



央行重磅组合拳的背后与眼前

——9月降准降息点评

2024年9月24日

核心观点

- **本次政策组合拳力度大，幅度节奏均超市场预期。其目的不仅促经济增长和物价回升，还兼顾银行业稳定，以及提供权益市场长期资金支持。**

事件：9月24日，国新办邀请中国人民银行行长、国家金融监督管理总局局长、中国证券监督管理委员会主席，介绍金融支持经济高质量发展有关情况。会上，监管机构主动发布了一系列重磅政策，政策主要涉及：1) 近期下调存款准备金率 0.5 个百分点，年内视情况可能择机进一步下调存款准备金率 0.25-0.5 个百分点；2) 降低 7 天逆回购操作利率（主要政策利率）0.2 个百分点；3) 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在 0.5 个百分点左右；4) 将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%；5) 创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。创设股票回购增持再贷款，引导银行向上市公司和主要股东贷款支持回购和增持股票。

如何理解央行的重磅操作？我们理解此次央行一系列政策背后目的有四，一是支持中国经济的发展；二是推动价格水平温和回升；三是兼顾经济增长和银行业自身健康，在中间取得平衡；四是保持对权益市场长期资金支持。

- **主要关注以下四点：**

1) 重磅政策及时助力支持经济增长。今年来多次重大会议上持续强调“坚定不移实现全年经济目标、以提振消费为重点扩大国内需求”等，结合本轮地产的房贷利率、首付比例等方面的政策支持，经济承压的背景下，一揽子重磅政策无疑是对经济增长的重要助力。此外，考虑到政策传达期、后续接续政策跟进以及年内经济贡献有所体现所需时间，政策在 3 季度末节前的节点下达及时且为后续空间留有余地。

2) 当前银行间市场资金面整体较紧，降准有望提供长期流动性。中秋节后资金利率再度出现类似去年同期的上抬现象，而由于缺负债，同业存单利率与短期国债利率剪刀差明显。考虑到年内 MLF 仍有一定额度到期，降准有其必要性。往后看，银行间流动性紧张的缓解或带动同业存单利率下行。

3) 存款利率的下调有助于维护银行稳定性。本次会议用较长篇幅系统论证了银行净息差将保持基本稳定，其原因在于银行本身面临流动性风险和信用风险，没有足够的净息差将使得银行的经营环境明显恶化，对服务实体经济力有不逮。本次存款利率的调降为维护商行净息差（2024Q2 1.54% < 警戒线 1.8%），稳定银行负债成本和弱化金融风险提供重要支持，另外本次中长期存款利率下调幅度相对更大，或推动居民储蓄意愿下行，促进实体消费与投资以及优化资产配置。

4) 多项政策集中公布，效果有望形成合力，助益资本市场。债券市场方面，相对宽松的货币政策仍将形成助力，广谱利率系下行逻辑未破，权益市场方面，基本面改善叠加长期稳定资金入市下的资金面改善，偏权类资产有望受益。

- **债市影响几何？**

本次会议对债市影响偏利多，但结合当前债市收益率绝对水平又至历史低位及后续降息空间不足，短期或有震荡扰动，关注短端存单类、转债类资产。考虑到本轮降息幅度 20bp，叠加其他政策组合拳，力度较大，政策效用及经济改善有观测期，下轮降息或在明年 Q1。理论上结合本次降准降息，10Y 收益率中枢将降至 1.9% 左右，但由于后续政策空间受限，市场可能演绎利多落地转向利空，此外也需观测成交量及央行会否有直接买卖债动作等。

配置策略上，纯债方面，1) 积极操作可顺势而为，随调整考虑适当拉久期，2) 中性操作，可观测节前成交量及大行净买入卖出量，如无显著异动，再做操作。3) 谨慎操作，考虑年内降息空间有限且今年来股债跷跷板显著，往后看增量财政支持及权益反弹可能使得债市短期逆风，可适当止盈。另外，随本次重磅政策及接续政策持续促进内需修复、呵护风险偏好提升，可适当关注转债资产机会。

分析师

刘雅坤

☎：17887940037

✉：liuyakun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523100001

风险提示

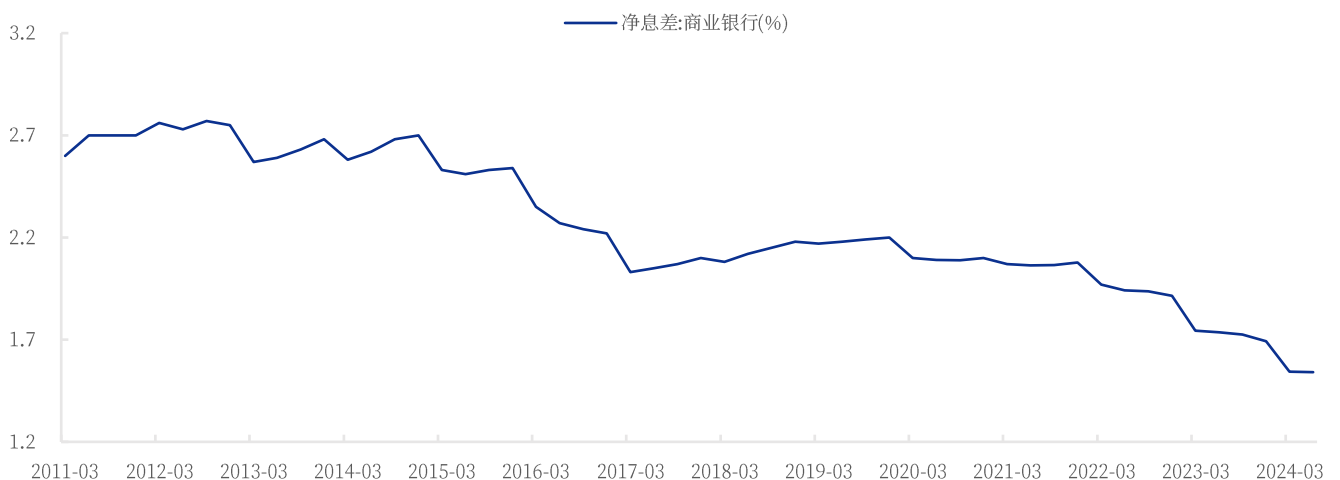
1. 经济基本面超预期回升的风险
2. 政策发布节奏超预期的风险
3. 债券发行超预期的风险

表1: 国新办发布会重要内容梳理

政策方向	参与机构	政策内容
总量货币政策	央行、商业银行、证监会	<p>1.降低存款准备金率: 下调存款准备金率0.5个百分点, 向金融市场提供长期流动性约1万亿元。将根据情况, 可能在年底进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。</p> <p>2.降低政策利率: 7天逆回购操作利率下调0.2个百分点, 带动中期借贷便利下调0.3%, 预计贷款市场报价利率和存款利率也将随之下行0.2%-0.25%, 保持商业银行净息差稳定。</p> <p>3.创设新货币政策工具, 扩张基础货币: (1) 证券基金保险公司互换便利首期规模5000亿, 获取的资金只能用于投资股市; (2) 创设股票回购增持再贷款, 首期3000亿后续可追加, 引导商业银行向上市公司和主要股东提供贷款, 用于回购增持上市公司股票。</p>
结构性货币政策	央行、商业银行、金融监管总局等	<p>1.优化续贷政策: (1) 续贷对象由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业, 贷款到期后有真实融资需求, 同时又存在资金困难的小微企业, 符合条件的均可以申请续贷支持; (2) 将续贷政策阶段性扩大至中型企业, 期限暂定3年, 对2027年9月30日前到期的中型企业流动性贷款都可以参照小微企业续贷政策。(3) 调整风险分类标准, 对依法合规、持续经营、信用良好的企业贷款办理续贷, 不因展期单独下调风险分类。</p>
稳定资本市场相关政策	央行、金融监管总局、证监会	<p>1.创设证券基金保险公司互换便利: 支持符合条件的证券、基金、保险公司使用自身拥有的债券、股票ETF、沪深300成份股作为抵押, 从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产, 这项政策将大幅提升相关机构的资金获取和股票增持。机构通过这个工具获取的资金只能用于投资股票市场。潘功胜透露, 首期互换便利操作规模5000亿元, 未来可视情况扩大规模。</p> <p>2.创设股票回购增持再贷款: 引导商业银行向上市公司和主要股东提供贷款, 用于回购增持上市公司股票。人民银行将向商业银行发放再贷款, 提供的资金支持比例是服务再贷款利率1.75%, 商业银行给客户办贷款的时候利率为2.25%, 首期是3000亿。</p> <p>3.促进并购重组的六条措施: (1) 支持上市公司向心智生产力方向转型; (2) 鼓励上市公司加强产业整合; (3) 进一步提高监管包容度; (4) 重点提升重组市场交易效率。</p>
地产相关策略	央行、政策性银行、商业银行等	<p>1.降低存量房贷利率: 预计平均降幅大约在0.5个百分点左右, 预计惠及5000万户家庭, 1.5亿人口, 平均每年减少家庭利息支出1500亿元左右。</p> <p>2.降低二套房首付比例: 将全国层面的二套房贷最低首付比例由25%下调到15%, 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例。</p> <p>3.优化保障性住房再贷款政策: 此前创设的3000亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由60%提高至100%, 增强对银行、收购主体的市场化激励。</p> <p>4.延长两项房地产金融政策文件的期限: 此前, 人民银行和金融监管总局出台了金融16条和经营性物业贷款两项阶段性政策, 两项政策的有效期将从2024年12月31日延长到2026年的12月31日。</p>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图1: 银行净息差变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘雅坤，固定收益分析师。5年买、卖方宏观固收及资产配置经验，长期从事中国经济与宏观利率、资产配置与固收+策略实践与产品绩效评估等研究工作。曾就职于方正证券、申港证券、宏观对冲私募基金，2023年10月加入中国银河证券担任固收组组长。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn