

稳字当头

——9月24日国新办新闻发布会联合解读

2024年9月24日

- 9月24日，国新办新闻发布会，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。会议体现“稳”字当头的精神，稳经济、稳就业、稳市场、稳预期。
- **总量一揽子工具密集推出，力度超出市场预期：**1、降准50BP，释放约1万亿元流动性；2、调降政策利率20BP，LPR、存款利率同步下调20~25BP，MLF利率下调30BP；3、存量房贷利率下调约50BP，每年给居民节约1500亿元利息支出；4、统一首套房和二套房的最低首付比例至15%；5、创设两项用于支持资本市场稳定发展的工具：金融机构互换便利和回购增持股票专项再贷款等。
- **外部目标让位于内部目标，稳增长稳就业成为政策优先考量。**我们认为三大因素促发了总量工具的密集使用：1、近期经济数据运行偏弱，三季度GDP增速相较二季度可能进一步回落，与“努力完成全年经济社会主要目标”的要求不匹配。2、就业数据表现较差，劳动力市场承压，就业稳定是社会稳定的重要前提。3、9月美联储降息50BP正式开启本轮降息周期，除了日本央行之外，主要经济体的货币政策都进入了降息周期，这为中国货币宽松提供友好的“顺风”环境，汇率稳定和国际收支平衡的外部目标让位于稳增长稳就业的内部目标。
- **政策并非大水漫灌，而是为新旧动能转换争取更加充裕的时间窗口。**我们认为，虽然本次政策力度超出预期，但仍处于高质量发展的目标范畴之内，目的是应对短期经济下行压力，稳预期、防风险，为新旧动能转换争取更加充裕的时间窗口。政策的逻辑主线可以梳理为三条：一是更加注重居民财富效应，呵护资产价格，对于楼市和股市给予了更多关切。二是更加注重防范化解风险，对于地产下行的关注度更高。三是注重落实以促进消费为扩大内需的主要抓手，调降存量房贷利率可以缓解付息压力，增强购买力，稳定资产价格可以提高居民财富效应，提振消费信心。
- **央行货币政策目标中，现阶段支持经济的稳定增长是首位。**潘行长本次会议阐述了人民银行在设计货币政策工具调整过程中几个重要的考量因素。我们认为现阶段央行货币政策目标可能的排序为：第一，支持中国经济的稳定增长；第二，推动价格的温和回升；第三，兼顾支持实体经济增长和银行业自身的健康性；第四，人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；第五货币政策和财政政策协同配合。
- **未来政策预期：宏观政策一致性加强的背景下，增量财政政策可能箭在弦上，宏观政策取向转向促消费，对资本市场关注度提高。**
- **财政政策：**增量财政政策或“箭在弦上”，主要方式有：一是增发国债，弥补年内一般公共预算收支缺口，或为进一步释放消费潜力提供工具支持。关注10月人大常委会。二是增发超长期特别国债，以中央投资拉动总需求回升，关注年底或明年年初，规模和资金用途或将大于今年。三是盘活地方存量债务限额，缓解地方政府偿债压力，目前约有万亿左右可用限额，特殊再融资债有望重启。四是广义财政加码，配套政府债项目建设，关注政策性金融工具和

分析师

章俊 首席经济学家

☎：010-8092-8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

杨超

☎：010-8092-7696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

詹璐

☎：0755-8345-3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

聂天奇

☎：010-8092-7737

✉：nietianqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090001

张一纬

☎：010-8092-7617

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519010001

胡孝宇

✉：huxiaoyu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070001

研究助理：王雪莹、周美丽、铁伟奥

风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行超预期的风险
4. 美联储降息超预期的风险

城投融资政策调整。五是专项债扩容，更好发挥政府债资金撬动作用，关注资本金用途扩容。

货币政策：降准、降息、国债买卖是货币宽松的三个路径。央行本次增量政策的两个重点领域包括房地产市场和股票市场，均是在央行金融稳定的框架下，意在稳定资产价格，促进消费。如果增量财政工具推出，政府债券密集发行，央行可能会加大公开市场买卖国债操作以及降准 25-50BP，协同发力。年内央行依然有可能降息 10-20BP，促发进一步降息的关键是经济数据和就业数据的变化。国债买卖是货币财政交汇点，现阶段买短+卖长并实现净投放可能是主要操作方式。如果长债供给高峰到来，可能为央行增持长债创造顺风条件。

- **稳定资本市场成为重点考量。**央行将创设两个新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，提振投资者信心，这是央行第一次创新结构性货币政策工具支持资本市场。第一项是证券、基金、保险公司互换便利，首期互换便利操作规模 5000 亿元，未来可视情况扩大规模。第二项是股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。股票回购增持专项再贷款首期操作规模 3000 亿元，未来可视情况扩大规模。另外潘行长透露平准基金正在研究，包括股票市场在内的资产价格稳定已经成为央行货币政策的重要考量。观察央行资产负债表，“对其他金融性公司债权”项目今年已增加 5810 亿元，对维护资本市场起到了关键作用。但与之相比，成立平准基金的目的更加明确，维护市场稳定的信号意义更强。吴清主席就市场所关注的中长期资金入市、并购重组及市值管理等关键议题，提供了进一步的指导和明确的方向。
- **配置建议：**股市方面，基于本轮超预期政策的出台，市场信心有望得到有效提振，A 股市场或将迎来修复行情，后续重点关注宏观基本面的修复斜率。同时，在政策面利好与流动性改善双重作用下，港股市场也有望走出向上行情。债市方面，降准释放的长期流动性将增加债市资金供给，有助于推动债券收益率下行，增强债券市场的吸引力。其中，短端利率对货币政策更为敏感，重点关注短债的配置价值。长债短期或维持震荡，但在降准降息的政策导向下，长期来看，仍然具有较高配置价值。

一、稳增长稳就业成为政策优先考量

9月24日，国新办新闻发布会，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。

总量一揽子工具密集推出，力度超出市场预期：1、降准50BP，释放约1万亿元流动性；2、调降政策利率20BP，LPR、存款利率同步下调20~25BP，MLF利率下调30BP；3、存量房贷利率下调约50BP，每年给居民节约1500亿元利息支出；4、统一首套房和二套房的最低首付比例至15%；5、创设两项用于支持资本市场稳定发展的工具：金融机构互换便利和回购增持股票专项再贷款等。

外部目标让位于内部目标，稳增长稳就业成为政策优先考量。我们认为三大因素促发了总量工具的密集使用：1、近期经济数据运行偏弱，三季度GDP增速相较二季度可能进一步回落，与“努力完成全年经济社会主要目标”的要求不匹配。2、就业数据表现较差，劳动力市场承压，就业稳定是社会稳定的重要前提。3、9月美联储降息50BP正式开启本轮降息周期，除了日本央行之外，主要经济体的货币政策都进入了降息周期，这为中国货币宽松提供友好的“顺风”环境，汇率稳定和国际收支平衡的外部目标让位于稳增长稳就业的内部目标。

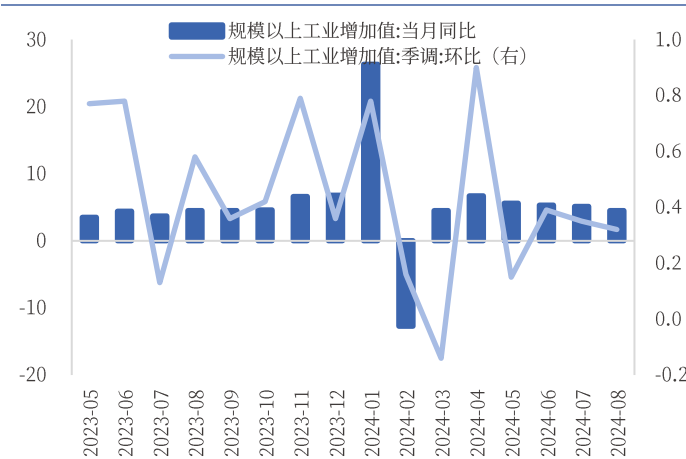
经济增长动能偏弱，政策保障经济稳增长。

8月，在外部环境变化带来的不利影响增多以及国内有效需求不足的双重影响下，经济数据中个别分项需要关注：从供给端来看，工业生产强度有所回落，8月工业增加值同比+4.5%（前值5.1%）。在工业经济从政策驱动切换到需求驱动的过程中，有效需求不足的问题导致工业生产强度边际走弱，8月产销率为96.2%，去年同期为97.4%，处于近几年同期的较低水平。在销售不振的情况下，最近几月库存水平也呈现上升趋势，1-7月工业产成品存货同比增速5.2%（前值4.7%），8月产成品库存PMI指数上行0.7pct至48.5%，经济新动能指数（新订单-产成品库存）掉至0.4，整体呈现“被动弱补库”的状态。从需求端来看，三驾马车仍然依赖出口，8月社零同比2.1%（前值2.7%），1-8月固投增速累计同比3.4%（前值3.6%），消费和投资增速均较前值下滑。整体来看，三季度前两个月的实际增长中枢约在4.5%附近。而9月高频数据显示工业生产继续下滑，截止9月24日，9月高炉开工率同比下降6.39pct，环比-0.97pct；石油沥青开工率同比-18.55pct，环比-1.03pct；水泥发运率、螺纹钢和线材开工率也均同比下降，因此三季度GDP增速相较二季度有进一步下行的压力。

有效需求不足逐步传递至劳动用工需求，宏观政策之锚转向就业。

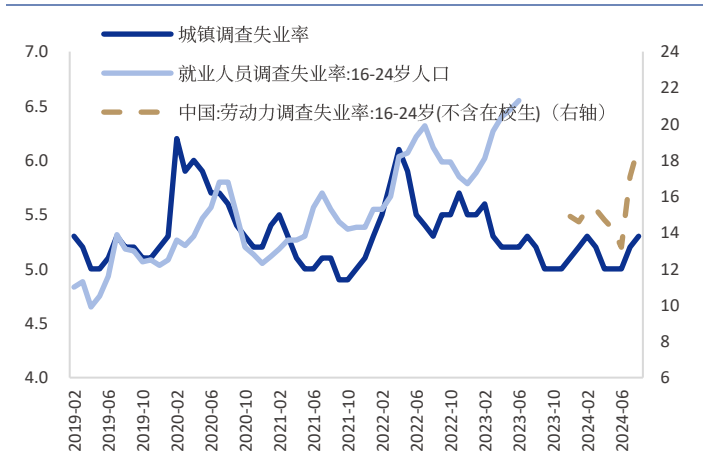
8月城镇调查失业率小幅上行0.1个百分点至5.3%，录得年内高点，16-24岁（不含在校生）失业率升至18.8%，创该指标诞生以来的最高点，整体就业压力较大。2023年政治局会议提出“稳就业提高到战略高度通盘考虑”，我们认为从顶层战略层面确认了中国宏观政策调控的锚已转向就业。目前在经济转型期间，虽然新质生产力相关行业的增加值、投资以及企业利润增长均较快，但中小企业依旧承担了逆周期环境下的压力，从而被迫减少用工需求。8月PPI环比大幅回落，同比下降1.8%（前值-0.8%），企业利润进一步承压，尤其是中小企业在利润压力下反应更为敏感，中小企业劳动力需求指数持续回落连续下滑4个月。而中小企业恰恰又是吸收就业的主要力量，截止2022年底，中小微企业提供了全国80%以上的城镇劳动就业和90%的新增就业。

图1: 工业增加值同比和环比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 城镇调查失业率 (%)

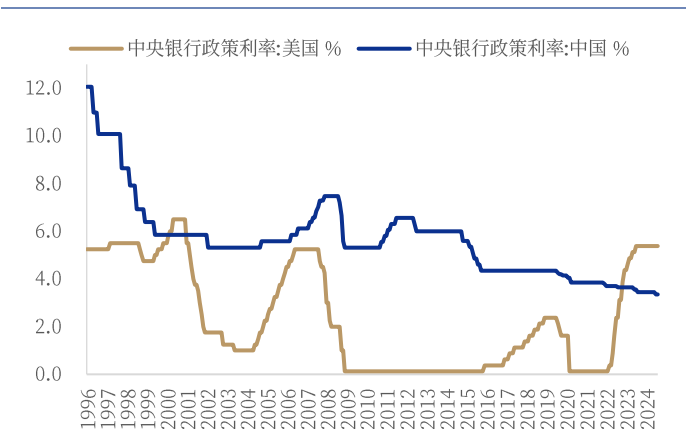


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

9月美联储降息 50BP 正式开启本轮降息周期。

除了日本央行之外，主要经济体的货币政策都进入了降息周期，这为中国货币宽松提供友好的“顺风”环境。国内外货币政策周期差收敛的背景下，中国货币政策基调转向宽松，更具“逆周期”属性，货币政策目标由金融稳定切换至促进经济增长，将为“保5”创造条件。过去两年由于中美货币政策周期错位，汇率面临阶段性压力，中国央行的降息节奏和幅度都面临制约，本次政策利率调降 20BP，应视为制约解除后的“补偿性”降息。

图3: 中国和美国政策利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 美元指数与人民币汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

政策并非大水漫灌，而是为新旧动能转换争取更加充裕的时间窗口。我们认为，虽然本次政策力度超出预期，但仍处于高质量发展的目标范畴之内，目的是应对短期经济下行压力，稳预期、防风险，为新旧动能转换争取更加充裕的时间窗口。政策的逻辑主线可以梳理为三条：一是更加注重居民财富效应，呵护资产价格，对于楼市和股市给予了更多关切。二是更加注重防范化解风险，对于地产下行的关注度更高。三是注重落实以促进消费为扩大内需的主要抓手，调降存量房贷利率可以缓解付息压力，增强购买力，稳定资产价格可以提高居民财富效应，提振消费信心。

二、支持经济的稳定增长是货币政策首要目标

央行货币政策目标中，现阶段支持经济的稳定增长是首位。潘行长本次会议阐述了人民银行在设计货币政策工具调整过程中几个重要的考量因素。我们认为现阶段央行货币政策目标可能的排序为：第一，支持中国经济的稳定增长；第二，推动价格的温和回升；第三，兼顾支持实体经济增长和银行业自身的健康性；第四，人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；第五货币政策和财政政策协同配合。

央行推出货币政策组合。包括降准 50BP、调降政策利率 20BP、创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展、以及会同金融监管总局出台了五项房地产金融的新政策。

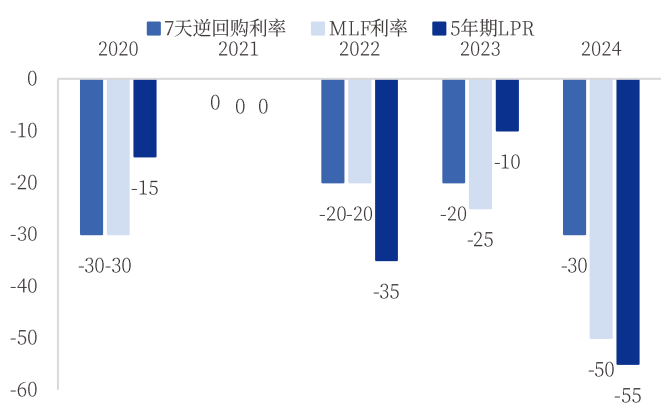
央行同时推出降准、降息、五项房地产支持政策，并非大水漫灌，仍是新旧动能切换过程中的托底经济增长，对房地产的支持政策非强刺激，仍在央行金融稳定的框架下，20BP 的较大幅度降息应视为“补偿性”降息。

本次降息幅度是 2021 年以来单次最大，全年累计下调幅度也是最大。

本次央行宣布 7 天期逆回购操作利率下降 20 个点，从 1.7% 下调到 1.5%，在市场化的利率调控机制下，政策利率的调整将会带动各类市场基准利率的调整。预计本次政策利率调整之后，将会带动中期借贷便利 (MLF) 利率下调大概在 0.3 个百分点，预期贷款市场报价利率 (LPR)、存款利率等也将随之下行 0.2 到 0.25 个百分点。

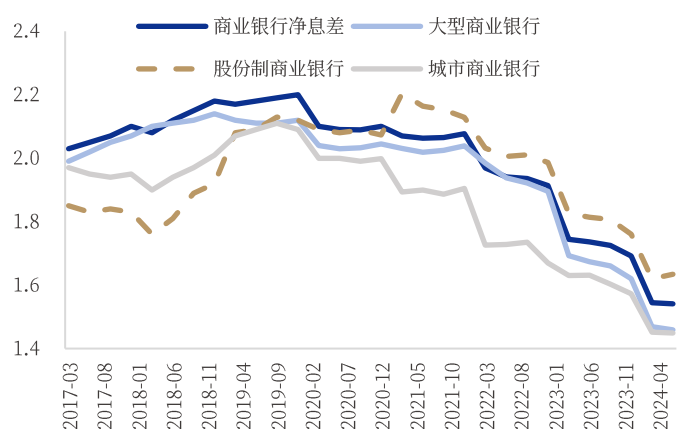
2021 年以来，政策利率 (7 天逆回购利率) 的单次调降幅度基本保持在 10BP，上次单次调降 20BP 还是 2020 年的 3 月。从全年降息累计幅度来看，过去两年政策利率 (7 天逆回购利率) 的累计调降幅度均为 20BP，而 2024 年计入央行本次的降息，累计降息幅度将达到 30BP。从 5 年期 LPR 的下调幅度来看，2024 年截止目前已总计 55BP。2022 年美国开启加息周期，中国货币政策周期错位带来人民币汇率面临阶段性压力，使得过去两年中国央行的降息节奏和幅度的保持稳健。随着 9 月美联储以 50BP 开启降息周期，制约因素阶段性解除，可以视为对之前较为稳健的“补偿性”降息。

图5: 年度利率变化幅度 (BP)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 商业银行净息差 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

降息工具的使用会给银行净息差带来压力，央行使用组合工具进行对冲，本次降息对净息差的综合影响为中性。一方面下调存量房贷利率、LPR 下行带来贷款利率下行将减少银行的利

息收入，另一方面下调存量房贷利率也会减少客户的提前还款。同时央行降准可以节约商业银行成本，中期借贷便利和公开市场操作是央行向商业银行提供中短期资金的主要方式，利率的下降也将降低银行的资金成本。值得关注的是，央行预期贷款市场报价利率和存款利率将会对称下行。前几次的存款利率下行形成的重新定价效果也将累计显现。央行本次降息已将银行净息差纳入货币政策的重要考量，经过央行技术团队多轮认真地量化分析评估，这次利率调整对银行收益的影响是中性的，银行的净息差将保持基本稳定，这有助于增加商业银行支持实体经济的持续性，解除净息差对降息的制约。

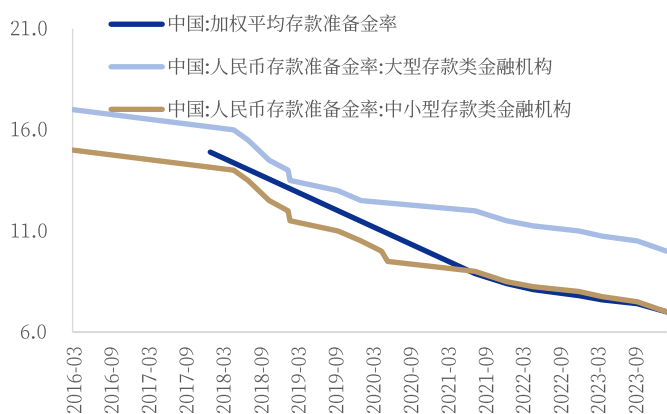
会议提出要对六家大型商业银行增加核心一级资本，主要针对减费让利、息差收窄、留存利润补充资本效果减弱等问题。截至 2024Q2，商业银行的核心一级资本充足率为 10.74%，其中，国有大行的核心一级资本充足率为 11.77%，均较上年末上升。具体来看，工农建中交邮核心一级资本充足率分别为 13.84%、11.13%、14.01%、12.03%、10.3%、9.28%，多数在上市银行中处于领先水平。然而从满足 TLAC 监管、防范化解金融风险、开展跨周期逆周期调节角度来看，进一步夯实六大行资本实力对于应对复杂多变的内外部经济环境来说至关重要。

除了稳息差、保持合理利润之外，我们认为后续增加核心一级资本的方式会逐步转向外源式补充和财政结合。目前常见的方式包括再融资和可转债转股。从实际实施情况来看，近年银行再融资节奏明显放缓，2023 年仅 3 家上市银行完成配股或定增；可转债效果有限，银行转债转股率低迷。2023 年再融资新规加强了对大额再融资的管控和对破净公司的限制，考虑到银行目前均处于破净状态，市场化融资面临制约。结合历史经验，不排除以下几种增资方式：（1）发行特别国债并由财政部注资。1998 年，财政部曾发行 2700 亿元特别国债用于补充四大行资本金。

（2）股东增资。在补充资本同时可参与分红，享受高股息资产收益。（3）外汇储备注资。截至 2023 年 8 月，我国外汇储备规模连续 9 个月保持在 3.2 万亿美元的最高水平，2015 年外汇管理局曾通过其投资平台分别向国家开发银行、进出口银行注资 480 亿、450 亿美元。

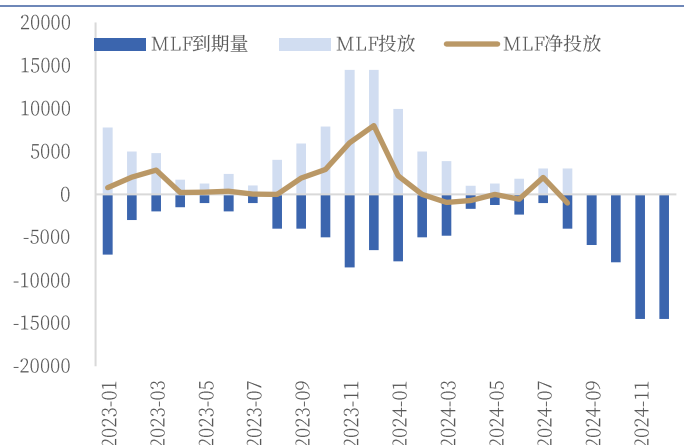
降准 50BP 基于三方面因素考量。1、释放流动性，在政府债券供给高峰，熨平资金的过度波动；2、年内后续月份 MLF 到期量逐步加大，可能通过降准置换部分到期的 MLF；3、降准节约银行成本，缓解净息差压力。能看到进入 9 月，资金偏紧，当前时点央行降准释放长期流动性有重要意义，DR007 波动中枢持续高于 7 天逆回购利率。

图7：存款准备金率（%）



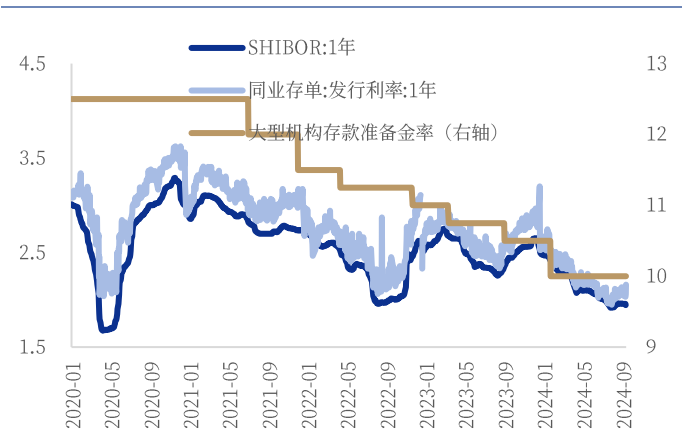
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：MLF 到期量（亿元）



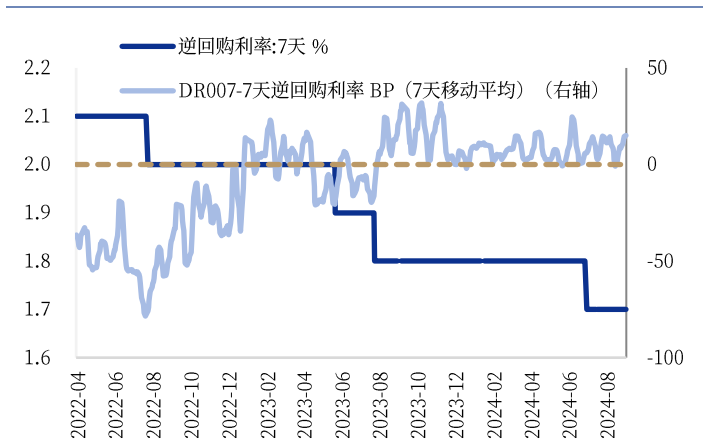
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：资金利率与存款准备金率（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：7天逆回购利率与 DR007



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

央行会同金融监管总局出台五项房地产金融的新政策：引导银行降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例至 15%、延长两项房地产金融政策文件的期限、优化保障性住房再贷款政策、支持收购房企存量土地。如上 5 条新政分别针对楼市存量市场、楼市需求侧、楼市供给侧、楼市库存侧以及房企存量土地给予支持。

央行提到，全国层面的商业性个人住房贷款将不再区分首套房和二套房，最低首付比例统一为 15%。此前，517 政策下，首套房和二套房的首付比例最低分别为 15%、25%，此次将首套房和二套房的最低首付比例统一调整为 15%，主要降低二套购房者的购房门槛，改善性住房需求得到进一步的支持。增量端持续支持改善性购房需求。

将“金融 16 条”和经营性物业贷政策的到期日期由 2024 年 12 月 31 日延续到 2026 年 12 月 31 日。金融 16 条主要从融资、保交楼等方面支持房地产市场平稳健康发展；经营性物业贷政策主要针对房企融资端予以支持。此次延长政策到期日表明央行和金融监管总局对房地产行业的持续支持。

5 月 17 日，央行宣布设立 3000 亿保障性住房再贷款，此次将央行出资的比例由 60% 提高到 100%，因此，收购资金的成本有望进一步降低，收购主体的收购意愿或将提高，商品房的收储去库存进程有望加快。

央行和金融监管总局将研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，必要的时候也可以由央行提供再贷款支持。土地是房企表内重要的存量资产之一，若出台市场化收购房企土地的政策并提供相应的货币支持，房企的存量土地资产有望得到盘活，房企的资金压力有望得到缓解。

三、未来政策预期

财政政策：货币政策先行，财政还有多远？

上午新闻发布会集中公布多项重磅政策，表明新一轮宏观逆周期调节或已开启。其中本次公布的降准、以及明确提出的进一步降准空间指向未来更多流动性注入实体经济。这一方面是期望拉动居民和企业端的融资需求，另一方面，更为重要的是为财政加码提供了有利环境，加之当前

较低的政府债券融资利率，我们认为增量财政政策亦是“箭在弦上”。展望下一步财政政策，主要或有以下几种加码方式和资金投向：

一是增发普通国债，弥补年内一般公共预算收支缺口。鉴于今年一本账预算因税收收入不及预期，且上缴利润和往年结余资金的空间有限，年内增发普通国债以弥补一般公共预算收支缺口的必要性仍然存在，9月人大常委会虽然没有出台增量政策，但首次审议了政府债务情况，我们认为或是为增量政策做了前期研究部署，可以关注10月底的人大常委会。

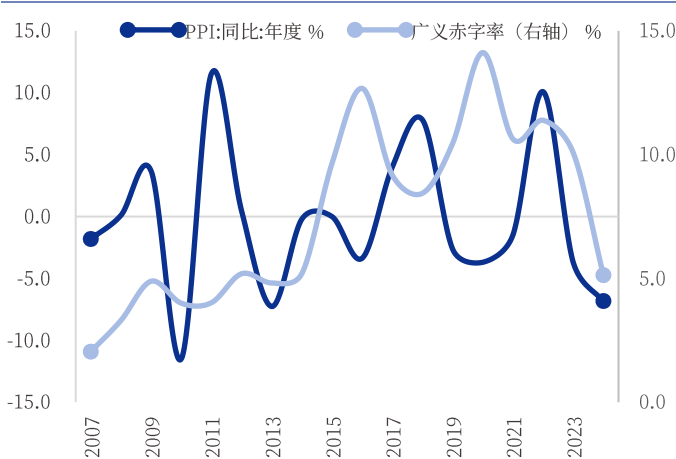
二是增发超长期特别国债，以中央投资拉动总需求回升。年初财政政策已经明确未来5年增发5万亿超长期特别国债，鉴于今年1万亿特别国债资金使用已经基本理顺项目审批和资金使用渠道，今年年底或明年年初增发更大规模的债券资金具备可行性和必要性，资金投向方面有望在今年“两新”和“两重”的基础上进一步扩容，例如用于保障性住房收储、地方政府存量资产收购、以及伴随新兴城镇化建设下核心经济圈的民生和社会保障建设。

三是盘活地方存量债务限额，缓解地方政府偿债压力。按目前政府债券限额和余额计算，地方政府债务约有1.4万亿元可用限额，中央国债还有约8000亿可用限额。鉴于今年以来地方政府收入端大幅降低、偿债压力和三保支出压力并未减轻，再次发行一定规模的特殊再融资债券有助于缓解地方债务压力，同时改善因政府欠款形成的“多角债”循环。

四是广义财政加码，配套政府债项目建设。今年以来预算内赤字率和资金规模并未减弱，而城投债务、PSL、政策性金融债等广义财政赤字率大幅低于往年。将年内全部预算内赤字率计算在内，截止8月底，广义赤字率仅5.1%，较去年同期降低5个百分点，其中城投债净融资额为-1.3万亿、PSL净偿还7481亿元，政策性金融债也较去年大幅降低。广义财政是专项债项目的重要配套资金来源，其融资规模大幅降低也是今年以来专项债券实物工作量形成较慢的重要因素之一。从这个角度来看，未来还需准财政政策加码的及时跟进。

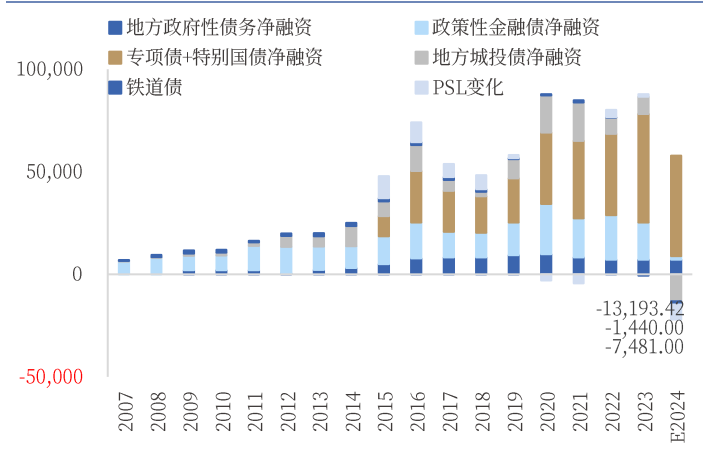
五是专项债券扩容，更好发挥政府债资金撬动作用。二十届三中全会明确提出研究专项债券支持方向扩容，我们认为在专项债投向上有望重启“土储专项债”，同时专项债券用作资本金领域方面，例如综合交通枢纽、传统铁路、公路智能化改造、保障性安居工程等具备一定收益率的建设项目均有望纳入其中。专项债券用作资本金方式扩容，能够更好发挥债券资金的撬动作用。

图11: 历年广赤字率和PPI同比



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图12: 历年广义财政净融资额变化 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

货币政策：降准、降息、国债买卖是货币宽松的三个路径。

央行本次增量政策的两个重点领域包括房地产市场和股票市场,均是在央行金融稳定的框架下,意在稳定资产价格,促进消费。如果增量财政工具推出,政府债券密集发行,央行可能会加大公开市场买卖国债操作以及降准 25-50BP,协同发力。年内央行依然有可能降息 10-20BP,促发进一步降息的关键是经济数据和就业数据的变化。国债买卖是货币财政交汇点,现阶段买短+卖长并实现净投放可能是主要操作方式。如果长债供给高峰到来,可能为央行增持长债创造顺风条件。

四、政策助力资本市场长期发展

(一) 证监会表态

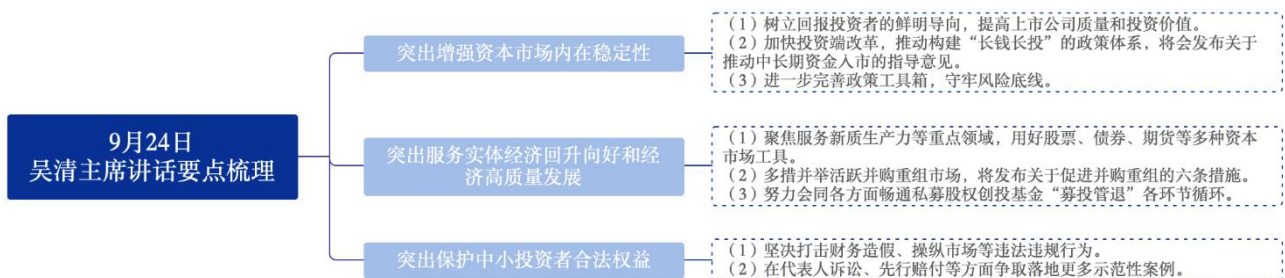
9月24日,中国证监会主席吴清在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上,介绍了金融支持经济高质量发展的相关情况,并宣布了一系列新的政策措施,措施主要覆盖增强资本市场内在稳定性、服务实体经济回升向好和经济高质量发展以及保护中小投资者合法权益三大方面。

(1) 增强资本市场内在稳定性方面,证监会将通过提高上市公司的质量和投资价值,加快投资端改革,推动构建“长钱长投”的政策体系,并发布关于推动中长期资金入市的指导意见。

(2) 服务实体经济回升向好和经济高质量发展方面,证监会将通过聚焦服务新质生产力等重点领域,运用多样的资本市场工具,以及活跃并购重组市场的政策措施,更好地服务于实体经济的需求。(3) 保护中小投资者的权益方面,证监会将坚决打击财务造假和市场操纵等违法行为,并推动代表人诉讼、先行赔付等措施的落地。

我们认为以上措施:首先,将引导更多的保险、养老等长期资本投向市场,市场的流动性和估值水平有望提高。其次,六条关于促进并购重组的措施,预计将促进企业优化资源配置,提高产业集中度,进一步提升经济效率和企业竞争力。最后,市场的透明度和公正性有望进一步增强,违法成本的提高能确保投资者利益得到实质性的保障,有助于投资者信心的重新恢复和建立。

图13: 9月24日吴清主席讲话要点



资料来源: 新华网, 中国银河证券研究院

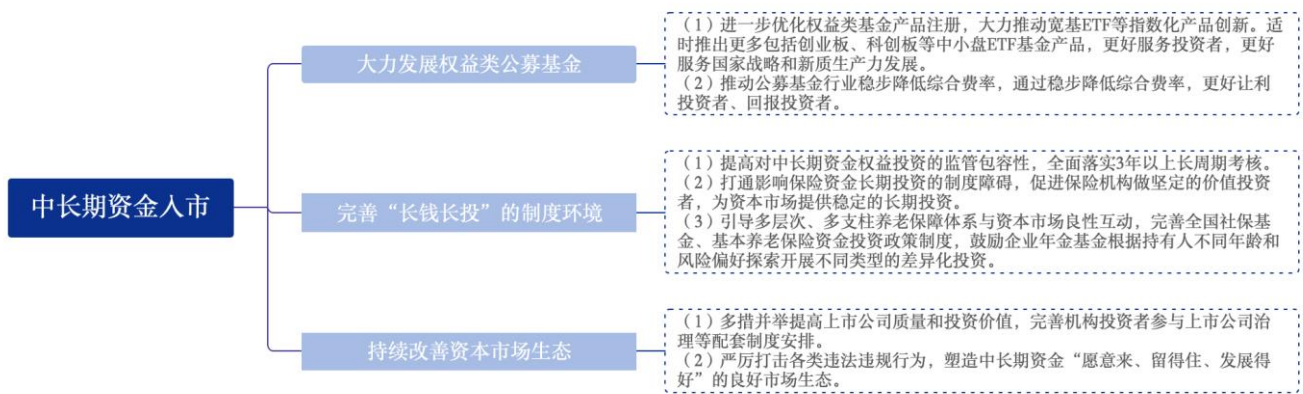
同时,吴清主席就市场所关注的中长期资金入市、并购重组及市值管理等关键议题,提供了进一步的指导和明确的方向。

中长期资金入市方面,党的二十届三中全会提出,健全投资和融资相协调的资本市场功能,支持长期资金入市,有关方面也一直在呼吁和推动长期投资、价值投资。本次国新办发布会表明

《关于推动中长期资金入市的指导意见》将在近期推出，《意见》重点在大力发展权益类公募基金、完善“长钱长投”的制度环境、持续改善资本市场生态等三个方面布局。

首先，大力发展权益类公募基金，强调投资者回报导向，将推动基金公司优化产品结构和服 务能力，满足大众投资需求，促进长期收益的实现。新发行的中证 A500ETF 的成功募资表明市 场对优质基金产品的渴求，未来的宽基 ETF 及中小盘 ETF 产品创新将进一步增强市场的多样 性，助力国家战略与新质生产力的发展。此外，稳步降低综合费率将直接减轻投资者负担，提升 投资回报。其次，完善“长钱长投”的制度环境将为中长期资金的权益投资创造更加包容的监管 环境，推动保险资金的长期价值投资，有助于稳定资本市场的资金来源。这一制度安排与多层次 养老保障体系的良性互动，将鼓励养老基金进行差异化投资，从而增强资本市场的长期韧性。最 后，持续改善资本市场生态，通过提升上市公司质量、加强机构投资者的治理参与及严厉打击违 法违规行为，能够有效塑造一个吸引中长期资金的良好市场环境。

图14：9月24日吴清主席讲话中有关中长线资金入市的要点

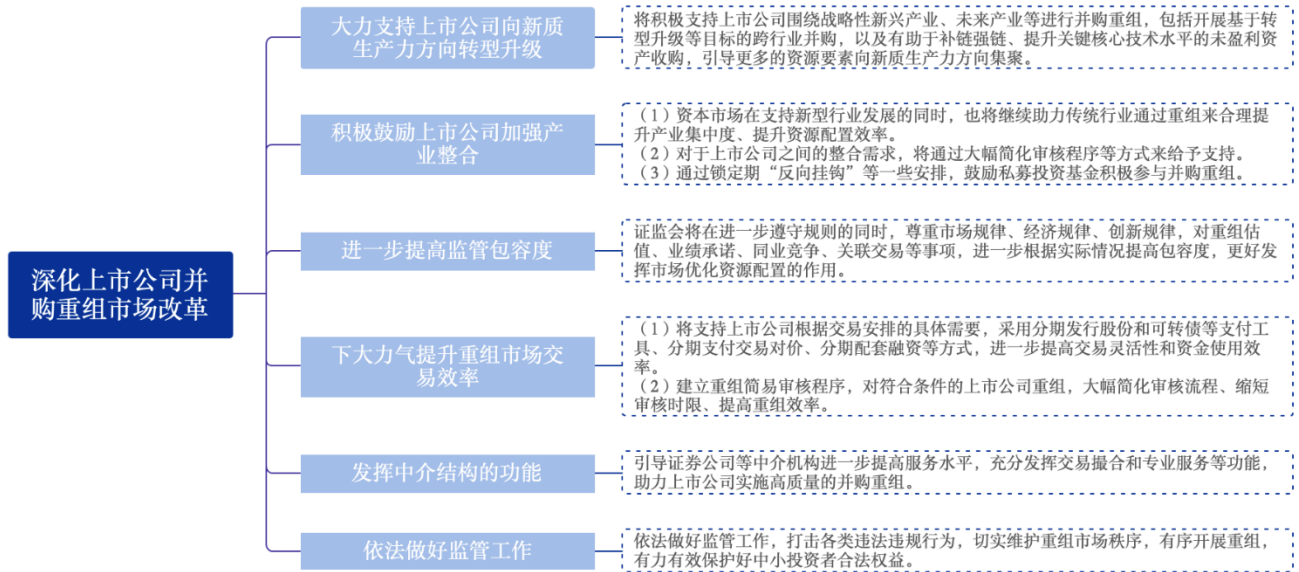


资料来源：新华网，中国银河证券研究院

当前市场十分关注上市公司并购重组，监管部门近期一直在推进并购重组的市场化改革。本次国新办发布会，吴清主席透露了证监会将多措并举活跃并购重组市场，以更好激发资本市场并购重组效率和活力的信号。《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》即将发布，共计六条。

首先，支持上市公司向新质生产力转型升级，将引导资源要素向战略性新兴产业和未来产业集聚。通过并购重组，尤其是跨行业整合和未盈利资产收购，上市公司能够加速技术创新与产业转型，提升整体竞争力。其次，鼓励产业整合将提高资源配置效率，尤其是在当前部分产业存在“大而不强”的现状下。通过简化审核程序，支持传统行业进行合理重组，可以实现更高的产业集中度，从而推动行业的优化升级。

图15: 9月24日吴清主席讲话中有关并购重组的要点



资料来源: 新华网, 中国银河证券研究院

此外, 进一步提高监管包容度, 将有助于创造更为宽松的市场环境。证监会将依据市场规律和实际情况, 对重组估值、业绩承诺等事项采取灵活的监管策略, 以促进市场的有效资源配置。最后, 提升重组市场的交易效率将显著增强资本市场的活跃度。通过丰富支付工具的使用和简化审核流程, 上市公司将能够更加灵活地进行重组, 优化资金使用效率。此外, 加强中介机构的服 务能力, 将有助于提高并购重组的专业性和成功率, 同时, 证监会将通过严格监管, 维护市场秩序, 保护中小投资者的合法权益。

2024年4月出台的新“国九条”就上市公司提升投资价值、加强市值管理提出了明确要求。本次国新办发布会, 吴清主席表示最近将就市值管理指引公开征求意见, 同时已会同相关部委研究制定了上市公司市值管理指引, 要求上市公司依法做好市值管理, 并给出五大引导路径:

图16: 9月24日吴清主席讲话中有关市值管理的要点



资料来源: 新华网, 中国银河证券研究院

首先, 要求董事会高度重视投资者保护和回报, 将促使上市公司提升经营管理水平和核心竞争力, 从而夯实市值管理基础。这一举措不仅有助于增强公司盈利能力, 也将提升投资者的信任度和市场对公司的认可。其次, 鼓励上市公司积极运用并购重组、股权激励及大股东增持等市值

管理工具，将直接推动投资价值的提升。这些举措能够有效整合资源，优化资本结构，促进公司长期发展。

第三，建立常态化的回购机制，将为有条件的公司提供灵活的资本运作方式，进一步增强市场信心。通过提前资金规划和储备，上市公司能够在市场波动时迅速采取行动，维护股东利益。第四，针对长期破净公司的价值提升计划，将形成市场约束机制。通过评估实施效果并公开披露，这些公司将受到市场的持续监督，有助于其改进经营策略和提升市场表现。

最后，要求主要指数成份股公司切实履行市值管理责任，制定相关制度并定期披露执行情况，将加强市场透明度与问责机制。这一系列措施将促进资本市场的健康发展，确保上市公司在市值管理过程中遵循合规原则，避免市场操纵和内幕交易等违法行为，从而维护市场的公平和稳定。

(二) 央行表态

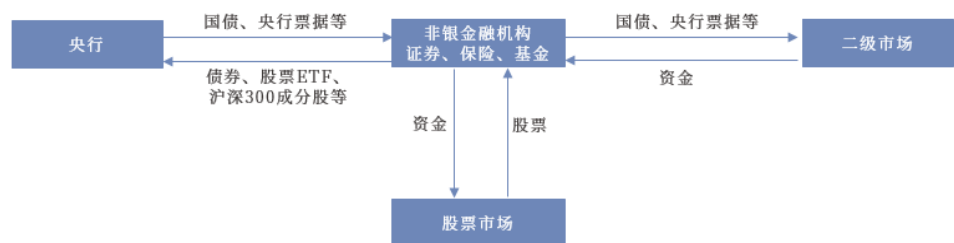
9月24日，中国人民银行行长潘功胜在国新办发布会上宣布，央行将创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，提振投资者信心。第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。第二项是创设股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。这是央行第一次创新结构性货币政策工具支持资本市场。

1、创设证券、基金、保险公司互换便利

第一项工具是证券、基金、保险公司互换便利。这项工作支持的是符合条件的证券、基金、保险公司，这些机构将由证监会、金融监管总局按照一定的规则来确定。第一步，上述金融机构可以使用他们持有的债券、股票ETF、沪深300成分股等资产作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产。第二步，金融机构可在二级市场上将国债、央行票据兑换为资金，由于国债、央行票据信用等级高、流动性强，将大幅提升金融机构的资金获取能力。第三步，金融机构将兑换而得的资金投资于股市，且只能用于投资股票市场。

值得注意的是，互换便利不是直接给钱，不会扩大基础货币规模。证券、基金、保险公司互换便利采用的是“以券换券”的方式，既提高了非银机构融资能力，又不是直接给非银机构提供资金，不会投放基础货币。

图17: 证券、基金、保险公司互换便利工具传导路径



资料来源：新华网，中国银河证券研究院

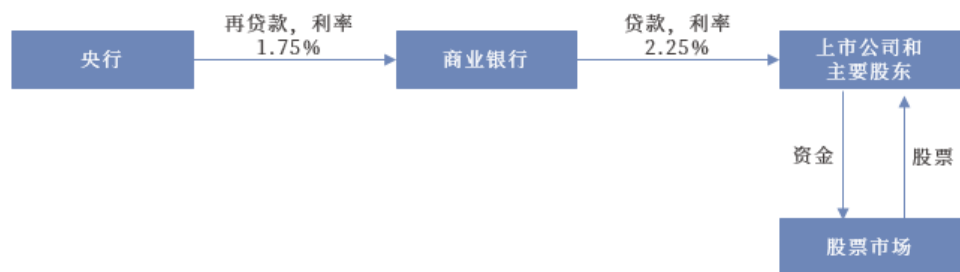
证券、基金、保险公司互换便利工具的创设，首先，对股市整体利好，有利于增量资金涌入股市据央行行长潘功胜表示，互换便利首期操作规模是5000亿元，未来可视情况扩大规模。互换融资被限定于投资股票市场，有利于维护资本市场的稳定，也更好发挥证券、基金、保险公司

的稳定市场作用。其次，该工具的创设利好非银金融机构，可以提高它们获取资金的便利性，以及提高它们的股票增持能力。最后，有利于提振投资者的信心。

2、创设股票回购增持专项再贷款

第二项工具是股票回购、增持再贷款。从资金流向来看，第一步，商业银行向上市公司和主要股东提供贷款，贷款利率在 2.25% 左右；第二步，上市公司和主要股东将资金用于回购和增持上市公司股票；第三步，有关部门对贷款用途核实后，中央银行将向商业银行发放再贷款，提供的资金支持比例是 100%，再贷款利率是 1.75%。专项再贷款并非央行直接或间接向企业发放贷款，是通过激励相容机制，引导 21 家全国性银行在自主决策、自担风险的前提下，向符合条件的上市公司和主要股东发放优惠利率贷款，用于回购和增持股票。这个工具适用于国有企业、民营企业、混合所有制企业等不同所有制的上市公司。

图18: 股票回购、增持再贷款工具作用路径



资料来源: 新华网, 中国银河证券研究院

股票回购增持专项再贷款工具的创设，首先，引导银行向上市公司及其股东提供贷款，促进其回购和增持股票，为上市公司和其主要股东提供了资金便利，有利于他们稳固公司股价，提高市场定价有效性。其次，该工具为股市创造了增量资金，首期额度是 3000 亿元，后续可能还有更多批次的资金，有助于稳定资本市场，以及增强投资者信心。

五、配置建议

(一) 股市

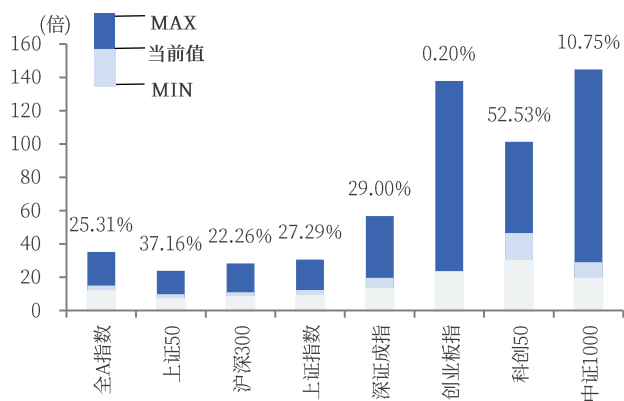
1.A 股市场

从基本面的角度来看，今年以来，国内经济运行总体平稳，但是有效需求不足的问题仍然突出。房地产市场仍将长期处于去库周期，在国内经济新旧动能切换的影响下，近期市场表现有所承压。降低存量房贷等政策的落地，有望稳定市场预期，支持房地产市场长期发展。降低存款准备金率与政策利率等举措，更是体现了政策呵护经济回升的决心，企业基本面边际改善预期有望增强。

估值方面，当前 A 股市场估值处于历史低位水平，中长期投资价值凸显。随着超预期政策密集出台，市场信心有望受到提振，带动估值回升。同时，在政策的支持和引导下，中长期资金加速入市，将改善当前存量资金博弈的市场状态，为 A 股市场提供更多的流动性支持。

因此，基于本轮超预期政策的出台，市场信心有望得到有效提振，A股市场或将迎来修复行情，后续重点关注宏观基本面的修复斜率。

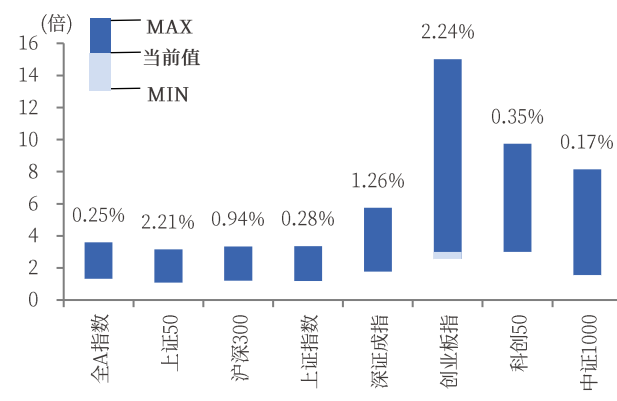
图19: A股主要指数PE估值及分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 数据标签为自2010年以来的分位数水平, 截至2024年9月23日

图20: A股主要指数PB估值及分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 数据标签为自2010年以来的分位数水平, 截至2024年9月23日

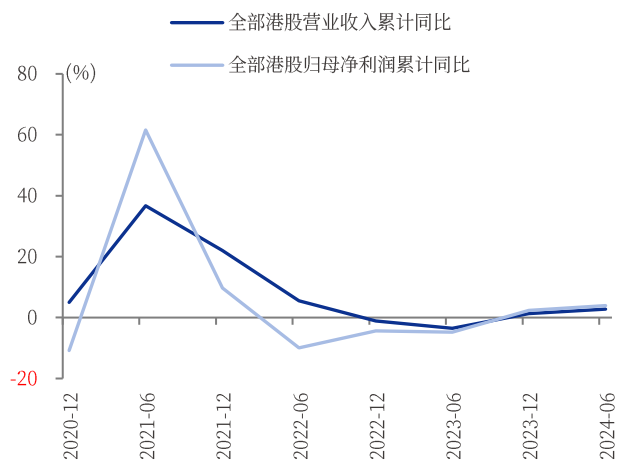
2. 港股市场

港股市场的基本面同样很大程度上依赖于国内宏观经济，超预期政策的出台有望支持港股业绩表现。从中报来看，港股业绩呈现回暖态势。全部港股2024年上半年营业收入累计同比上涨2.8%，归母净利润累计同比上涨4.0%，较2023年全年显著改善。

截至9月23日，恒生指数PE估值位于2010年以来18%分位数水平，仍处于历史低位区间。在全球范围内主要股指中，恒生指数PE估值相对较低，对于全球资金的吸引力较大。当前美联储已正式开启新一轮降息周期，且首次50BP的降息幅度略超市场预期。随着全球流动性趋于好转，港股市场有望受到提振。同时，AH股溢价下港股性价比优势凸显，叠加降准降息政策释放长期流动性，利好南向资金继续流入港股市场。

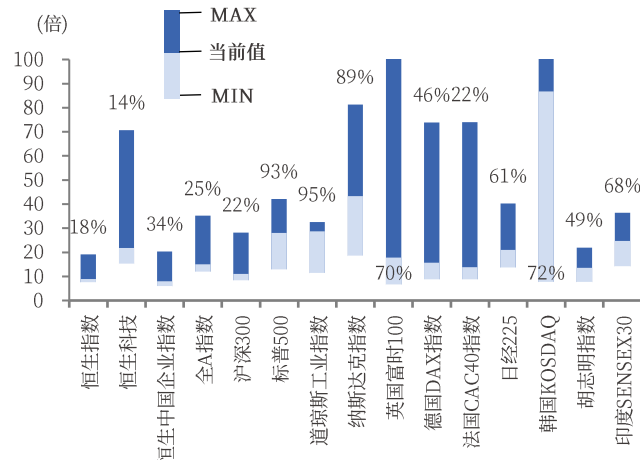
因此，在政策面利好与流动性改善双重作用下，港股市场也有望走出向上行情。

图21: 全部港股营业收入与归母净利润累计同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 全球主要股指PE估值对比



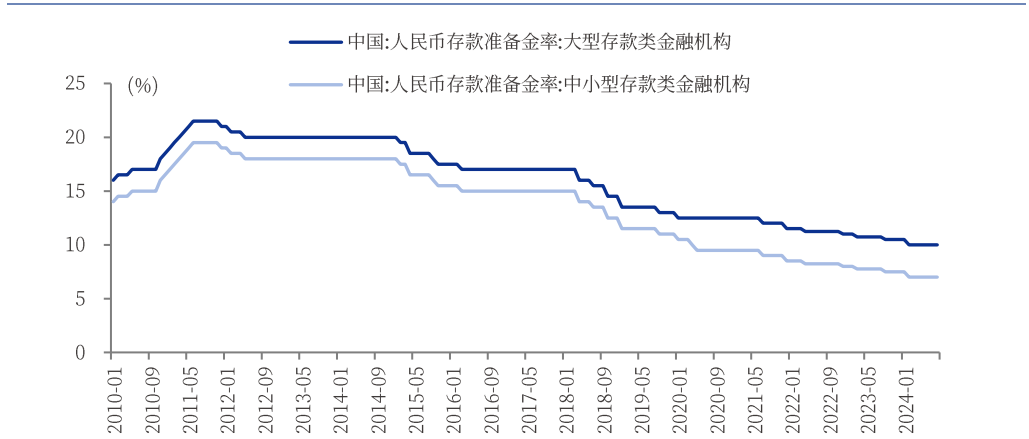
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 数据标签为自2010年以来的估值分位数水平, 截至2024年9月23日

（二）债市

当前国内货币政策维持稳健，强化逆周期和跨周期调节，有力支持实体经济回升向好。在美联储开启新一轮降息周期的外围环境下，人民币汇率压力边际缓解，国内货币政策空间进一步打开。根据央行表态，近期将下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元，在今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率 0.25-0.5 个百分点。降准释放的长期流动性将增加债市的资金供给，有助于推动债券收益率下行，增强债券市场的吸引力。

图23: 人民币存款准备金率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

其中，短端利率对货币政策更为敏感，重点关注短债的配置价值。长债方面，在央行及监管对于利率水平预期管理的影响下，长债短期或维持震荡，但在降准降息的政策导向下，长期来看，长债仍然具有较高配置价值。

六、风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行超预期的风险
4. 美联储降息超预期的风险

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。

章俊，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。杨超，策略分析师。詹璐，宏观经济分析师。聂天奇，宏观经济分析师。张一纬，银行分析师。胡孝宇，房地产分析师。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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