

政策强势回归，工具换新颜
——金融支持经济高质量发展政策发布会点评

点石成金

朱赫

期货投资咨询号 Z0015192

靳顺柔子

期货投资咨询号 Z0014424

郁泓佳

期货投资咨询号 Z0017641

事件：国务院新闻办公室今日举行新闻发布会，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。就此国投期货研究院点评如下。

一、降低存款准备金率和政策利率

发布会上，央行宣布，“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，年底前可能还会择机再降准 0.25-0.5 个百分点。将降低中央银行政策利率，7 天逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，从目前的 1.7% 降为 1.5%，引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差稳定”。

北京时间 9 月 19 日凌晨，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点，降至 4.75%-5.00% 之间的水平。这是自 2022 年 3 月以来美联储的首次降息。美联储降息周期或持续至明年底，有利于中国货币政策适度宽松，具备了推动新一轮降准、降息的条件。当下的基准情况是，通过调降存款准备金率，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元，更乐观情形下，或再有 0.5 个百分点的调整。当下是总量货币政策宽松窗口期，市场对于总量政策的落地有较高的期待。从流动性角度来看，更多长期流动性补充给市场带来平稳预期，有利于平抑情绪带来的短时波动性放大。10 月份开始，市场逐步有较多的 MLF 到期，Q4 累计到期规模 3 万亿左右。随着今年货币政策工具箱的调整与丰富，MLF 的政策性色彩逐步降低。降准时间点的选择或随着 MLF 到期时间点，降准的实质性效果或类似市场资金的置换，降低机构负债成本。

降低中央银行的政策利率,即 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点,从目前的 1.7% 调降至 1.5%,同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行。美联储降息引导全球降息潮开启,全球央行货币政策空间逐步打开。国内在化债与金融稳定的双重背景下,一方面要保持商业银行净息差的稳定,另一方面需要压低社会融资成本。此外,从央行深化利率市场化改革看,当下健全全市场化的利率调控机制仍然是金融重点改革的主要部分,加强 LPR 与 7 天期回购操作利率的传导关系,保持合理的信用利差,助力信用扩张的加强。

二、 5 项房地产金融的新政策

中国人民银行行长潘功胜表示,这次人民银行会同金融监管总局出台了 5 项房地产金融的新政策:第一项,引导银行降低存量房贷利率,引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近,预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右;第二项,统一首套房和二套房的房贷最低首付比例,将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%;第三项,延长两项房地产经营金融政策文件的期限,将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项今年年底到期的政策文件延期到 2026 年底;第四项,优化保障性住房再贷款的政策,将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款,中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%,增强对银行和收购主体的市场化激励;第五项,支持收购房企层面的土地,在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上,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,盘活存量用地,缓解房企资金压力。必要时,人民银行可提供政策支持。

回顾过往,我国在 2023 年便已下调过一次存量房贷利率,针对 2023 年 8 月 31 日以前已发放或已签订合同但未发放的首套住房商业性个人住房贷款进行调整。根据央行《2023 年第四季度中国货币政策执行报告》,已有超过 23 万亿元存量房贷的利率完成下调,调整

后加权平均利率为 4.27% (2023 年 12 月 5 年期以上 LPR 为 4.2%)，平均降幅 73 个基点，每年减少借款人利息支出约 1700 亿元。2024 年以来，央行两次下调 5 年期以上 LPR 合计 35BP 至 3.85%，存量房贷利率与新增房贷利率的差距进一步扩大。以北京为例，大部分存量房贷利率在 4.75%，新增房贷利率最低能到 3.40%，差了 135bp。存量和新增利率差距导致提前还贷现象加剧，2024 年 2 月份以来，居民早偿率指数加速上行，4 月份达到 37% 的历史高位，截至 6 月底，中国的住房抵押贷款余额为 37.79 万亿元人民币，为近三年来的最低水平。8 月份，中国社会消费品零售总额同比增长 2.1%，为年内次低，今年以来最终消费对经济的贡献明显下滑，内需疲弱也是今年经济社会发展目标实现的最大阻碍。此次存量房贷利率（再次）调整有助于降低居民还贷现金流负担，缓解房贷需求下行压力，并边际提振居民购买力。此次存量房贷利率下调预期平均降幅 0.5 个百分点，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，占 2023 年城镇居民可支配收入以及社会消费品零售总额的比例均为 0.3% 左右。与此同时，央行宣布“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”。本次优化房贷政策后，二套房首付比例已降至 2000 年以来最低，通过降低二套房首付比例和购房门槛，有助于促进改善型住房入市。

除下调存量房贷利率外，央行还宣布，“将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励”。今年 5 月的地产新政中，人民银行设立了 3000 亿元保障性住房再贷款（利率 1.75%，期限 1 年，最多展期 4 次），以贷款本金的 60% 发放给 21 家全国性银行（带动银行贷款 5000 亿元）；银行再贷款给地方国企，用于收储各地未售的新房，并改建成保障性住房。但过去三个月的去库存进展较为缓慢，截至 2024 年二季度末，央行保障性住房再贷款使用余额仅为 120 亿元，占其 3000 亿元额度的 4%。虽然已有超过 13 个城市

出台购买存量住房收储政策细则，但部分重点城市因较高的房价，租金回报率（月租金同房屋价钱的比值）普遍与 1.75% 的再贷款利率接近，再加上配套融资等运营成本，作为收购方的城投平台感到无利可图，收储进展明显低于预期。新政发布以后，收购主体资金成本的压降有利于提高地方政府收储存量住房用作保障性租赁住房的可行性和可操作性，有望显著加快各地收购存量商品房用作保障房的进度，缓解商品房市场库存压力。

总体来看，地产行业趋势性反转或还需时间，不过随着新一轮增量政策的出台和落地，地产投资跌幅有望逐步收窄，基本面软着陆概率提高，后续的修复节奏仍需观察政策落地和景气改善的实际进展。

三、 多措并举发力需求，支持股票市场发展

在今天上午召开的国新办发布会上，央行和证监会领导重磅发声，公布了一系列支持举措。央行提出创设了新的政策工具：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；创设专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购、增持股票，首期额度为 3000 亿。这将从流动性因子角度提升 A 股市场的资金来源，从证券需求端发力支持股票市场发展。

证监会提出进一步支持中央汇金加大增持力度、扩大投资范围；大力推动宽基类 ETF 产品创新，亦可以从证券需求端发力支持股票市场发展。值得注意的是，今年以来宽基 ETF 产品占全部 ETF 产品资产净值的比重，从去年底的 35% 提升到了 54%，市场对宽基 ETF 产品的需求有所增长。

另外证监会还提到将发布关于推动中长期资金入市的指导意见和促进并购重组的六条措施、上市公司市值管理指引很快将公开征求意见、在支持并购重组方面将提高监管包容度等后续政策推进看点，值得投资者密切跟踪关注。

三、市场展望— 春在枝头已十分

我们在 9 月份的月报《人民币汇率进一步下降，国内政策回归的窗口期》一文中指出，随着美联储 50bp 降息落地，美国降息周期的展开，随即主要博弈的方向应是中国的政策回归。**今日政策组合拳的回归，表明当前的政策信号是，抓紧当前的时间窗口继续以货币政策为主导，同时配合着强有力的金融政策，扭转资产价格持续回落的通缩预期和信用收缩的循环。**另外就是对于今年财政发力和内循环的堵点进行疏导，对于景气度持续回落的经济内循环板块进行支撑。

从货币和金融的角度而言，**尤其是金融市场的角度而言，我们认为意义重大且深远。**首先货币政策的降准和降息落地，较为符合市场的预期（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。降低中央银行的政策利率，即 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，从目前的 1.7%调降至 1.5%）。从过去两年经验来看，中美 10 年期国债利率倒挂 200bp 的背景下，国内仍然可以维稳汇率，因此如果当前中国政策在追求对外出口强势和对内化债的大背景下，不主动追求汇率显著走强，美联储的大幅降息必然会给中国的货币政策带来空间。**从金融的角度而言，最重要的就是推出的两项支持股市的货币政策工具，**包括证券基金保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款两项工具，两项政策工具首期分别为 5000 亿和 3000 亿，视情况后续可以增加。

这两个政策工具的推出有着深远意义，意味着国内的货币政策的转型更进一步，也是中国向股权时代迈进的早期征兆。以证券基金保险公司互换便利为例，**这意味着大型金融机构可以以股权资产为抵押向央行获得贷款，央行对金融机构债权增加扩表。**以股权类资产为抵押，这让央行间接地进入到股权类资产之中。而之所以央行不选择直接买入股指 ETF 扩表，或许由于当前阶段较低的资金成本利率和较高的沪深 300 的股息率形成显著的套利机制，因此央行用这种方式支持市场，同样会有显著的扩张效应。虽然 QE 更多的是主动投放，**但当前阶段央行的这种间接操作理论上也能起到主动地提升市场流动性提振资产价格的效果。**而对于股票回购增持专项债，更多的是央行引导商业银行的市场行为，但也意味着商业银行的抵押品向股权开始迁移。股指经过 Q2-Q3 的调整来到前低后，对于“救市”的意义在于，**当前救市提供流动性的方式兼顾了长短期目**

标的结合：春节后的市场在场外衍生品催化去杠杆的作用下出现了螺旋式的下跌，更需要政策救市资金直接入场，但当前阶段随着持续的主动去杠杆释放风险以及外围市场的稳定，不宜形成金融风险传染下的螺旋式暴跌和波动率放大，因此通过伴有中长期改革意义的机制更合时宜，政策或让股指的二次探底夯实。

从存量房贷 LPR 调降的角度，本质上仍然提高居民可支配收入的消费政策。在 Q2-Q3 内循环经济板块持续回落的过程中，消费服务同比增速持续回落，如何修复消费增速的讨论不断增加。降低存量 LPR 幅度较为积极，给居民释放千亿级别资金，**这部分可支配收入配合着资产价格企稳，可能会给消费带来一定的乘数效应。**从地产的角度，从偏传统调控方式将首套房和二套房的首付比例统一调降至 15%，但当前阶段对于地产产业链更重要的还是收储问题的推进速度问题，这是目前房地产去库存的堵点，本次政策组合拳中，5 月发布的 3000 亿住房再贷款，支持比例由 60%提高到 100%，其积极作用在于会降低收储和租赁性保障性住房项目的资金成本，或对于去库的加速有一定的提振作用。从财政专项债的角度，提出了将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，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，盘活存量用地，缓解房企资金压力，这将有助于缓解地产金融链条当前的矛盾。**因此从当下总体的政策组合来看，虽然没有从财政赤字和政府债务总量上进一步扩张，但是还是从多角度在有针对性地疏通今年内循环板块政策的堵点，预计进入到四季度后内需板块的基本面会出现低位修复。**

终日寻春不见春，春在枝头已十分。**我们认为今日的政策组合是一组兼顾了短期稳增长目标同时又有中长期改革重大意义的政策组合。**对于大类资产的运行而言，我们在今日的秋季策略会《沐雨经霜，拨雪寻春》中提出随着国内的政策回归，在当前到美国大选落地之前的阶段，**大类资产主要关注到国内定价资产向海外资产的收敛和补涨。**前期由于美联储降息的平稳落地和海外市场受到提振，美股偏强，美元美债利率弱勢震荡，港股贵金属和有色偏强势，反映的海外流动性环境对于风险偏好的提振，而 A 股市场和国内内循环板块资产相对滞涨。后续来看，金融品受到的利好更为明确，股指在大市值价值板块仍然强势的同时，关注到偏成长消费类板块的补涨；商品也会受到提振，周期因子具备向估值因子修复的基础，在贵金属带领有色维持偏强状态的基础上，黑色建材

化工软商品等品种将有所补涨，放眼整个 Q4 来看，反弹的空间更多的是跟踪关注当前基于内循环堵点的疏通政策的实际传导效果。

免责声明

本研究报告由国投期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投期货有限公司所有,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。如引用发布,需注明出处为国投期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。