



执笔人：张斌、朱鹤、杜宇宸

宏观部分：逆周期政策药方配齐，进度和力度成为关键

- 运行环境：全球通胀压力进一步缓解，经济增长压力上行。国内经济，政府广义支出放缓，信贷增长乏力。
- 运行特点：物价偏低、新增就业面临压力，居民收入和企业盈利增长偏低。总需求不足仍然突出，政府广义支出和房地产投资成为总需求增长主要拖累。
- 应对措施：政治局会议和四部委发言表明了新的逆周期政策一揽子措施。药方已经配齐，进度和力度成为关键。广义政府支出增速需要大于目标名义 GDP 增速，才能真正发挥逆周期作用。货币政策需要加快政策利率下行，以此大幅降低真实利率。稳定房地产行业需要大幅改善房地产企业现金流，除了现有政策，仍需对部分房地产企业开展重组。

专题部分：降低政策利率对银行体系的影响

- 发达国家中央银行降低政策利率后，没有带来息差的收窄，商业银行盈利没有恶化。降低政策利率有效提升总需求水平以后，商业银行盈利随之回升。
- 我国 2015 年大幅降低政策利率，尽管存贷款的政策指导利率没有收窄，但是商业银行贷款利率下降幅度大于存款利率下降幅度，银行息差收窄了 60 个基点。商业银行的净息差与“政策净息差”变化方向相反。说明除了政策利率调整的影响，银行业在市场上的自发竞争力量对净息差有更突出的影响。
- 商业银行通过主动调整其负债结构和资产结构，以及从更低利率环境下的金融资产估值提升等渠道部分对冲了息差收窄对银行盈利的影响。如果降低利率过程中还能配合政府投资政策以及由此带来的信贷需求提升，商业银行盈利会得到更进一步保障。
- 商业银行盈利都会随着经济周期变化而变化。没有充分调整政策利率不能帮助经济走出需求不足局面，商业银行的息差和盈利将面临严峻挑战。充分调整政策利率帮助经济尽快走出需求不足，商业银行会从中获益。降低政策利率如果快速且充分，经济周期下行对商业银行带来的损失更小，商业银行短期内的金融资产估值效应会更加显著，息差收窄带来的损失则是逐渐显现，更有利于商业银行。
- 经济下行周期和下调政策利率过程中，对部分竞争力弱或者经营不稳健的商业银行会带来更突出影响，会有部分商业银行难以为继。货币当局需要关注其中的风险，但不必为此牺牲利率政策调整。



宏观

■ 外部环境：通胀压力缓解，全球经济面临下行压力

2024年三季度，摩根大通全球综合 PMI 均值为 52.4，较 2024 年二季度均值下降 0.5 个百分点；全球制造业 PMI 均值为 49.4，重回收缩区间，较 2024 年二季度均值下降 1.3 个百分点。分地区和国家来看，各国三季度制造业 PMI 均值季度环比均有所下降，其中美国和俄罗斯降幅最明显。



图 1 摩根大通全球制造业 PMI

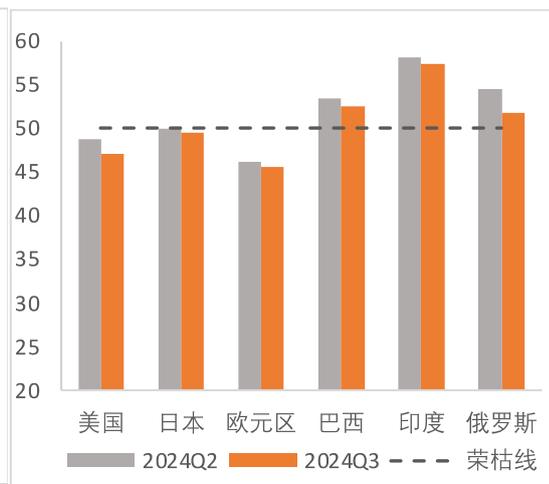


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

全球通胀压力有所缓解，经济面临下行风险。OECD 在 9 月底发布的《经济展望》报告在 5 月报告的基础上，将 2024 年全球经济增长率上调 0.1 个百分点至 3.2%。报告指出，全球经济的韧性、高于预期的贸易，以及收入的提高缓和了经济前景的不利风险。通胀的持续下行以及主要经济体货币政策的调整为经济改善提供了进一步的空间。然而，全球增长的风险仍然偏向下行，主要受制于几方面的影响：一是利率绝对值仍然较高，二是欧元区增速的放缓，三是中国从房地产下行中恢复的不确定性，四是更加动荡的地缘政治冲突对贸易和供应链可能带来的负面影响。

大宗商品价格整体平稳，国际原油价格跌幅扩大，粮食价格保持震荡。三季度末 CRB 大宗商品价格综合指数为 534.48，较二季度末下降 1.6%。其中，国际能源价格走势出现分化，石油价格明显下降，天然气、动力煤价格则出现回升，金属下降 2.1%，工业原料则小幅回落 0.8%。三季度末，布伦特原油现货价格降



至 73.09 美元/桶，较二季度末下降 15.9%；动力煤和天然气价格较二季度末分别上涨 19.7%和 6.5%。国际农产品价格在经历了在二季度的基础上继续保持震荡。CBOT 大豆价格较二季度末回落 4.3%，CBOT 小麦和玉米价格则分别较二季度末回落上涨 1.8%和 1%。

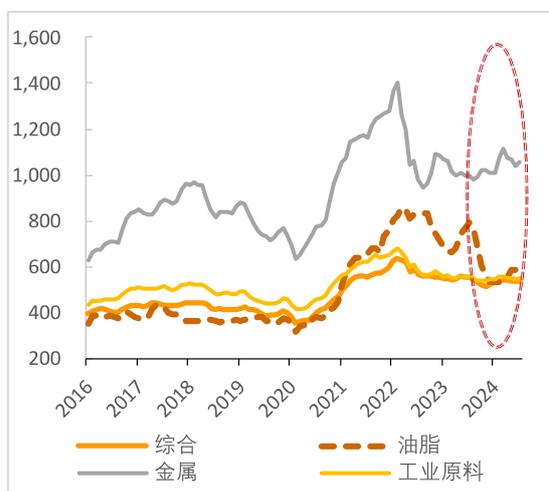


图 3 CRB 大宗商品价格指数

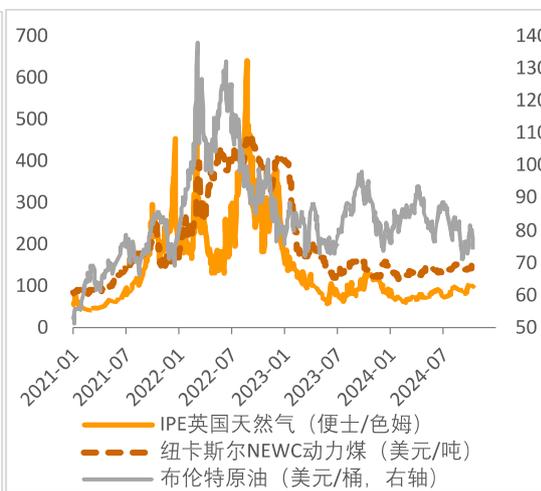


图 4 国际能源价格

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美国经济小幅放缓，美联储进入降息周期。2024 年三季度，美国 CPI 增速持续放缓。9 月 CPI 同比上涨 2.4%，较二季度末下降 0.6 个百分点。9 月份核心 CPI 同比增速为 3.3%，与二季度末持平，7-8 月核心 CPI 同比增速低于二季度末。与此同时，就业市场则出现一定饱和。9 月失业率维持在 4.1%，与上季度末保持持平，三季度美国月均新增非农就业人数 17 万人，显著低于二季度末的月均新增 21.8 万人，并创下疫情以来的最低季度月均新增非农就业人数纪录。

作为对经济表现的回应，9 月 18 日，美联储宣布降息 50 基点。这是美国四年多以来的首次降息，目标区间下调为 4.75%至 5%。10 月 10 日公布的 9 月货币政策会议纪要显示，几乎所有与会者都认为，“通胀前景的上行风险已经减弱，就业前景的下行风险则已增加”。这些与会者现在评估认为，“实现（FOMC）委员会双重使命目标的风险大致平衡”¹。这表明，美联储基本结束了对抗通胀的任务，短期内劳动力市场的动态变化将成为美联储决策的关注核心。

欧元区通胀持续回落但经济增长前景堪忧，欧央行开始快速降息周期。2024

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20240918.htm>



年三季度，欧元区名义和核心通胀均延续了自 2023 年 4 月以来的回落态势。9 月，欧元区消费者调和价格指数 HICP 同比增速为 1.7%，较 6 月回落 0.8 个百分点；核心 HICP 同比增速为 2.7%，较 6 月回落 0.2 个百分点。整体来看，欧元区通胀呈持续回落趋势，已靠近 2% 的通胀水平。

截至 2024 年 10 月，欧洲央行管理委员会连续三次下调欧元区三大关键利率，每次降幅均为 25 基点。管理委员会货币政策会议新闻稿显示，欧央行预计“未来几个月通胀数据会出现反复，但总体回落的态势不会改变。工资增长明年将进一步放缓，没有工资物价螺旋式上升的迹象”。同时，“经济增长依旧面临下行风险。融资成本对经济增长仍然具有限制性。在目前需求疲软的情况下，信贷增长较为缓慢。经济复苏继续面临一些阻力。”²德国联邦经济部 10 月 9 日发布预测称，今年德国国内生产总值将萎缩 0.2%，而不是此前预期的增长 0.3%。如果这一预测被证实，这将是德国经济连续第二年出现衰退。

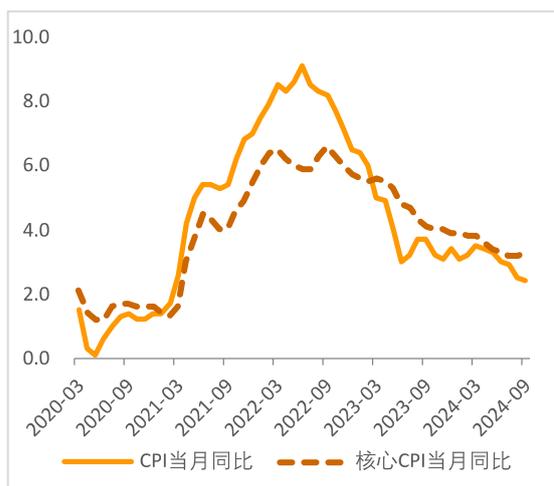


图 5 美国通胀当月同比

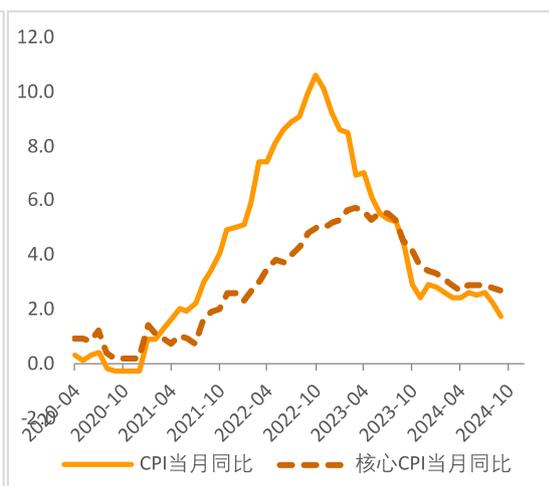


图 6 欧元区通胀当月同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美元指数下跌，全球长期国债收益率多数在三季度开始转降。从全球汇市表现来看，2024 年三季度末，美元指数在经历了第二季度的震荡后波动下跌至 100.8，较二季度末下降 4.8%。与美元指数下跌对应的是非美货币的普涨。发达经济体中日元升值幅度最高，三季度升值超过 10%；欧元、英镑分别升值 4.1%

²

https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2024/html/ecb.is240912~4f7b17040c.en.html



和 6.0%；发展中经济体中，印度三季度汇率基本维持稳定，卢比较上年末贬值 0.5%，巴西雷亚尔则升值 2.0%。从全球债市表现来看，2024 年三季度，随着美国通胀下行速度放缓，美国国债收益率在经历了一二季度的小幅涨涨后再度转降。截至 9 月 30 日，美国十年国债收益率较二季度末末下降了 55 个基点至 3.81%。日本和欧元区的公债收益率也结束了今年以来的上升趋势，9 月 30 日的日本十年国债收益率和欧元区十年公债收益率分别较二季度末下降了 19 个和 34 个基点。



图 7 美元指数

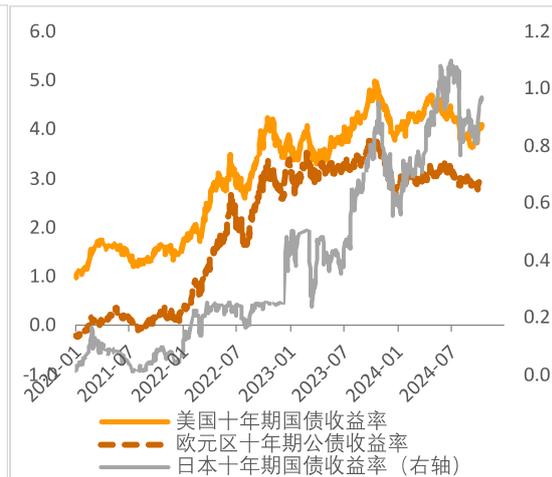


图 8 十年期国债收益率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

■ 内部环境：财政收支进度偏慢，社融增速再创新低

财政收支进度过慢，留存大量待使用的债务资金。2024 年 1-8 月，政府一般公共预算收入同比增速-2.6%，政府基金性收入同比增速-21.1%，广义财政收入同比增速-6.0%，较今年上半年增速下降 1.2 个百分点，较去年同期增速下降 10.4 个百分点。财政支出的增速偏低，1-8 月，政府一般公共预算支出累计同比增速 1.5%，政府基金性支出同比增速-15.8%，广义财政支出同比增速-2.9%，较今年上半年增速下降 0.1 个百分点，较去年同期下降 1.1 个百分点。

政府工作报告提出 2024 年全国一般公共预算支出 285490 亿元（含中央预备费 500 亿元），增长 4%；全国政府性基金预算支出 120193.92 亿元，增长 18.6%，调入一般公共预算 5000 亿元。二者合计同比增速 7.6%。目前财政的支出情况距离年初制定的目标仍有较大距离。1-8 月广义支出规模（22.2 万亿）较预算目标的序时进度（目标值*8/12）低 4.8 万亿。这一支出的客观结果是，为 9-12 月留



存了约 5.3 万亿待使用的债务和调入资金。

央行同步降准降息，市场利率小幅下降。9 月 27 日，央行宣布同步实施降准降息，将 7 天 OMO 利率下调 20 个基点，同时下调金融机构存款准备金率 50 个基点。在此影响下，2024 年三季度，存款类金融机构 7 天质押式回购加权利率（DR007）9 月均值为 1.79%，较今年 6 月小幅下降 10 个基点。不过，**利率下降传导至信贷尚需时间。三季度广义信贷仍较为乏力，社融增速再创新低。**2024 年 9 月，社会融资规模存量增速 8.0%，分别较去年同期和今年 6 月下降 1.0 和 0.1 个百分点，创造历史新低。三季度 M1 增速逐月下降，9 月降至-7.4%，再创历史新低，反映实体经济活跃度不足。9 月 M2 同比增速进一步降至 6.8%，较今年 6 月下降 2.4 个百分点，这反映出广义信贷扩张较为乏力。来自金融机构信贷收支表数据显示，三季度金融机构人民币各项贷款余额同比增速为 8.1%，分别较去年同期和今年 6 月低 2.8 和 0.7 个百分点。

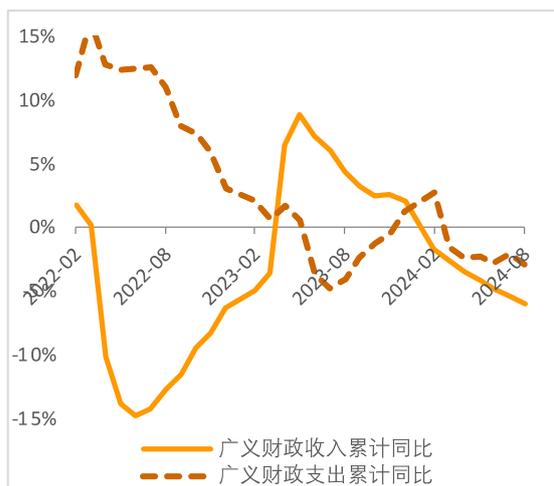


图 9 广义政府财政收入与支出

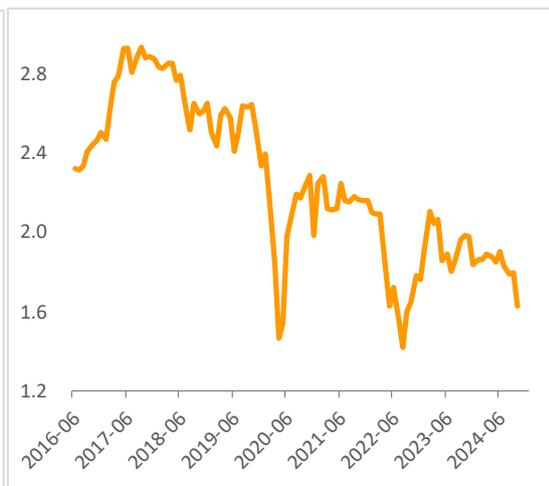


图 10 DR007

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

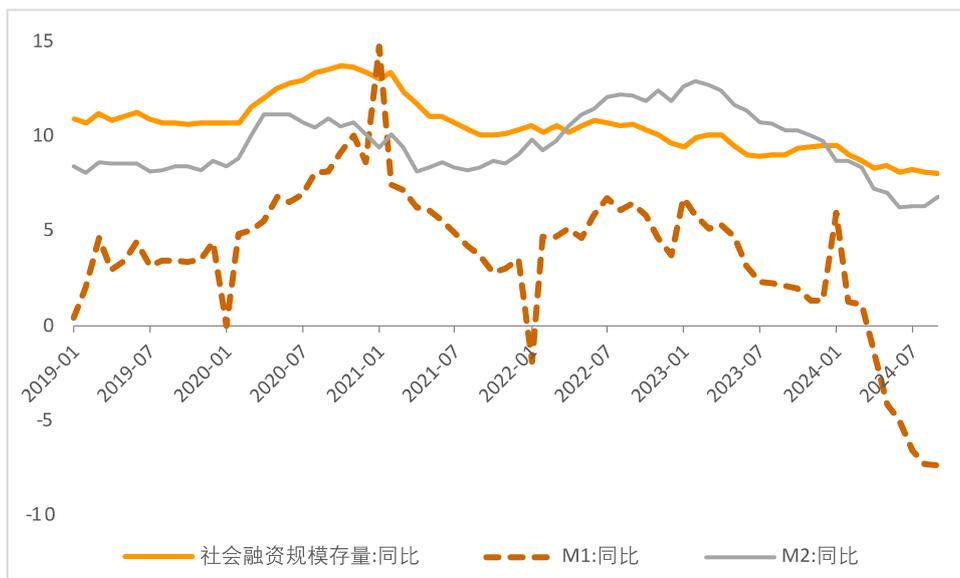


图 11 M1、M2 和社融存量月同比增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

人民币指数较小幅下降，人民币兑美元明显升值。2024 年三季度，CFETS 人民币指数呈现波动下降态势，三季度末为 98.4，较第二季度的 100 下降了 1.6%。而受发达经济体开启降息周期的影响，人民币对美元汇率升值明显。三季度末，人民币兑美元中间价为 7.01，较二季度末的 7.13 升值 1.7%。7 月底日本央行超预期的加息和美国金融市场的剧震迅速推高了人民币对美元的汇率，使其在一周内由 7.25 左右升至 7.15 附近。随后在 9 月份欧洲与美国双双降息的刺激下，在岸、离岸人民币汇率则分别在 9 月 13 日和 9 月 19 日先后升破 7.1。整个三季度，在岸人民币对美元汇率水平较二季度走升 3.5%，离岸汇率则走升 4.1%。

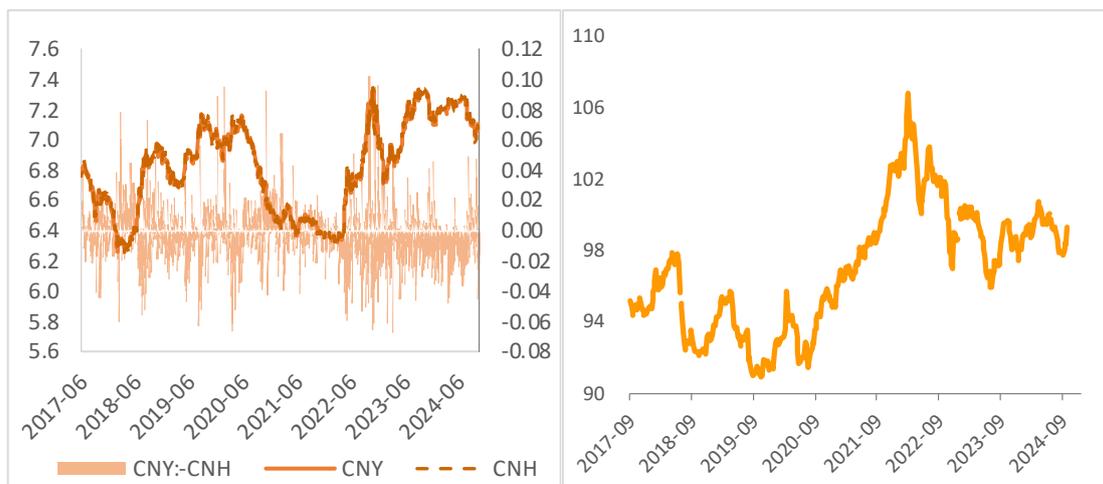


图 12 在岸与离岸人民币汇率

图 13 CFETS 人民币指数

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。



■ 运行特征：内需收缩，外需逐渐转弱

2024年三季度，我国GDP实际同比增速为4.6%，名义增速为4.0%；GDP名义同比增速已经连续六个季度低于实际增速。CPI在9月再度回落至0.4%，9月核心CPI（不包括食品和能源）同比增速降至0.1%，为疫情暴发以来最低。

生产方面，工业生产增速较二季度有所放缓，但仍保持相对强势，且大部分行业增速快于去年同期；但工业企业实际营收和利润的实际表现却进一步放缓。

投资方面，固定资产投资增速受房地产市场持续探底拖累，较二季度进一步下降。在政策支持下，新开工和销售面积增速降幅有所收窄，但房地产市场大部分指标尚待实现止跌回升。基建投资内部分化继续加剧。受今年以来城投净融资额持续为负的影响，与地方城投业务关联较少的基建行业投资保持高增，而与地方城投业务关联紧密的行业投资低迷。

居民消费倾向有提升，但受制于收入增长乏力，消费复苏进度进一步放缓，以餐饮消费增速的降幅最为明显。就业压力，尤其是年轻劳动者就业压力，在三季度继续增强。低通胀的状态依然持续。外需方面，受发达经济体增长动能减弱的影响，海外需求呈现下降趋势，叠加基数效应的褪去，我国出口开始向下，且出口价格下行对出口形成持续拖累。

上述迹象表明，产出缺口仍然为负，总需求不足仍是制约经济复苏的主要矛盾。

1、工业生产保持相对强势，但企业效益进一步放缓

2024年三季度，工业生产有所放缓但仍相对强劲，规模以上工业增加值累计同比增速5.8%，较今年二季度放缓0.2个百分点，但仍较去年同期高1.8个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业、电力燃气及水的生产和供应业增加值累计同比分别增长2.9%、6.0%、6.3%，增速分别较去年同期提高1.2、1.6和2.8个百分点。

分行业看，各工业行业三季度的生产普遍改善，在已公布数据的20个工业行业中，有13的行业获得了较去年同期更高的增加值增速。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业改善最为突出，三季度累计同比增速12.8%，较去年同期提高11.4个百分点。消费品行业生产也有所改善，纺织业、酒饮料茶制造业



和食品制造业三季度增加值累计分别同比分别增长 5.3%、5.6%和 5.6%，分别较去年同期增速高 6.6、5.8 和 2.7 个百分点。电气机械和汽车制造业有所走弱，三季度增加值累计分别同比增长 4.5%和 7.9%，分别较去年同期增速下降 9.6 和 3.5 个百分点。前三季度汽车累计产量同比仅增长 2.7%，较去年同期增速下降 1.9 个百分点。

工业企业营收与利润均进一步放缓。1-8 月，全国规模以上工业企业利润累计同比增 0.5%，较 2024 年前两季度 3.5%的累计增速大幅下降，这还是建立在去年 8 月-11.7%的累计同比增速的基础上。营收方面，1-8 月累计同比增 2.4%，较前两季度 2.9%的累计同比增速也进一步放缓。同时，代表企业实际库存状况的“广义库销比”指标³持续上升，消费品、中间品和资本品生产企业的广义库销比分别达到 61.9%、44.5%和 63.7%，分别较去年同期提高 1.6、0.7 和 1.7 个百分点。

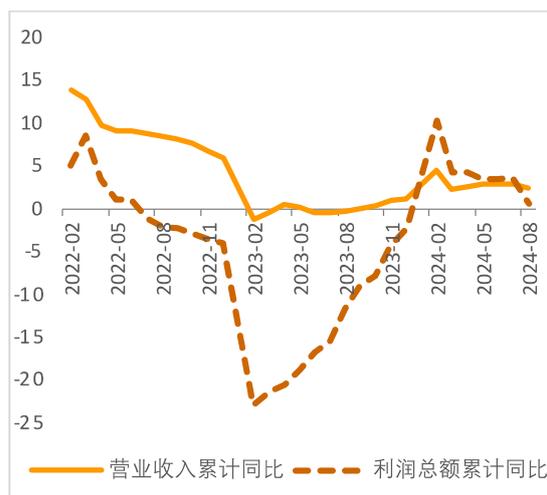


图 14 工业企业营业收入及利润

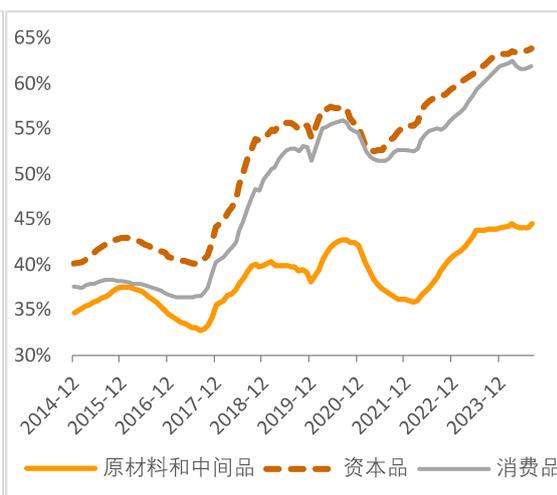


图 15 广义库销比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

2、房地产市场仍在探底，基建投资内部分化加剧

2024 年三季度，固定资产投资增速累计同比为 3.4%，较二季度低 0.5 个百分点，较去年同期高 0.3 个百分点。

结构上看，房地产投资仍未明显改善，是拖累投资的最主要因素。三季度房地产开发投资累计同比增速分别为-10.1%，与二季度持平，较去年同期下降 1

³ 广义库销比=库存/当月营业收入，其中营业收入为 12 个月移动平均值。



个百分点。

竣工面积降幅持续扩大，但新开工和销售面积降幅有所收窄。三季度房地产竣工面积累计同比下降 24.4%，较二季度下降 2.6 个百分点，较去年同期骤降 44.2 个百分点。不过，新开工面积累计同比下降 22.2%，降幅较二季度和去年同期分别收窄 1.5 和 1.2 个百分点。三季度商品房销售面积下降 17.1%，降幅较二季度收窄 1.9 个百分点。

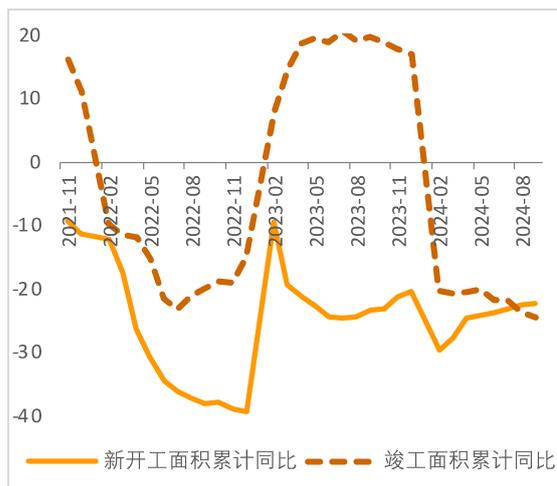


图 16 商品房新开工与竣工面积

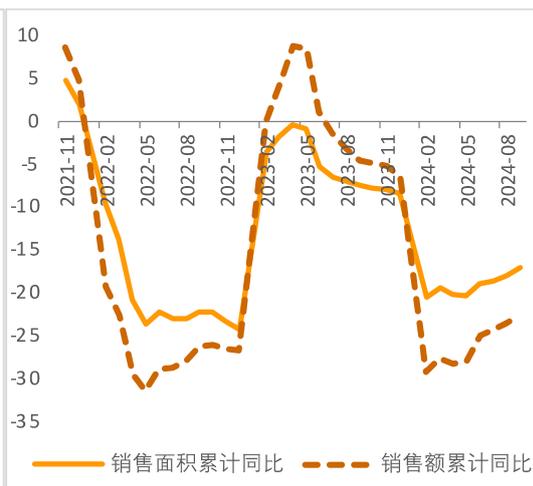


图 17 商品房销售面积与销售额

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛

土拍市场持续低迷，进一步冲击土地出让收入。1-8 月我国政府性基金收入中的土地出让金收入累计同比降幅扩大至 25.4%，较二季度进一步下降 7.1 个百分点。土地出让金并非当期足额缴纳。目前土地出让金收入的下行反映的更多还是前几个季度土地成交结果。100 个大中城市的土地成交面积显示，三季度土地成交面积下降虽有所收窄，但累计同比跌幅仍在-20%左右。当期低迷的土拍市场将进一步影响未来土地出让金收入，制约地方政府财政能力。

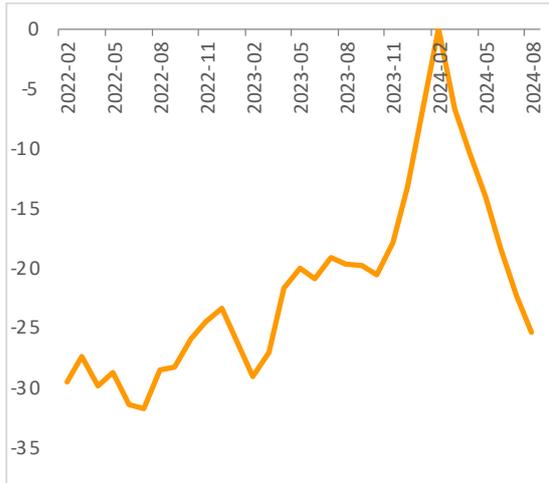


图 18 国有土地使用权出让收入累计同比

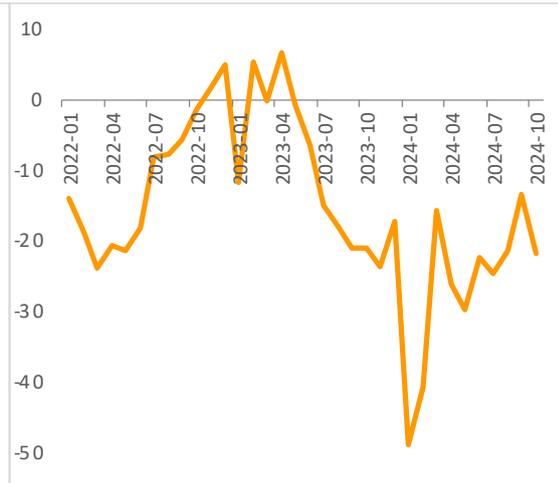


图 19 百城土地成交面积累计同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

地产政策进一步放松，政治局会议定调要“止跌回稳”。三季度我国房地产市场中限制性政策进一步放松。9月26日，中央政治局会议指出，要“促进房地产市场止跌回稳”。在此之前，9月24日央行宣布将降低存量房贷利率至不低于LPR减30基点。此外，9月末，北上广深和天津等城市进一步优化房地产限购措施。财政部和住建部也于10月分别宣布，将运用专项债收购存量商品房用作保障性住房；年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。

基建投资内部持续分化，与地方城投业务关联较少的基建行业保持投资高增、与地方城投业务关联紧密的行业投资十分低迷。2024年三季度，基建投资的表现整体维持稳定，三大行业合计投资累计同比增速9.3%，较二季度提高1.6个百分点。基建内部的分化较则进一步加剧。电力、热力、燃气及水的生产和供应业的投资增速保持高位，三季度累计同比增24.8%；交运行业中的铁路运输业投资也增速也维持在17.1%的高位，这都是与地方城投业务关联性偏低的行业。

占整体基建投资一半左右的水利环境和公共设施管理业投资持续低迷。该行业大类三季度累计同比投资增速仅为2.8%，其中作为该行业主体的公共设施管理业投资累计同比下降3.5%。这主要是因为地方城投在化解债务风险的进程中，新增融资收到越来越严厉的约束，对地方基建的支持力度大大减弱。按照wind口径统计的城投债融资数据，三季度城投债净融资额为-2098亿元，较二季度进一步下降700亿元并创下历史新低。

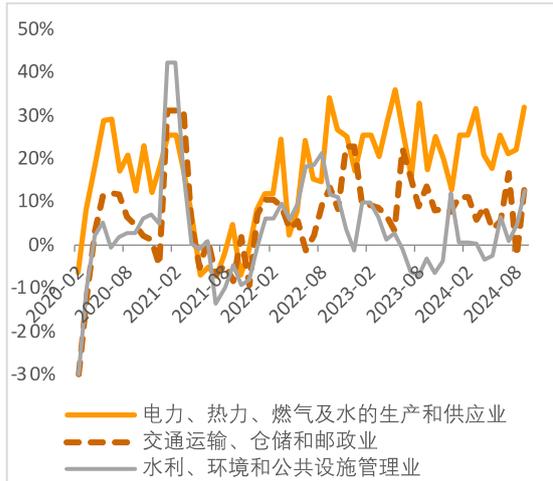


图 20 三大基建行业固定资产投资当月同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

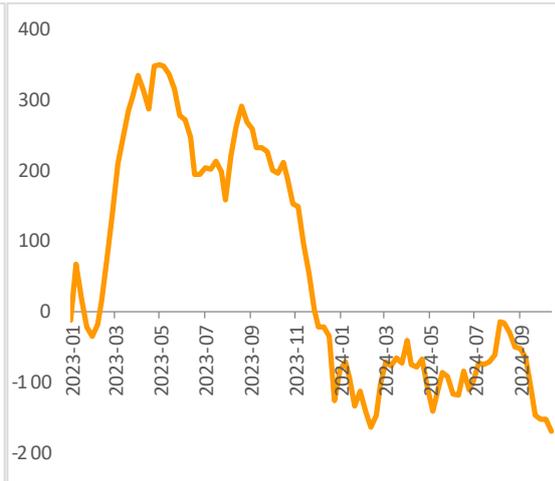


图 21 城投债净融资额（亿元）

出口在基数效应退去影响下开始向下。2024 年三季度，按美元计价的中国出口额季度同比增速为 6.0%。但这一结果是建立在去年三季度季度同比增速 -9.9%的基础上。分月来看，7-8 月出口同比增速较二季度开始有所波动，而 9 月单月我国出口在基数效应逐渐淡去的背景下仅同比增长 2.4%，大幅低于 5 月份以来的 7%以上的单月同比增速。在出口增速减弱的同时，出口商品的数量和价格双双出现走弱。8 月，我国出口商品数量同比上升 16.9%，较二季度末下降 0.8 个百分点。出口商品价格 8 月单月同比下降 5.2%，较二季度末跌幅扩大 0.3 个百分点。

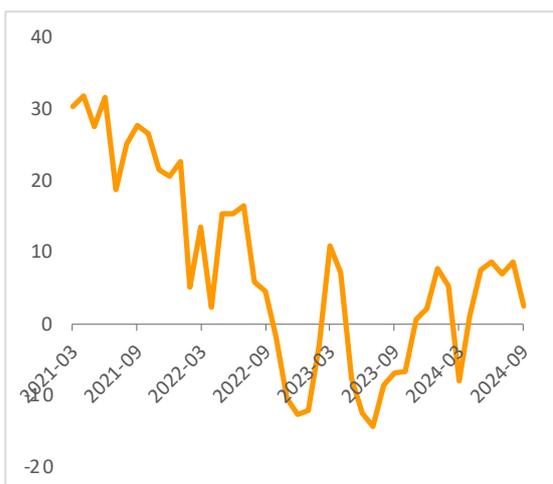


图 22 出口金额（美元）当月同比增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

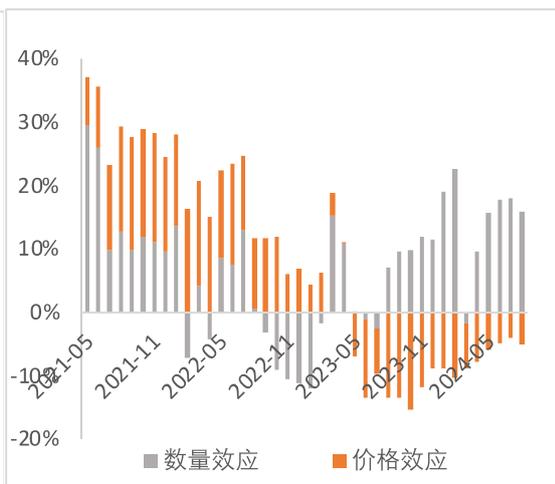


图 23 出口数量与价格效应



3、消费意愿提高，但消费复苏进度放缓

2024 年三季度，居民消费倾向继续提高，但消费复苏进度有所放缓。2021 年开始，除 2020 年三季度受疫情扰动外，每年三季度的居民消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）基本呈现回升趋势。2024 年三季度消费倾向来到 67%，虽较 2019 年仍有距离，但在去年三季度基础上继续提高 1 个百分点，这说明消费意愿仍在持续提高中。

但同时，三季度的消费复苏进度却有所放缓。三季度社会消费品零售总额季度同比增速 2.7%，较去年同期下降 1.5 个百分点；餐饮收入增速 3.1%，也较去年同期大幅下降 10.9 个百分点。消费倾向上升但是消费增长乏力，说明收入成为消费增长的主要制约因素。

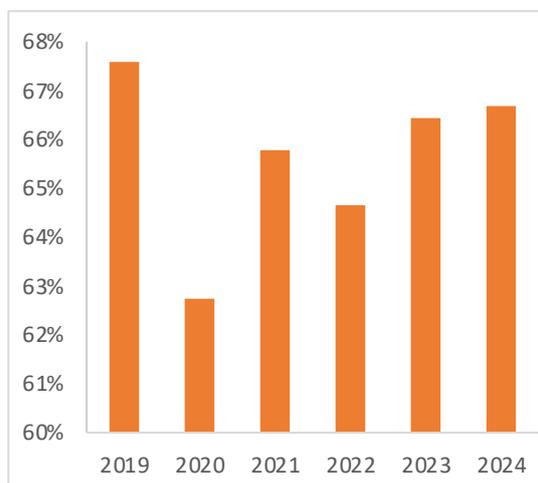


图 24 历年三季度居民消费倾向

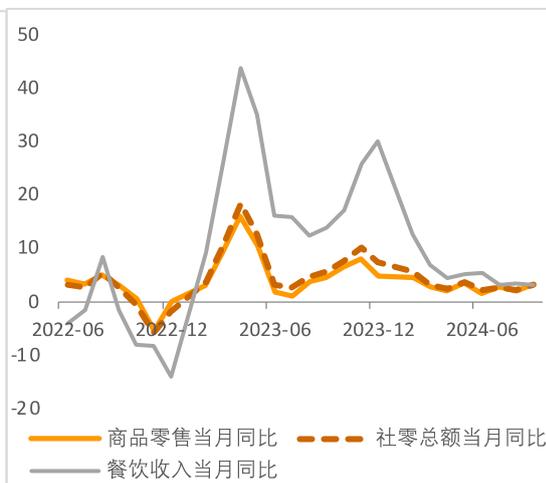


图 25 商品零售和餐饮收入同比增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

4、信用收缩加速，居民和企业部门尤为明显

三季度，政府债券融资以绝对规模支撑起了社融增量。具体而言，三季度新增社会融资规模为 75644 亿元，比去年同期减少了 2307 亿元。其中，新增政府债券融资 38415 亿元，比去年同期多增 12627 亿元。相比之下，三季度新增人民币贷款规模为 29345 亿元，比去年同期减少了 9800 亿元；新增企业债券规模 1813 亿元，比去年同期减少了 2915 亿元。

居民和企业贷款需求均出现大幅下降。具体而言，三季度金融机构新增人民币贷款规模为 2.75 万亿元，比去年同期减少 12659 亿元。新增住户贷款为 4800 亿元，比去年同期减少 5700 亿元；新增企事业单位贷款 2.46 万亿元，比去年同



期减少 4100 亿元。

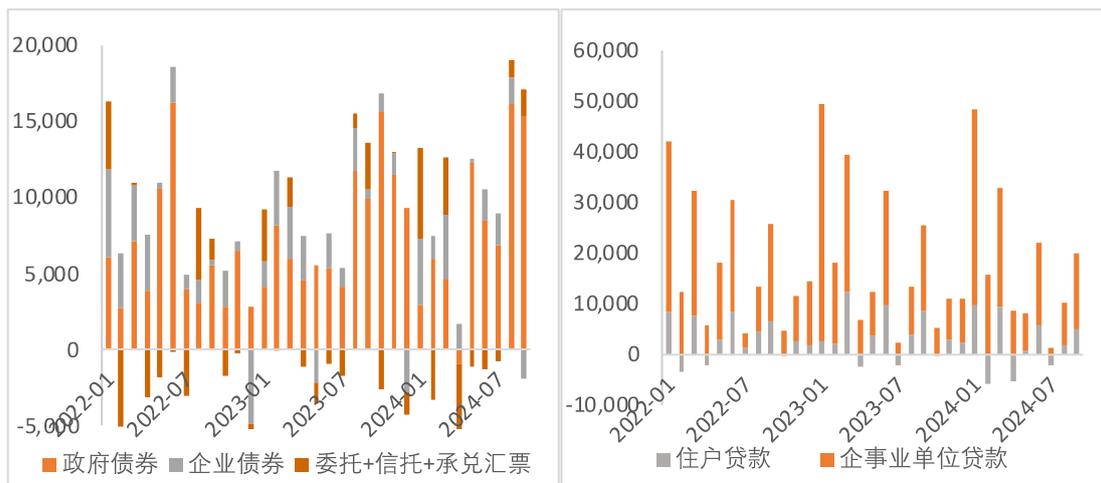


图 26 新增社融结构（不含贷款与股票，亿元） 图 27 新增金融机构贷款结构（亿元）

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

5、就业压力增强，低通胀状态依然持续

青年群体就业压力增强。2024 年三季度末，我国城镇调查失业率为 5.1%，较 6 月提高 0.1 个百分点；31 个大城市城镇调查失业率为 5.1%，较 6 月提高 0.2 个百分点。根据统计局最新数据，不含在校生口径下，16-24 岁、25-29 岁劳动力失业率在 8 月末分别为 18.8%和 6.9%，分别较二季度末提高了 5.6 和 0.5 个百分点，青年群体就业压力依然较大。

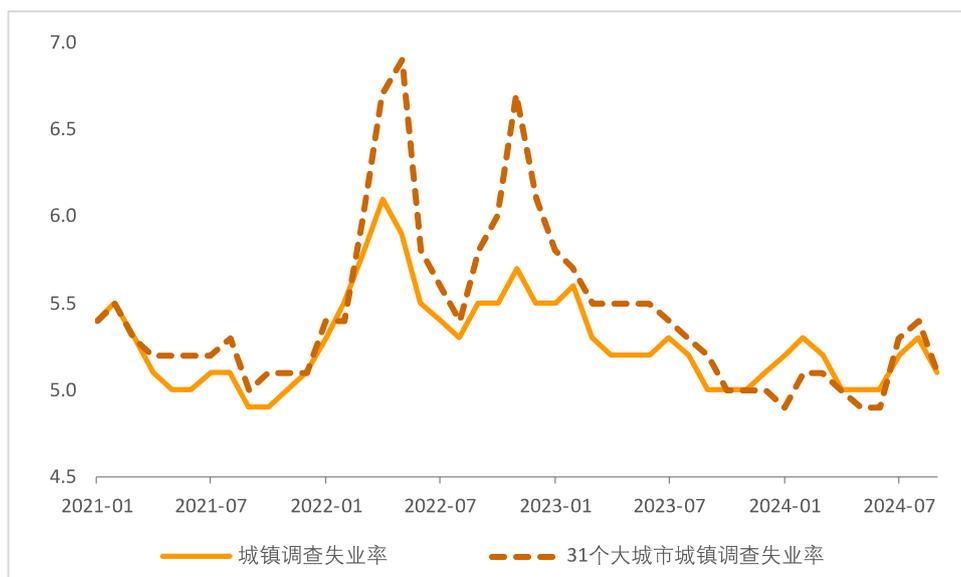


图 28 调查失业率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。



低通胀状态依然持续。2024 年三季度 CPI 在经历了 7-8 月的短暂上扬后，当月同比增速在 9 月再度回落至 0.4%，9 月核心 CPI（不包括食品和能源）当月同比增速降至 0.1%，为疫情暴发以来最低。三季度 PPI 月同比增速再度走弱，9 月为-2.8%，较 6 月下降 2 个百分点，PPI 环比增速连续 11 个月下跌。在结构上，受地产承压和夏季多雨影响，石油和天然气开采、黑色金属采选、冶炼加工，以及非金属矿物价格均持续下跌。低通胀是经济运行的结果，反映出国内持续存在比较明显的总需求不足问题。

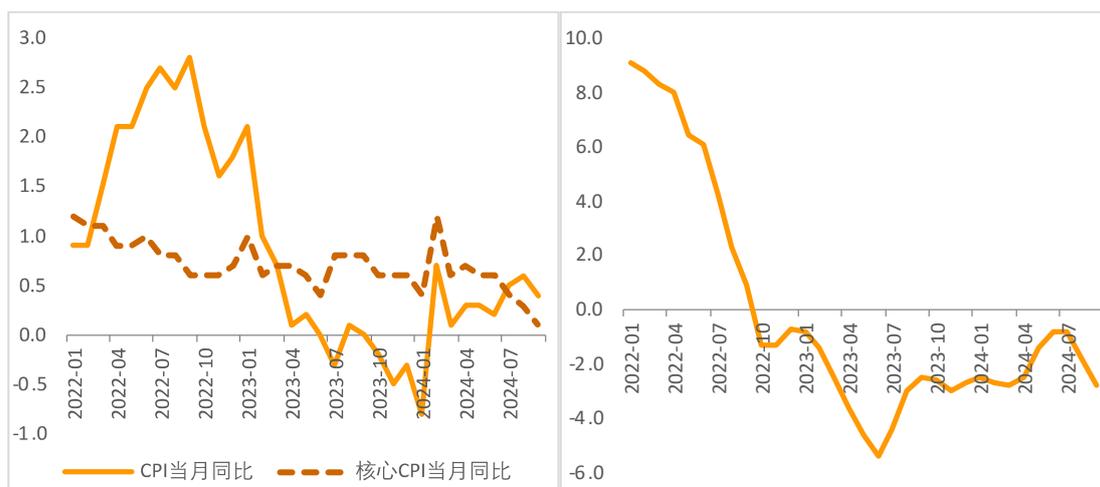


图 29 CPI 与核心 CPI

图 30 PPI 当月同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

■ 未来展望与政策建议

综上所述，三季度我国宏观经济仍处于低位运行状态，经济复苏受制于需求不足，信用收缩的趋势仍在。9 月 26 日召开的中央政治局会议明确释放了“稳经济和稳楼市”的信号，央行、发改委、财政部、住建部等部委陆续推出了一系列稳增长政策。市场普遍认为，宏观政策已经出现了明显转向，进入了更加积极扩张的阶段。

具体来说，央行的主要政策是降息、降准、降低存量房贷利率和创设支持股票市场的新工具；发改委的主要政策是在四季度增加 2000 亿的新增投资计划；财政部的主要政策是向地方增加 4000 亿的债券融资额度，支持专项债用于土地收储以及将一次性大规模置换地方隐性债务；住建部的主要政策是再提货币化棚改，并明确开发性、政策性金融机构可以给予专项借款。



在宏观政策转向预期的影响下，我国股票市场也出现了比较明显的回暖，可持续的资本市场好转或有助于稳定社融增速。而从 2014-2016 年的经验来看，股市的繁荣有望带动社融增速的回暖。尽管长期以来上市公司股票融资仅占社融总量的 1% 左右，但在 2014 年中至 2017 年底股市整体上行的周期中，股票融资占社融总量的比例飙升，并在 2016 年下半年的顶峰时期突破了 10%。9 月末以来，在一揽子增量政策的刺激下，我国股市迅速回暖。若在股市回暖的刺激下，股票融资也有所上升，将为稳定社融增速的回暖发挥积极作用。

上述政策组合与 2015 年的稳增长政策组合十分相似。2015 年，央行连续十次下降基准利率，财政部推出了大规模的地方债务置换。同时，全国范围内推进棚户区改造，货币化棚改成为主要方式，刺激房地产需求的政策也陆续出台。在积极宏观政策的综合作用下，2016-2017 年我国宏观经济回升向好的势头十分明显。因此，也就不难理解为何本次宏观政策转向和政策内容能够在短时间内扭转了市场悲观预期，并直接体现为金融资产价格上涨。

但是，也应注意房地产市场的持续调整仍然是造成有效需求不足的最重要原因，有三方面因素在真正阻碍我国房地产市场止跌回稳，即房地产企业风险尚未得到系统性处置；名义利率调整不足导致实际利率偏高；住房供给存在明显空间错配。由此导致的信用收缩有较强的惯性，扭转这一趋势仍需时间。今年以来居民和企业部门持续的信贷收缩不仅影响了当期的经济走势，未来融资需求也会在低预期和信贷惯性下保持一段时间的低迷。尽管股市出现的繁荣和利率的下降在一定程度上会刺激信贷，但扭转今年以来低迷的信贷格局仍需时日。

宏观政策的实施力度是接下来几个季度宏观经济复苏是否能加力提速的关键。具体来说：

第一，保持广义财政支出强度，2025 年适度提高财政赤字到 4% 的水平，同时推出足够规模的地方隐性债务置换计划。根据我们测算，2025 年若要达到 5% 的合意经济增长（GDP 平减指数为 0），广义财政支出应较 2024 年增加 2.6 万亿元，一般公共预算和政府性基金预算合计需要通过新增债务等渠道筹集资金 11.8 万亿。可以通过两种方式来实现这样的广义支出强度，一是保持官方赤字率不变，继续通过发行超长期特别国债和专项债券和其他调入资金来补充收入缺口；二是提高官方的赤字率，例如从 3% 提高到 4%，这样的好处是有宣示作用，



且不需要从其他地方调入较大的资金。在此基础上，为化解地方政府拖欠账款、债务置换，以及房地产和银行体系注资等各类存量风险问题，还需要在未来增加 10 万亿量级的额外公共资金，但是两者应做出明确区分。同时，进一步明确公共资金参与房地产市场的规模和方式，其中尤其要尽快明确用于支持保障房收购和土地回购的财政资金。

二是继续落实“有力度的降息”，以降低真实利率水平，并适时将结构性货币政策工具的利率降至政策利率水平以下。我国当下的基本事实是，实际利率显著高于中性利率，两者之间还有 5-6 个百分点的差距。因此，“有力度的降息”应以降低真实利率为重要的目标。9 月底的降息应该作为一个起点，通过更大幅度的降低政策利率和更清晰的市场沟通，带动通胀预期和名义增速预期的回升，达到降低真实利率的目标。要想明显改善名义 GDP 增速预期，需要在半年左右的时间，分四到五次降低政策利率 100 个基点，并通过降低政策利率带动 LPR 至少下降 100 个基点。

与此同时，应考虑尽快将结构性货币政策工具的融资利率至少下调至 OMO 基准利率以下，例如 OMO-25bp。现有的 18 个结构性货币政策工具，有一些是在较早之前就设立的，如支农支小再贷款，也有一些是在 2021 底和 2022 年初设立，如支持碳减排和科创的政策工具。这些政策工具在设立之初，其资金利率明显低于同期的短期政策利率，即 7 天逆回购利率，这是这些工具能够吸引银行使用的重要因素。因此，现阶段应至少以 7 天逆回购利率为基准，尽快下调结构性货币政策工具的融资利率至 7 天逆回购利率以下，以更好发挥其调结构和稳增长的双重作用。

第三，稳定房地产行业，需要缓解房地产企业当前面临的现金流压力，为实现保交楼和房地产发展新模式奠定必要基础。优化预收资金监管制度，对于已经完成交付任务的项目，应该无条件解冻资金，提高房地产企业的可支配现金流。采用更为积极的“一企一策”的方式，尽快建立一套规范和有效的司法和解流程。该流程可考虑由政府牵头，协调好房地产企业、购房者、供应商与施工方、银行等金融机构债权人，明确各方的责任与义务，确保重整方案的公平性与可行性。同时，考虑到短期的流动性压力，可以指导商业银行设置一定时间的利息免除期，以减轻企业短期内的现金流压力，使其能够集中资源进行经营调整、恢复和转型。