

分析师：徐驰

执业证书编号：S0740519080003

Email:xuchi@zts.com.cn

分析师：张文宇

执业证书编号：S0740520120003

相关报告

投资要点

一、事件：

■ 国务院新闻办公室于2024年9月24日（星期二）上午9时举行新闻发布会，请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。发布会期间多项重磅政策同时推出，加大货币政策调控强度，进一步支持经济稳增长。

二、点评：

- **1、央行降准超预期，货币政策全面宽松。**潘功胜宣布将降低存款准备金率和政策利率。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；可能择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。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%。在当前我国投资回报率下滑的趋势下，货币政策宽松有望提振经济复苏动力，促进居民信贷扩张。另一方面，在“稳汇率”要求下，美联储降息客观上扩大了我国货币政策空间。降息降准政策进一步发力能有效为实体经济提供充足流动性支持，降低企业融资成本，促进企业投资，刺激居民消费。
- **2、降低存量房贷利率与首付比例，改善居民现金流。**会上潘功胜行长提出将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贷款利率的附近，预计平均降幅大约在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，下调到15%。通过降低存量房贷利率可有效减轻居民还贷压力，改善居民现金流的约束，有助于促进扩大消费和投资。另一方面，降低利率能有效降低负债成本倒挂问题，有利于减少提前还贷行为，一定程度上缓解当前出现的信贷收缩压力。当前楼市整体偏弱，降低首付比例下限能够一定程度上释放居民购房需求，但在当前楼市预期偏弱的情况下，实际政策效果仍有待观察。
- **3、推出互换便利与回购增持再贷款，带动增量资金入市预期。**资本市场方面，央行行长潘功胜提出将创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。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。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。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，首期额度是3000亿元，未来或扩大规模。短期来看，5000亿元互换便利可促进市场部分高质量上市公司价格修复，修复市场整体估值。长期来看，这一政策或能提高市场长期流动性水平，降低市场波动，助力市场平稳运行。创设股票回购增持专项再贷款可进一步鼓励大股东以及公司增持股票，向外界释放积极信号，促进股市估值回归。
- **4、推动长期资金入市，增强资本市场内在稳定性。**会上证监会主席吴清提出，要突出增强资本市场内在稳定性，加快投资端改革，推动构建“长钱长投”的政策体系，将发布关于推动中长期资金入市的指导意见。建设高质量资本市场需“提升资本市场内在稳定性”，既依靠市场内生动力企稳，而非过度依靠外部救助。其中，一方面需要提高上市公司质量与投资价值，从根本上提高资本市场对于投资者的吸引力，引导投资者进行长期投资。另一方面需要引导长期资金入市。长期资金具有较长的投资久期与明确的投资框架，能够改善市场的投资者结构，降低“快进快出”投机型资金比例，熨平市场波动，更好助力市场“价值回归”。
- **5、政策协同加码，仍是框架内的宽松。**此次政策组合覆盖面广，力度大，各项政策之间存在明显的协同效应。货币政策宽松为其他政策实施提供了良好的流动性环境；房地产政策有助于稳定重要的经济支柱；资本市场政策则直接提振市场信心。这种全方位的政策组合有望产生“1+1+1>3”的效果。需注意的是本次“一行一局一会”系列政策是国务院为主导，其政策范围仅限货币政策以及资本市场政策，尚未涉及财政政策以及市场过去所期待的“总量刺激”。这些政策能够一定程度上释放当前社会潜在投资与消费需求，但不直接拉动新需求，市场所期待的总量刺激政策短期内或较难落地。
- **6、投资建议：**本次“一行一局一会”系列政策短期或有效提振市场情绪，修复市场流动性。就后续市场走势而言，我们认为偏稳健的红利，泛红利类资产或相对受益。1) 偏稳健的红利与泛红利资产拥有更加稳定且充沛的现金流，未来增持回购力度或相对更大。2) 流动性宽松带来市场利率下行的环境下，红利类资产的股息吸引力或持续。
- **风险提示：**经济增速不及预期，宏观政策调控不及预期，产业政策落地不及预期；考虑到政策不及预期的风险以及市场情绪不稳定的风险，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

一、 事件	- 3 -
二、 点评	- 3 -
风险提示	- 7 -

图表目录

图表 1: 中国社会融资规模增速放缓, 市场利率走低	- 3 -
图表 2: 中国商品房销售面积与贷款余额同比 (%)	- 4 -
图表 3: 今年以来上证 50ETF 流入规模不断扩大	- 5 -
图表 4: 当前我国股债收益差处于历史低位	- 6 -
图表 5: “一行一局一会” 政策梳理	- 7 -

一、事件

国务院新闻办公室于 2024 年 9 月 24 日(星期二)上午 9 时举行新闻发布会,请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。发布会期间多项重磅政策同时推出,加大货币政策调控强度,进一步支持经济稳增长。

二、点评

一、央行降准超预期,货币政策全面宽松

24 日国新办新闻发布会上中国人民银行行长潘功胜宣布将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;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%,同时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的稳定。

图表 1: 中国社会融资规模增速放缓,市场利率走低



来源: Wind, 中泰证券研究所, 数据截至 2024 年 9 月 20 日

当前我国经济已经从高速发展阶段转向高质量发展阶段,经济增速中枢逐步降档。在我国投资回报率下滑的趋势下,货币政策宽松有望提振经济复苏动力,促进居民信贷扩张。另一方面,在“稳汇率”要求下,我国货币政策一定程度上受外部环境影响。9 月 18 日,美联储宣布降息 50 个基点(bp),降至 4.75%至 5.00%之间的水平。美联储这一举措客观上扩大了我国货币政策空间。降息降准政策进一步发力能有效为实体经济提供充足流动性支持,降低企业融资成本,促进企业投资,刺激居民消费。

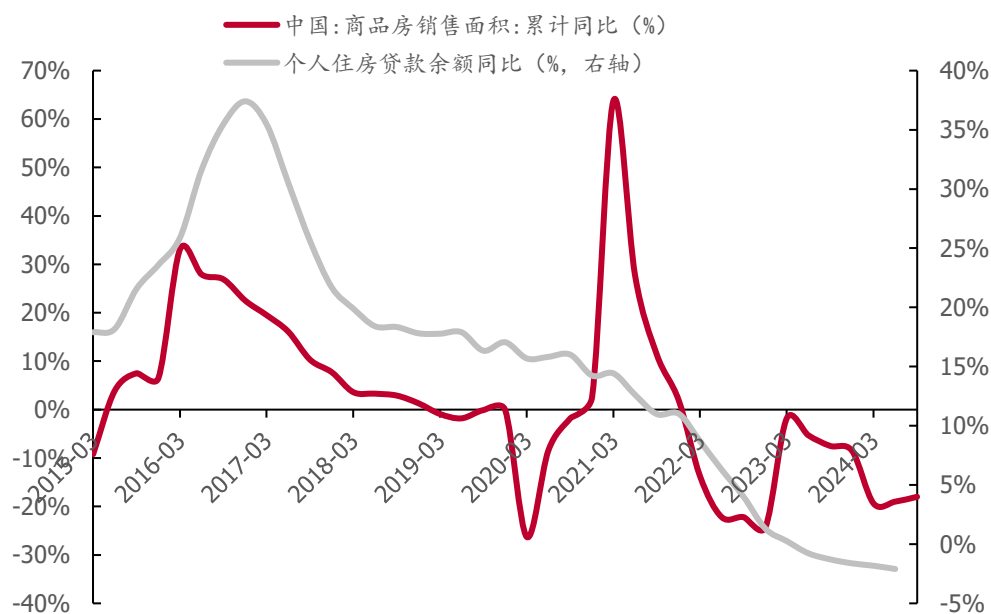
二、降低存量房贷利率与首付比例，改善居民现金流

会上潘功胜行长提出将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贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 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当前的 25% 下调到 15%。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。将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件延期到 2026 年底。

就“降低存量房贷利率”方面，潘功胜行长提到，将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均下降幅度在 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。通过降低存量房贷利率可有效减轻居民还贷压力，改善居民现金流的约束，有助于促进扩大消费和投资。另一方面，降低利率能有效降低负债成本倒挂问题，有利于减少提前还贷行为，压缩违规置换存量房贷的空间，且能够一定程度上缓解当前出现的信贷收缩压力。

第二项政策是将统一房贷最低首付比例至 15%，不再区分首套房和二套房。这一政策一定程度上或将带动房地产销售回暖。需注意的是，这一政策“主要是基于自身的职责，从金融的角度支持房地产市场的风险化解和健康发展”，而并非是“刺激新房销售”。当前楼市整体偏弱，降低首付比例下限能够一定程度上释放居民购房需求，但在当前楼市预期偏弱的情况下，实际政策效果仍有待观察。

图表 2：中国商品房销售面积与贷款余额同比 (%)



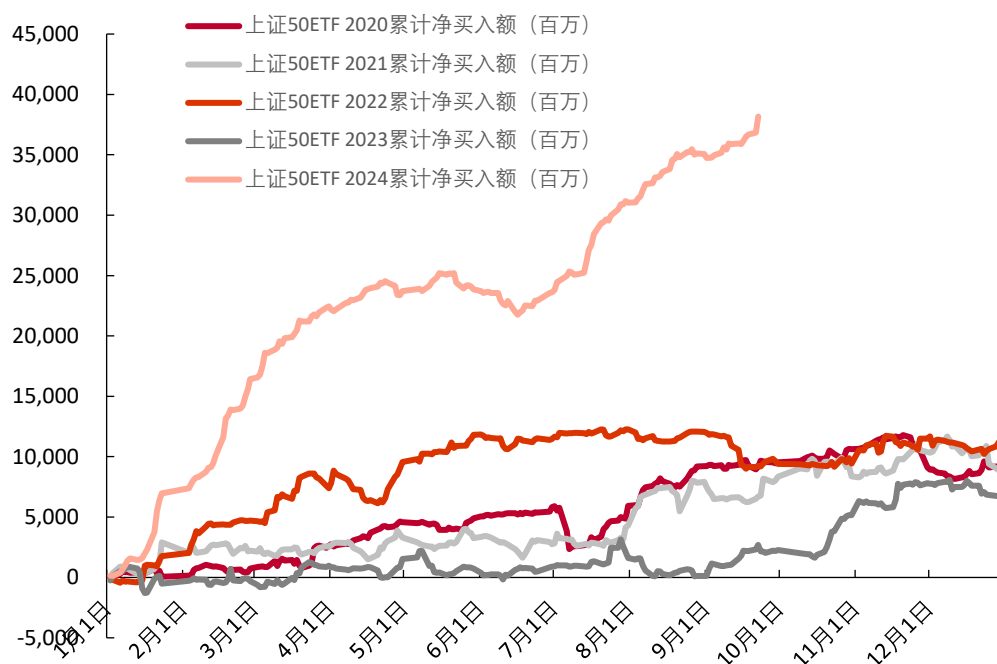
来源: Wind, 中泰证券研究所

三、推出互换便利与回购增持再贷款，带动增量资金入市预期

资本市场方面，央行行长潘功胜提出将创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。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。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。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，首期额度是 3000 亿元，未来或扩大规模。

今年 6 月以来 A 股市场成交量整体低迷，且估值持续收缩。9 月上旬全市场日均成交量仅五千多亿，处于历史相对低位，流动性整体收紧。同时，A 股的估值整体偏低，截至 9 月 23 日沪深 300 市盈率仅 11 倍，A 股长期投资价值凸显。5000 亿元互换便利可以使得证券、基金以及保险公司利用自身资产贷出更多资金用于投资。另外，由于这项工具所获取资金只能用于投资股票市场，将给股票市场带来直接得增量资金来源，为市场注入流动性。这一政策整体来讲会为市场注入长期流动性，起到类似“平准基金”的作用。短期来看，这一增量资金可促进市场部分高质量上市公司价格修复，修复市场整体估值。长期来看，这一政策或能提高市场长期流动性水平，降低市场波动，助力市场平稳运行。

图表 3：今年以来上证 50ETF 流入规模不断扩大

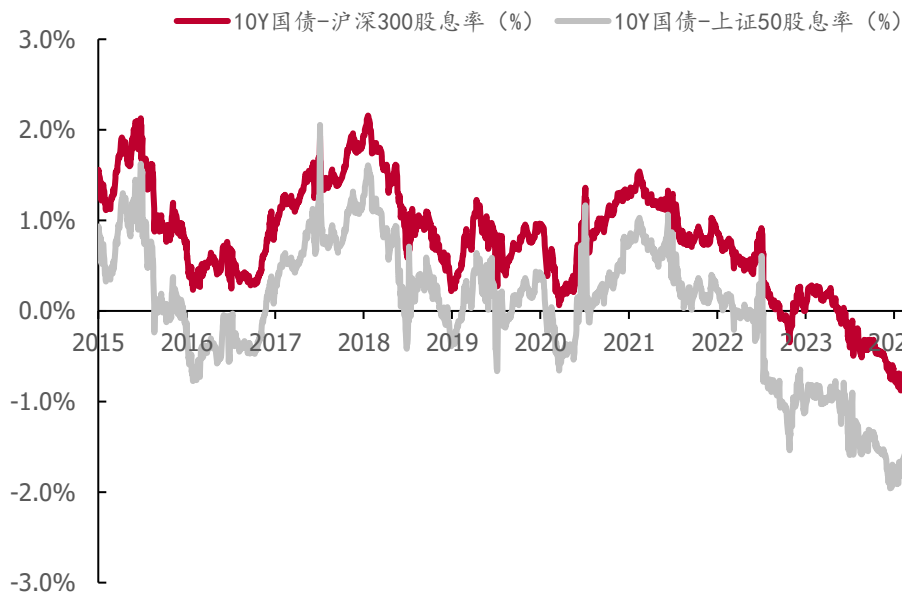


来源：Wind，中泰证券研究所

创设股票回购增持专项再贷款可进一步鼓励大股东以及公司增持股票，向外界释放积极信号，促进股市估值回归。当前市场估值整体收缩，叠加市场利率下行使得股债收益差处于历史低位。部分优质股票具备长期投资价值，但受市场悲观情绪影响，整体估值相对较低，长期投资性价比凸显。再贷款一

方面能够为公司以及大股东提供资金增持股票，扭转股债收益差；另一方面，公司与大股东增持股票可向外界彰显未来发展信心，释放积极信号，带动更多对公司持有悲观预期的投资者入市，扭转市场悲观情绪，促进市场价值发现功能。

图表 4：当前我国股债收益差处于历史低位



来源：Wind，中泰证券研究所

四、推动长期资金入市，增强资本市场内在稳定性

会上证监会主席吴清提出，要突出增强资本市场内在稳定性，加快投资端改革，推动构建“长钱长投”的政策体系，将发布关于推动中长期资金入市的指导意见。

过去市场整体波动较大，市场出现流动性危机时对于外部救助政策的期待较高，造成一定“政策依赖”，不利于市场高质量发展。另一方面，外部救助政策需占用一定公共资源，也会对财政造成一定负担。因此，建设高质量资本市场需“提升资本市场内在稳定性”，既依靠市场内生动力企稳，而非过度依靠外部救助。其中，一方面需要提高上市公司质量与投资价值，从根本上提高资本市场对于投资者的吸引力，引导投资者进行长期投资。另一方面需要引导长期资金入市。长期资金具有较长的投资久期与明确的投资框架，能够改善市场的投资者结构，降低“快进快出”投机型资金比例，熨平市场波动，更好助力市场“价值回归”。

五、政策协同加码，仍是框架内的宽松

此次政策组合覆盖面广，力度大，各项政策之间存在明显的协同效应。货币政策宽松为其他政策实施提供了良好的流动性环境；房地产政策有助于稳定重要的经济支柱；资本市场政策则直接提振市场信心。这种全方位的政策组合，有望产生“1+1+1>3”的效果。

但是，需注意的是本次“一行一局一会”系列政策是国务院为主导，其政策范围仅限货币政策以及资本市场政策，尚未涉及财政政策以及市场过去所预期的“总量刺激”。其中货币政策更多是适应当前经济环境所作出的适当宽松，而地产政策是从金融的角度支持房地产市场的风险化解和健康发展。这些政策能够一定程度上释放当前社会潜在投资与消费需求，但不直接拉动新需求，市场所期待的总量刺激政策短期内或较难落地。

图表 5：“一行一局一会”政策梳理

政策信号	具体政策	影响
1. 货币政策全面宽松信号	降准0.5个百分点,释放约1万亿元长期流动性 下调7天逆回购利率20个基点至1.5% 引导存贷款利率同步下行 年内可能再次降准0.25-0.5个百分点	这表明央行正采取更加积极的货币政策立场,以提供充足的流动性支持经济增长。这种全面宽松的货币政策信号,在当前经济面临下行压力的背景下尤为重要。
2. 房地产金融政策进一步放松信号	引导银行降低存量房贷利率,预计平均降幅约0.5个百分点 统一首套房和二套房最低首付比例至15% 延长支持房地产的金融政策至2026年底 优化保障性住房再贷款政策 研究支持收购房企存量土地的政策	这一系列措施表明,监管层认识到房地产行业对经济的重要性,正在采取更加积极的政策来稳定房地产市场,降低购房成本,提振市场信心。
3. 全力支持股市稳定发展的信号	创设5000亿元证券、基金、保险公司互换便利 创设3000亿元股票回购、增持专项再贷款 支持中央汇金公司加大对ETF的增持力度和扩大投资范围 发布上市公司市值管理指引 优化并购重组政策	这些措施显示了监管层稳定和提振股市的决心,表明政府正在采取更加积极的措施来支持资本市场的发展。
4. 支持中小企业融资的信号	优化无还本续贷政策,扩大对象范围至所有小微企业和部分中型企业 建立支持小微企业融资协调工作机制 完善普惠信贷尽职免责制度	这些政策表明,监管层正在努力解决中小企业融资难、融资贵的问题,为实体经济提供更多支持。
5. 推动长期资金入市的信号	即将发布推动中长期资金入市的指导意见 支持保险资金等加大入市力度 扩大保险资金长期投资改革试点	这表明监管层正在努力改善A股市场的投资者结构,引入更多稳定的长期资金。
6. 金融风险防控的信号	推动中小金融机构改革化险 加强对长期国债收益率的风险提示 加大对银行间债券市场违法违规行为的查处力度	这表明监管层在推动金融开放和创新的同时,也在密切关注和防控金融风险。
7. 金融支持实体经济的信号	创设科技创新和技术改造再贷款 支持上市公司向新质生产力方向转型升级 鼓励上市公司加强产业整合	这些措施表明,金融政策正在更加精准地服务于实体经济,特别是支持新兴产业和传统产业升级。

来源：国新办，中泰证券研究所

六、投资建议：

本次“一行一局一会”系列政策短期或有效提振市场情绪，修复市场流动性。就后续市场走势而言，我们认为偏稳健的红利，泛红利类资产或相对受益。

- 1) 偏稳健的红利与泛红利资产拥有更加稳定且充沛的现金流，未来增持回购力度或相对更大。
- 2) 流动性宽松带来市场利率下行的环境下，红利类资产的股息吸引力或持续。

风险提示

经济增速不及预期，宏观政策调控不及预期，产业政策落地不及预期；考虑到政策不及预期的风险以及市场情绪不稳定的风险，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。