



全面客观冷静看待当前经济形势，努力提振资本市场

报告日期：2024年10月30日

——9.26 政治局会议解读

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 9月26日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。我们解读如下：

➤ 一、9月召开经济主题政治局会议尚属首次，宏观经济、房地产与A股市场承压是主因；

➤ 二、全面客观冷静看待当前经济形势，抓住重点、主动作为；

➤ 三、增量政策优先级靠前，财政增量刺激政策效果有待进一步观察；

➤ 四、“严控增量”利空房地产投资增速，叠加需求端刺激，利多商品房价格；

➤ 五、当前我国面临较大就业压力，短期之内消费增速大概率继续承压；

➤ 六、剔除掉政策刺激因素，A股市场稳定上行的启动期有可能在2025年；

➤ 七、要支持经济大省挑大梁，更好发挥带动和支柱作用。

风险因素

- 1.我国内需走弱程度超预期；
- 2.全球宏观经济下行幅度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20240826）下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，充分发挥经济体制改革的牵引作用
- 2.英大宏观评论（20240729）新质生产力是一项系统工程，进一步全面深化改革时间紧任务重
- 3.英大宏观评论（20240702）下半年宏观经济和大类资产配置展望：筑底与蓄势
- 4.英大宏观评论（20240530）超长期特别国债大幅推升通货膨胀的概率较低，或存在更优的购买超长期特别国债的时点
- 5.英大宏观评论（20240506）国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，2季度央行大概率继续降准或降息
- 6.英大宏观评论（20240312）“5.0%左右”GDP增速目标符合预期，年内央行大概率还将降准或降息
- 7.英大宏观评论（20240221）2季度CPI均值大概率高于1季度，2024年PPI大幅上行概率较低
- 8.英大宏观评论（20231219）“高质量发展”是2024年工作重点，中短期内我国PPI当月同比难以大幅上行
- 9.英大宏观评论（20231215）“一个中心，两个基本点”是中央经济工作会议“规律性认识”的内核
- 10.英大宏观评论（20231212）2024年GDP增速目标或为“5.0%左右”，“稳中偏松”大概率是2024年货币政策的主基调
- 11.英大宏观评论（20231114）“加强金融监管”位列重点工作之首，未来4-5年我国货币政策力度总体不弱

年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

目录

一、9月召开经济主题政治局会议尚属首次，宏观经济、房地产与A股市场承压是主因	3
二、全面客观冷静看待当前经济形势，抓住重点、主动作为	4
三、增量政策优先级靠前，财政增量刺激政策效果有待进一步观察	4
四、“严控增量”利空房地产投资增速，叠加需求端刺激，利多商品房价格	7
五、当前我国面临较大就业压力，短期之内消费增速大概率继续承压	8
六、剔除掉政策刺激因素，A股市场稳定上行的启动期有可能在2025年	9
七、要支持经济大省挑大梁，更好发挥带动和支柱作用	11

事件：9月26日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。

解读：

一、9月召开经济主题政治局会议尚属首次，宏观经济、房地产与A股市场承压是主因

2012年11月以来，以“分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作”为主题的中共中央政治局会议，按惯例是在每年的4月、7月与12月召开。例外情况仅有三次，分别是：2016年10月2日政治局会议、2018年10月31日政治局会议与2024年9月26日政治局会议。综上，9.26政治局会议是唯一一次在9月召开的以“分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作”为主题的政治局会议。

按照常理，临时召开的政治局会议均面临紧急情况和问题。这一点在会议通稿中可以得到印证：2016年10月召开的政治局会议指出，“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”；2018年10月召开的政治局会议指出，“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”；2024年9月召开的政治局会议指出，“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”。

会议通稿的字数方面，临时召开的政治局会议，由于目的是解决现实的经济问题，因此主题十分聚焦，相应地，字数相对较少：2016年10月召开的政治局会议通稿字数为820字；2018年10月召开的政治局会议通稿字数为929字；2024年9月召开的政治局会议通稿字数为1170字。值得指出的是，虽然历年4月、7月与12月召开的政治局会议通稿字数看上去很多，但是它们除了“分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作”以外，通常还讨论其他主题，如2024年7月30日召开的政治局会议还审议了《整治形式主义为基层减负若干规定》，而2024年4月30日召开的政治局会议还审议了《关于持续深入推进长三角一体化高质量发展若干政策措施的意见》。即便如此，2016年10月政治局会议通稿820字，以及2018年10月政治局会议通稿929字，还是远低于平均水平。

针对出现的情况和问题，7.30政治局会议的提法是“这些是发展中、转型中的问题”，隐含的意思是这些问题是发展与转型中不可避免出现的问题。反观9.26政治局会议的提法则是“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，隐含的意思是这些问题是新近出现的非常规问题。考虑到“分析研究当前经济形势”是政治局会议的主要任务之一，且自5月以来我国宏观经济持续承压，制造业PMI滑至荣枯线之下且叠创新低，因此宏观经济承压是新的情况和问题之一。考虑到房地产投资增速连续30个月位于负值区间，且创2020年3月以来新低，剔除掉2020年2月，则是1999年2月有数据记录以来最低值，因此房地产投资增速承压是新的情况和问题之二。考虑到9.24央行新闻发布会的主题之一是“创设新



的货币政策工具，支持股票市场稳定发展”，叠加9月18日上证综合指数跌破2700点，因此9.26政治局会议在一定程度上是针对A股市场而召开的。

二、全面客观冷静看待当前经济形势，抓住重点、主动作为

面对“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，9.26政治局会议做出两个层面的应对：**思想层面**，“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”；**行动层面**，“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，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务”。

首先看思想层面：一是会议指出，“要全面客观冷静看待当前经济形势”，其中，“全面、客观、冷静”是三个关键词，“全面”一词在历次政治局会议通稿中经常出现，“客观”一词在十八大以来历次政治局会议中第一次出现，“冷静”一词是第二次出现，上一次出现在2016年4月29日政治局会议，具体提法是，“对存在的突出矛盾和问题，必须高度重视，冷静分析，有针对性采取措施，做好打攻坚战、持久战的准备，扎实做好工作”。在“全面、客观、冷静”这三个关键词中，信息量最为丰富的是“冷静”一词，表明当前经济形势面临意料之外的压力。这一点与紧接着的“正视困难、坚定信心”相呼应；二是会议指出，“正视困难、坚定信心”，与7.30政治局会议“坚定发展信心，唱响中国经济光明论”相对应，但是9.26政治局会议并未提到“唱响中国经济光明论”；三是会议指出，“切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感”，其中“紧迫感”与“冷静”相呼应，表明当前宏观经济面临突如其来的压力，且时间紧张，解决问题时不我待。

其次看行动层面：一是会议指出，“要抓住重点、主动作为”，对应的是7.30政治局会议“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”中的“底线思维”与“战略定力”。5月以来宏观经济承压，制造业PMI连续4个月低于荣枯线，并持续下探，创近6个月新低，与之相对应，上证综合指数再次逼近年内低点，一度突破2700点这一“底线”，使得必须“主动作为”，“积极主动应对”，而不是仅仅停留在“唱响中国经济光明论”；二是会议指出，“努力完成全年经济社会发展目标任务”，7.30政治局会议的提法是“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”，二者的区别是，“坚定不移完成”表明态度更加坚决，而“努力完成”的态度没那么坚决，约束性相对不强，但是“努力完成”体现出更强的主观能动性，相当的灵活性，以及求真务实的作风。

三、增量政策优先级靠前，财政增量刺激政策效果有待进一步观察

关于宏观政策的主基调，7.30政治局会议的提法是“宏观政策要持续用力、更加给力”，反观9.26政治局会议，未明确调宏观政策基调。

在宏观政策的具体表述方面，9.26政治局会议指出两点：一是“有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性”；二是“要加大财政货币政



策逆周期调节力度”。7.30 政治局会议的对应表述则是：“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，及早储备并适时推出一批增量政策举措”。

9.26 政治局会议的“有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性”对应 7.30 政治局会议的“加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措”。总体而言，9.26 政治局会议确立的宏观政策力度要大于 7.30 政治局会议：**一是**“有效落实存量政策”对应“加快全面落实已确定的政策举措”；**二是**“加力推出增量政策”对应“及早储备并适时推出一批增量政策举措”；**三是**新增“进一步提高政策措施的针对性、有效性”。值得指出的是，7.30 政治局会议中，增量政策相关内容放在“逆周期调节”之后，而在 9.26 政治局会议中，增量政策相关内容放在“逆周期调节”之前，表明增量政策的优先级靠前。

9.26 政治局会议召开之后，国家发展改革委、财政部举办新闻发布会，系统落实一揽子增量政策。10 月 8 日国家发展改革委举办主题为“系统落实一揽子增量政策 扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”的新闻发布会。在“更加注重提高经济发展质量，更加注重支持实体经济和经营主体健康发展，更加注重统筹高质量发展和高水平安全”的原则下，发布会介绍了加力提效实施宏观政策、进一步扩大内需、加大助企帮扶力度、促进房地产市场止跌回稳、努力提振资本市场等五个方面的增量措施。其中，“在年内提前下达明年 1000 亿元中央预算内投资计划和 1000 亿元‘两重’建设项目清单”低于市场预期。10 月 12 日财政部举办主题为“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”的新闻发布会，称将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措。此外，10 月 17 日中国人民银行、住建部、财政部举办新闻发布会，主题为“介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况”。

财政政策方面，9.26 政治局会议指出两点：**一是**“保证必要的财政支出，切实做好基层‘三保’工作”；**二是**“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”。7.30 政治局会议的提法也有两点：**一是**“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”；**二是**“要优化财政支出结构，兜牢‘三保’底线”。

财政方面的增量政策是当前我国宏观经济与 A 股市场的焦点所在。10 月 12 日财政部举行新闻发布会，主题为“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”。发布会称将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措，主要包括以下几个方面：**一是**加力支持地方化解政府债务风险；**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；**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，下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。由于财政相关流程因素的缘故，此次发布会没有明确提出市场关注的

财政政策的金额规模，但是诸如“在这里我可以负责任地告诉大家，中国财政有足够的韧劲，通过采取综合性措施，可以实现收支平衡，完成全年预算目标”，“还有其他政策工具也正在研究中，比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，“拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险，相关政策待履行法定程序后再向社会作详尽说明”，“需要强调的是，这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，这无疑是一场政策及时雨，将大大减轻地方化债压力”，“关于具体资金数量安排问题，经过法定程序后，会及时向社会公开”等表述在较大程度上提振并推升市场预期。

回顾 2008 年“四万亿”计划，着眼于进一步扩大内需、促进经济增长，贯彻执行十项措施：**一是**加快建设保障性安居工程；**二是**加快农村基础设施建设；**三是**加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设；**四是**加快医疗卫生、文化教育事业发展；**五是**加强生态环境建设；**六是**加快自主创新和结构调整；**七是**加快地震灾区灾后重建各项工作；**八是**提高城乡居民收入；**九是**在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担 1200 亿元；**十是**加大金融对经济增长的支持力度。2024 年财政增量政策的实施范围，大概率在这十项政策措施当中。

值得提醒的有两点：**一是** 2008 年“四万亿”计划推出时，我国经济处于长周期中的上升期，而当下，我国处于长周期中的下行期，在此背景下，财政刺激效果如何有待进一步观察；**二是** 2008 年我国 GDP 现价总量为 31.94 万亿，GDP 不变价总量为 26.45 万亿，4 万亿在其中的占比分别为 12.52%、15.12%。2023 年我国 GDP 现价总量为 126.06 万亿，GDP 不变价总量为 119.10 万亿。如果比例一致，则 2023 年的 18 万亿与 2008 年的 4 万亿相当。很显然，18 万亿远超市场预期，在 2024 年全国一般公共预算收入增速不及预期的背景下，达到这一金额规模难度较大。

推出大规模财政增量刺激政策之后，大类资产价格的走势如何？可以参考 2008 年 11 月“四万亿”计划推出及落地期间大类资产价格的走势。**第一**，人民币汇率从 2008 年 11 月的 6.83 升值至 2010 年 12 月的 6.65，上涨 0.18，涨幅为 2.59%。值得指出的是，2014 年之前人民币汇率处于单边上行的过程中。因此这一期间人民币汇率走势不具备太大的参考价值。**第二**，上证综合指数从 2008 年 11 月 1876.02 点上涨至 2010 年 12 月的 2845.88 点，上涨 969.87 点，涨幅为 51.70%。**第三**，中债国债到期收益率从 2008 年 11 月 3.01% 上涨至 2010 年 12 月的 3.85%，上涨 0.85 个百分点，涨幅为 28.15%。**第四**，COMEX 黄金价格从 2008 年 11 月 755.51 美元/盎司上涨至 2010 年 12 月的 1394.57 美元/盎司，上涨 639.06 美元/盎司，涨幅为 84.59%。**第五**，WTI 原油价格从 2008 年 11 月 57.44 美元/桶上涨至 2010 年 12 月的 89.23 美元/桶，上涨 31.79 美元/桶，涨幅为 55.35%。**第六**，LME3 个月铜价格从 2008 年 11 月 3761.05 美元/吨上涨至 2010 年 12 月的 9121.88 美元/吨，上涨 5360.83 美元/吨，涨幅为 142.54%。**第七**，中国大宗商品价格指数钢铁类从 2008 年 11 月 119.40



点上涨至 2010 年 12 月的 133.15 点，上涨 13.75 点，涨幅为 11.52%。**第八**，70 个大中城市二手住宅销售价格当月同比从 2008 年 11 月 0.10% 上涨至 2010 年 12 月的 5.00%，上涨 4.90 个百分点，涨幅为 4900.00%。值得指出的是，除了绝对价格的高低，以及涨跌幅之外，还要看绝对价格走势的路径。除了人民币汇率与黄金之外，大部分资产价格走出了“J”型曲线，也就是先小幅下行，然后大幅上行。

货币政策方面，9.26 政治局会议的表述十分简短，除了总括性质的“要加大财政货币政策逆周期调节力度”之外，仅有 18 个字，即“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”。虽然字少，但是表述力度却十分大。回顾 7.30 政治局会议“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”的表述，以及 430 政治局会议“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”的表述，二者的显著特征是两个“运用”：**一是** 7.30 政治局会议的“综合运用”；**二是** 430 政治局会议的“灵活运用”。反观 9.26 政治局会议，既不是“综合运用”，也不是“灵活运用”，而是“直接运用”降准与降息两大传统政策工具，并且还必须是“有力度的降息”。此外，也不提诸如“加大对实体经济支持力度”，“降低社会综合融资成本”等传统表述。

四、“严控增量”利空房地产投资增速，叠加需求端刺激，利多商品房价格

房地产是当前我国宏观经济的焦点所在，这一点在 9.26 政治局会议通稿中也得到体现。**第一**，“重点领域风险”这一表述最早出现在 2021 年 7 月 30 日政治局会议中，具体表述是“要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制，完善企业境外上市监管制度”。此后，在 2023 年 4 月 28 日、7 月 24 日、12 月 8 日，以及 2024 年 4 月 30 日、7 月 30 日政治局会议上连续出现“重点领域风险”这一表述。其中，2023 年 4 月 28 日与 7 月 24 日、2024 年 4 月 30 日与 7 月 30 日政治局会议均出现以“要持续防范化解重点领域风险”为主题句的独立段落，“重点领域风险”主要包括房地产、中小金融机构、地方政府债务、资本市场等四大风险。房地产的特点是每次都出现在“重点领域风险”这一部分，且有 3 次位于“重点领域风险”首位，1 次位于第二位。值得指出的是，9.26 政治局会议无专门阐述“重点领域风险”的段落，也可以理解为，房地产并未出现在“重点领域风险”之中。**第二**，房地产的相关表述紧跟在“货币政策”之后，位于“资本市场”之前，表明会议认为房地产的优先级位于资本市场之前。这一排序在逻辑上是成立的，因为房地产作为“经济周期之母”，直接决定宏观经济的走势，进而是 A 股市场走势的核心决定因素之一。

9.26 政治局会议从供给与需求两个方面对房地产市场提出要求：**供给方面**，“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”；**需求方面**，“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”。反观 730 政治局会议，则着眼于供给角度：“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”。

关于房地产市场，9.26 政治局会议的最新提法是，“要促进房地产市场止跌回稳”，而 7.30 政治局会议的相应提法则是“要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策”。两相比较，9.26 政治局会议的方向感更为明确，针对性更强，且更具操作性。我们认为，“房地产市场止跌回稳”有两方面含义：一是房地产投资增速止跌回稳，相应的指标为房地产开发投资完成额累计同比，9 月该指标的读数为-10.10%；二是商品房价格止跌回稳，相应的指标为 70 大中城市新建商品住宅价格指数当月同比，9 月该指标的读数为-6.10%。值得指出的是，房地产开发投资完成额累计同比与 70 大中城市新建商品住宅价格指数当月同比二者的走势基本一致：2022 年 2 月，后者进入负值区间，而在 2022 年 4 月，前者进入负值区间，此后，二者均持续位于负值区间。因此，从历史经验看，涉及到“房地产市场止跌回稳”的这两个指标的走势是契合的。

9.26 政治局会议提出，“对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量”，7.30 政治局会议的相应提法则是“坚持消化存量和优化增量相结合”。二者的区别与联系体现在以下三点：一是 9.26 政治局会议的“严控增量”对应 7.30 政治局会议的“优化增量”；二是 9.26 政治局会议的“优化存量”对应 7.30 政治局会议的“消化存量”；三是 9.26 政治局会议增加了“提高质量”的表述。值得指出的是，“对商品房建设要严控增量”意味着房屋新开工面积在较大程度上被控制住，也就是说，房屋新开工面积累计同比大概率不具备大幅上行的基础。在宏观逻辑上，房屋新开工面积累计同比是房地产开发投资完成额累计同比的领先指标。如果前者不具备大幅上行的基础，则后者也不具备大幅上行的基础，亦即“对商品房建设要严控增量”利空房地产投资增速。换个角度看，“对商品房建设要严控增量”意味着商品房供给被压制住，假定短期内商品房需求保持不变，则在供求机制的作用下，商品房价格大概率上行。考虑到需求端“调整住房限购政策，降低存量房贷利率”等政策的推出，将推升对商品房的需求。综合供求两个方面，结论是 70 大中城市新建商品住宅价格指数当月同比“止跌回稳”概率较大。至此，可能出现与历史经验不一致的现象：房地产开发投资完成额累计同比承压下行，70 大中城市新建商品住宅价格指数当月同比出现上行。但是，如果历史经验成立，从长周期角度看，二者的“背离”大概率会收敛：要不是房地产开发投资完成额累计同比跟随 70 大中城市新建商品住宅价格指数当月同比走势，要不就是 70 大中城市新建商品住宅价格指数当月同比跟随房地产开发投资完成额累计同比走势。

五、当前我国面临较大就业压力，短期之内消费增速大概率继续承压

9.26 政治局会议提出，“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”。客观而言，以上措施，除了“促进中低收入群



体增收”之外，都偏长期性，也就是短期之内并不能很快奏效，如“提升消费结构”与“要培育新型消费业态”，尤其是后者。

在“促进中低收入群体增收”方面，回顾 730 政治局会议“巩固拓展脱贫攻坚成果，确保农村人口不发生规模性返贫致贫”的提法，部分中低收入群体甚至面临“规模性返贫致贫”的可能性，这就意味“促进中低收入群体增收”面临一定阻力。这一点也可以从 9.26 政治局会议看到迹象。会议强调，“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”。从中可以看出，当前我国就业面临较大压力，研判依据有三点：**一是**就业成为“守住兜牢民生底线”的重点工作，是“民生底线”的重中之重；**二是**就业工作的重点人群从 730 政治局会议的“高校毕业生”增加至 9.26 政治局会议的四类，即“应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭”，表明失业范围可能在扩大；**三是**9.26 政治局会议明确指出存在“大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体”，表明失业的严重程度在增加。换个角度，从重点群体看，此前政治局会议指出的就业重点群体主要有 3 类，分别是高校毕业生、农民工、脱贫人口。此外，2019 年 7 月 30 日的政治局会议提出“做好高校毕业生、农民工、退役军人等重点群体就业工作”，因此退役军人也是重点群体。9.26 政治局会议增加了新的“重点群体”，从四类扩展至七类。就业“重点群体”的“扩围”，表明就业压力在加大：**一是**“零就业家庭”，意味着小部分家庭的主要劳动力全部失业；**二是**存在“较长时间失业”这一现象，表明失业压力在较长时间内存在；**三是**“大龄”，表明不仅仅是高校毕业生失业，中年人群也存在失业现象，这对于家庭而言，形成较为沉重的收入压力；**四是**“残疾”，残疾人的失业，表明就业需求在下降，也表明存在健全群体对残疾群体就业的挤压。值得指出的是，“零就业家庭”、“较长时间失业”、“大龄”、“残疾”这四个词语，均是第一次出现在政治局会议的通稿之中。

综上，9.26 政治局会议认为当前我国面临较大的就业压力，进而我们推断“促进中低收入群体增收”也面临较大压力。与就业低迷相印证的一组收入数据是：10 月 15 日国家税务总局发布的 2023 年度个税汇算清缴数据显示，“我国取得综合所得的人员中，无需缴纳个税的人员占比超过七成，在剩余不到三成的实际缴税人员中，60%以上仅适用 3%的最低档税率，缴税金额较少”。在以上分析的基础上，我们的结论是，短期之内我国消费增速大概率继续承压。

六、剔除掉政策刺激因素，A 股市场稳定上行的启动期有可能在 2025 年

关于资本市场，9.26 政治局会议提出两点：**一是**“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”；**二是**“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”。前者直接着眼于提振资本市场，并将侧重点放在资金层面，而后者则侧重于资本市场的生态环境保护与制度环境建设。



926 政治局会议关于资本市场表述的一个显著特征是，通稿出现较多之前政治局会议未出现过的“新”词语，如“中长期资金”、“入市”、“理财”、“并购重组”、“公募基金”、“中小投资者”。这一现象表明 9.26 政治局会议针对性十分强，呼应上文的“进一步提高政策措施的针对性、有效性”。

926 政治局会议通稿中，“要努力提振资本市场”这一表述内涵较为丰富，引起资本市场投资者的高度关注。回顾以“分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作”为主题的政治局会议，提及“资本市场”的政治局会议总共有 8 次。可以将这 8 次表述划分为 3 个类别：**一是**“平稳健康发展”类型，分别是 2018 年 10 月的“促进资本市场长期健康发展”、2019 年 4 月的“要以关键制度创新促进资本市场健康发展”、2020 年 7 月的“促进资本市场平稳健康发展”、2022 年 4 月的“保持资本市场平稳运行”、2024 年 4 月的“多措并举促进资本市场健康发展”、2024 年 7 月的“提升资本市场内在稳定性”；**二是**“活跃”类型，即 2023 年 7 月的“要活跃资本市场”；**三是**“提振”类型，即 2024 年 9 月的“要努力提振资本市场”。

从“要努力提振资本市场”这一表述看，中央提振资本市场的决心非常大。9 月 24 日央行新闻发布会当天，A 股大盘得到提振。9 月 25 日 A 股大盘有所迟疑，但是 9.26 政治局会议提出“要努力提振资本市场”，A 股大盘快速在 4 个交易日内冲高至 3674.40 点。此后 6 个交易日总体呈下行趋势。目前的问题是，A 股大盘后期走势如何？货币与财政刺激政策是否有效？在《英大证券宏观评论：下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，充分发挥经济体制改革的牵引作用（20240826）》中我们提出，“宏观经济是 A 股市场的‘道’，在根本上决定 A 股大盘的走势”，“‘提升资本市场内在稳定性’的核心途径是推动宏观经济稳定增长”。因此，A 股市场走势如何在根本上取决于宏观经济走势。我们认为，中短期之内我国宏观经济大概率继续承压，2025 年年中有可能是宏观经济走势的转折点。我们具体分析如下。

美联储在 9 月降息 50 个基点，4 季度大概率再降息 25 至 50 个基点。值得指出的是，即使美联储降息利多国际油价，但是在全球经济衰退背景下，国际油价在 4 季度总体而言是承压的。具体到月度走势，在 9 月国际油价继续承压下行的背景下，预计 9 月 PPI 当月同比大概率在 8 月的基础上下行，10-12 月 PPI 当月同比有所反弹，但是年内转正概率较低。这就意味着 4 季度我国宏观经济依旧承压，与此同时，也增加更大力度宏观逆周期调控政策在 4 季度出台的可能性。预计 10 月 18 日公布的 3 季度宏观经济数据大概率不乐观，这一时点有可能是财政刺激政策出台的较佳时机。即便如此，从宏观政策到实体经济的传导有一定时滞，叠加美联储利率依旧位于相对高位，因此下半年我国宏观经济不具备大幅反弹的基础，全年 5.0%左右的 GDP 增速预期目标需要“努力”才能够实现。

展望 2025 年，美联储大概率持续降息，平均每个季度降息不低于 25 个基点，全年累计降息不低于 100 个基点。国内方面，2025 年我国 PPI 当月同比大概率“转正”，具体而



言有两种情况：一是1至12月PPI当月同比大概率全年录得正值；二是前几个月录得负值，在年中左右“转正”，并保持位于正值区间。从目前的情况判断，第二种可能性出现的概率较大。可以肯定的一点是，在美联储持续降息，以及我国宏观政策传导到位的背景下，2025年下半年我国宏观经济要强于上半年。如果以上判断成立，则进出口增速、投资增速与消费增速的低点可能位于2025年上半年。因此，上半年我国货币政策还存在继续降准降息的可能，以及财政政策可能继续发力。下半年我国宏观经济企稳回升，宏观政策逆周期调节力度大概率减弱。至于2025年年内GDP不变价当季同比走势，大概率呈现“前低后高”的走势，全年经济增速大概率位于5.0%左右。如果以上判断成立，剔除掉政策刺激因素，则A股市场稳定上行的启动期，有可能在2025年年中，或者是2-3季度。

七、要支持经济大省挑大梁，更好发挥带动和支柱作用

9.26政治局会议提出，“要支持经济大省挑大梁，更好发挥带动和支柱作用”。“经济大省挑大梁”的提法，在党内高级别的会议中出现过4次。最早出现在2022年7月政治局会议，彼时提出“经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。第二次是出现在2023年12月中央经济工作会议，彼时提出“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”。第三次出现在2024年7月政治局会议，彼时提出“要继续发挥好经济大省挑大梁作用”。

比较这四次会议，我们对“经济大省挑大梁”的解读有以下三点：**一是**存在逻辑上的递进关系，从“要勇挑大梁”到“要真正挑起大梁”，再到“要继续发挥好”，最后到“要支持经济大省挑大梁”，从鼓励“挑大梁”到支持“挑大梁”；**二是**“挑大梁”的具体含义是什么？这一点可以从2023年12月中央经济工作会议看出，包括“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”，“为稳定全国经济作出更大贡献”，而9.26政治局会议对“挑大梁”作用进行细化，是“带动作用”和“支柱作用”；**三是**9.26政治局会议强调“更好”发挥带动和支柱作用，可见在前面三次“挑大梁”实践的基础上，第四次“挑大梁”的力度比以往的要大。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
