

宏观

证券研究报告
2024年09月24日

超预期政策的效果如何

- 第一，以降准为代表，在银行间市场提供流动性。
- 第二，以降息为代表，包括存量房贷利率下调等，以此降低实体部门的融资成本。
- 第三，补充银行资本金，缓和银行资本金约束。
- 第四，通过降低首付比等方式来托底房地产市场。
- 第五，创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。
- 第六，对债券市场走势央行表述相对谨慎，债券买卖或开始更加常见。

风险提示：基本面超预期，货币政策超预期，财政政策超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-预期落空后的货币和财政政策方向》 2024-09-23
- 《宏观报告：宏观报告-如何理解联储降息 50bp》 2024-09-19
- 《宏观报告：宏观-多少汇，藏于民？》 2024-09-18

9月24日国新办新闻发布会出台了一系列以货币政策为核心的宽松举措。本轮货币政策核心之一是通过降准、降息、补充资本金等方式，缓和银行面临的流动性约束、利率约束和资本金约束以此来推进的国内宽信用行情；二是通过创设再贷款工具等加大对资本市场、房地产等的支持¹。

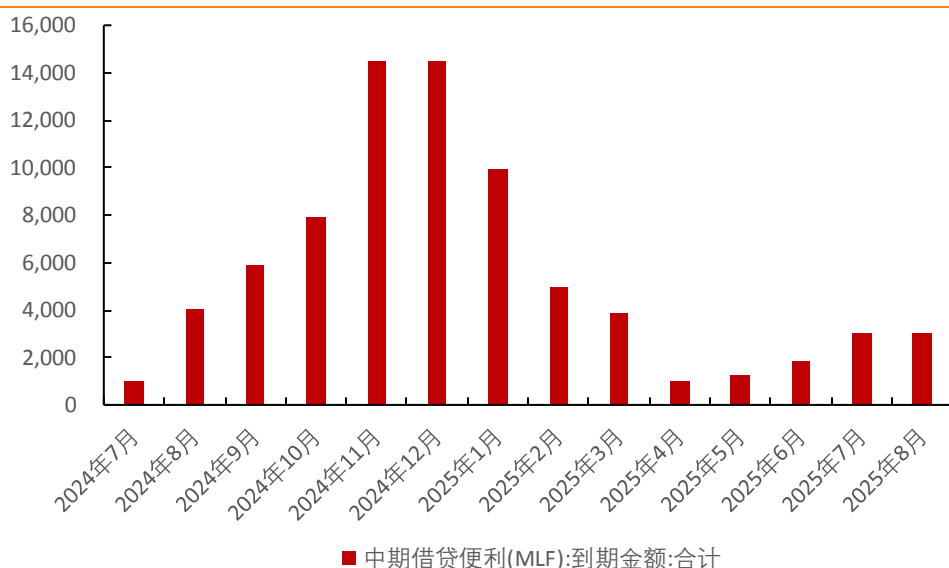
第一，以降准为代表，在银行间市场提供流动性。

对于降准，央行在当下降准 50BP 之后，预告了年末可能还有一次降准。潘行长表示“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。”²

降准主要是为银行提供宽松的流动性，受近期政府债加速发行影响（wind 口径下截止 9 月 24 日，专项债发行 1.7 万亿），银行间市场长期资金相对紧张，同业存单利率自 8 月以来一直维持韧性。叠加后续 MLF 到期规模提高，央行可以通过降准来缓和银行面临的流动性压力。而且准备金利率目前为 1.62%，MLF 利率为 2.3%（后续可能降到 2%），降准置换 MLF 也能够节约银行利息支出。

另外，考虑到当下的财政收支压力，我们不排除年末的时候财政会增发 1 万亿左右的特别国债。叠加 11、12 月每月超 1.4 万亿的 MLF 到期，年末的流动性压力不容忽视。这或是政策为年末再度降准留出空间的重要原因。

图 1：年末 MLF 到期量明显增加(单位：亿元)



资料来源：wind ,天风证券研究所

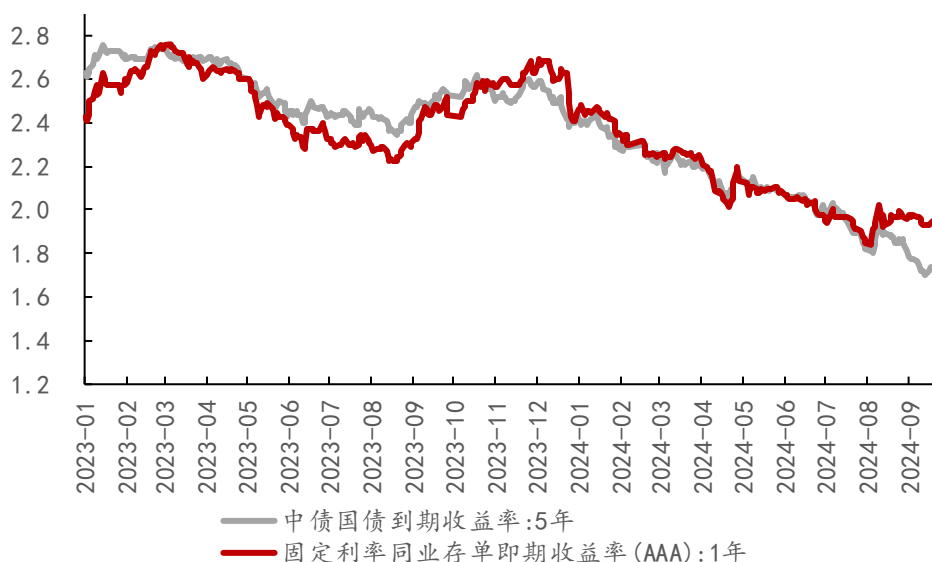
¹

<https://t.wind.com.cn/mobwftweb/M/news.html?share=wechat&show=wft&code=F67E0CE77A18&newsopenstyle=wind&lan=cn&device=pc&gateway=news&related=true&terminaltype=wft&version=21.3.3#/82202C4807DF6BF53BBCC7EBB1AAFD9A>

²

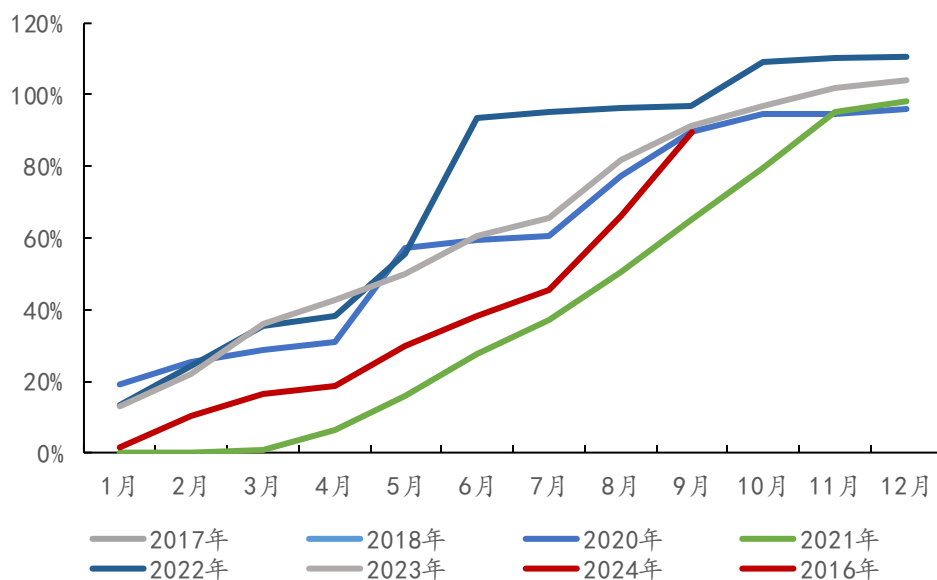
<https://t.wind.com.cn/mobwftweb/M/news.html?share=wechat&show=wft&code=F67E0CE77A18&newsopenstyle=wind&lan=cn&device=pc&gateway=news&related=true&terminaltype=wft&version=21.3.3#/82202C4807DF6BF53BBCC7EBB1AAFD9A>

图 2：同业存单利率明显维持韧性(单位：%)



资料来源：wind ,天风证券研究所

图 3：专项债发行进度(单位：%)



资料来源：wind ,天风证券研究所

第二，以降息为代表，包括存量房贷利率下调等，以此降低实体部门的融资成本。

央行本次推动了各项利率的下调。一方面通过降低政策利率引动各项资金利率下调。9月7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点至1.5%，同时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³。

在国内基本面偏弱时，美联储降息打开了中国货币政策的空间。此次降息也是顺势而为。需要关注的是，此次降息时间点再度明确了OMO作为核心政策利率的地位，在OMO政策利率作为核心的基础上，央行降息的时间点正在变得更加灵活。

另外，考虑到商业银行净息差偏低，央行在OMO利率下调后，明确表示存款利率会随之下调0.2-0.25个百分点；MLF利率会下调0.3个百分点，考虑到同业存单利率在OMO利率下调后也会跟随下降，这确保了后续下调LPR利率时，银行的净息差不会明显受损。

这样的下调方式，也为银行下调存量房贷利率给出了空间。此次会议央行表示要对存量房贷利率进行批量调整，将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，我们预计平均下降幅度在0.5个百分点左右，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⁴。同时，初期会先在本行内实施转按揭，下一步再考虑是否需要跨行转按揭⁵。

从与新发贷款的利差上看，本次存量贷款利率下调的力度或更大。2023年下调存量房贷利率主要针对首套房，且要求存量房贷下调后的LPR加点不能低于发放时的城市下限⁶。当时下调后加权平均利率为4.27%，依旧高于2023年末3.97%的新发贷款利率。但此次政策要求将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近（新发房贷利率在3.45%左右）。在存量房贷与新发房贷利差几乎抹平的情况下，居民提前还贷的需求或明显降低。

房贷利率下调对消费的影响或需要更加谨慎。虽然此次下调能够减少家庭利息支出1500亿元，但是这5000万背负房贷的家庭也是在这一轮房价下行过程中面临资产端收缩压力最大的一部分人群，在未来收入预期、房价预期没有明显发生变化时，房贷利息的节约能否转化为消费能力的提高还需要进一步观察，节约的利息支出或也只是转化为储蓄。但不能否认政策的长期作用，存量房贷利率下调带来的储蓄增加和负债减少都能够提高居民未来的消费能力。

第三，补充银行资本金，缓和银行资本金约束。

国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本，将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路，有序实施。这也有望缓和银行面临的资本金约束。

第四，通过降低首付比等方式来托底房地产市场。

除降低存量房贷利率外，央行还推出了一系列房地产相关政策，包括1)统一房贷最低首付比例至15%、2)对3000亿保障性住房再贷款的出资比例从60%提高到100%、3)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、4)房企存量融资展期、经营性物业贷款等阶段性政策期限从2024年12月31日延长到2026年12月31日。

相比于存量房贷着眼于解决居民端问题，这些政策重点在于帮扶房企，但是政策效果有待进一步观望。目前房价下行趋势尚未明显改善，在这样的情况下，居民部门加杠杆购房上车的意愿并不强，降低二套房首付比对房企销售端的实际效果有待进一步观察。

3

<https://t.wind.com.cn/mobwftweb/M/news.html?share=wechat&show=wft&code=F67E0CE77A18&newsopenstyle=wind&lan=cn&device=pc&gateway=news&related=true&terminaltype=wft&version=21.3.3#/82202C4807DF6BF53BBCC7EBB1AAFD9A>

4

<https://t.wind.com.cn/mobwftweb/M/news.html?share=wechat&show=wft&code=F67E0CE77A18&newsopenstyle=wind&lan=cn&device=pc&gateway=news&related=true&terminaltype=wft&version=21.3.3#/82202C4807DF6BF53BBCC7EBB1AAFD9A>

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/G7VkuXDrV1nQ7LDLnWTIow>

本行为存量房贷的发放银行，目前居民可以在贷款发放行试点进行转按揭，之后可以推进与其他银行的转按揭

⁶ https://mp.weixin.qq.com/s/I4G_p5yGFK7mUWJWc9wdIA

2024年5月央行创设3000亿保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房⁷。但是从实际使用效果上看，受租售比偏低等因素的影响，相关贷款的发放进度一直偏慢，截止2024年6月相关贷款仅发放了121亿，使用进度偏慢。此次虽然由央行完全出资，但能否激发地方国有企业的融资收购需求也有待观察。

支持企业市场化收购房企土地也面临着同样的问题，在地产下行过程中，房企投资扩张诉求不高，财政口径下，地方政府国有土地使用权出让收入当月同比降幅已经超过40个百分点。我们认为房企目前更偏好于加快现有库存去化，新增拿地意愿或不足。

第五，创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。

第一项工具是证券、基金、保险公司互换便利。证券、基金、保险公司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。计划互换便利首期操作规模是5000亿元，未来可视情况扩大规模。通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。

相比于此前央行资金投放，该工具直接允许合规的证券、基金、保险公司等从央行获取高流动性资产，这可以改善相关金融机构面临的流动性压力，提高非银金融机构投资股市的意愿。

第二项工具是股票回购、增持再贷款。商业银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购和增持上市公司股票。央行100%提供再贷款，再贷款利率1.75%，商业银行贷款利率2.25%，首期规模3000亿。

该政策与此前监管要求的“加强现金分红”相配合，能够提高上市公司分红的意愿，也能够提高股市参与者的获得感。

第六，对债券市场走势央行表述相对谨慎，债券买卖或开始更加常见。

央行表示中国的长期国债收益率在2.1%附近徘徊，国债收益率水平是市场化形成的结果，人民银行尊重市场的作用。但我们也要看到，利率风险是金融机构风险管理的重要内容。近期，人民银行发现债券市场存在一些操纵价格、出借账户、开展利益输送等情况。我们将加大银行间债券市场违法违规行为的查处，并适时向社会公布。央行通过二级市场买卖国债、投放基础货币的条件已经逐渐成熟。

此次央行再次强调了美国硅谷银行和债券市场存在违法违规行为。站在短期来看，此前10年、30年国债利率一度下滑至2.04%和2.14%，在债券利率快速下行后，此次降息对国债收益率继续下行的支持力度相对有限。在央行再度提示风险、政策对股票市场力度加大、市场情绪逐渐好转时，债券短期或进入震荡期。但站在长期来看，偏弱的基本面对债券市场依旧能够形成有效支撑，投资者可以择机参与。

另外，央行再度表示通过二级市场买卖国债、投放基础货币的条件已经逐渐成熟。8月末央行对中央政府债权余额为2.03万亿元，相比7月末增加5070亿元。这是2008年后，该科目时隔16年重回增长轨道⁸。在准备金率逐渐接近5%的底线时，通过买入国债投放基础货币后续或成为央行基础货币投放的主要方式。

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/BNuH3aQkXq0u8Opd4ZEwSQ>

⁸ https://mp.weixin.qq.com/s/gUEfNka5OuRvEG06Ye_5sA

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com