

宏观经济信用观察

(二〇二四年三季度报)

经济总体运行平稳 增量政策逐步加力

主要经济指标情况

指标名称	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3
GDP 当季值(万亿元)	32.0	34.8	29.6	32.1	33.3
GDP 当季同比(%)	4.9	5.2	5.3	4.7	4.6
工业增加值增速(%)	4.0	4.6	6.1	6.0	5.8
固定资产投资增速(%)	3.1	3.0	4.5	3.9	3.4
房地产投资增速(%)	-9.1	-9.6	-9.5	-10.1	-10.1
基建投资增速(%)	6.2	5.9	6.5	5.4	4.1
制造业投资增速(%)	6.2	6.5	9.9	9.5	9.2
社零增速(%)	6.8	7.2	4.7	3.7	3.3
出口总额增速(%)	-5.8	-4.7	1.1	3.5	4.3
进口总额增速(%)	-7.6	-5.5	1.6	2.1	2.2
CPI 涨幅(%)	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3
PPI 涨幅(%)	-3.1	-3.0	-2.7	-2.1	-2.0
财政收入增速(%)	8.9	6.4	-2.3	-2.8	-2.2
财政支出增速(%)	3.9	5.4	2.9	2.0	2.0
调查失业率均值(%)	5.2	5.0	5.2	5.0	5.2
社融存量增速(%)	9.0	9.5	8.7	8.1	8.0

注：1.GDP 当季值按现价计算，同比增速按不变价格计算；2.工业增加值、固定资产投资、社零（社会消费品零售总额）、进出口、价格指数、财政收支（一般公共预算收支）数据均为累计同比增速，基建投资不含电力；3.调查失业率为季度均值；4.社融存量增速为期末值；5.出口、进口数据均以美元计价

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。初步核算，前三季度国内生产总值 949746 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0% 增长目标附近。下阶段，宏观政策要认真落实“926”政治局会议精神，抓住有利时机，稳定资本市场，采取有力措施推动房地产市场止跌回稳，加大财政逆周期调控政策，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。
- 信用环境方面，2024 年前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率。支持房地产白名单企业贷款，降低居民住房贷款成本。有序推进金融支持融资平台债务风险化解。展望下阶段货币政策，适时适度降准降息，降低实体经济融资成本，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场。合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。
- 政策环境方面，2024 年前三季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。展望四季度，宏观政策按照 9 月政治局会议安排，加大财政和货币逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困，努力完成全年经济增长目标。

联合资信研究中心

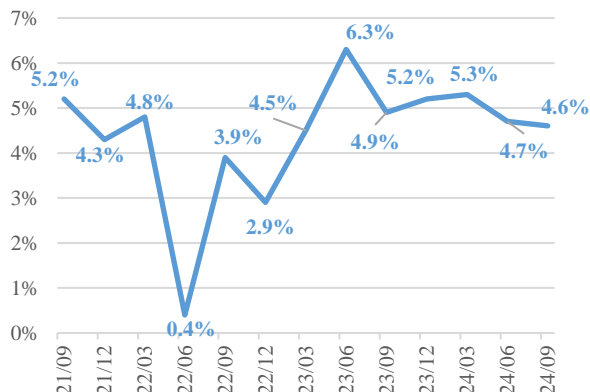
张 振 zhangzhen@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

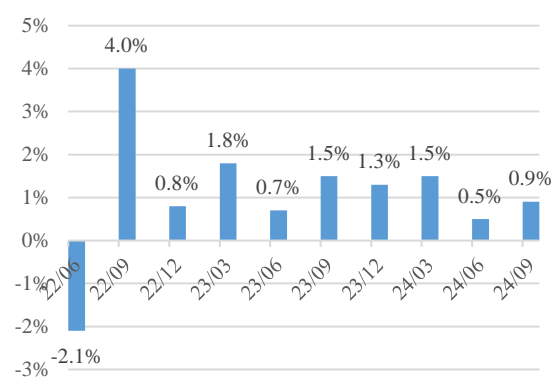
前三季度，面对复杂严峻的外部环境和国内经济运行中的新情况新问题，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，加大宏观调控力度，有效落实存量政策，加力推出增量政策。国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。初步核算，前三季度国内生产总值 949746 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%。一季度国内生产总值同比增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%。经济增速逐季下降，不过仍保持在 5.0% 增长目标附近。9 月份多数生产需求指标好转，市场预期改善，推动经济回升向好的积极因素累积增多。

图1. GDP 当季同比增速情况（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. GDP 当季季调环比增速情况（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

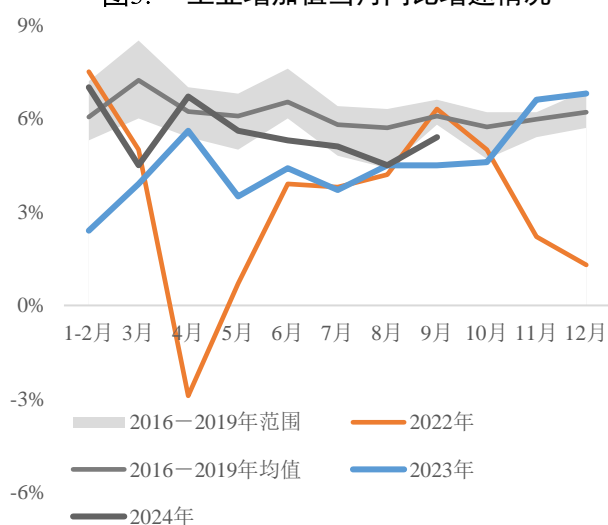
下阶段，宏观政策要认真落实“926”政治局会议精神，抓住有利时机，稳定资本市场，采取有力措施推动房地产市场止跌回稳，加大财政逆周期调控政策，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。要实现全年 5.0% 增长目标，四季度经济增速要达到 5.4%。从目前 9 月经济数据进展来看，空间还是存在的。特别是财政部表示将进一步加大财政资金化债力度，为经济主体提供流动性支持；国家发改委表示四季度要加快投资资金使用，资金额度仍然充足。在充足资金支持“两重、两新”工作的格局下，经济数据有望延续恢复态势。“两新”工作有力支撑了 9 月需求数据，四季度逆周期调控的空间仍然巨大。

1. 生产端：工业生产平稳增长，现代服务业发展良好

工业生产平稳增长，装备制造业和高技术制造业增长较快。前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.9%，制造业增长 6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.3%。装备制造业增加值同比增长 7.5%，高技术制造业增加值增长 9.1%，增速分别快于全部规模以上工业 1.7 个百分点和 3.3 个百分点。分产品看，新能源汽车、集成电路、3D 打印设备产品产量同比分别增长 33.8%、26.0%、25.4%。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.4%，比上月加快 0.9 个百

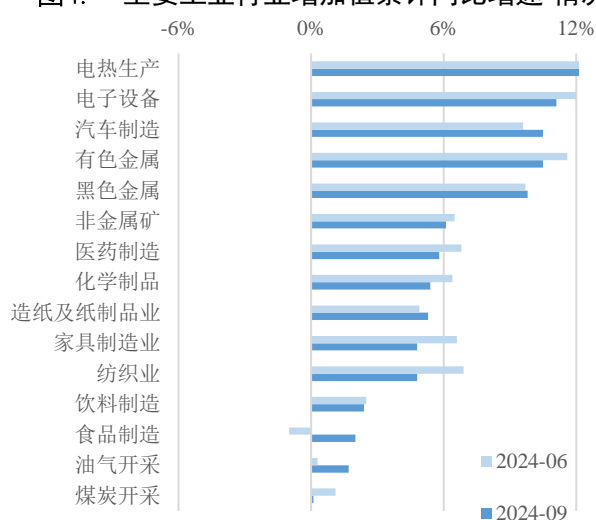
分点。9 月份，制造业采购经理指数为 49.8%，比上月上升 0.7 个百分点。全国规模以上工业增加值的增速比 GDP 增速高 1 个百分点，对前三季度经济稳定增长发挥了重要支撑作用，贡献率接近 4 成。工业表现好主要有三方面支撑因素：一是工业基础比较扎实，抗外部冲击能力强；二是出口拉动明显——前三季度，工业出口交货值增长 4.1%，全口径货物出口增长 6.2%，出口对工业发展发挥了重要支撑作用；三是内部新质生产力投资快速扩张。在工业本身的增长动能外，“两重、两新”的宏观举措也提振了工业品的投资、消费需求。前三季度新能源汽车产量同比增长 33.8%，金属冶炼设备、数控锻压设备等产品产量都保持两位数增长。下阶段，面对价格下行、产能利用率低等困难，要加大工业企业帮扶力度，加快转型升级。

图3. 工业增加值当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4. 主要工业行业增加值累计同比增速¹情况



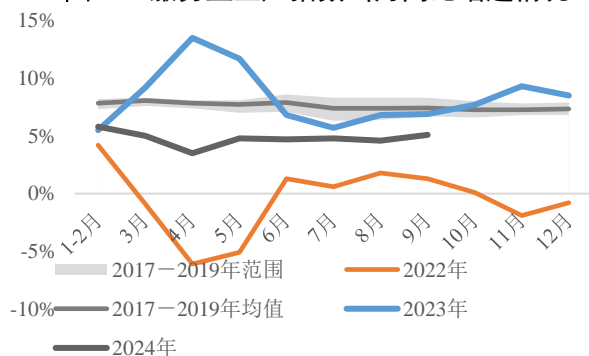
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

服务业持续恢复，现代服务业发展良好。前三季度，服务业增加值同比增长 4.7%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业，批发和零售业增加值分别增长 11.3%、10.1%、6.8%、6.3%、5.4%。9 月份，全国服务业生产指数同比增长 5.1%，比上月加快 0.5 个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业生产指数分别增长 11.4%、9.7%、6.5%。9 月份，服务业商务活动指数为 49.9%，服务业业务活动预期指数为 54.6%。其中，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间。今年以来，服务业经济实现平稳较快增长，对经济增长的贡献持续提升。服务业增加值占国内生产总值比重为 55.9%，比上年同期上升 0.3 个百分点，对国民经济增长的贡献率为 53.9%，拉动国内生产总值增长 2.6 个百分点。积极因素不断增多，市场预期持续改善。近期，随着一系列政策“组合拳”发力，资本市场、房地产市场信心有所增强。9 月份，沪深股市股票成交量和股票成交额

¹图中有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业；电热生产为电力、热力的生产和供应；油气开采为石油和天然气开采业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业，下同。

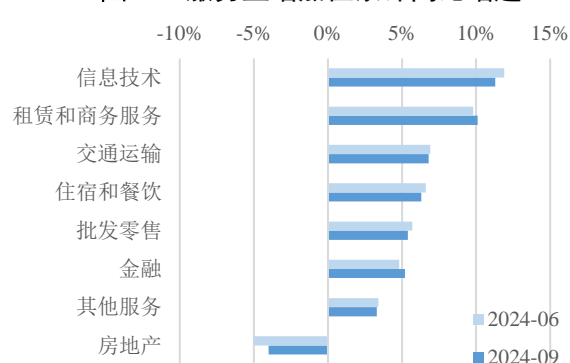
分别由 8 月份同比下降 15.3%和 31.0%转为同比增长 32.7%和 4.9%；9 月份，房地产业生产指数同比下降 2.2%，降幅连续 5 个月收窄。下阶段，要积极培育服务业新动能，加快构建优质高效的服务业新体系，推动服务业发展的质量和效率继续提升。

图5. 服务业生产指数当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6. 服务业增加值累计同比增速²



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2. 需求端：房地产市场止跌回稳逐步显现，投资增速小幅回落，消费和出口延续扩张

投资增速小幅回落，“两重、两新”工作发挥托底作用。前三季度，全国固定资产投资（不含农户）378978 亿元，同比增长 3.4%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 7.7%。基础设施投资同比增长 4.1%，制造业投资增长 9.2%，房地产开发投资下降 10.1%。全国新建商品房销售面积 70284 万平方米，同比下降 17.1%，降幅比上半年和 1—8 月份分别收窄 1.9 个百分点和 0.9 个百分点；新建商品房销售额 68880 亿元，下降 22.7%，降幅比上半年和 1—8 月份分别收窄 2.3 个百分点和 0.9 个百分点。今年以来，各地区各部门加快超长期特别国债和地方政府专项债发行使用，进一步推进大规模设备更新和消费品以旧换新，更好发挥政府投资带动作用，促进有效投资不断扩大。

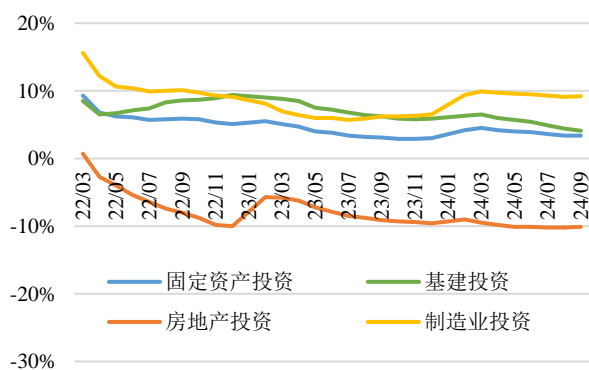
房地产市场止跌回稳迹象逐步显现。房地产市场经过两年的持续调整，为了稳定房地产市场，中央今年先后提出“517”房地产新政、“926”政治局会议促进房地产止跌回稳等一系列政策组合拳。前三季度，房地产调控政策对推动房地产止跌回稳发挥了积极作用。房地产开发投资 1—9 月累计同比下降 10.1%，降幅比 1—8 月累计同比略有收窄。新建商品房销售面积降幅跟上半年比收窄了 1.9 个百分点，连续 4 个月收窄，销售金额降幅连续 5 个月收窄，这都是积极信号。随着一揽子增量政策的推出和落实，后期房地产市场将继续朝着止跌回稳方向前进。国家统计局 10 月披露，最近对 70 个大中城市房地产开发企业和中介机构进行月度问卷调查，从事房地产的从业人员表示，9 月份经营乐观的新房从业人员占比较上个月提升了 10 个百分点，二手房提升 6.5 个百分点，信心提升效果非常明显。另外，国庆十一黄金周房地产楼盘的到访量、成交量都有明显的改善。

²图中信息技术全称为信息传输、软件和信息技术服务业；交通运输全称为交通运输、仓储和邮政业。

基础设施投资增速逐步回落，随着专项债发行使用进度加快，增速有望得到提振。各地区积极加强逆周期调控的政策响应，加紧落实超长期国债“两重”投资，扩大专项债使用范围，加快形成实物工作量。在基数效应很高的环境下，2024 年前三季度，基础设施投资同比增长 4.1%，这一增速较全部固定资产投资增速高出 0.7 个百分点，但是累计同比增速逐季下滑。在细分领域，水利管理业投资增长 37.1%，航空运输业投资增长 17.9%，铁路运输业投资增长 17.1%。这些数据表明，水利管理、航空运输和铁路运输等关键领域投资项目依然充足，年内增速将继续保持高增长状态。为了进一步推动基础设施投资，政府也在积极采取措施。国家发改委发布了关于全面推动基础设施领域 REITs 项目常态化发行的通知，这将有助于深化资本市场改革，服务实体经济发展。四季度，要深挖基建投资潜能，继续保持基础设施投资领域在多个关键领域实现显著增长，通过创新融资模式 and 政策支持来进一步推动基础设施建设，以促进经济的稳定增长。

制造业投资增速加快，新动能不断培育壮大，转型升级持续推进。前三季度，制造业投资同比增长 9.2%，增速比 1—8 月份加快 0.1 个百分点，比全部固定资产投资高 5.8 个百分点。其中，消费品制造业投资增长 14.9%，装备制造业投资增长 9.4%，原材料制造业投资增长 8.8%。制造业技改投资增长 9.5%，增速高于全部制造业投资 0.3 个百分点。制造业新质生产力发展扎实推进，相关产业投资持续较快增长。前三季度，高技术制造业投资同比增长 9.4%，增速比全部制造业投资高 0.2 个百分点。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长 34.1%，电子及通信设备制造业投资增长 10.3%。高技术制造业投资的持续扩张体现了企业对于研发投入的信心，这将有力保障未来中国经济的供给水平，在国际竞争中保持领先地位。“两新”工作引领全部投资增长。前三季度，设备工器具购置投资同比增长 16.4%，增速高于全部固定资产投资 13.0 个百分点；对全部投资增长的贡献率为 61.6%，拉动全部投资增长 2.1 个百分点。

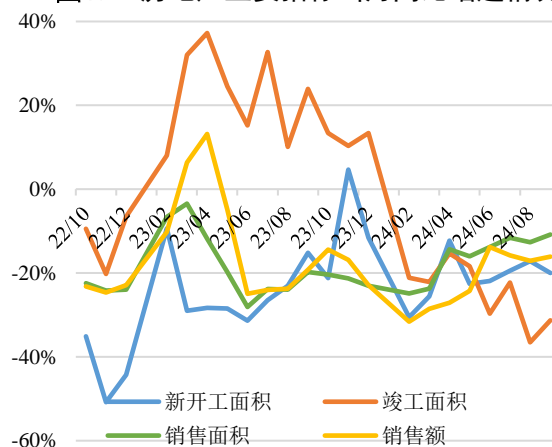
图7. 固定资产投资累计同比增速情况



注：基建投资不含电力

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图8. 房地产主要指标当月同比增速情况

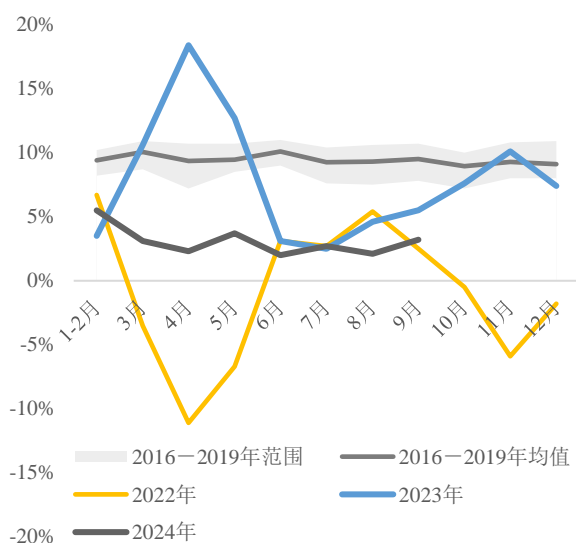


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

市场销售保持增长，“两新”政策相关商品销售向好。前三季度，社会消费品零售总额 353564 亿元，同比增长 3.3%，累计同比增速逐季下降，内需仍显不足。商品零售额 314149 亿元，增长 3.0%；餐饮收入 39415 亿元，增长 6.2%。部分基本生活类和升级类商品销售良好，限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额分别增长 9.9%、4.5%；通讯器材类、体育娱乐用品类商品零售额分别增长 11.9%、9.7%。9 月份，

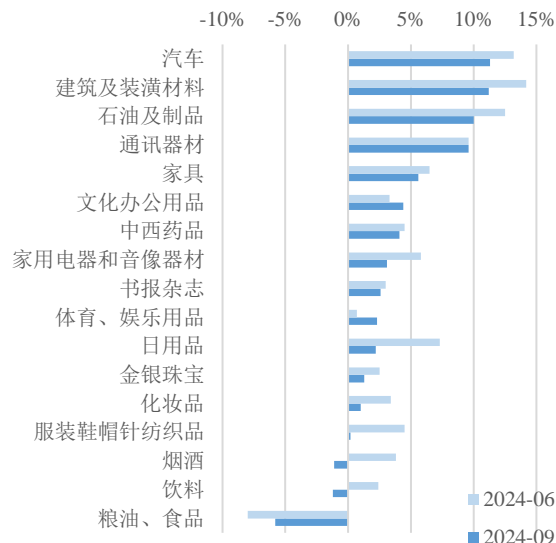
社会消费品零售总额同比增长 3.2%，比上月加快 1.1 个百分点。两新工作成效明显，9 月份限额以上单位家用电器和音像器材类、通讯器材类、文化办公用品类商品零售额分别增长 20.5%、12.3%、10.0%；汽车类、家具类商品零售额均增长 0.4%，增速由负转正。从统计数据情况来看，以旧换新政策效果比较明显。7 月份中央出台了一项加力支持“两新”的政策，8 月份、9 月份各地加快落实，9 月份政策效应发挥更为明显。以旧换新在零售端受益比较大的仍是汽车销售、家电销售、办公用品销售和家居销售，初步测算，上述四类受益比较大的商品零售能拉动限额以上单位消费品零售额增长 1.2 个百分点。

图9. 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图10. 主要商品零售额累计同比增速情况

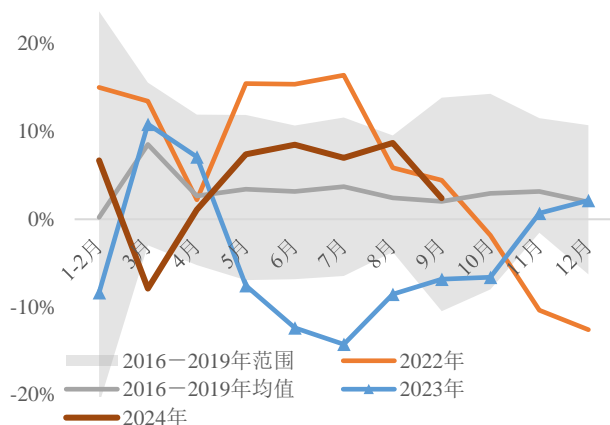


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

货物进出口稳定增长，外贸结构持续优化。前三季度，我国进出口 32.33 万亿元，同比增长 5.3%。其中，出口 18.62 万亿元，增长 6.2%；进口 13.71 万亿元，增长 4.1%。市场多元化稳步推进，与全球 160 多个国家和地区贸易实现增长。对共建“一带一路”国家进出口 15.21 万亿元，增长 6.3%，占比提升到 47.1%；对 RCEP 其他成员国进出口 9.63 万亿元，增长 4.5%，其中对东盟进出口 5.09 万亿元，增长 9.4%。同期，对欧盟、美国分别进出口 4.18 万亿元和 3.59 万亿元，分别增长 0.9%、4.2%。出口产品结构优化，高端装备出口增长超四成。前三季度，我国机电产品出口 11.03 万亿元，增长 8%，占出口总值的 59.3%。其中，高端装备出口增长 43.4%，集成电路、汽车、家用电器出口分别增长 22%、22.5%、15.5%。

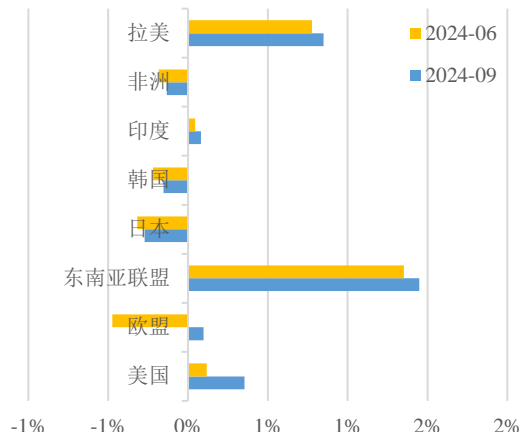
总体看，前三季度我国外贸运行总体平稳，出口、进口都实现了增长。关于下一步的走势，当前外部环境更趋复杂严峻，国际货币基金组织的最新报告显示，全球经济增速低于本世纪初前 20 年的平均水平。主要经济体持续增长动能不足，9 月美联储、欧央行均调低了今年各自经济增长预期 0.1 个百分点。特朗普宣称对从中国进口的商品加征高额关税，贸易摩擦对中国出口的影响可能在明年一季度出现，这一不确定性可能继续推动美国企业的补库存和抢出口动能，有利于四季度中国贸易出口情况。但是长期来看，贸易摩擦的不确定性将很快落地，因此需做好政策储备，面对进一步的关税升级，有综合性的应对举措。

图11. 出口当月同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图12. 主要出口国家累计对出口同比拉动情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

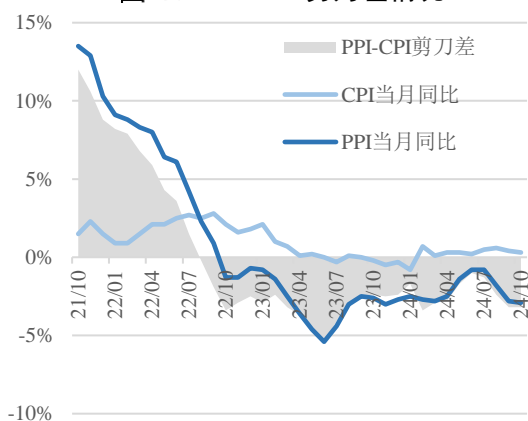
3. 价格：国内价格温和回暖，人民币汇率宽幅波动

消费领域价格温和上涨。前三季度，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.3%，涨幅比上半年扩大 0.2 个百分点。分类别看，食品烟酒价格下降 0.4%，衣着价格上涨 1.5%，居住价格上涨 0.1%，生活用品及服务价格上涨 0.7%，交通通信价格下降 1.3%，教育文化娱乐价格上涨 1.7%，医疗保健价格上涨 1.4%，其他用品及服务价格上涨 3.4%。在食品烟酒价格中，鲜果价格下降 4.7%，粮食价格上涨 0.2%，鲜菜价格上涨 3.3%，猪肉价格上涨 5.8%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.5%。9 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.4%，同比涨幅比上个月回落 0.2 个百分点。9 月价格增速回落主要有三方面原因，一是 8 月份高温、台风等极端恶劣天气增加，影响了蔬菜等食品的供应，8 月份食品价格环比上涨 3.4%，9 月份环比涨幅回落了 2.6 个百分点。二是暑期结束后，服务类价格回落带动了服务价格对 CPI 影响程度降低。三是受国际原油价格回落的影响，国内成品油价格走低。

生产领域价格波动下降。前三季度，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.0%，降幅比上半年收窄 0.1 个百分点。1—4 月，受国内工业生产淡季、部分行业需求阶段性回落等因素影响，PPI 环比连续 4 个月下降，同比降幅在 2.7% 左右；5—7 月，生产持续恢复，加之上年同期对比基数走低，PPI 同比降幅由 1.4% 逐月收窄至 0.8%；8 月起，国际大宗商品价格下行，国内部分行业需求偏弱，PPI 同比降幅再次扩大，9 月份同比下降 2.8%。整体来看，PPI 各分项分化明显，供需因素都有所展现。但从逐月走势来看，整体需求不足还是主导因素。具体来说，可以总结为三大特点：周期性行业供给充足下产品价格回落，国际输入性因素带动石油、有色金属价格涨幅回落，新质生产力需求旺盛带动相关工业产品价格上涨。房地产市场持续调整，钢材、水泥等建材相关行业价格偏弱运行，前三季度非金属矿物制品业价格同比下降 7.2%，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 5.8%。上半年，国际大宗商品价格整体呈上涨态势，三季度起，国际原油价格震荡下行，有色金属价格先降后涨。前三季度，航空航天器及设备制造价格上涨 4.2%，电容器及其配套设备制造价格上涨 2.8%，计算机整机制造价格上涨 0.4%。

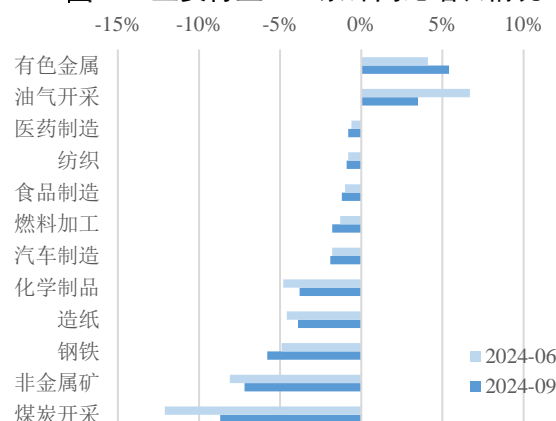
总体看，前三季度价格走势呈现低位运行、温和上升和分化明显三个特点。第一，低位运行。一季度以后，CPI 各月同比涨幅基本维持在 0.3 到 0.6 之间，前三季度 CPI 同比上涨 0.3%，工业生产者出厂价格 PPI 仍在下降。第二，温和回升。随着经济恢复发展，稳定经济运行的政策持续落地，社会总需求持续上升，带动整个价格温和上升。CPI 一季度持平，二季度上涨 0.3%，三季度上涨 0.5%，逐季走高。PPI 降幅总体在收窄，一季度下降 2.7%，二季度下降 1.6%，三季度下降 1.8%。第三，走势分化。CPI 季度同比涨幅持续回升，PPI 虽然降幅收窄，但仍在下降。PPI 的下降不仅仅因为需求不足，从结构上看，一是由于输入性的压力，世界原油、矿业产品价格下滑；二是与房地产相关的钢铁、水泥、建材价格下行有关。下一阶段，价格走势仍然会延续前三季度低位运行、温和回升、PPI 降幅收窄的态势。经济继续回升，逆周期调控加码，冬季供给需求缺口季节性扩大，翘尾因素的减弱、归零，众多因素将支撑四季度价格指数温和回升。

图13. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

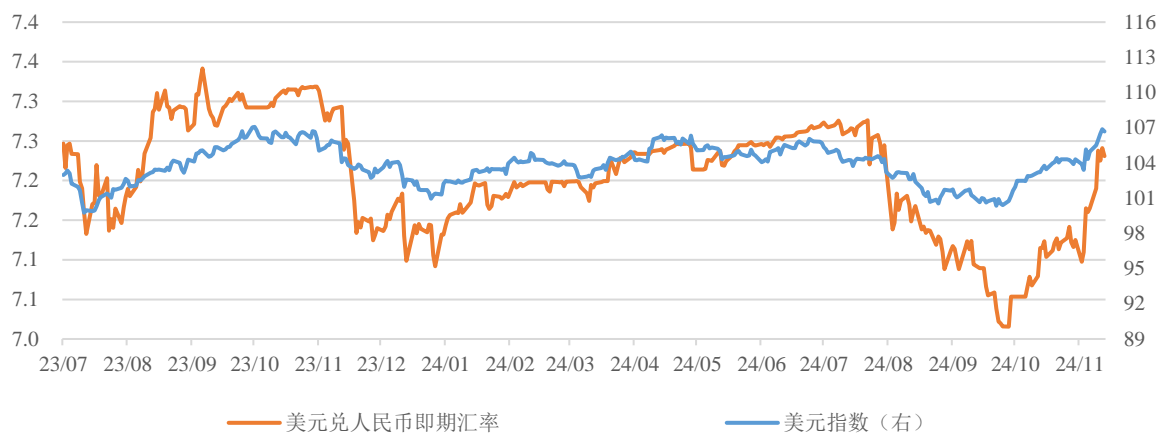
图14. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

受世界通胀因素演化影响，人民币汇率宽幅波动，但仍保持在合理范围内。短期市场非理性波动也在监管机构引导下逐渐平稳。2024 年前三季度，跨境资本流动平稳有序，外汇市场供求基本平衡，人民币汇率预期总体稳定。人民币兑美元前两季度以贬值为主，三季度以升值为主，上下波动幅度均保持在合理范围内。人民币汇率波动主要受外部经济体货币政策调整影响。美国通胀水平在一季度经历短暂上升之后，在二、三季度一直下降，这给了主要经济体调整货币政策的时间窗口。在 7 月、9 月人民银行也适时下调政策利率，支持经济增长。9 月，美联储降息实质性落地，除日本央行外的主要经济体货币政策进入降息周期，美元指数整体震荡下行，人民币汇率双向波动，总体在合理均衡水平上保持基本稳定。前三季度，人民币汇率以市场供求为基础，对一篮子货币汇率有所升值。9 月末，中国外汇交易中心（CFETS）人民币汇率指数报 98.36，较上年末升值 0.96%。

图15. 人民币汇率和美元指数走势

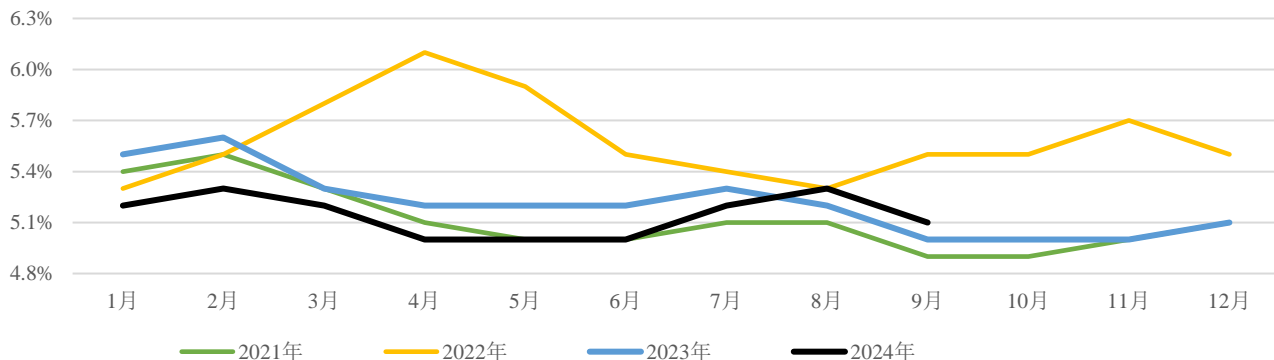


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：整体形势稳中向好

就业形势总体稳定，城镇调查失业率略有下降。前三季度，全国城镇调查失业率平均值为5.1%，比上年同期下降0.2个百分点。9月份，全国城镇调查失业率为5.1%，比上月下降0.2个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为5.2%；外来户籍劳动力调查失业率为4.8%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.6%。今年以来，各部门坚持就业优先原则，推出稳就业尤其是解决大学生就业的政策。三季度城镇调查失业率比二季度略高，主要是受7月份、8月份大学生毕业季的季节性影响。从基本面的因素来讲，有两个方面的因素支撑着就业总体稳定。一是经济在持续增长。三季度GDP增长4.6%，去年三季度增长4.9%，同比虽然增速回落，但是创造GDP的增量仍在扩大。二是经济结构转型升级，服务业占GDP比重持续提升。从2015年开始服务业占比均超过50%，上年在55%左右，今年第三季度服务业占GDP比重是54.4%，比上年三季度提升了0.4个百分点。服务业大多是劳动密集型产业，吸纳就业能力比较强，结构转型过程中就业释放能力在增加。下阶段，要出台针对性政策，缓解青年就业难、制造业招工难的结构性矛盾。

图16. 城镇调查失业率



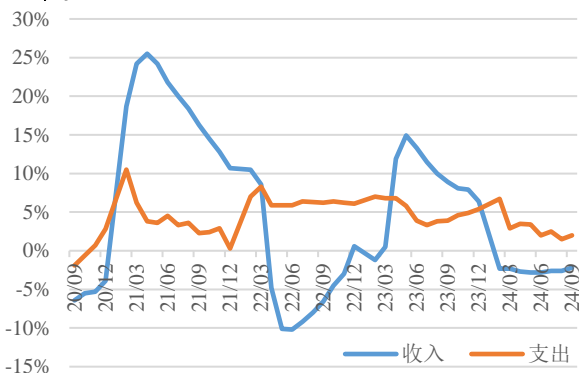
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

5. 财政：采取多种措施保障财政重点支出力度不减

一般公共预算收入小幅下降、支出保持增长。财政收入略有下滑。前三季度，全国一般公共预算收入 16.3 万亿元，同比下降 2.2%。其中，中央财政收入下降 5.5%、地方本级财政收入增长 0.6%。全国税收收入 13.2 万亿元，同比下降 5.3%。其中，国内增值税、企业所得税、个人所得税分别下降 5.6%、4.3%、4.9%。非税收入 3.1 万亿元，同比增长 13.5%。财政支出稳定增长。前三季度，全国一般公共预算支出 20.2 万亿元，同比增长 2.0%。其中，中央一般公共预算本级支出和地方一般公共预算支出分别增长 8.4%和 1.0%。从支出结构看，城乡社区支出、农林水支出、社会保障和就业支出分别增长 6.1%、6.4%和 4.3%。

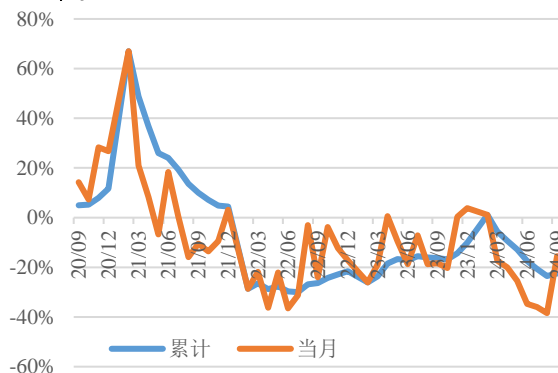
受房地产仍处于深度调整状态影响，政府性基金收入和支出均大幅减少。土地市场低迷背景下，政府性基金收入同比延续负增长；受上年同期低基数以及专项债发行提速拉动，政府性基金支出同比降幅继续收窄。9 月政府性基金收入累计同比下降 20.2%，在上年全年累计下降 9.2%的背景下继续深度下跌，其中，地方政府土地出让金收入累计同比下降 22.5%，降幅年内进一步扩大。9 月政府性基金支出累计同比下降 8.9%，受专项债加速发行使用提振，降幅年内大幅收窄。土地出让金收入降幅收窄，9 月土地出让金安排的支出累计同比下降 7.9%，较 6 月降幅收窄 1.3 个百分点。今年三季度地方政府专项债发行提速，三季度新增专项债发行量达到 2.57 万亿元，比上半年累计发行量增加 1235 亿元。

图17. 一般公共预算收支累计同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图18. 地方政府性基金收入同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

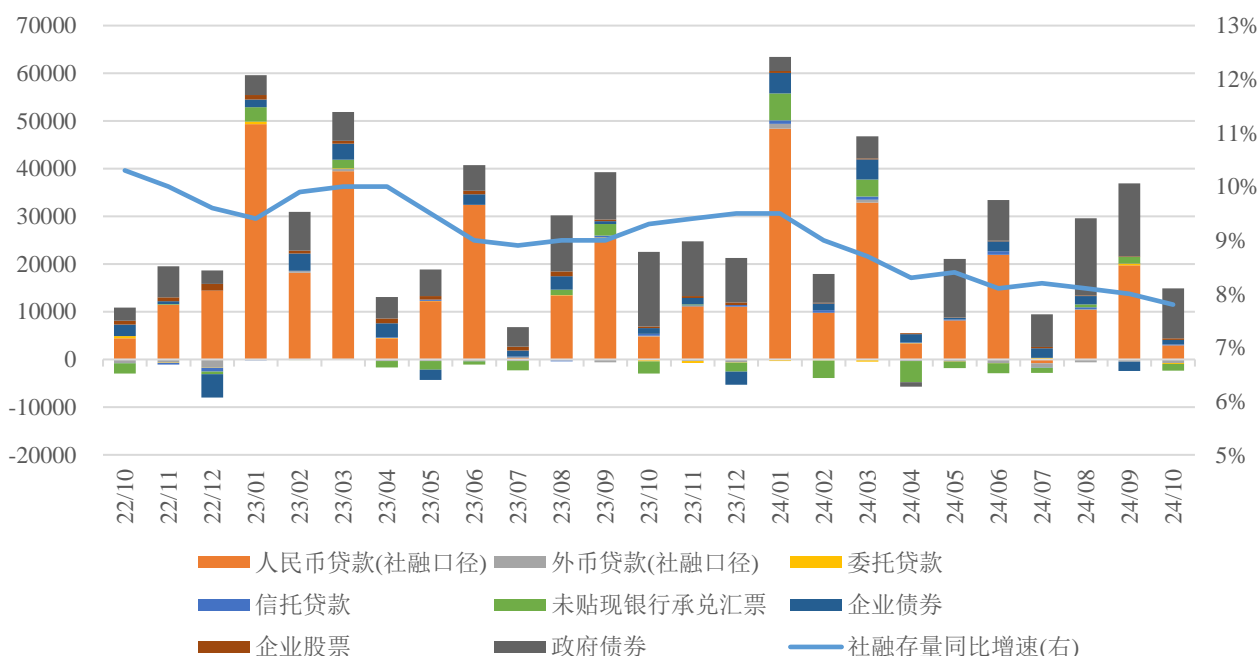
二、宏观信用环境

前三季度，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，加大逆周期调节力度，为经济回升向好创造了适宜的货币金融环境。保持货币信贷合理增长，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，引导债券长期市场利率变动。推动社会融资成本稳中有降，两次下调政策利率。引导信贷结构调整优化，支持房地产白名单企业贷款，降低居民住房贷款成本。加强风险防范化解，健全金融风险监测评估，有序推进金融支持融资平台债务风险化解。

1. 社融规模保持合理增长，制造业中长期贷款持续扩张

社会融资规模保持合理增长。初步统计，9月末社会融资规模存量为402.2万亿元，同比增长8%。前三季度社会融资规模增量为25.7万亿元。人民币贷款保持合理增长。前三季度金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加15.4万亿元，约占同期社会融资规模增量的60%。政府债券融资同比多增，前三季度政府债券净融资为7.2万亿元，比上年同期增加1.22万亿元；企业直接融资同比少增，前三季度企业债券净融资比上年同期少545亿元，非金融企业境内股票融资比上年同期少5039亿元。表外融资有所减少。前三季度信托贷款比上年同期多增2923亿元，委托贷款、未贴现的银行承兑汇票比上年同期多减1212亿元、3893亿元。

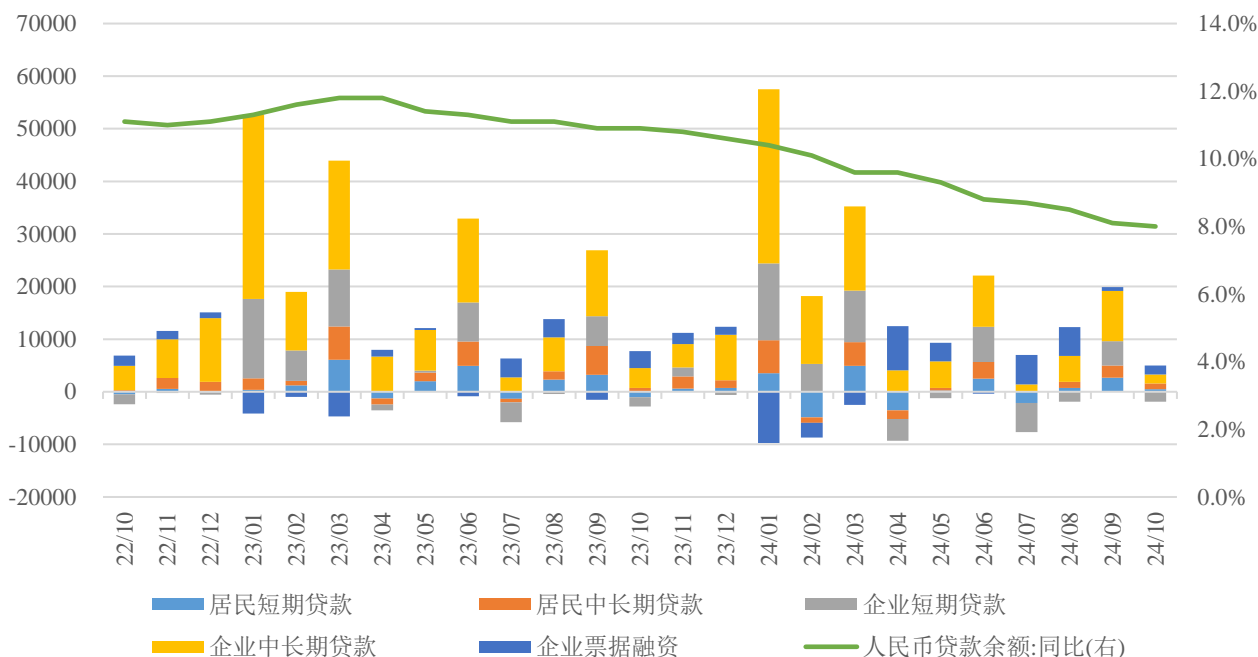
图19. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷总量合理增长，制造业中长期贷款持续扩张，银行体系对新质生产力支持力度不减。今年以来，人民银行着力防范资金空转，畅通货币政策传导，提升信贷增长质效。同时，引导金融机构深入挖掘有效需求，加大信贷对实体经济的支持力度。9月末，金融机构本外币贷款余额为257.7万亿元，同比增长7.6%，比年初增加15.5万亿元。人民币贷款余额为253.6万亿元，同比增长8.1%，比年初增加16.0万亿元。9月末，企（事）业单位中长期贷款比年初增加9.7万亿元，在全部企业贷款中占比为71.8%。制造业中长期贷款余额同比增长14.8%，比全部贷款增速高6.7个百分点。普惠小微贷款余额同比增长14.5%，比全部贷款增速高6.4个百分点。普惠金融快速发展突出了金融体系主动下沉，满足更广泛经济主体的资金需求，对于现阶段稳增长、稳预期具有重要意义。

图20. 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

2. 市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降

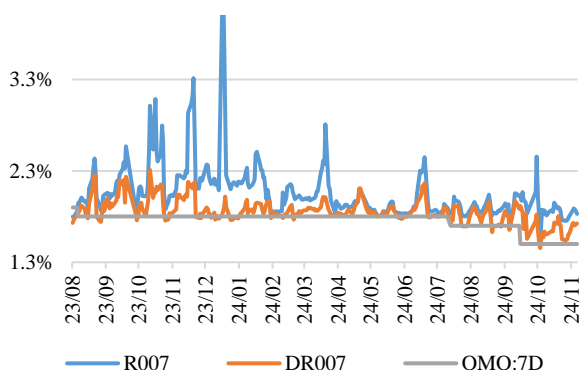
流动性合理充裕。今年以来，人民银行综合运用降准、公开市场操作、中期借贷便利（MLF）和再贷款再贴现等多种方式投放流动性。2月、9月各降准0.5个百分点，累计释放中长期流动性约2万亿元。7月、9月分别下调了公开市场7天期逆回购操作利率10个基点和20个基点，引导中期借贷便利（MLF）利率、贷款市场报价利率（LPR）等下行。灵活把握公开市场操作力度和节奏，引导货币市场利率围绕央行公开市场逆回购操作利率平稳运行。前三季度，银行间市场存款类机构7天期质押式回购加权平均利率（DR007）均值为1.85%。9月末，金融机构超额准备金率为1.8%，银行体系流动性合理充裕。

人民银行引导金融体系逐步降低企业贷款成本，融资环境持续保持宽松环境。人民银行不断深化利率市场化改革，发挥贷款市场报价利率（LPR）改革和存款利率市场化调整机制效能。7月、9月人民银行两次降低政策利率，引导贷款市场利率下调。9月，1年期和5年期以上LPR分别为3.35%和3.85%，分别较上年12月下降0.1个百分点和0.35个百分点。9月，新发放贷款加权平均利率为3.67%，同比下降0.47个百分点。其中，个人住房贷款加权平均利率为3.31%，同比下降0.71个百分点；一般贷款加权平均利率为4.15%，同比下降0.36个百分点；企业贷款加权平均利率为3.51%，同比下降0.31个百分点，金融对实体经济的支持力度持续提升。9月，一般贷款中利率高于LPR的贷款占比为51.46%，利率等于LPR的贷款占比为5.21%，利率低于LPR的贷款占比为43.33%。房地产相关贷款利率下降较快，突显金融体系对

房地产市场的积极支持力度。

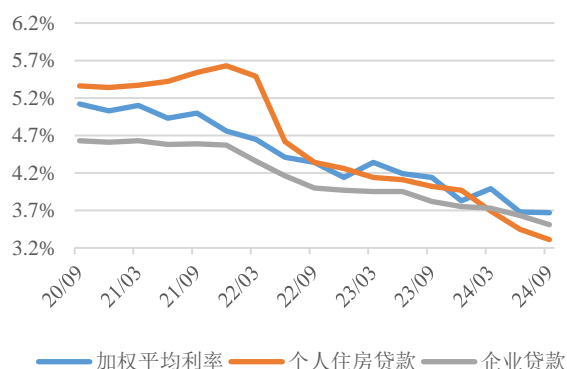
展望下阶段货币政策，短期将加强逆周期调节力度，降低实体经济融资成本，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场。长期将继续推进利率市场化改革，理顺政策利率向市场利率的传导机制，通过改变对银行体系的考核形式，加强存款利率对政策利率的合理反应。继续落实好稳定资本市场的两项货币工具，适时适度扩大两项工具的实施力度。继续采取多种货币工具，支持两重、两新工作。合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放。

图21. 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图22. 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

三、宏观政策环境

2024 年前三季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，聚焦宏观政策持续用力、更加给力，用好超长期国债支持“两重、两新”工作；加快专项债发行使用，尽快形成实物工作量；综合采取多种货币工具，降低实体经济融资成本；加快资本市场“1+N”政策体系建设，落实新“国九条”。展望四季度，宏观政策按照 9 月政治局会议安排，落实好存量政策，加紧推出一揽子增量政策，加大财政和货币政策逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困，努力完成全年经济增长目标。

1. 安排超长期国债资金支持“两新”工作

2024 年 7 月 24 日，国家发改委、财政部联合印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》。统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。提高设备更新贷款财政贴息比例。发挥再贷款政策工具作用，引导金融机构支持设备更新和技术改造。2024 年 3 月《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》正式出台，其中涉及工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等多个领域。本次政策的发布是对 3 月政策的有力推进，明确特别国债资金和财政贴息比例，将弥补资金缺口，刺激个人消费增长、引领资金进入相关领域，扩大重点行业需求，带动投资端增

长和产业升级。在宏观大环境扩张乏力背景下，只有拿出真金白银才能切实落实政策。

2. 持续推进盘活存量资产

2024年7月26日，国家发改委提出全面推动基础设施REITs常态化发行。各参与方要严格贯彻落实市场化、法治化原则，各司其职、各负其责，依法依规推动基础设施REITs更好实现常态化发行。近年来，有关基础设施公募REITs的监管文件陆续出台，我国基础设施公募REITs持续增长，为公路桥梁、水电气热等多个项目提供了重要的资金支持。本次通知要求切实提高推荐效率，预计未来公募REITs发布规模将持续上涨，成为盘活资产、防范化解地方政府债务风险、降低杠杆率的重要工具。同时，通知要求积极主动适应常态化发行要求，中介机构充分披露项目潜在风险。短期内，这项资本工具将助力地方政府盘活存量资产，筹集现金，缓解现金流压力，是宏观调控的重要一环。

3. 做好科技金融大文章

2024年7月26日，财政部等四部门发布实施支持科技创新专项担保计划。计划指出要分类提高分险比例，适当提高担保金额；各级政府性融资担保、再担保机构在满足支小支农担保业务占比要求前提下，稳妥开展对科技创新类中型企业的担保业务，适当提高代偿上限。近年来我国相继出台支持科创企业的政策措施，市场对科创企业的关注度持续提升。相比其他企业，科创企业具有波动性较强、风险承担能力较弱的特征，专项担保计划将有效分散风险，提升科创类中小企业的融资能力，降低融资成本。股权融资是科创企业的主要融资方式，担保计划的发布将鼓励相关企业通过债权融资，未来相关贷款规模和科创债发行规模均有望提升。

4. 730政治局会议安排下半年经济工作

2024年7月30日中共中央政治局召开会议，分析研究经济形势，部署下半年经济工作。会议强调，要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；要完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险；要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。年中政治局会议具有承上启下的重要意义。考虑到二季度GDP增速回落，社零增速下降，贸易摩擦风险上升，外部环境更趋复杂，会议指出要从扩大内需角度出发，加大逆周期调控力度，用好政府工作报告中确定的财政工具，提振信心，确保完成经济增长目标。

5. 加快经济社会全面绿色转型

2024年8月12日中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》提出了两个阶段目标，围绕五大领域、三大环节，部署加快形成节约资源和保护环境

的空间格局、产业结构、生产方式、生活方式。《意见》从多个维度系统部署了绿色转型路径，为我国绿色债券市场发展提供了新的机遇。文件强调绿色转型的全面性、协同性和创新性，明确了非化石能源消费比重、节能环保产业规模等量化指标，有助于引导资金流向低碳、环保项目，助力实体经济绿色升级。同时，预计《意见》将进一步推动绿色金融产品的创新和发展，丰富市场层次，加速资本向绿色经济流动。此举不仅促进了绿色金融的发展，也为债券市场开辟了新的增长点，有助于实现经济社会的全面绿色转型。

6. 货币“三支箭”全面加力逆周期调控

国务院新闻办公室于 2024 年 9 月 24 日举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清介绍金融支持经济高质量发展有关情况，并答记者问。经济增长数据显示，内需相关的经济增速有所疲软，房地产相关的居民贷款、企业投资增速继续回落，出口受贸易摩擦影响具有较大不确定性。国债期货价格不断创新高，股票市场萎靡不振。这一经济发展情况加大了市场对于央行等监管机构采取支持性政策的预期。此次发布会，监管机构“放大招”，以真金白银回应市场预期，提振市场表现。对于此次新闻发布会，货币政策方面“三支箭”特别值得关注。

第一支箭是自 2023 年 6 月以来的政策利率曲线全面下调。自 2023 年年中以来，利率政策面对国内外经济周期情况，综合考虑稳定外汇的需要，采取了结构性与阶段性降息策略。降息不全面，不连续。此次发布会提出，将下调存款准备金率 0.5 个百分点，年内可能择机进一步下调存款准备金率 0.25 至 0.5 个百分点；7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行。这传达了支持性利率政策在未来一段时间将是全面、连续的，从今年年内或将进行两次降准的表态来看，年内两次全面降息或将成为现实。

第二支箭是持续优化房地产金融政策。自房地产“517”新政以来，房地产销售面积和销售金额累计同比增速降幅不断收窄，支持性的房地产政策正在逐步稳定市场，但上述两项指标的累计同比降幅仍然在 20% 左右，房地产政策还有很大优化空间。央行提出将引导降低存量房贷利率 50BP，拿出真金白银来回应市场预期已久的热点话题。简单来看，将惠及全国 5000 万户家庭，每年节省 1500 亿元。此外，央行将全国首套和二套房首付比统一为 15%，将保障性住房再贷款的支持比例扩大为 100%，两项政策的优化将为刚需和改善型住房提供流动性支持，进一步满足居民的住房需求。

第三支箭是万亿元流动性工具支持稳定资本市场。央行创设流动性支持工具，通过“券换券”“企业贷款”两种方式为金融机构、企业购买股票提供流动性。面对股票交易流动性收紧、价格下跌，市场有通过财政筹集资金、设立平准基金、购买股票来维护资本市场稳定的预期。从央行的两项货币政策工具来看，似有平准基金的效用，而且央行表态：首期两项工具相加提供 8 千亿元，后续还将视调控效果推出二期、三期。这可能将形成一个 2.4 万亿元的流动性支持工具，其中主要以“券换券”为主。这些流动性工具将为证监会维护资本市场稳定、推动长期资本入市提供流动性支持工具，在资本市场恐慌情绪蔓延时，提供

安抚市场的重要工具。

7. 926 政治局会议加力稳增长举措

2024 年 9 月 26 日，中共中央政治局召开会议，提出将加大财政货币政策逆周期调节力度、努力提振资本市场、促进房地产市场止跌回稳等多项内容。本次会议关于稳增长的表述明显更为迫切、有力。**9 月政治局会议对当前形势和所面对问题的判断更加直接。此次会议提出“经济运行出现一些新的情况和问题”，较 7 月的“经济运行出现分化”更为明确且直面问题。会议表示“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”。**本次会议针对下一步经济工作重点任务，有多处新表述。一是首次提出“有力度的降息”，这一方面是指本轮降息幅度大，另一方面或也意味着后期还有降息空间。二是首次提出要促进房地产市场“止跌回稳”的要求，预计四季度稳房地产政策有望加码。具体看，**政治局会议强调加大货币政策的逆周期调节力度，要“降低存款准备金率，实施有力度的降息”。**自今年以来，货币政策逐步增加国债买卖，与财政政策协同发力的市场实践逐步丰富。在货币政策的宽松配合下，财政降低资金成本的再融资扩张也会抓紧落地。**此次会议明确提出“要促进房地产市场止跌回稳”，较 7 月政治局的表述更为积极，供需措施均有部署，供给侧“对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量”，需求侧“调整住房限购政策，降低存量房贷利率”。特别值得关注的是，会议指出要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，强调“打通社保、保险、理财等资金入市堵点”。**资本市场改革文件频出，在制度建设的基础上，这说明对于资本市场稳定，充分体现投资价值，提出了更高要求。**本次政治局会议定调更为清晰，四季度具体政策陆续出台，尤其是财政和消费相关增量政策。**

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。