



宏观专题分析报告

宏观经济报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：张馨月（执业 S1130525070016）

songxuetao@gjzq.com.cn

zhangxinyue@gjzq.com.cn

四季度还有增量政策吗？

第一，9 月 22 日国新办新闻发布会、9 月 26 日央行第三季度货币政策例会以及国庆假期人民日报发表“钟才文”七连评都是近期观察政策的窗口。从重要会议和官媒的表述看，政策加码的诉求并不突出。

第二，从完成经济增长目标的角度看，四季度实现全年 GDP 增速 5%目标压力较小，出台增量政策的必要性偏低。

第三，从四季度的经济承受力来看，尽管消费和出口存在高基数压力，但内生动力仍有韧性，出台增量政策的必要性偏低。

第四，鉴于增量政策的必要性不高，未来一段时间重点或将是存量政策的优化，通过调整存量政策的形式、节奏和用途，支撑经济增长。

第五，从近期政策的表态、实现经济增长目标的必要性、四季度经济的现实压力看，当前政策重心是深化改革。

在经济压力不大、外部环境相对稳定的情况下，无论是反内卷还是要素市场化，都是对深化改革的有力确认。这也是未来“十五五”规划的重要政策方向，通过改革提高全要素增长率，打开经济潜在增长空间。

风险提示

对政策的理解存在偏差，增量政策超预期。



新型政策性金融工具已于9月底如期落地，符合市场预期。如果年内能够出台超预期的增量政策，将成为引发市场风格切换的重要导火索。展望四季度，出台增量政策的可能性有多大？如何把握政策的节奏？

第一，9月22日国新办新闻发布会、9月26日央行第三季度货币政策例会以及国庆假期人民日报发表“钟才文”七连评都是近期观察政策的窗口。从重要会议和官媒的表述看，政策加码的诉求并不突出。

9月22日的国新办新闻发布会并未复刻去年的“924”，核心定调是总结成就。潘行长明确指出，本次发布会不涉及短期性调整，未来的金融改革内容将在中央统一部署后再沟通。会议强调了科创板和科技型企业A股市值中的占比提升，表明当前金融政策的目标更倾向于提振科技，对于短期经济的刺激和托底，并无太多涉及。

9月26日央行第三季度货币政策例会的关键变化是，在对经济形势的表述上删除了“风险隐患较多”，表明央行对当前经济运行较为乐观；在对货币政策的定调上，删除了“加力实施增量政策”的关键表述，强调“抓好各项货币政策措施执行”，表明当前货币政策的重心也在于“抓落实”而非“开新方”。

9月30日到10月6日，《人民日报》连续七天针对中国经济形势发表署名“钟才文”的评论文章。其中，10月2日的文章《科学客观看待我国当前经济发展态势》指出，“产业转型升级不是一个齐头并进的过程，不是‘齐步走’，而是有快有慢、有先有后，不同区域、行业、群体会出现分化，宏观数据同部分微观主体感受会有‘温差’”、“我们要全面看待，不能因为部分经营主体感受不好就否定整体经济形势，不能‘只见树木、不见森林’”。10月3日的文章《中国经济转型升级蕴含重大机遇》强调中国经济在产业转型升级、科技创新和人才红利、消费扩容升级、传统和新型基础设施建设、新型城镇化和城市更新、保障和改善民生等方面都蕴含着重大机遇。对当前经济形势的“不悲观”也意味着年内政策的重心将从短期目标向长期目标倾斜。

第二，从完成经济增长目标的角度看，四季度实现全年GDP增速5%目标压力较小，出台增量政策的必要性偏低。

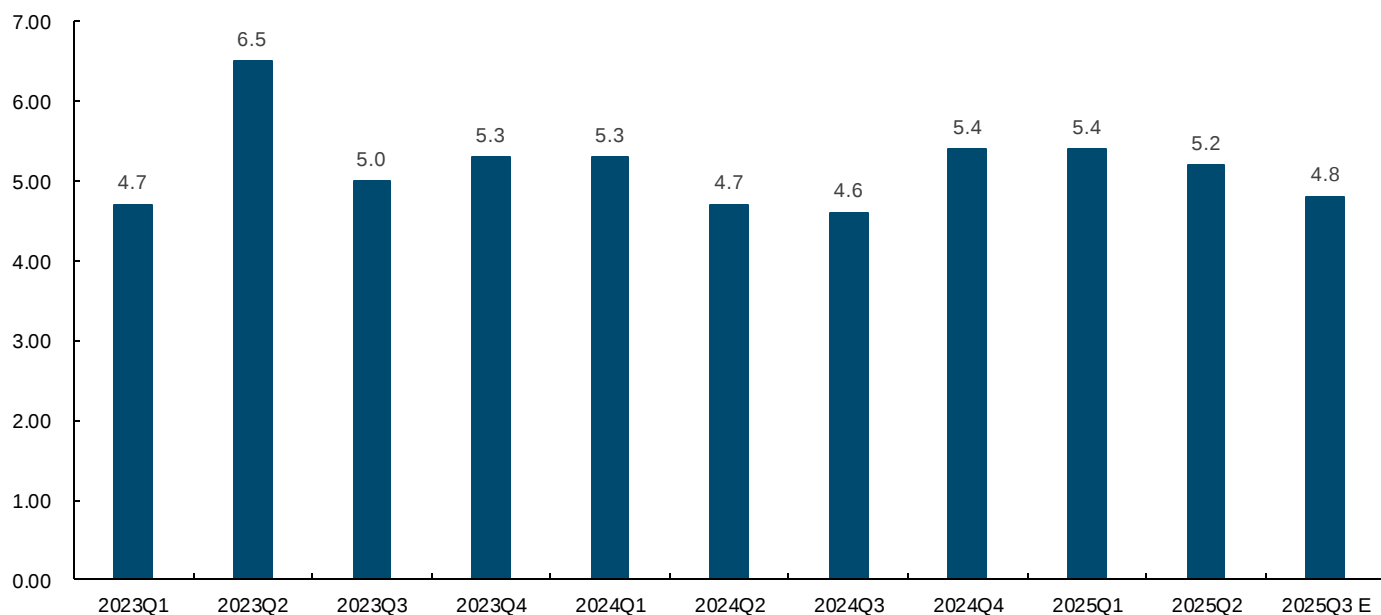
去年“924”出台一揽子增量政策，主要是基于两大因素：一是地方政府的财政压力，受财政收入增长放缓、土地出让收入下滑以及地方政府债务负担等影响，局部地区“三保”压力增大，影响社会稳定预期。二是经济增速与目标差距较大，去年前三季度GDP增速仅4.8%，这意味着四季度的经济增速必须达到5.4%才能完成全年目标。在此背景下，去年四季度集中出台了包括地方政府化债、消费品补贴及大型投资项目集中开工等一系列政策。

对于今年四季度而言，实现全年5%GDP增速压力较小。今年上半年5.3%的增速为下半年政策提供了巨大的缓冲空间。要完成全年5%的目标，下半年只需要实现4.7%的增速。根据高频数据，预计三季度经济增速将达到4.8%-4.9%，这意味着四季度GDP增速只需达到4.6%即可完成目标。考虑到四季度有财政集中提速的惯例，“以旧换新”补贴也尚有余额可用于年底发力，四季度实现4.6%的增长基本没有问题。

相比于去年，今年地方财政压力有所缓解。尽管当前地方财政压力仍在，但“三保”压力的缓解意味着其对社会稳定的影响已大幅减轻。今年以来，地方政府的财政优先事项已转向化债清欠，目前已发行的特殊新增专项债券规模达到1.2万亿元，超过年初的8000亿额度。在此背景下，地方政府推动基建投资的意愿和动机相对有限，这也削弱了对中央增量资金的需求。

图表1：四季度实现全年5%增长目标压力较小

GDP当季同比(%)



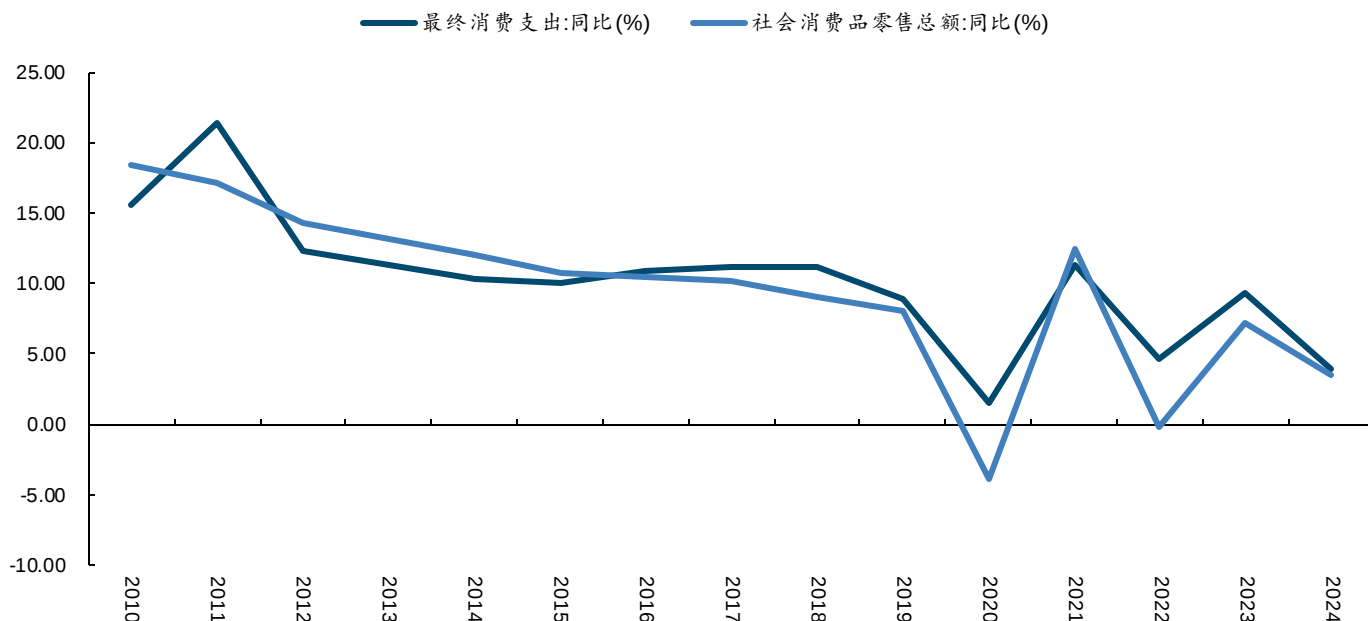
来源：Wind，国金证券研究所



第三，从四季度的经济承受力来看，尽管消费和出口存在高基数压力，但内生动力仍有韧性，出台增量政策的必要性偏低。

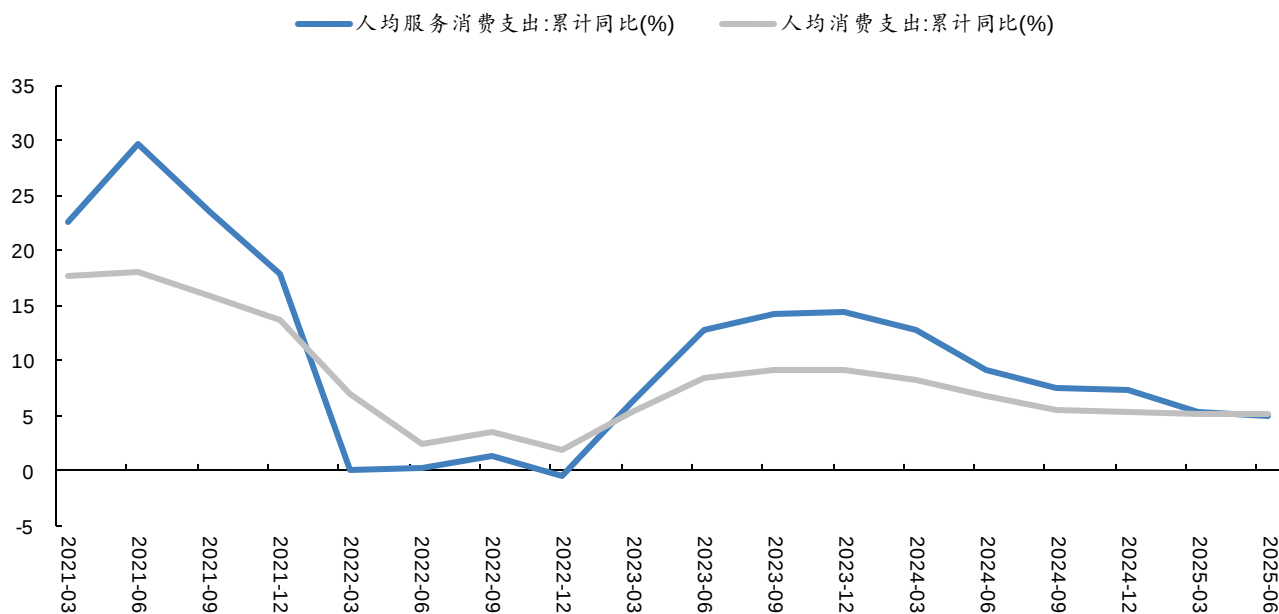
高基数叠加耐用品透支，四季度消费将承压，但最终消费仍将支撑 GDP 增长。去年 1500 亿元“以旧换新”补贴大范围落地的时点是 9 月，对于今年四季度而言，面对去年同期的高基数，“以旧换新”资金仅剩 690 亿元，同时耐用品的透支效应也可能在四季度显现，导致社零增速承压。但近年来，最终消费的增长基本都高于社零增速，主要原因是服务消费保持高增，2024 年人均服务消费支出同比增长 7.4%，人均商品消费支出同比增速仅为 3.6%。长假是观测消费的重要窗口，国家税务总局最新增值税发票数据显示，今年国庆中秋假期全国消费行业日均销售收入同比增长 4.5%。其中，商品消费和服务消费同比分别增长 3.9% 和 7.6%。在服务消费支撑下，预计四季度最终消费仍将支撑 GDP 增长。

图表2：近年来，最终消费支出的增长强于社零



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：服务消费保持较快增长



来源：Wind，国金证券研究所



四季度出口呈现高基数与超强韧性并存的态势。去年四季度，美国大选临近带来的“抢出口”导致10月出口基数偏高。今年订单进一步前置，许多圣诞季订单提前一两个月完成，也使四季度出口增速面临压力。然而，当前中国出口展现出超强韧性，尽管市场曾预期随着“抢出口”、“抢转口”的退坡，出口增速可能转负，但近几个月的出口增速始终保持正增长。由于9月基数较低，预计出口增速会有较大反弹。更重要的是，中国在全球的出口份额持续提升，是出口韧性的根源。按照WTO口径，今年上半年中国占主要样本地区出口份额较去年上涨0.1个百分点，占东盟份额上涨0.5个百分点。

第四，未来一段时间重点是存量政策的优化。

鉴于增量政策的必要性不高，未来一段时间重点或将是存量政策的优化，通过调整存量政策的形式、节奏和用途，支撑经济增长。

一是货币政策的宽松形式变化。

潘行长在9月22日的国新办发布会上提出“货币政策坚持以我为主，兼顾内外均衡”。“以我为主”意味着货币政策的进一步宽松将主要取决于经济稳增长和财政扩张的需要，比如降准或恢复国债购买等数量型工具。

“内外均衡”意味着降息的最佳时机是在汇率压力较小甚至有升值压力时，还需权衡银行的息差压力。考虑到美联储目前逐步降息的节奏，预计国内全面降息的窗口期至少要等到11-12月才有可能开启。因此，四季度全面降息的概率低于降准和恢复国债购买，除非年内美联储降息超过75BP，否则全面降息的必要性不大。

二是财政政策的落地节奏变化。

提前下达明年地方政府债限额。9月12日国新办发布会上财政部表示，将继续落实好一揽子化债举措，提前下达部分2026年新增地方政府债务限额，并且靠前使用化债额度，多措并举化解存量隐性债务。根据全国人大的授权，国务院可以在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额，以确保资金能在明年“两会”前形成有效投入。

加快推动新型政策性金融工具落地和重大项目提前开工。发改委9月29日宣布，新型政策性金融工具规模共5000亿元，全部用于补充项目资本金。从8月政金债净融资规模看，新型政策性金融工具的首批资金或已到位，预计后续将加快投放节奏，尽快形成实物工作量。参考去年四季度的做法，明年重大工程项目可能提前开工，以形成年内实物工作量。虽然临近年底，受天气和假期影响，实物工作量形成速度受限，但项目开工在财务上即可计入投资，从而提前实现未来政策对经济增速的支撑。

三是消费支持政策的补贴方向变化。

在以旧换新补贴透支效应开始显现之时，消费支持政策的重心也正从“补商品”转向“补服务”和“补民生”。这一变化表明政策目标更加关注长期扩大内需和分配公平，而不是仅仅追求短期的消费数据增长，这也是我们预计“十五五”规划的重点方向。要充分释放中国经济的潜在增长力，特别是未来五年要实现5%左右的增长目标，地方政府必须着重于消费基础设施建设，创造优质消费场景，并加大服务消费供给。这既是工业化、城镇化发展到一定阶段后的必然需求，也是实现长期可持续发展的关键一环。

目前政策对服务消费的支持主要通过两种形式实现：一是金融支持服务消费，设立5000亿元养老服务消费再贷款，旨在为服务消费提供长期、稳定的金融支持，加快补齐供给侧短板；二是财政支持服务消费，包括贴息和发放服务消费券。

政策的另一大调整是向特定群体直接发放现金补贴，修复特定群体的家庭资产负债表。目前直接发钱的年度支出预计在2000亿元左右，主要针对有育儿、养老、教育支出需求的三类群体。

1) 针对3岁以内儿童的育儿补贴目前每年约1000亿元，且未来金额可能上升。这部分资金未纳入今年的额外财政安排，需从一般公共预算中腾挪。2) 针对65岁及以上的中度失能老人正在试点发放养老服务消费补贴，其中长期入住养老机构、短期入住养老机构和日间托养消费券额度暂为800元，居家上门养老服务消费券额度暂为500元。若该政策全面铺开，每年额外财政支出约为500亿至800亿元。3) 针对学前儿童的教育费补贴从今年秋季学期开始，目前仅覆盖大班儿童，对应财政额外支出约为200亿元。

第五，从近期政策的表态、实现经济增长目标的必要性、四季度经济的现实压力看，当前政策重心是深化改革。

去年三中全会提出了三项重大改革，分别是统一大市场、要素市场化改革和财税体制改革，目前已有两项落地。

统一大市场建设的落地形式是“反内卷”，统一市场基础制度、基础设施、政府行为尺度、监管执法、要素资源市场，尤其是规范地方政府补贴行为，确保公平竞争，消除地方保护和各种不合理的准入门槛。

要素市场化改革于今年9月由国务院印发试点方案，选择粤港澳、长株潭、福厦泉、杭甬温等10个具有代表性的城市圈作为试点。其中，土地作为要素市场化改革的核心，提出了城乡建设用地增减挂钩、“人地钱编”挂钩、农村宅基地有偿退出等多项改革措施。



财税改革的重点是消费税下放和中央与地方财权事权的重新分配。9月12日国新办新闻发布会上，财政部表示“已制定深化财税体制改革实施方案，正在抓紧推进”，预计将是未来一段时间的改革重点。

在经济压力不大、外部环境相对稳定的情况下，无论是反内卷还是要素市场化，都是对深化改革的有力确认。这也是未来“十五五”规划的重要政策方向，通过改革提高全要素增长率，打开经济潜在增长空间。

风险提示

- 1) **对政策的理解存在偏差。**对政策的态度和财政货币政策的展望存在主观性，可能和实际落地情况存在差异。
- 2) **增量政策超预期。**如果四季度经济压力超预期，不排除出台额外增量政策的可能性。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究