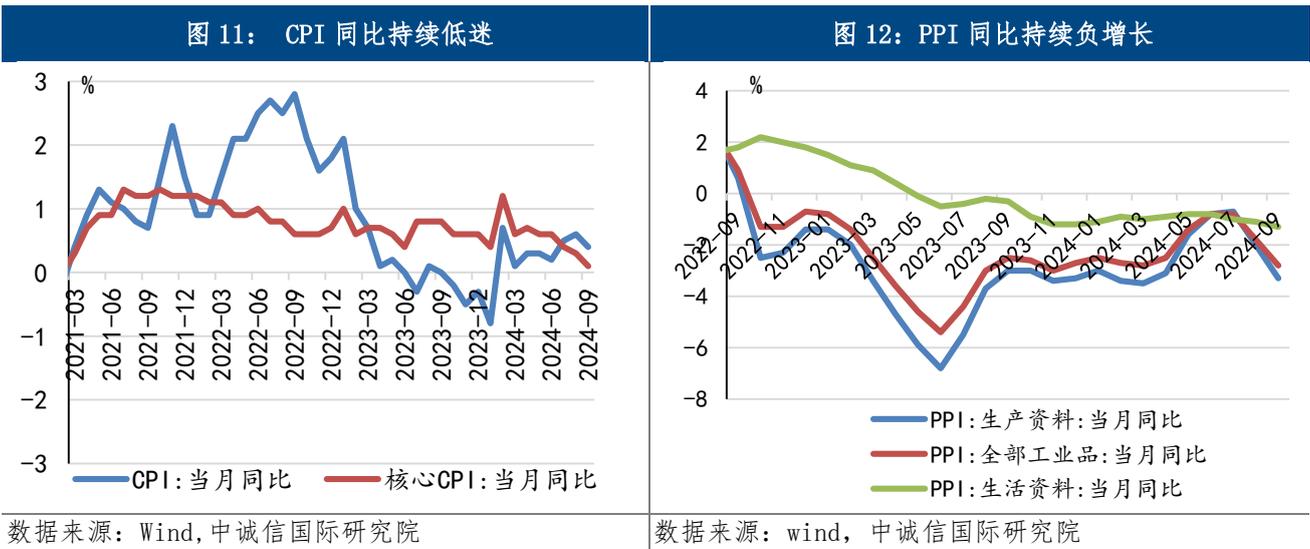
数据来源：Wind,中诚信国际整理

数据来源：Wind,中诚信国际整理

## （六）通缩压力仍需警惕，价格偏低对企业利润的改善形成制约

CPI延续低位运行，价格水平呈现出一定通缩特征。9月份，CPI同比上涨0.4%，较上月下降0.2个百分点，环比持平上月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比为0.1%，为2021年3月以来低点。前三季度，CPI同比企稳回升，但持续在0左右的低位徘徊。1-9月CPI同比仅增长0.3%，较上半年小幅回升0.2个百分点，但仍位于低位。后续随着生猪产能的持续调整、传统消费旺季到来，猪肉价格仍有韧性，对食品价格带来一定支撑，不过随着极端天气影响弱化、秋季果蔬上市，农产品供给增加，鲜菜、鲜果价格难以出现持续上行。全球经济增长偏弱、需求放缓，原油等国际能源价格或将继续回落，预计年内CPI或在1%以下的低位区间运行。

PPI 同比降幅扩大，企业的盈利水平仍受到一定制约。9 月 PPI 环比下降 0.6%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点，同比下降 2.8%，降幅较上月扩大 1.0 个百分点。1-9 月，PPI 同比下降 2%，降幅较上半年小幅收窄 0.1 个百分点，持续处于负增长区间。结合企业利润来看，9 月当月工业企业利润同比下降 27.1%，降幅较上月扩大 9.3 个百分点，“价”仍是企业利润修复的重要制约。后续仍需警惕通缩压力，避免物价下行沿着利润-投资-就业-收入-消费链条负面传导。

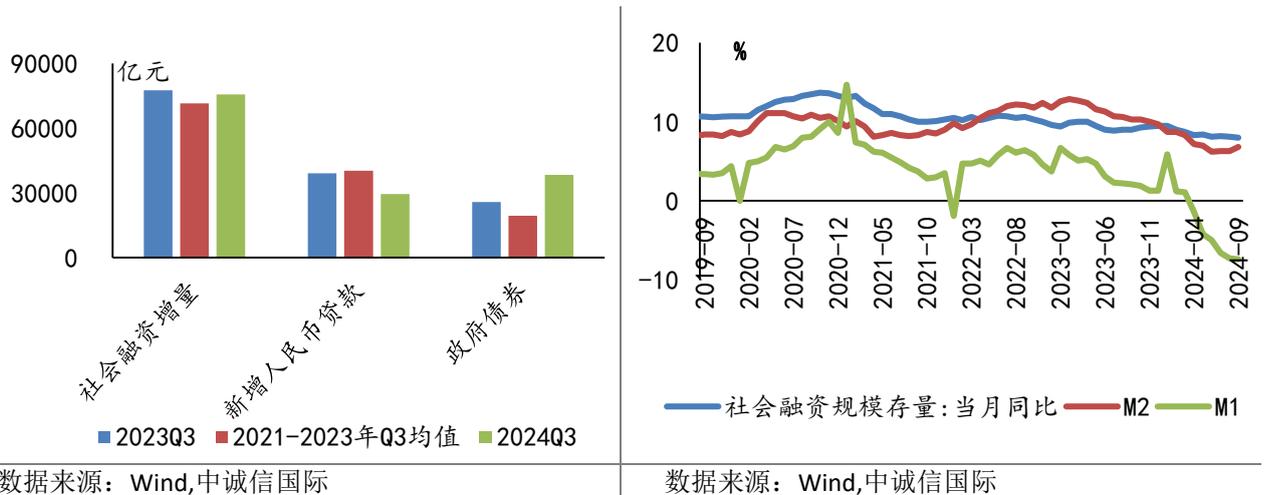


### (七) 政府债融资仍是社融的主要支撑，M2 增速触底回升

政府债券净融资支撑三季度及 9 月新增社融，M1 同比降幅扩大但下滑速度放缓，M2 增速企稳回升。2021-2023 年三季度新增社融均值为 7.15 万亿，其中，新增人民币贷款均值为 4.04 万亿，政府债融资净额均值为 1.94 万亿，而 2024 年三季度上述数据分别为 7.56 万亿、2.94 万亿和 3.84 万亿。从 9 月当月来看，2021-2023 年，9 月新增社融均值为 3.52 万亿，其中，新增人民币贷款均值为 2.30 万亿，政府债融资净额均值为 7847 亿元，而 2024 年 9 月上述数据分别为 3.76 万亿、1.97 万亿和 1.54 万亿。这些数据体现出今年以来政府债融资仍是新增社融的主要支撑。9 月 M2 同比增速为 6.8%，较上月上升 0.5 个百分点，呈现企稳回升态势。M1 同比增速为 -7.4%，较上月下降 0.1 个百分点，M1 增速已经连续 6 个月为负，显示资金活化程度仍较为疲弱。

图 13: 三季度政府债带动新增社融高于前三年均值

图 14: 9 月 M1 增速进一步下探，M2 增速回升



## 二、四季度宏观经济与政策展望

供需失衡的基本矛盾尚未根本缓解，前三季度 GDP 同比增长 4.8%，全年经济增长“保五”仍有压力。同时，拖累需求改善的内外压力也持续存在。从外部环境看，全球地缘冲突持续加剧，欧美在“去风险”框架下针对中国出口不断施压。从内部环境看：供需失衡的矛盾难以短期缓解，居民消费倾向尚未恢复至常态；经济运行的效率有所走低，资本和劳动要素的边际效率边际下行；房地产投资持续收缩对于固定资产投资形成拖累，房价下行带来的财富缩水效应压低居民预期；价格水平偏低对于企业利润修复形成制约，实际利率偏高也不利于企业投资意愿的改善。但是，全年“保五”同样也存在增量支撑，增量支撑或主要来自财政支出加快与基建投资回升，特别是随着一揽子增量政策落地见效，有助于加快微观主体资产负债表修复，我们预期四季度中国经济增速或能达到 5.3% 左右。

### (一) 全年“保五”仍有压力，但也有增量支撑

四季度需要增长 5.4% 以上才能实现全年 5% 的增速目标，制约四季度 GDP 增速回升的压力也依然存在。从外部环境来看，美国及欧盟对于我国新能源汽车、光伏、锂电池等重点出口产品的限制持续存在，全球 PMI 走势也体现出全球制造业需求有一定的走弱趋势。此外，美国大选带来的不确定性也依然存在，特别是特朗普的竞选纲领中贸易保护与制造业回流是重要施政目标，可能会进一步激化中美之间的贸易冲突。从内部环境来看：一是供需失衡的矛盾依然难以短期缓解，而最终消费又受到财富缩水、可支配收入增速边际走低等因素影响难以短期扭转。2024 年三季度居民边际消费倾向约为 66%，相较 2019 年同期约低 2 个百分点。二是经济运行的效率边际走低，其

中作为基本要素的资本和劳动要素边际效率走低，每1元新增货币供给带来的新增GDP，已经由2011年的0.6元下行至2024年前三季度的0.22元。三是名义增速依然偏低，前三季度名义GDP同比增长4.06%，持续低于实际GDP同比，微观主体的体感依然偏冷。价格水平偏低不仅直接制约企业利润的修复，也带来实际利率水平偏高，制约了货币政策的效果以及企业的投资意愿。此外，房地产持续下行依然是拖累固定资产投资以及居民消费的重要因素，特别是房地产价格持续下行对各部门带来的紧缩效应依然不容忽视。

但是，全年经济增速“保五”也依然有增量支撑。除一揽子增量政策效果将在四季度有所释放之外，四季度经济增速边际回升的增长动能或主要来自财政支出加快与基建投资回升。根据10月12日财政部新闻发布会的相关表述，四季度各地共有2.3万亿元专项债券资金可安排使用，为了达到预算目标国债和调入资金的规模约可达到2.4万亿，再加上提前下达的中央预算和“两重”项目资金约为0.2万亿，四季度可供落地使用的财政支出空间约达5万亿。根据实际GDP规模来推算，四季度新增GDP达到3.5万亿元，就可以达到当季同比增长5.4%。

## （二）增量政策有助于加快资产负债表修复，政策效应仍需加快释放

三中全会后逆周期调节力度再次加大，“一揽子增量政策”措施逐渐发力见效并与此前的已出台的稳增长政策形成合力。三中全会后，7月政治局会议认为经济运行的“不利因素在增多，新旧动能转换存在阵痛”，重申“增强宏观政策取向一致性”，提出“宏观政策要持续用力、更加给力”，“及早储备并适时推出一批增量政策举措”，9月以来各项增量政策密集出台。从政策工具角度来看，货币政策、金融政策、财政政策等领域皆有增量措施出台。具体来看主要包括以下方面：

**在货币与金融政策方面：**一是降准降息，9月27日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，公开市场7天期逆回购操作利率由1.7%下调至1.5%，10月21日1年期及5年期以上LPR较上月下降25个基点至3.1%与3.6%，为今年以来最大降幅。二是降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，10月25日起各大商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，平均降幅约为0.5个百分点。三是创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，即证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款，为非银金融机构、上市公司、大股东提供低成本资金增持股票，由以往

的“动口”指导转向向股市提供流动性直接进行“动手”干预，其中股票回购增持再贷款于10月18日正式落地推出。

在财政政策方面，财政部在10月12日的新闻发布会上提及四大举措：一是加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务。二是发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升抵御风险和信贷投放能力，服务实体经济发展。三是叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。四是加大对重点群体的支持保障力度，针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。此外，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，其他政策工具正在谋划。

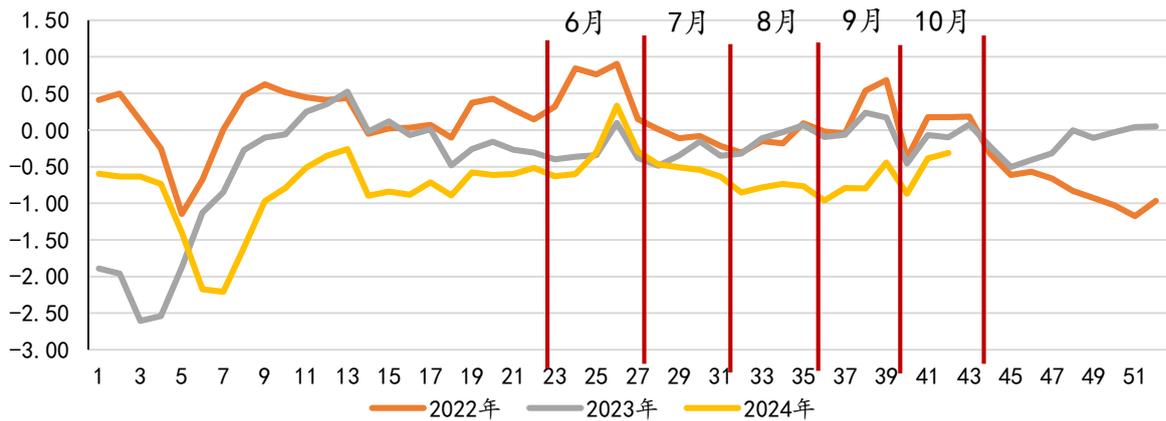
在房地产领域，推出“四个取消、四个降低、两个增加。”四个取消：充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类限制性措施。主要包括限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准。四个降低：降低了住房公积金贷款利率0.25个百分点；降低了首付比例，统一首套、二套房贷最低首付比例到15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房税费负担。通过落实这些已出台的政策，降低居民的购房成本，减轻还贷压力，支持居民刚性和改善性住房需求。两个增加：一是通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村和危旧房改造。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。

一揽子增量政策有助于加快各部门的资产负债表修复，但政策效应仍需加快释放。从居民部门来看，房产和股票是居民部门的主要资产，降低存量房贷利率、专项债券用于收购存量房、扩大房企白名单的信贷额度，这些措施有助于从供需两端实现房价企稳，而支持股票市场稳定发展的政策工具目前也有利于资本市场的走势和预期。从企业部门来看，降准降息、支持国有大行补充资本金，将降低企业部门的融资成本，增强金融体系支持实体经济的信贷投放能力，有助于改善企业部门的资产负债表。从政府部门来看，近年来在经济波动、减税降费、土地财政势弱等因素影响下地方财政收支承压，地方政府的资产负债表也有所恶化。无论是加力支持地方化解政府债务风险，还是扩大中央财政的举债空间，皆有助于为地方政府减负，增强地方活力。但面临四季度经济增速回升的短期压力，政策效应仍需加快释放。

### （三）四季度及明年经济增长展望

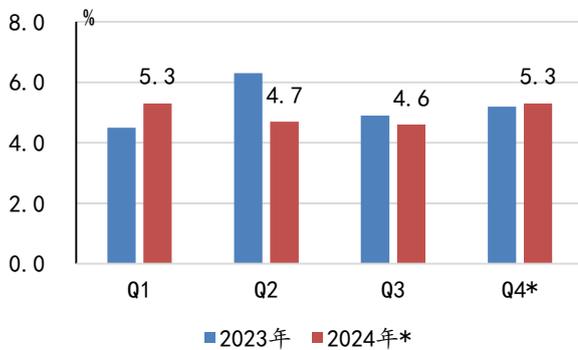
随着一揽子增量政策的出台，相较7月份我们对于四季度经济增速5.2%的预期值，我们将其略上调至5.3%，年度经济增速极为接近5%的预期目标。从10月以来的高频数据来看，中诚信国际高频宏观经济指数（CHIM）10月以来也呈波动回升态势，其中生产、消费、出口均有回升。截至10月20日，CHIM消费高频指数均值为0.6，相较于9月0.25的平均值出现了显著回升；CHIM生产高频指数均值为0.34，较9月均值回升了0.33；CHIM出口高频指数均值为-1.91，较9月均值回升了0.47；不过CHIM房地产高频指数为-0.75，较9月均值回落0.32，房地产市场筑底企稳的基础仍不牢固。展望2025年，一揽子增量政策的政策效果将持续释放，特别是11月全国人大对于政府债务限额或将做出较大调整，明年一季度的经济修复斜率或将进一步加快，2025年全年经济增速或仍有望维持在5%左右。

图 15：10 月以来 CHIM 指数边际走高



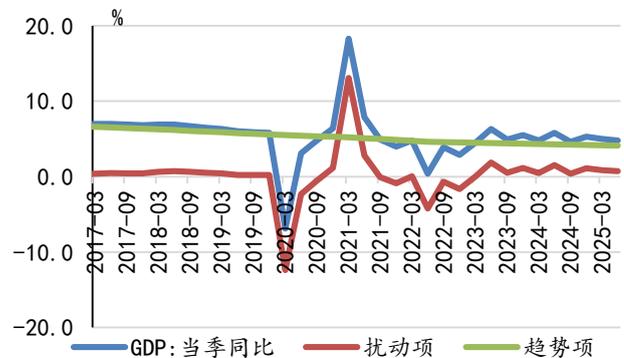
数据来源：Wind,中诚信国际

图 16： 全年 GDP 增速或为 5.1%左右



数据来源：Wind,中诚信国际整理

图 17： GDP 增速预测趋势分解图



数据来源：Wind,中诚信国际整理

### 三、四季度大类资产配置与展望

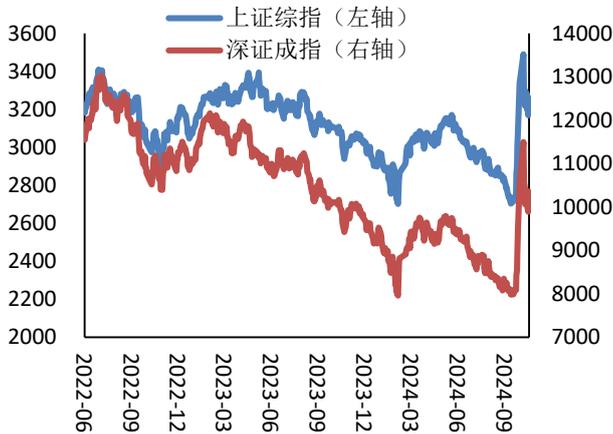
前三季度股票市场止跌转涨，9月中下旬政策刺激下大幅反弹；债市收益率中枢逐季下行，三季度波动有所加大，临近9月末受央行宣布两项新工具支持资本市场、市场风险偏好抬升等因素影响，收益率快速上行；大宗商品整体上涨但结构分化，贵金属、有色指数涨幅较高，受美联储降息、地缘政治冲突持续等因素影响，黄金价格突破历史新高；非金属建材、煤焦钢矿指数表现不佳。后续来看，稳增长政策陆续出台或利好股票市场，但整体也很难出现类似于9月底强势反弹的走势，建议关注前期深度调整但业绩较为稳定以及受益于政策利好的行业；债市收益率较难突破9月低点，关注“强政策”与“弱基本面”的博弈，收益率低点可适当止盈；从大宗商品看，原油价格在供给端存在不确定性下或呈区间波动走势，建议逢低增配；短期内黄金或围绕美联储降息节奏、幅度等博弈，考虑到当前黄金价格较高，建议继续持有黄金并保持观望。

#### （一）前三季度股票市场强势反弹，黄金价格再破新高

前三季度黄金表现较为强势，债市收益率波动下行，9月中下旬股票市场大幅反弹。分类别看，股票市场止跌转涨，9月中下旬政策刺激下大幅反弹。以上证综指为例，年初呈波动下跌走势，2月初在证监会部署维护资本市场稳定工作、中央汇金加大ETF增持规模及力度等利好作用下，上证综指反弹明显，但伴随利好作用逐步消化，指数开始进入震荡状态；5月起，由于经济数据边际走弱，市场风险偏好较低，叠加北向资金流入放缓等，上证综指波动走低；9月24日，央行宣布“一揽子政策”，包括创设两项新的货币政策工具支持资本市场，市场情绪大幅提振，上证综指强势反弹。从市场风格看，前三季度大、中盘指数涨幅分别为17.7%、9.3%，小盘指数小幅下跌0.8%。受经济修复承压、货币政策稳中偏松、地方债发行偏慢等因素影响，债市收益率中枢逐季下行，三季度波动有所加大，临近9月末受央行宣布两项新工具支持资本市场、市场风险偏好抬升等因素影响，收益率快速上行。9月30日，10年期国债收益率为2.1518%，较去年末下行40.35BP；从中枢看，前三季度为2.29%，同比下行约46BP，其中三季度中枢为2.17%，分别较一、二季度下行10.84BP、23.43BP。大宗商品有所上涨，前三季度商品指数涨幅为10.15%；分类看，贵金属、有色指数涨幅较高，前三季度分别上涨26.8%、13.5%，尤其是黄金，在包括美联储在内的全球央行陆续降息、地缘政治冲突持续等因素影响下，表现强势，10月初伦敦金已突破2700美

元/盎司；但同时，受需求不足等影响，非金属建材、煤焦钢矿指数表现不佳，跌幅分别为 26%、13%。

图 18：股票市场走势



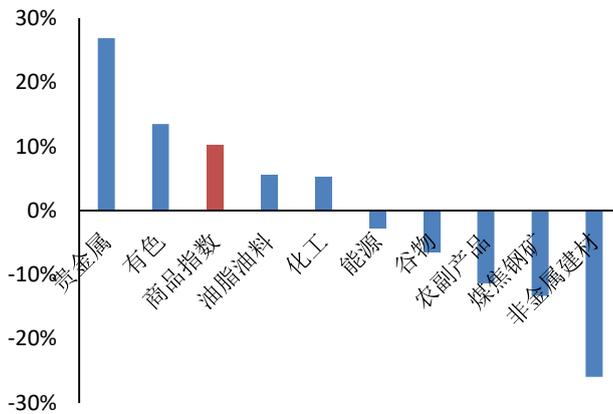
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 19：10 年期国债收益率走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：Wind 商品分类指数涨跌幅（前三季度）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：黄金价格走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## （二）大类资产配置展望：建议关注权益结构性机会，债市收益率低点可适当止盈

股票市场或难出现类似于 9 月强势反弹走势，建议关注结构性机会；债市走势或聚焦“强政策”与“弱基本面”的博弈，收益率低点可适当止盈。近期一系列政策刺激下，市场信心大幅提振，投资者加速进场，股票市场强势逆转，考虑到“保五”压力下，四季度仍是政策窗口期，预计宏观政策将继续发力，叠加前期政策出台或对基本面形成一定支撑，或利好股票市场走势，但整体也很难出现类似于 9 月底强势反弹

的走势，建议关注前期深度调整但业绩较为稳定的板块以及受益于政策利好的行业，比如消费、新基建等，同时需持续关注政策落地情况，警惕政策不及预期带来的市场加速下跌的可能性。从债券市场看，经济修复仍面临多重挑战下，货币政策操作仍维持稳中偏松，整体货币政策环境对债市仍偏利好，但市场对降准等已有预期，预计货币政策对收益率走势影响或相对有限；考虑到稳增长政策密集落地或对经济基本面形成一定支撑，以及四季度政府债券增发可能性较大、近期市场风险偏好有所上升等，若无超预期宽松货币政策落地，10年期国债收益率或较难突破此前低点2.03%，预计四季度波动范围或为2.0%-2.3%，关注“强政策”与“弱基本面”的博弈，收益率低点可适当止盈。从大宗商品看，OPEC+在9月市场月报中下调了对今明两年的全球石油需求增长预期，全球需求疲软或对原油价格上涨形成一定制约，但中东局势仍较为紧张，OPEC+减产进程仍在持续，供给端的不确定性或是影响四季度原油价格的重要因素，预计或呈区间波动走势，建议逢低增配；黄金方面，全球货币政策宽松、经济下行风险加大、地缘政治较为紧张等或仍对黄金价格形成一定支撑，但由于美国经济存在不确定性，短期内市场或围绕美联储降息节奏、幅度等博弈，考虑到当前黄金价格较高，建议继续持有黄金并保持观望。整体而言，稳增长政策陆续出台或利好股票市场，但整体也很难出现类似于9月底强势反弹的走势，建议关注前期深度调整但业绩较为稳定以及受益于政策利好的行业；债市收益率较难突破9月低点，关注“强政策”与“弱基本面”的博弈，收益率低点可适当止盈；从大宗商品看，原油价格在供给端存在不确定性下或呈区间波动走势，建议逢低增配；短期内黄金或围绕美联储降息节奏、幅度等博弈，考虑到当前黄金价格较高，建议继续持有黄金并保持观望。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼  
邮编：100020  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT  
RATINGCO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,  
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,  
Dongchengdistrict, Beijing, 100020  
TEL: ( 86010 ) 66428877  
FAX: ( 86010 ) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>