

# 货币政策点评

## 千呼万唤始出来

**事件：9月24日，国新办举行新闻发布会，内容关于金融支持经济高质量发展情况。具体内容主要包括降准降息、降低存量房贷利率、创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展等。**

■ **如何理解本次降准降息。**本次降准降息幅度超出以往货币政策力度，整体沿袭了7月份以来的货币政策方向，其中降准幅度包含近期50bp及年内可能存在的另外25-50bp，超过年初的50bp，7天期逆回购操作利率降息幅度为20bp，超过7月份的10bp，将会带动中期借贷便利利率下调大概在0.3个百分点，超过7月份的20bp。

再次启动较大规模降准，主要是出于流动性对冲和降低金融机构长期资金成本的考虑，具体来看：一是年末中期借贷便利到期量较高，相对于央行购债，降准用以置换中期借贷便利更为灵活；二是中期借贷便利操作已由当月15日调整为25日，从8月至9月的资金价格表现也可以看出每逢这一时段，受到中期借贷便利资金回笼叠加缴税等影响，流动性压力会有所加大，需要更稳定的资金予以对冲；三是如发布会所说，配合其他货币政策工具一起给银行提供低成本的长期资金，与财政政策的实施形成合力。

降息与2023年模式类似，同样是在下半年稳增长压力加大后，进行的三个月内连续降息。大幅降息20bp，我们认为主要是出于加大逆周期调节力度的考虑，首先稳增长压力加大，实施降息仍有必要，其次引导全社会广谱利率中枢下行，包括银行存贷款利率等。在人民币汇率外部压力明显减轻的情况下，国内政策利率仍有空间。

■ **存量房贷利率调整影响与去年类似。**本次调整为“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……预计这一项政策将惠及5000万户家庭，1.5亿人口，平均每年减少家庭的利息支出总数大概1500亿元左右”，其中调整幅度略低于去年（73bp），影响人群与去年相同，减少利息支出与去年（1700亿元）相近，对于缓解提前还贷压力影响可能也与去年效果相近，一定程度上减缓居民中长期贷款同比少增的趋势。

存量房贷调整对消费具有一定提振作用。按照家庭利息支出减少1500亿元、今年二季度70%的平均消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）来看，大约能增加消费支出1050亿元，按2023年社零47.15万亿计算，或将提振消费0.2个百分点。

■ **创设新的货币政策工具。**本次还提及“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”，其中第一项的影响在于央行与非银机构之间的沟通加强，提供了缓解非银机构流动性的方式，更好地平衡市场流动性和价格体系，使得利率走廊机制可以更好发挥其政策指示和规范的作用。第二项的影响在于进一步推动中长期资金入市，更有利于提振市场信心。

■ 从市场表现来看，政策对于股市的提振效果较好，债市则是呈现出利多出尽的走势。整体看我们认为本轮政策出台是7月份货币政策之后的跟进。对应到央行货币政策而言，国内基本面仍是最为主要的影响因素，利率中枢下行仍是中长期趋势。对应到房贷政策而言，存量房贷利率调整实际力度较去年有所收缩，对房地产市场影响可能有限。

**风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

### 相关研究报告

《拓宽地方政府收入来源需加速落实——1-8月财政数据点评》20230921

《9月议息会议点评：后续降息路径仍不明朗》20230919

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

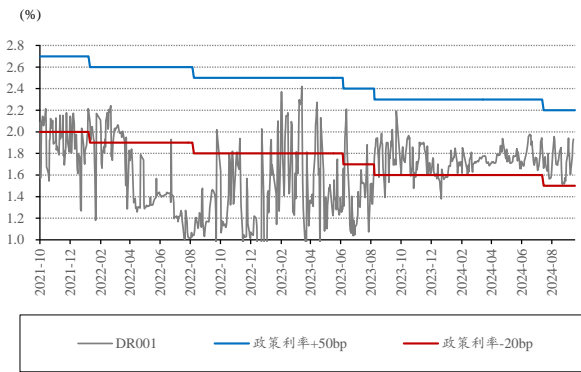
证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

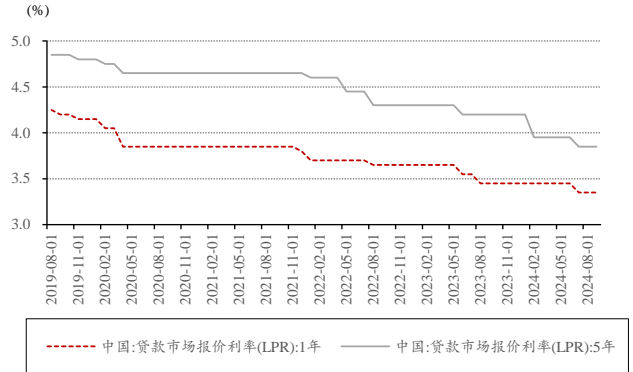
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

图表 1. DR001 与新利率走廊



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. LPR 报价



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 降息后股债表现

时间	降息方式	上证综指表现 (%)		10 年期国债表现 (bp)	
		T+1	T+5	T+1	T+5
2024/9/24	7 天逆回购利率下调 20bp	/	/	/	/
2024/7/22	7 天逆回购利率下调 10BP	(0.61)	(0.03)	(1.53)	(6.70)
2023/8/15	1 年期 MLF 下调 15BP、 7 天逆回购利率下调 10BP	(0.07)	(0.03)	(4.53)	(8.09)
2023/6/13	7 天逆回购利率下调 10BP	0.15	0.84	(0.49)	5.24
2022/8/15	1 年期 MLF、7 天逆回购利率下调 10BP	(0.02)	(0.57)	(7.65)	(14.72)
2022/1/17	1 年期 MLF、7 天逆回购利率下调 10BP	0.58	0.04	(0.75)	(8.35)
2020/3/16	1 年期 MLF 利率下调 10BP	(3.40)	(4.91)	(0.01)	0.56
2020/2/17	1 年期 MLF 利率下调 10BP	2.28	4.20	2.97	(1.61)

资料来源: 中国人民银行, 万得, 中银证券。注: T+5 为后续五个交易日

风险提示: 经济下行压力加大; 流动性超预期收紧; 地产复苏不及预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371