

2024 年 9 月 24 日

中国宏观

央行推出系列增量举措支持巩固内需，提振资本市场

2024 年 9 月 24 日，中国央行加大货币政策调控强度，宣布降准、降息、降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，以及创设新货币工具支持股票市场发展等多项增量政策举措。上周美联储大幅降息 50 基点开启降息周期后，一定程度上为中国货币操作创造了更灵活的空间。中国央行动作迅速，本周伊始便重启 14 天逆回购操作，向银行体系注入流动性，并将操作利率下调 10 个基点至 1.85%，为此次一系列增量政策措施进行了预热。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

④ 降息、降准提供充裕流动性，切实压降资金成本

中国央行宣布降低存款准备金率和政策利率，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 万亿元人民币，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。

* **定调积极，充分保证市场流动性。**相较于此前“灵活有效”的货币政策立场，潘功胜行长在本次新闻发布会上再度重申坚持支持性货币政策立场和政策取向，意在更大发挥货币政策功能来进行逆周期调节。本次下调存款准备金率后，向市场提供流动性约 1 万亿元，可以有效保证市场流动性，并压降资金成本，支持实体经济的发展。不仅如此，潘功胜行长还表示将在年底前择机再降准 0.25-0.5 个百分点，我们认为此举在充分保证市场流动性的同时，也为市场注入了一剂强心针，显示央行加大调控的决心，改善市场预期。

* **此番操作后，我们认为央行后续操作空间仍然灵活。**

- 1) 一方面，随着美联储开启降息周期，以及中国出口保持韧性，我们认为短期人民币已由贬值压力转向升值压力，意味着汇率因素短期将暂时不再是货币政策操作的掣肘。因此，此番一系列增量操作之后，中国央行仍然可以根据利率环境来调整政策利率。
- 2) 另一方面，银行净息差总体有望保持中性。9 月 LPR 报价利率不变，一定程度出乎了市场意料。LPR 保持不变一大考量便是银行净息差。当前银行净息差已在历史低位，进一步调降 LPR 首先要降低银行成本端压力，才能保证净息差稳定。因此，降低 LPR 利率需要有央行降准、降息的先手，以保持宽松流动性、降低短端利率，并引导银行调低存款利率下行后，LPR 有望降低。潘功胜行长预计本次降息将带动 MLF 下调 0.3 个百分点，预计 LPR 和存款利率也将随之下行 0.2-0.25 个百分点。

⊕ 稳楼市、降低利率成本、响应提振消费为重点的扩大内需措施

中国央行宣布降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。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。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 25% 下调至 15%。

当前提振内需的重要性不断加大，反映在 1-8 月社零仅增 3.4% 左右，以及社融端，居民短、长期贷款放缓。7 月政治局会议指出要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费。而当前提振内需最重要的仍是切实提高居民收入、改善居民收入预期，一大抓手仍在支持房地产。

- * **引导存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，有利于促进居民扩大消费。**当前存量房贷利率高于新发放房贷利率，导致居民仍倾向于提前还贷，从而抑制了居民消费潜力的释放。在存量房贷利率降低后，潘功胜行长预计有望惠及 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，此举有助于改善居民提前还贷的压力，不仅利于促进消费，还有望缓解银行压力。
- * **统一房贷最低首付比例，提振需求。**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 25% 下调至 15%。我们认为该措施作为此前房地产强刺激政策的补充，有利于延续对需求端的刺激，以尽快稳定房价，改善居民收入预期。
- * **除了需求端措施外，地产供给端同样增添新措施。**潘功胜行长表示央行将支持收购房企存量土地。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。此前政府研究推出的收购存量用地的举措，一定程度受制于地方政府的债务压力，此举支持企业收购房企土地的措施，一定程度上有望引入更多资金盘活存量土地，并缓解房企资金压力，加快稳定房地产市场。

⊕ 提振股市，活跃资本市场再出新招

中国央行还宣布创设新的政策工具，支持股票市场发展：

- * 将创设证券、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，将大幅提升资金获取能力和股票增持能力。
- * 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。

这两项工具类似于欧央行的 LTRO 与美联储的贴现窗口 Discount Window 政策工具，但又有所不同，欧央行的 LTRO 不是直接面向证券、基金、保险，但是核心理念类似，即通过资产质押为金融机构提供流动性，欧洲央行向银行提供长期低息贷款，银行则可以将其国债或其他高评级证券资产作为抵押；而美联储的贴现窗口则是银行可以通过资产质押（如国债或 MBS）向美联储获取资金。

2024 年 9 月 24 日

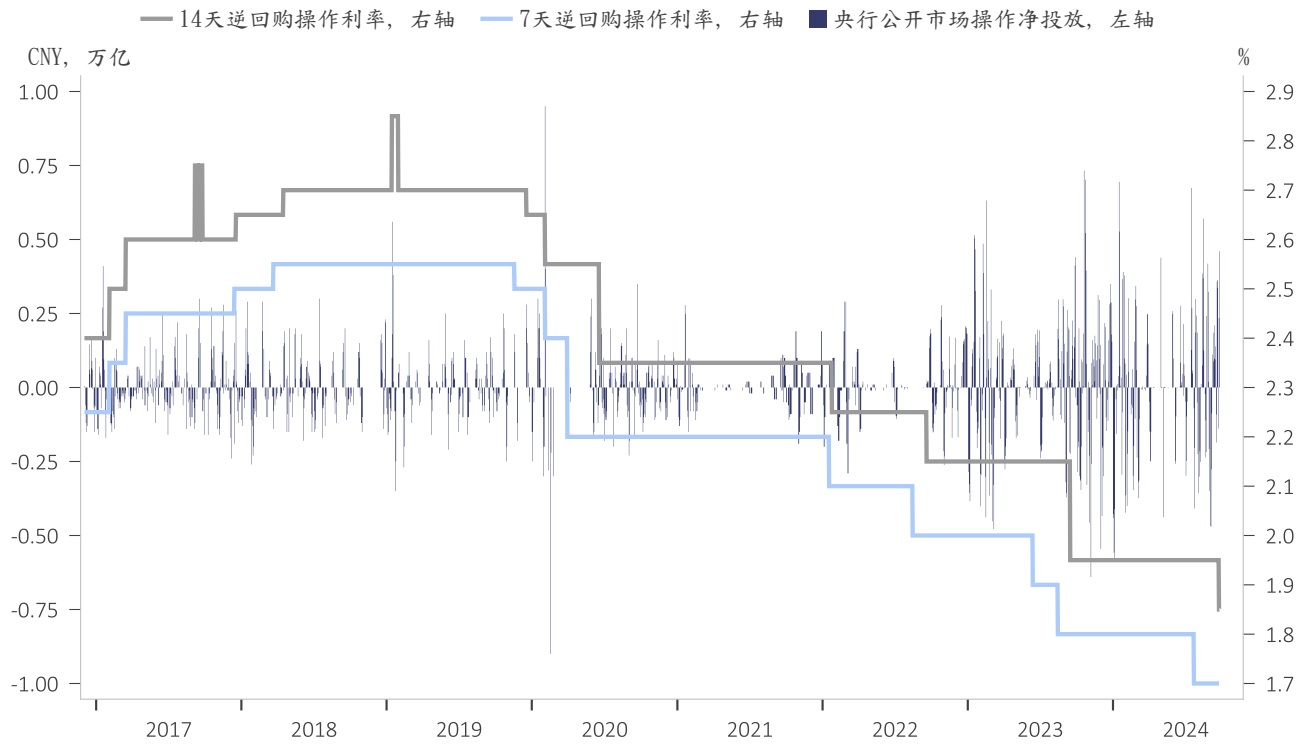
中国宏观

中国央行这两项举措更类似于 LTRO 以及贴现窗口的中国股市定向宽松版。另外需要强调的是现行《人民银行法》规定，央行不得直接向非银金融机构提供贷款，因此证券、基金、保险公司互换便利采用的是**以券换券的方式，并不会扩大基础货币**。

央行在当前时刻推出新政策工具，一方面有望提升非银金融机构的融资能力、以及上市企业回购、增持股票能力，有望为股市注入更多活力，从而提振资本市场信心，通过财富效应传导，改善居民收入预期。

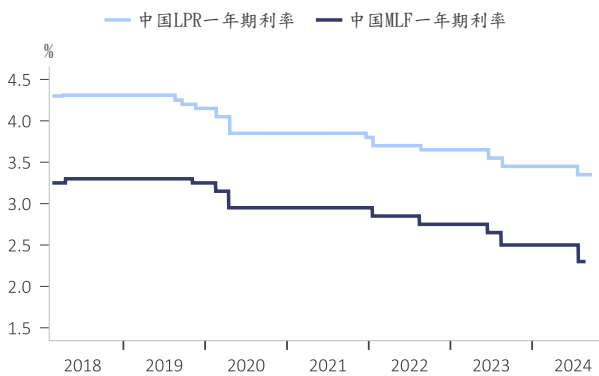
我们预计央行此次推出一系列积极货币政策措施出台，切实压降企业、居民端成本，并发力稳楼市、稳股市，改善市场预期。同时，此前超长期特别国债支持地方实施消费品以旧换新等措施仍在显效发力，我们预计后续应有更多积极财政政策出炉，包括增发国债、提高赤字率等，从而促进内需改善，并推动内外需更加均衡，完成全年经济工作目标。

图表 1: 中国 7 天、14 天逆回购操作利率以及央行净投放



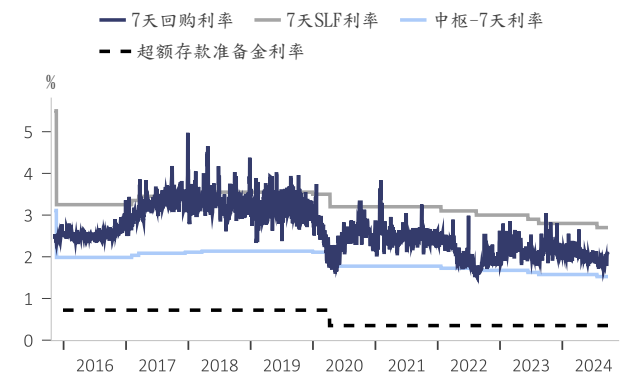
资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 2: 中国 LPR、MLF 一年期利率走势



资料来源: 万得, 交银国际

图表 3: 中国 7 天利率中枢及存款准备金率



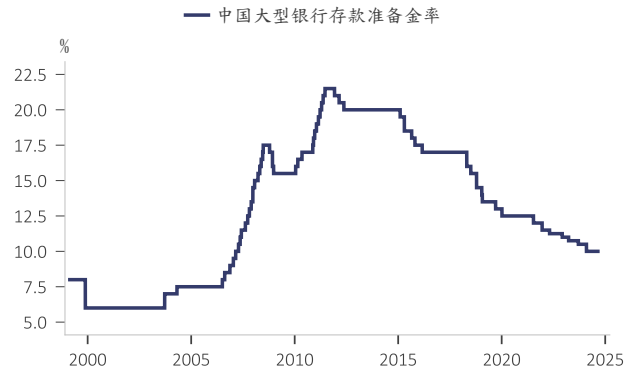
资料来源: 万得, 交银国际

图表 4: 中国大中型商业银行净息差



资料来源: 万得, 交银国际

图表 5: 中国大型银行存款准备金率



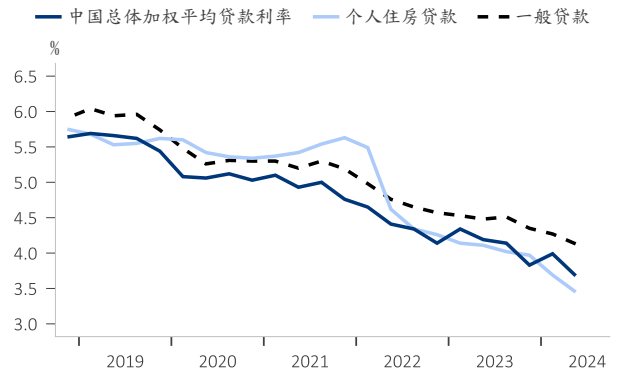
资料来源: 万得, 交银国际

图表 6: 中国实际利率仍有调降空间



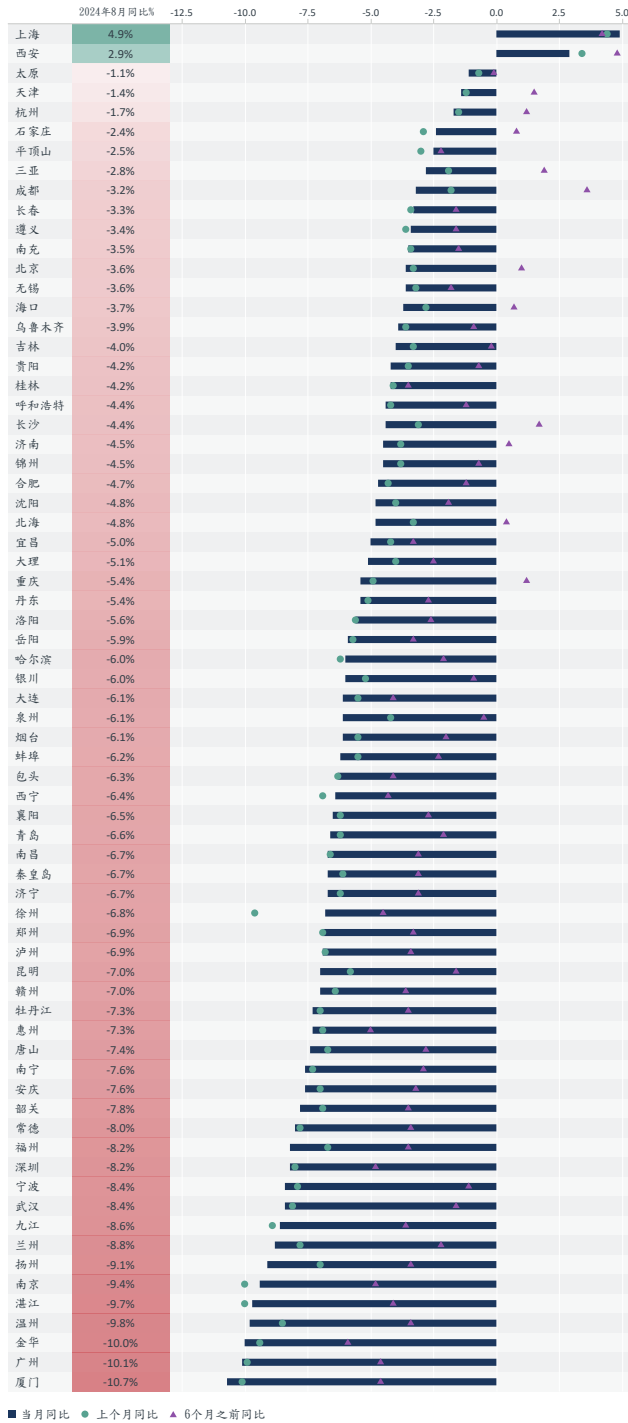
资料来源: 万得, 交银国际

图表 7: 中国加权平均贷款利率



资料来源: 万得, 交银国际

图表 8: 中国 70 城房价同比



资料来源: 国家统计局, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，美国市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中国中概股50（美元）指数

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及北京第四范式智能技术股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。