

2024年09月25日

创新货币政策工具箱，多措并举推动经济高质量发展

——国新办“924”政策组合拳深度解读

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

李沛 S0630520070001

lp@longone.com.cn

相关研究

1. “1+N”制度体系落地，助推资本市场高质量发展——资本市场新“国九条”深度解读
2. 拥抱新质生产力，推动金融高质量发展——2024陆家嘴论坛要点深度解读
3. 上证指数短线或有反弹需求——技术分析上证指数简评

投资要点

- **事件：**9月24日，国新办举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况。会上，央行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、证监会主席吴清介绍政策组合拳，支持经济高质量发展。
- **宏观：超预期的增量政策稳定预期、提振内需。**本次政策组合拳涉及货币政策（流动性及利率）、房地产以及资本市场，力度超市场预期，也是对三中全会、7月政治局会议提出的增量政策落实。从7-8两个月的经济数据来看，三季度GDP增速可能低于5%，稳增长压力下，四季度亟需政策发力，完成全年5%左右的增长目标。政策组合拳的及时推出，有望稳定市场预期，带动消费及投资需求的回升。
- **货币政策：“支持性”政策靴子落地。**降准降息均超预期，历史上降准降息同时发生的情形较为罕见。1) **提前宣告年内仍有可能降准超预期。**降准50bps符合市场预期，但提前预告年内仍或降准，体现了稳增长预期引导，或预示财政政策有加码的可能性，预计两次降准释放的流动性约1.5-2万亿元左右。2) **降息或仍有空间。**本次降息20bps超市场预期，后续将引导LPR及存款利率同步下行20-25bps，降低实体融资成本。四季度来看，外部汇率约束有望进一步减轻，从提振内需以及降实际利率角度，年内或仍有继续降息可能。
- **地产：政策组合拳提振预期。**房地产政策组合拳提振预期，缓解销售及投资的压力。一是引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，预计平均降幅50bps。预计平均每年减少利息支出约1500亿元左右，或带动900亿元左右的消费增量，同时有望降低提前还款意愿。二是二套首付比例由25%下调至15%，与首套持平，落实层面仍坚持因城施策，或主要对一线城市产生影响。三是3000亿元保障性住房再贷款央行资金支持比例由60%提高至100%。提高低利率资金的支持比例，或提升地方国企收储的意愿。四是将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”延期至2026年年底，延长对房企融资的支持。此外，正在研究的政策包括再贷款支持企业收购房企土地、市场化定价房贷以及跨行转按揭。
- **资本市场：鼓励并购重组与市值管理，创新举措推动中长期资金入市。**会议一方面鼓励并购重组，聚焦新质生产力转型升级和传统行业产业整合两条主线，同时提高监管包容度和市场交易效率，并积极引导中介机构功能发挥；另一方面推动市值管理，在增强信息披露透明度，以分红、回购提升投资者回报的基础上，对“关键少数”提出了市值管理的要求，尤其要求长期破净公司要制定明确、具体、可执行的价值提升计划。此外，监管还多措并举引导中长期资金入市，例如加大权益类公募基金发展、完善“长钱长投”制度环境、改善资本市场生态等，并首次创新性创设两大支持资本市场的结构性货币政策工具，其中互换便利可有效提高市场流动性和交易活跃度，股票回购增持再贷款也可提振投资者信心，促进资本市场的良性循环。
- **银行：息差受影响可控，风险担忧继续缓解。**考虑Q3及明年Q1存款重定价效果较明显，存量住房贷款利率下降50bps对息差的影响较为温和。未来LPR下降20bps对息差产生较大向下压力，然而无论是监管防范金融风险还是银行自身经营视角，保持息差稳定都有较强的必要性。若后续息差压力明显加大，大型银行或带头启动新一轮存款降息。防范化解风险方面，政策组合拳继续加大地产、小微支持力度，信用风险担忧进一步缓解。市场角度，本次政策组合拳力度超预期，市场信心明显提升，银行亦受益。建议关注头部中小银行与国有行，如招商银行、宁波银行、常熟银行、工商银行、邮储银行等。

- **保险：负债质态改善，发挥耐心资本优势。**本次会议提及保险高质量发展对支持资本市场建设的推动作用，契合新“国十条”的发展指引。此外，会议要求人身险业务积极应对利差损风险，现阶段预定利率下调窗口期正逐步压降负债成本，负债端步入稳步改善通道；要求巨灾保险做好理赔服务，结合新“国十条”对巨灾保险丰富保障形式的要求，我们认为在政策激励指引下，渗透率提升与风险减量服务的深化将助推业务的良性发展。资产端来看，保险资金作为耐心资本在市场中的作用日益凸显，前期险资私募基金试点较为顺利，为庞大的保险资金运用开拓了创新路径，预计后续试点有望持续铺开，对资本市场的投资力度持续加大。
- **汇率：内外积极因素增加，汇率有望偏强运行。**央行行长潘功胜提到除日本央行外的主要发达经济体步入降息周期，美元升值动能减弱，外部约束收敛。潘行长提到，我国国际收支整体平稳。2024年H1，经常账户顺差与GDP比值为1.1%，进出口企业套保比例已达到27%，货物贸易中用人民币进行跨境结算的比例占30%，即相当于50%的企业在外贸出口上，汇率波动风险对其整体可控。至9月25日，美元兑离岸人民币汇率已运行至7.0下方。展望而言，政策加码、季节性叠加预期转向，结汇动能或延续，2024年Q4离岸汇率有望维持6.9-7.05区间运行。
- **利率：须重视潜在风险，广谱利率中长期或仍具下行动能。**央行行长潘功胜提到，央行于二级市场交易国债的条件逐渐成熟，当前长端利率定价可能不充分，仍须重视潜在风险。汇率掣肘收敛后，央行聚焦“稳息差”及“稳经济”间的博弈平衡。近期宽货币组合拳的落地有望提振国内有效需求，若财政政策协同发力，债市可能短期面临调整。但中长期而言，新旧动能转型、银保机构欠配需求叠加债券供给节奏温和等因素下，债市低波博弈后或仍将震荡走牛。
- **风险提示：**资本市场改革不及预期，重点领域风险明显上升，区域经济明显转弱，美联储降息落地节奏不及预期，银行业资产负债期限匹配风险。

正文目录

引言	5
1. 宏观：超预期的增量政策稳定预期、提振内需	6
1.1. 稳增长必要性提升，政策组合拳加力	6
1.2. 货币政策：“支持性”政策靴子落地	7
1.3. 地产：政策组合拳提振预期	8
2. 资本市场：鼓励并购与市值管理，创新举措推动中长期资金入市 9	9
2.1. 发布“并购六条”，聚焦“做新做强”	9
2.2. 市值管理指引征求意见，推动提升上市公司价值	10
2.3. 引导中长期资金入市，增强资本市场内在稳定性	11
2.4. 央行首次设立支持资本市场的结构性货币政策工具	12
3. 银行：息差受影响可控，风险担忧继续缓解	14
3.1. 存量房贷利率调降对息差影响温和	14
3.2. 未来 LPR 下降或配合新一轮存款降息	16
3.3. 大型银行抗风险能力提升，重点领域支持力度加大	17
4. 保险：负债质态改善，发挥耐心资本优势	18
4.1. 新“国十条”指引行业高质量发展	18
4.2. 防范人身险利差损风险，丰富巨灾保险保障形式	18
4.3. 险资私募基金试点顺利，发挥耐心资本长期投资优势	19
5. FICC：政策组合拳隐含的资产价格信号	20
5.1. 外汇市场：内外积极因素提振，人民币汇率有望偏强运行	20
5.2. 利率市场：须重视潜在风险，中长期或仍具下行动能	21
6. 风险提示	23

图表目录

图 1 国新办 924 政策组合拳核心一览	5
图 2 GDP 不变价当季同比, %	6
图 3 中国及全球制造业 PMI, %	6
图 4 年内出口、社零、固投、工业生产增速, %, %	6
图 5 OMO、MLF、LPR、存款准备金率, %	7
图 6 地方政府专项债发行进度, %	8
图 7 国债净融资进度, %	8
图 8 30 大中城市商品房成交面积当月同比, %	9
图 9 地产销售及投资累计同比, %	9
图 10 金融机构个人住房贷款加权平均利率, %	9
图 11 金融机构新增居民中长期贷款季节性规律, 亿元	9
图 12 《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》要点梳理	10
图 13 上市险企近五年总投资收益率及 3 年和 5 年收益率算术平均值	12
图 14 证券、基金、保险公司互换便利业务流程示意图	13
图 15 股票回购增持专项再贷款业务流程示意图	13
图 16 测算存款重定价可较大幅度缓冲存量住房贷款利率调降影响 (工行为例), bps, %	14
图 17 2022 年以来住房贷款与 5 年期 LPR 利差大幅收窄, %	15
图 18 2024 上半年上市银行个人住房贷款规模与占比下降 右轴单位: 亿元	15
图 19 2024 上半年个人住房贷款不良率上升	16
图 20 2023 年以来工商银行存款利率 (1 年期为例) 与 LPR 较为同步, %	17
图 21 利率动态调整挂钩指标及均值历史数据	19
图 22 外汇储备及银行代客远期净结汇	21
图 23 美元兑人民币汇率 NDF	21
图 24 美元兑人民币汇率 Swap	21
图 25 离岸人民币资金利率	21
图 26 中债国债 10Y-1Y 利差	22
图 27 10 年期及 30 年期国债期货	22
图 28 公开市场操作货币净投放[逆回购]	22
图 29 央行 MLF 投放量价情况	22
图 30 资金市场杠杆情况	22
图 31 1 年期 AAA 同业存单利率	22
表 1 《上市公司监管指引第 10 号——市值管理 (征求意见稿)》要点梳理	11
表 2 机构投资者交易量与交易佣金变化	11
表 3 2024 年保险业新“国十条”摘要	18

引言

9月24日，国新办举行新闻发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况。会上，央行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、证监会主席吴清介绍政策组合拳，支持经济高质量发展。

图1 国新办 924 政策组合拳核心一览

核心要点	具体内容
降准	近期将下调存款准备金率0.5个百分点，年内视流动性状况择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。
降息	7天期OMO利率下调20bps至1.5%，带动MLF利率下调30bps，引导LPR和存款利率同步下行约20-25bps。
支持房地产	一是引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，预计平均降幅50bps；二是统一首套、二套房贷款最低首付比例，二套由25%下调至15%，但仍坚持因城施策；三是3000亿元保障性住房再贷款央行资金支持比例由60%提高至100%；四是将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”延期至2026年年底；五是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，必要时可由再贷款支持；六是完善房贷定价机制，基于市场化原则自主协商动态调整；七是初期会先在本行内实施存量房贷转按揭，下一步再考虑是否需要跨行转按揭。
推动中长期资金入市（证监会）	一是大力发展权益类公募基金；二是完善“长钱长投”的制度环境；三是持续改善资本市场生态。
推动中长期资金入市（金融监管总局）	一是扩大保险资金长期投资改革试点；二是督促指导保险公司优化考核机制；三是鼓励理财公司、信托公司加强权益投资能力建设。
并购重组六条	一是大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级；二是积极鼓励上市公司加强产业整合；三是进一步提高监管包容度；四是下大力气提升重组市场交易效率；五是引导中介机构进一步提高服务水平；六是依法做好监管工作。
促进创业投资	一是扩大试点城市的范围（由原来的上海扩大至北京等18个科技创新活跃的大中型城市）；二是放宽限制（将表内投资占比由原来的4%提高到10%，投资单只私募基金的占比由原来的20%提高到30%）；三是优化考核（建立健全长周期、差异化的绩效考核）。
市值管理	一是要求董事会高度重视投资者保护和投资者回报；二是要求上市公司积极运用市值管理工具提升投资价值；三是要求上市公司建立常态化的回购机制安排；四是要求长期破净公司制定价值提升计划；五是要求主要指数成份股公司制定市值管理制度等。
创设证券基金保险互换便利	符合条件的证券、基金、保险公司用其持有的债券、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，通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。互换便利首期操作规模5000亿元，未来可视情况扩大规模。
创设股票回购、增持专项再贷款	中央银行将向商业银行发放再贷款，提供的资金支持比例是100%，再贷款利率是1.75%，商业银行对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，贷款利率在2.25%左右。首期额度是3000亿元，未来可视情况提升额度。
优化“无还本续贷”政策	一是将续贷对象由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业，贷款到期后有真实融资需求，同时又存在资金困难的小微企业，符合条件的均可申请续贷支持；二是将续贷政策阶段性扩大到中型企业，期限暂定为三年，也就是对2027年9月30日前到期的中型企业流动资金贷款，都可以参照小微企业的续贷政策；三是调整风险分类标准，对依法合规、持续经营、信用良好企业的贷款办理续期，不因续贷单独下调风险分类。

资料来源：国新办，东海证券研究所

1.宏观：超预期的增量政策稳定预期、提振内需

1.1.稳增长必要性提升，政策组合拳加力

稳增长必要性提升，政策组合拳加力。7月政治局会议曾指出，要及早储备并适时推出一批增量政策举措。此后7月31日国常会也强调，研究推出一批操作性强、效果好、让群众和企业可感可及的增量政策举措。从7-8两个月的经济数据表现来看，内需仍相对偏弱。PMI连续位于荣枯线下方运行，消费方面社零整体恢复力度不足，投资方面基建的支撑力度也在逐步减弱，房地产投资依然拖累较深。受益于大规模设备更新以及消费品以旧换新政策的影响，耐用品零售以及制造业投资表现相对较好。出口-生产链条相关产业的带动作用较好，但全球制造业景气度下行以及贸易环境的影响，四季度出口的支撑动力也存在减弱的可能。三中全会以及7月政治局会议上都强调要坚定不移完成全年经济社会发展目标任务，在三季度GDP增速可能低于5%的情况下，政策组合拳的及时推出，有望稳定市场预期，带动消费及投资需求的回升。

图2 GDP 不变价当季同比，%



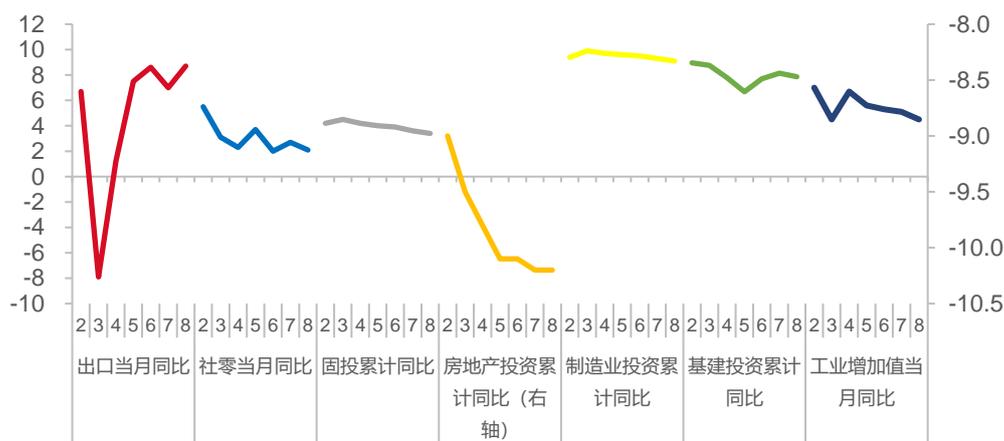
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 中国及全球制造业 PMI，%



资料来源：国家统计局，同花顺，东海证券研究所

图4 年内出口、社零、固投、工业生产增速，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

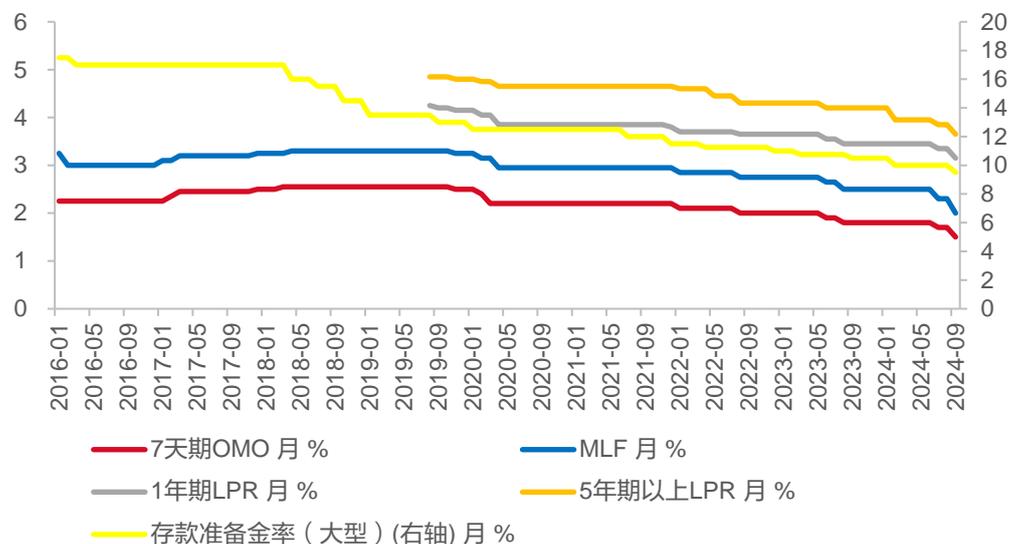
1.2. 货币政策：“支持性”政策靴子落地

提前宣告年内仍有可能降准超预期。降准 50bps 符合市场预期，但提前预告年内仍有可能降准，体现了稳增长预期引导，预计两次降准释放的流动性约 1.5-2 万亿元左右。此外，考虑到 8-9 月政府债发行已经明显提速（根据已披露的发行计划，国债净融资进度 77.5%、地方政府一般债 85.0%、专项债进度 89.3%），提前预告降准或预示财政政策存在加码的可能性。

降息或仍有空间。继 7 月降息 10bps 后，本次降息 20bps 超市场预期。8 月 CPI 同比虽然升至 0.6%，但近两个月由于天气等短期因素导致的价格上涨是主要支撑，四季度有可能回落，PPI 受翘尾因素推动的同比回升也告一段落，反映综合价格水平的 GDP 平减指数三季度仍有可能为负。国内实际利率水平虽较前期高点回落，但仍处于历史相对偏高区间。本次降息后，将引导 LPR 及存款利率同步下行 20-25bps，降低实体融资成本。同时从四季度来看，外部汇率约束这一压力，有望进一步减轻，从政策提振内需以及降实际利率的角度，年内或仍有继续降息可能。

总的来看，数量型工具及价格型工具同时推出，降准降息均超预期。历史上降准降息同时发生的情形较为罕见。从背景上来看，外部汇率压力减弱，为国内货币政策打开了空间，而内需也亟需政策出台提振。美联储本轮降息周期已开启，8 月至今美元指数已回落 3%，在 101 左右波动，同期离岸人民币汇率升值 2.28%，回到了 7.05 左右。内部约束方面，银行的净息差压力总体影响也偏中性，一方面存贷利率两端同步下调，另一方面多轮存款利率下调的累积效应以及降准都将降低银行负债端成本，或能缓解存量房贷利率下调带来的净息差压力。

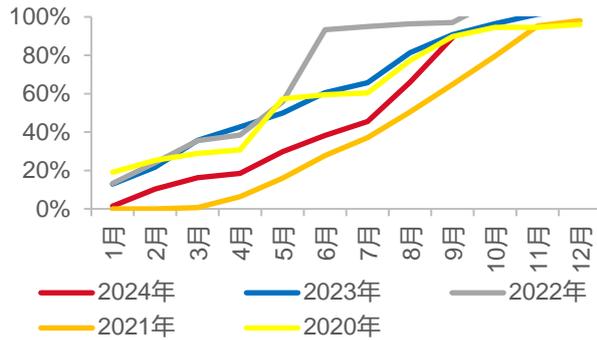
图5 OMO、MLF、LPR、存款准备金率，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

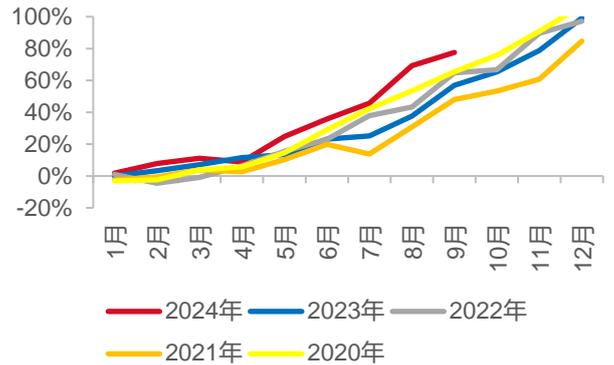
注：图中假设 9 月下调 OMO、MLF、LPR1 年、LPR5 年利率分别 20、30、20、20bps，存款准备金率 9 月下调 50bps。

图6 地方政府专项债发行进度，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 国债净融资进度，%

资料来源：国家统计局，东海证券研究所
注：历史情况考虑增发国债及特别国债

1.3.地产：政策组合拳提振预期

房地产政策组合拳或提振预期，缓解销售及投资的压力。本次涉及房地产方向的政策内容较多，包括存量房贷利率下调、统一首套二套首付比例、保障房再贷款加码、现有政策的延期。“517”新政后，地产销售降幅虽然较此前明显收窄，但仍然维持两位数以上的负增长，且金九银十中的“金九”并未出现。8月，经测算后的商品房销售面积当月同比-12.6%，9月前三周，30大中城市商品房城郊面积周均同比仅为-32.1%。总体来看，地产下行的拖累仍然较大，本次政策从多方面提振地产预期，或进一步缓解地产销售及投资的压力。

一是引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，预计平均降幅 50bps。

1) **居民减负，提高消费能力。**根据央行的预测，将惠及 5000 万户家庭，1.5 亿人口，平均每年减少利息支出总数约 1500 亿元左右。就减少的利息支出而言，或将带动消费意愿的增长，截至二季度城镇居民的边际消费倾向在 60%左右，以此测算或带动 900 亿元左右的消费增量。2) **降低提前还款意愿。**虽然去年 10 月已有过一次存量房贷利率下调，但由于此后房贷利率下限的取消，今年二季度住房贷款加权平均利率已降至 3.45%，相较于去年第三季度的 4.02%，有 50bps 以上的差距。存量房贷利率下调，虽然会直接影响银行净息差收窄，但若有效降低居民降杠杆意愿，或缓解净息差收窄的压力。

二是统一首套、二套房贷款最低首付比例，二套由 25%下调至 15%，落实层面仍坚持因城施策。对于限购以及首套房认定标准全国范围内除了一线城市外，其余已基本全部放开。降低二套房贷款首付比例或主要对一线城市产生影响，不过具体到落实层面，央行行长潘功胜也提到仍需由各地自行确定是否执行最低首付比例标准。

三是 3000 亿元保障性住房再贷款央行资金支持比例由 60%提高至 100%。截至 6 月末，3000 亿元保障性住房再贷款使用额度仅为 121 亿元。考虑到保障房再贷款的“市场化运作”思路，收购存量房后的租金收益至少要覆盖利息支出、运营管理、维护修缮等成本，而目前一线城市二手房租金回报率仍不足 2%。提高低利率资金的支持比例，或提升地方国企收储的意愿，不过仍然要看具体项目的收购价格。

四是将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”延期至 2026 年年底。两项政策对房企融资方面的支持延长两年，避免因政策到期退出引起房企资金上的压力，体现出政策的接续性。

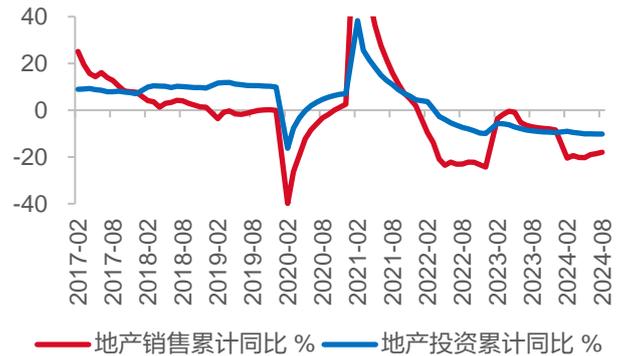
此外，正在研究的政策包括再贷款支持企业收购房企土地、市场化定价房贷、以及跨行转按揭。短期来看，我们认为最有可能落地的是收储方面的政策，去库是地产的核心政策方向。而完善房贷定价机制以及跨行转按揭，体现出未来利率定价市场化的发展方向。

图8 30大中城市商品房成交面积当月同比, %



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图9 地产销售及投资累计同比, %



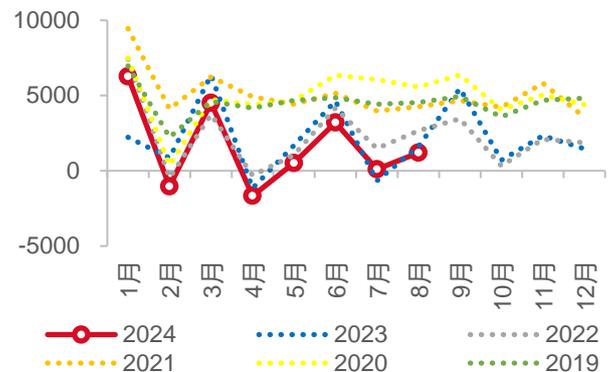
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 金融机构个人住房贷款加权平均利率, %



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图11 金融机构新增居民中长期贷款季节性规律, 亿元



资料来源: 央行, 东海证券研究所

2. 资本市场：鼓励并购与市值管理，创新举措推动中长期资金入市

2.1. 发布“并购六条”，聚焦“做新做强”

并购重组聚焦两条主线：新质生产力转型升级+传统行业产业整合。证监会于9月24日晚间发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，监管鼓励的并购重组主要聚焦于两个方面：一是围绕新质生产力实现转型升级，二是助力传统行业提升产业集中度和资源配置效率。具体举措来看，一方面可开展基于转型升级等目标的跨行业并购，以及有助于补链强链、提升关键核心技术水平的未盈利资产收购，以引导更多的资源要素向新质生产力方向集聚；另一方面可通过大幅简化审核程序给予支持，或通过锁定期“反向挂钩”等安排鼓励私募基金参与其中。我们认为，虽然现阶段存在部分战略性新兴产业、未来产业发展基础薄弱，传统产业大而不强、多而不优的困境，但通过并购重组可有效促进资源高效配置，加快推动产业整合和提质增效。

提高监管包容度和市场交易效率，引导中介机构功能发挥。与一二级市场逆周期调节不同，监管对并购重组包容度显著提升，体现其对优化产业结构、提高资源配置效率的重视程度，关注重点也已从早期的提高公司数量，向中期严抓质量底线，到后期的提升投资价值的逐级转变。此外，监管还将进一步引导中介机构充分发挥交易撮合和专业服务等功能，我们认为结合丰富的支付工具箱与简易审核程序，交易灵活性和资金使用效率有望显著提高，聚焦“做新做强”的并购市场空间可期。

图12 《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》要点梳理

序号	核心要点	具体内容
1	助力新质生产力发展	支持上市公司围绕科技创新、产业升级布局，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产，增强“硬科技”“三创四新”属性。支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购，加快向新质生产力转型步伐。支持上市公司结合自身产业发展需要，在不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排的基础上，收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”，促进“募投管退”良性循环。
2	加大产业整合支持力度	鼓励引导头部上市公司立足主业，加大对产业链上市公司的整合。完善股份锁定期等政策规定，支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并。支持传统行业上市公司并购同行业或上下游资产，加大资源整合，合理提升产业集中度。支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司。支持沪深北交易所上市公司开展多层面合作，助力打造特色产业集群。
3	提升监管包容度	充分发挥市场在价格发现和竞争磋商中的作用，支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价。综合考虑标的资产运营模式、研发投入、业绩增长、同行业可比公司及可比交易定价情况等，多角度评价并购标的定价公允性。上市公司向第三方购买资产的，交易双方可以自主协商是否设置承诺安排。顺应产业发展规律，适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度。
4	提高支付灵活性和审核效率	鼓励上市公司综合运用股份、定向可转债、现金等支付工具实施并购重组，增加交易弹性。建立重组股份对价分期支付机制，试点配套募集资金储架发行制度。建立重组简易审核程序，对上市公司之间吸收合并，以及运作规范、市值超过100亿元且信息披露质量评价连续两年为A的优质公司发行股份购买资产（不构成重大资产重组），精简审核流程，缩短审核注册时间。用好“小额快速”等审核机制，对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道”，加快审核进度，提升并购便利度。
5	提升中介机构服务水平	引导证券公司加大对财务顾问业务的投入，充分发挥交易撮合作用，积极促成并购重组交易。定期发布优秀并购重组案例，发挥示范引领作用。强化证券公司分类评价“指挥棒”作用，提高财务顾问业务的评价比重，细化评价标准。督促财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构等中介机构归位尽责，提升执业质量。支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。
6	依法加强监管	引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务。严格监管“忽悠式”重组，从严惩治并购重组中的欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为，打击各类违规“保壳”行为，维护并购重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

资料来源：证监会，东海证券研究所

2.2. 市值管理指引征求意见，推动提升上市公司价值

增强信息披露透明度，聚焦投资者回报提升。监管持续推动上市公司提升信息披露透明度和公司治理规范性，据证监会披露，2024年以来已有95%以上的上市公司召开了业绩说明会，有663家公司公告中期分红达到5337亿元，有1500多家公司实际实施股份回购累计超过千亿元，股份回购家数和金额以及现金分红金额均创历史新高，中期分红家数增长近三倍，政策引领下的投资者回报提升显著。此外，国资委也在按照“一企一策”，加大对央企上市公司市值管理的考核力度，我们认为经验成熟后有望向各层级推广，既能促使企业传递信心、稳定预期，提高投资者的获得感，同时也有助于提升整个资本市场的稳定性和吸引力。

发布市值管理指引意见稿，明确长期破净公司要制定价值提升的计划。证监会于9月24日晚间发布《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》，明确上市公司可依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份增持和回购等方式提升上市公司投资价值，并明确了董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关主体责任义务，并对主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求。尤其需注意的是，对于长期破净公司，意见稿明确其应制定并披露明确、具体、可执行的估值提升计划，我们认为市值提升虽是最终目标，但市值管理的过程既是对公司自身发展战略和执行力的考验，也是对公司形象的重塑和内在价值的挖掘，或可一定程度上优化公司治理体系，推动业务运作的良性改善，进而实现价值提升。

表1 《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》要点梳理

要点	具体内容
市值管理方式	上市公司开展市值管理应当以提高上市公司质量为基础，依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份增持和回购等方式提升上市公司投资价值。
董事会责任义务	应当重视上市公司质量的提升，在各项重大决策和具体工作中充分考虑投资者利益和回报。
董事长责任义务	应当做好相关工作的督促、推动和协调。
董事及高管责任义务	应当积极参与提升上市公司投资价值的各项工作。
董秘责任义务	应当做好投资者关系管理和信息披露相关工作。
控股股东、实际控制人责任义务	可以在符合条件的情况下通过股份增持等方式提振市场信心。
主要指数成份股公司特殊要求	应当制定并公开披露市值管理制度，明确具体职责分工、内部考核评价等，并在年度业绩说明会中就制度执行情况进行专项说明。其他上市公司可参照执行。
长期破净公司特殊要求	应当披露估值提升计划，包括目标、期限及具体措施，并在年度业绩说明会中就估值提升计划执行情况进行专项说明。
明确禁止事项	上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等切实提高合规意识，不得在市值管理中出现操纵市场、内幕交易、违规信息披露等各类违法违规、损害中小投资者合法权益的行为。

资料来源：东海证券研究所

2.3. 引导中长期资金入市，增强资本市场内在稳定性

稳步降低权益类公募基金综合费率，持续推动宽基ETF产品创新。公募基金一阶段管理费率改革已于2023年底完成，二阶段交易费用改革于今年7月1日正式实施，部分机构提前调整交易费率水平，以2024H1数据测算，上半年机构交易佣金为68亿元，同比下降30%，其中既有市场交投活跃度下滑带来的交易量同比下降25%影响，也有佣金费率主动调整所致（2024H1交易佣金费率同比下降万0.51至万6.9）。我们预计下半年在佣金费率上限硬调控的背景下，交易佣金仍有下降空间，结合第三阶段即将推出的销售费用改革，有望显著降低投资者成本，符合让利于民的监管导向。此外，近期新发行的10只中证A500ETF基金很快达到募集上限，监管也表示将大力推动宽基ETF等指数化产品创新，适时推出更多包括创业板、科创板等中小盘ETF基金产品，我们认为契合新质生产力发展方向，让投资者更好地参与到服务国家战略中来，分享发展红利。

表2 机构投资者交易量与交易佣金变化

年份	交易量（亿元）	交易佣金（亿元）	交易佣金费率
2022	248,970	189	0.0758%
2023	230,714	168	0.0729%
同比	-7.3%	-10.8%	-0.0028pp
2023H1	130,345	97	0.0742%
2024H1	98,080	68	0.0690%
同比	-24.8%	-30.0%	-0.0051pp

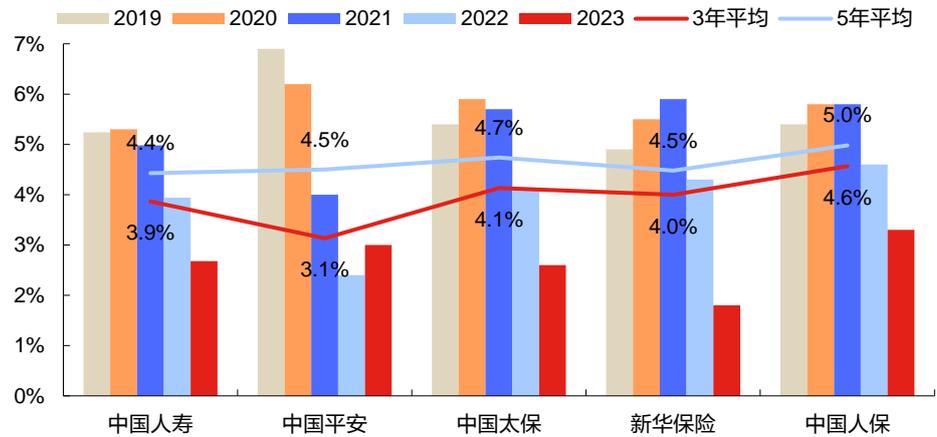
注：统计口径为全市场非货币开放式基金。

资料来源：Wind，东海证券研究所

完善“长钱长投”制度环境，全面落实3年以上长周期考核。保险机构已率先启动3年以上长周期考核，2024H1数据显示长期收益显著穿越周期，有效抑制了短期波动影响，聚焦长期考核也符合长期投资、价值投资的理念，推动资产与负债资金属性的相互匹配。到今年8月底，权益类公募基金、保险资金、各类养老金等专业机构投资者合计持有A股流通市值接近15万亿元，较2019年初增长了1倍以上，占A股流通市值比例从17%提高到22.2%，已然成为促进资本市场平稳健康发展的重要力量，但中长期资金入市力度整体仍较有限。我

们认为未来对于中长期资金权益投资的监管包容性有望持续提升，“长钱长投”制度环境逐步完善，以进一步改善市场资金结构，提升资本市场投资的吸引力。

图13 上市险企近五年总投资收益率及3年和5年收益率算术平均值



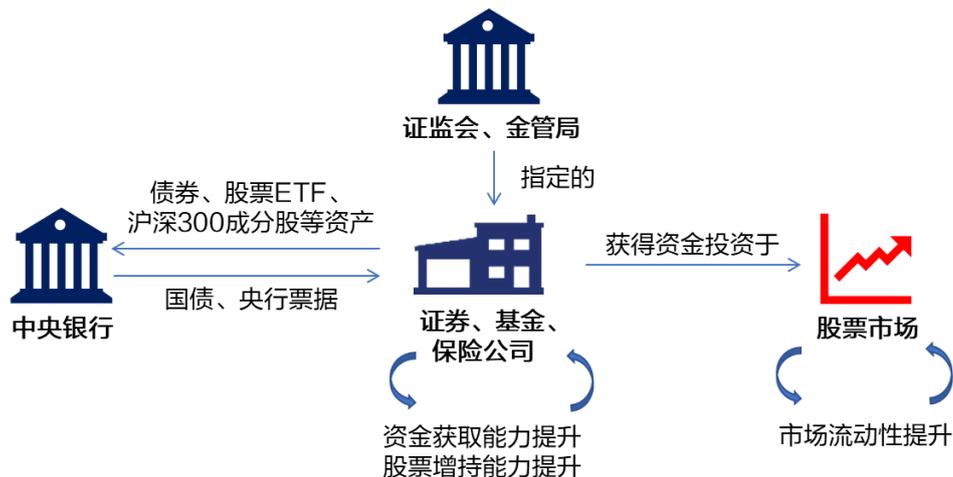
资料来源：公司公告，东海证券研究所

中央汇金大幅增持ETF，平准基金设立有望提上日程。证监会针对中央汇金近期大量增持ETF表态，将进一步支持中央汇金加大增持力度、扩大投资范围，我们认为国家投资机构入市为各类型投资者参与资本市场提升了信心，也表明其对资本市场长期投资价值的认可。结合央行潘功胜行长在发布会上关于“平准基金设立正在研究”的表态，我们认为平准基金的设立有望提上日程，既能平抑市场过度波动，也能提振市场信心，同时加大中长期资金入市力度，叠加不断提升的上市公司质量，资本市场内在稳定性的提升值得期待。

2.4. 央行首次设立支持资本市场的结构性货币政策工具

创设证券、基金、保险互换便利，显著提升市场流动性。央行潘功胜行长于发布会上宣布创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，一是证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司将其持有的债券、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，机构通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。以长期投资为主的保险资金为例，截至2024H1末的30万亿元保险资金运用余额中，约46%投资于债券、7%投资于股票，出于资产负债久期匹配的角度考虑，FVOCI资产占比较为可观。我们认为互换便利首期操作规模5000亿元对于长期资金庞大的体量来说较为有限，但互换便利的正式落地可显著提升机构的资金获取能力和股票增持能力，也可提高市场流动性和交易活跃度，市场行情也将相应地提升机构自身的投资收益率水平，后续规模提升值得期待。

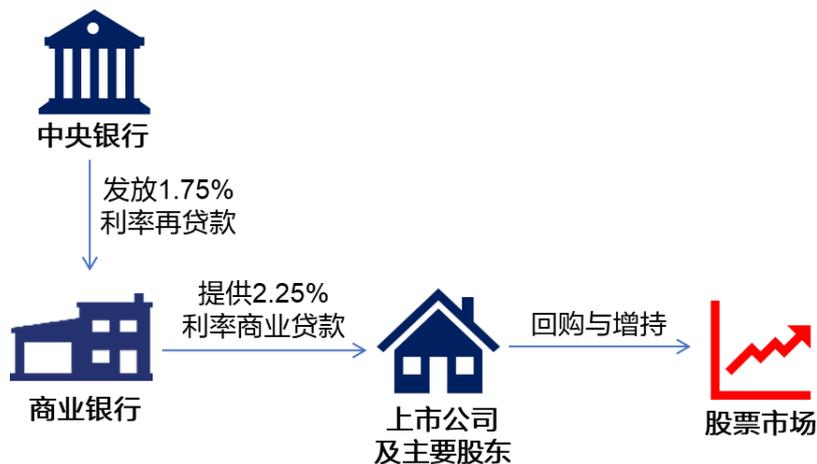
图14 证券、基金、保险公司互换便利业务流程示意图



资料来源：国新办，东海证券研究所

创设股票回购增持专项再贷款，提振投资者信心。此次监管创设的第二项工具为股票回购增持专项再贷款，21家全国性银行在自主决策、自担风险的前提下，向符合条件的上市公司和主要股东发放约2.25%的优惠利率贷款，用于回购和增持股票，央行再按照贷款本金的100%提供再贷款支持，再贷款利率为1.75%。此工具适用于国有企业、民营企业、混合所有制企业等不同所有制的上市公司，首期额度是3000亿元。我们认为在现行市场贷款产品中横向比较，此产品定价具有绝对的竞争力和吸引力，上市公司和主要股东可有效降低回购和增持的资金成本，也能保证业务开展的灵活性的资本实力，同时能提振投资者信心，促进资本市场的良性循环。

图15 股票回购增持专项再贷款业务流程示意图



资料来源：国新办，东海证券研究所

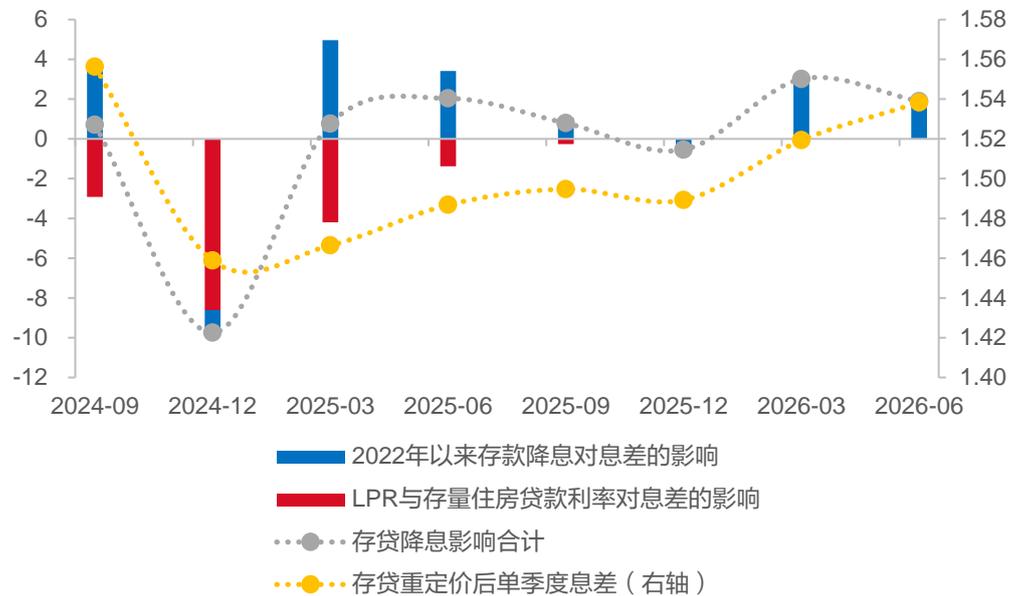
3. 银行：息差受影响可控，风险担忧继续缓解

3.1. 存量房贷利率调降对息差影响温和

本次降低存量住房贷款利率属预期落地，对银行经营的影响体现为三个方面。

一是贷款生息率进一步承压，但影响温和。根据本次发布会央行披露数据，存款住房贷款利率平均降幅 50bps，每年为居民减少利率支出 1500 亿元。据此测算将有 30 万亿存量住房贷款调整利率，占全部个人住房贷款的比重为 80%。2022 年 9 月以来三轮存款降息力度较大，今年以来存款重定价对息差的正面影响逐步体现，为本次存量住房贷款提供了有利条件。央行量化分析评估认为，本次利率调整对银行收益的影响是中性，银行的净息差将保持基本稳定。我们测算结果与之相符。以工商银行为例测算，本次存量个人住房贷款降息约降低整体贷款收益率 9bps，降低 Q4 息差 6bps。假设 Q4 执行，模型测算显示 Q4 息差将受到一定负面影响，而前后几个季度存款重定价效果明显，将明显消化该负面影响。

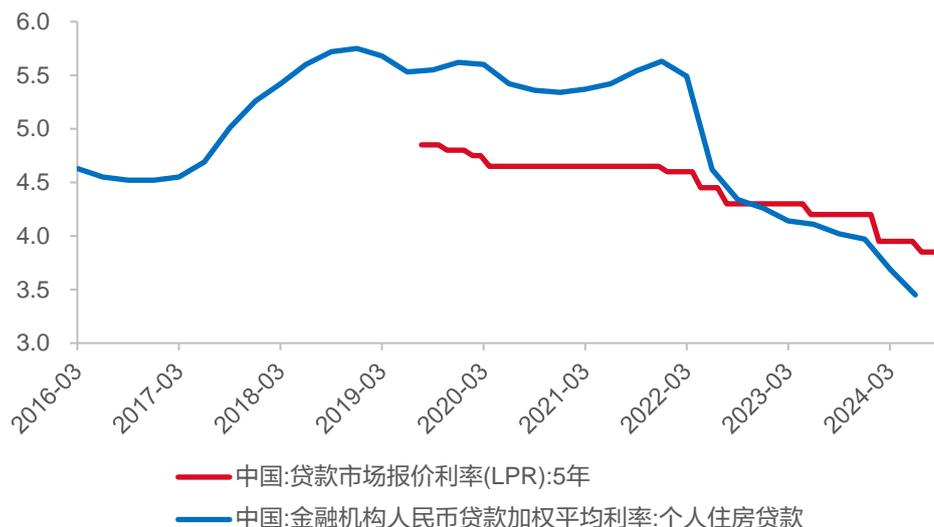
图16 测算存款重定价可较大幅度缓冲存量住房贷款利率调降影响（工行为例），bps，%



资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

二是提前还款压力有望明显减轻。2022 年以来，住房贷款利率较 5 年期 LPR 的加点进入下行通道，但此前发放的个人住房贷款利率较 5 年期 LPR 高 70-100bps。2023 年存量住房利率平均下降 70bps 后，利差下降至约 30bps。今年“5.17”新政以来，新发放住房贷款利率较 5 年期 LPR 加点进一步下降，与存量住房贷款利率之间利差明显扩大，触发较大规模提前还款。这是需求因素外另一个导致存量住房贷款规模明显下降的主要原因：上半年银行业个人住房贷款下降约 3800 亿元至 37.79 万亿元；上市银行口径，个人住房贷款下降约 3200 亿元至 34.13 万亿元。本次存量住房贷款利率下降 50bps 后，存量与增量利差大幅度收窄，有望减少利差驱动的提前还款，缓解银行业零售资产规模增长压力。

图17 2022 年以来住房贷款与 5 年期 LPR 利差大幅收窄，%



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

图18 2024 上半年上市银行个人住房贷款规模与占比下降 右轴单位：亿元

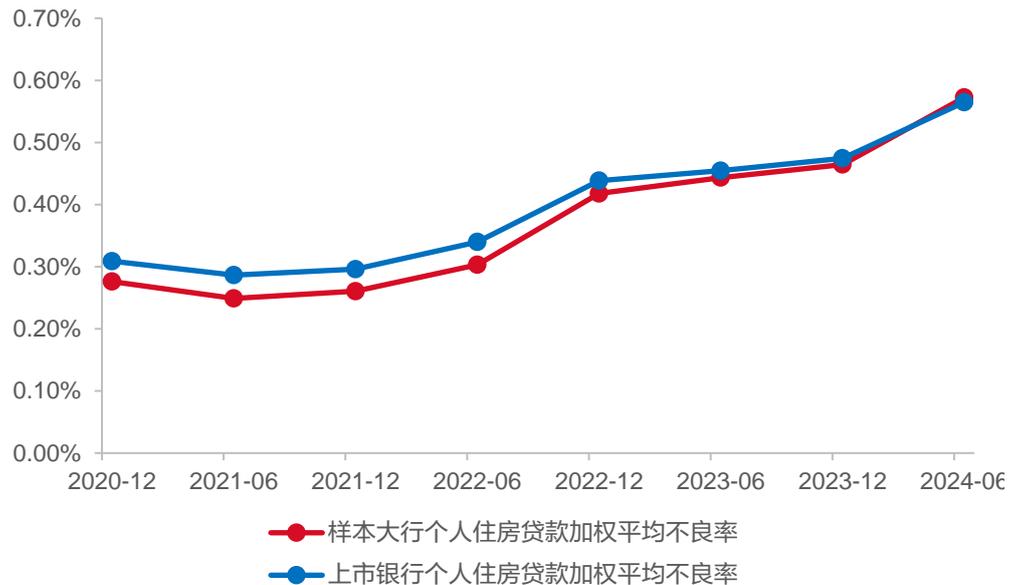


资料来源：公司公告，Wind，东海证券研究所

注：样本大行包括工商银行、建设银行、农业银行、交通银行、邮储银行；上市银行样本包括以上 5 家大行、招商银行等 9 家股份行、上海银行等 6 家城商行。

三是缓解居民负担，缓解房贷信用风险上升压力。受居民就业和收入形势影响，上半年居民信用风险上升，上市银行住房贷款不良率上升较为明显。降低存量住房贷款利率有利于减轻居民负担，一定程度上缓解个人住房贷款信用风险上升压力。

图19 2024 上半年个人住房贷款不良率上升



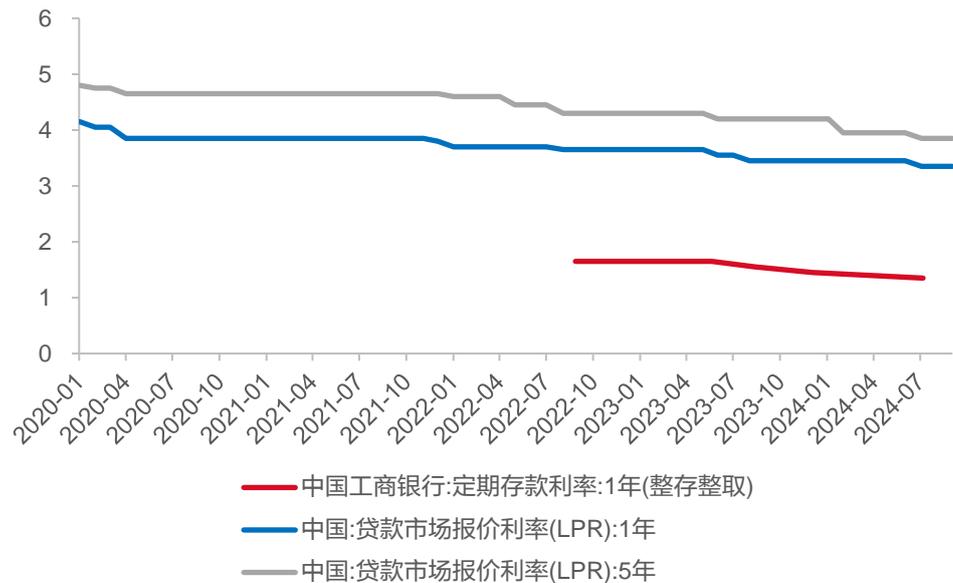
资料来源：公司公告，东海证券研究所

注：样本大行包括工商银行、建设银行、农业银行、交通银行、邮储银行；上市银行样本包括以上 5 家大行、招商银行等 9 家股份行、上海银行等 6 家城商行。

3.2.未来 LPR 下降或配合新一轮存款降息

本次发布会提到，人民银行将进一步降低 7 天逆回购利率 20bps 至 1.5%。按照当前货币政策传导机制，LPR 或也调降 20bps，将加大息差下行压力。以工商银行为例测算，假定 1 年与 5 年 LPR 于 Q4 分别下降 20bps，则重定价周期内（约 1 年内）贷款收益率下降 20bps，息差约下降 12bps，节奏上来看，2024Q4-2023Q3 分别下降 2.36、4.82、2.76、2.21bps。

当前银行业息差水平较低，而信用风险上升压力较大。无论是监管防范化解风险视角，还是银行自身经营视角，保持息差稳定都有较强的必要性。央行将降低存款准备金率 50bps，并将在未来进一步择机降低 25-50bps，可一定程度降低银行负债成本，体现央行呵护态度。央行也表示“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”。认为若后续息差压力加大，大型银行或带头启动新一轮存款降息以呵护息差。

图20 2023 年以来工商银行存款利率（1 年期为例）与 LPR 较为同步，%


资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3.大型银行抗风险能力提升，重点领域支持力度加大

大型银行抗风险能力将提升。本次发布会提出要增强大型商业银行国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本。近年来，大型商业银行主要依靠自身利润留存的方式来增加资本，但随着银行减费让利的力度不断加大，净息差有所收窄、利润增速逐步放缓，需要多种渠道来充实资本。增加核心一级资本提升大型商业银行抗风险能力。此外，监管还决定适当放宽银行下设的金融资产投资公司（AIC）股权投资金额和比例限制，将表内投资占比由原来的 4%提高 10%，投资单只私募基金的占比由原来的 20%提高到 30%。一方面有利于更多一级市场耐心资本投向当地高科技产业初创企业，助力地方经济转型发展，另一方面有利于扩展 AIC 债转股业务边界，提升对银行金融资产风险化解能力。

继续加大对开发商融资支持力度，进一步缓解地产风险担忧。一方面，房企存量融资展期、经营性物业贷款等阶段性政策从 2024 年 12 月 31 日延长到 2026 年 12 月 31 日。另一方面，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。在必要的时候，也可以由人民银行提供再贷款支持。此外，将进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，切实做到“应进尽进”“应贷尽贷”“应放尽放”。

优化“无还本续贷”政策，缓解小微领域风险。一是将续贷对象由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业，贷款到期后有真实融资需求，同时又存在资金困难的小微企业，符合条件的均可申请续贷支持。二是将续贷政策阶段性扩大到中型企业，期限暂定为三年，即对 2027 年 9 月 30 日前到期的中型企业流动资金贷款，都可以参照小微企业的续贷政策。三是调整风险分类标准，对依法合规、持续经营、信用良好企业的贷款办理续期，不因续贷单独下调风险分类。

4. 保险：负债质态改善，发挥耐心资本优势

4.1. 新“国十条”指引行业高质量发展

国务院于9月11日发布第三版“国十条”，2024年版以强监管、防风险、促高质量发展为主线，充分发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能，大力提升保险保障能力和服务水平，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局。本次发布会也提到保险业高质量发展对支持资本市场建设的推动作用，我们认为新“国十条”对2029年短期目标和2035年中期规划做了明确要求，仍将在较长一段时间内引领行业高质量发展。

表3 2024年保险业新“国十条”摘要

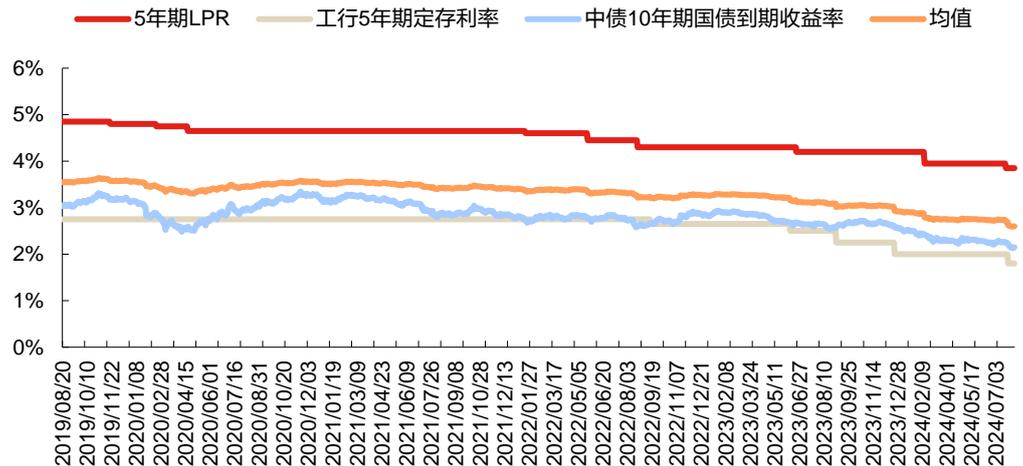
核心要点	具体内容
总体要求	到2029年，初步形成覆盖面稳步扩大、保障日益全面、服务持续改善、资产配置稳健均衡、偿付能力充足、治理和内控健全有效的保险业高质量发展框架。到2035年，基本形成市场体系完备、产品和服务丰富多样、监管科学有效、具有较强国际竞争力的保险业新格局
严把保险市场准入关	严格审批保险机构；严格审核管理人员任职资格；严格审查股东资质
严格保险机构持续监管	强化公司治理监管；强化资产负债联动监管；强化分级分类监管；强化保险消费者权益保护
严肃整治保险违法违规行	紧盯关键领域和薄弱环节；加大市场整治力度；优化行政处罚工作机制
有力有序有效防范化解保险业风险	建立以风险监管为本的制度体系；持续防范化解苗头性、倾向性风险隐患；稳慎推进风险处置
提升保险业服务民生保障水平	丰富巨灾保险保障形式；积极发展第三支柱养老保险；提升健康保险服务保障水平；健全普惠保险体系
提升保险业服务实体经济质效	聚焦国家重大战略和重点领域；服务科技创新和现代化产业体系建设；发挥保险资金长期投资优势
深化保险业改革开放	持续健全保险市场体系；持续深化重点领域改革；持续推进高水平对外开放
增强保险业可持续发展能力	提升产品定价精准性；提高数智化水平；增强高质量发展内生动力
强化推动保险业高质量发展政策协同	健全央地协同工作机制；强化宏观政策协同；深化部际协调联动；打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军

资料来源：国务院，东海证券研究所

4.2. 防范人身险利差损风险，丰富巨灾保险保障形式

主动压降预定利率应对利差损风险，推动资产负债联动有效性提升。金监总局李云泽局长在发布会上表示，要积极应对利差损风险，近期正值预定利率下调的窗口期，普通型保险产品预定利率上限已于9月1日起下调至2.5%，并将于10月1日起分红险预定利率上限下调至2.0%，保险产品预定利率正式步入“2”时代。此外，利率挂钩及动态调整机制已逐步建立，负债成本调控将更为灵活，有利于推动资产负债联动的有效性持续提升。我们认为主动调降预定利率，并结合灵活的利率调整机制，潜在的利差损风险正逐步缓释，负债端逐步步入稳步改善通道。

图21 利率动态调整挂钩指标及均值历史数据



资料来源：Wind，东海证券研究所

巨灾保险保障形式逐步丰富，渗透率提升与风险减量深化助推良性发展。金监总局李云泽局长在发布会上表示，保险业要回归本源，聚焦主业，做好重大事故和暴雨、台风等自然灾害理赔服务；保险业新“国十条”也着重提及要丰富巨灾保险保障形式。自2014年以来，巨灾保险保费规模显著增长，年均复合增速超40%。各大险企一方面丰富保障覆盖面，例如人保财险提升巨灾险覆盖范围至17省93地市等；另一方面也加速推进风险减量，例如平安财险在四川落地自然灾害实验室等，以期实现收入增长与综合成本率改善的平衡。我们认为随着政策的持续激励，巨灾保险的保障形式有望逐步丰富，渗透率提升与风险减量服务的深化也将助推业务的良性发展。

4.3. 险资私募基金试点顺利，发挥耐心资本长期投资优势

保险资金作为耐心资本在市场中的作用日益凸显。在新“国十条”政策的推动下，保险资金以其独有的规模和稳定性，被视为资本市场中理想的耐心资本。金监总局前瞻性地认识到，保险资金在未来长期投资中将发挥关键作用，成为资本市场健康发展的重要支柱。为此，监管制定了一系列策略，旨在进一步推动保险资金在资本市场中的长期投资：一是计划扩大保险资金参与长期投资的改革试点范围，鼓励符合条件的保险机构设立私募证券投资基金，以此增加对资本市场的投资规模；二是强调了保险公司内部考核机制的优化，以引导保险资金更加重视长期权益投资，促进资本市场的稳定和成熟，此部分已在前文有详细分析。

险资私募基金试点顺利，为长期资金入市开拓创新路径。中国人寿和新华保险于2024年1月联合出资设立私募证券投资基金，标志着保险资金运用入市方式的创新。该基金注册资本500亿元人民币，截至7月已投出超200亿元，为资本市场注入了长期稳定资金。该基金主要的投资对象是公司治理良好、经营运作稳健的优质股票，并对流动性较好、具有较大市值的优质上市公司长期追踪，旨在优化保险资金的资产负债匹配，提高资金使用效率。以FVOCI计量的资产属性降低了险企投资波动，现阶段一切进展顺利也为庞大的保险资金运用开拓了创新路径，我们预计后续试点有望持续铺开，对资本市场的投资力度持续加大。

5.FICC：政策组合拳隐含的资产价格信号

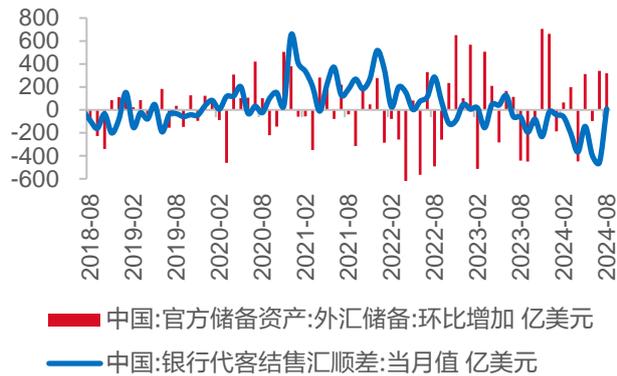
5.1.外汇市场：内外积极因素提振，人民币汇率有望偏强运行

欧美央行步入降息周期，美债确定性仍然较高，美元升值动能减弱。关于人民币汇率，央行潘功胜行长表示，除了日本央行之外，主要经济体的货币政策都进入了降息周期，美元升值的动能减弱。2024年9月FOMC会议中，美联储将联邦基金目标利率调降50bps至4.75%-5.00%区间。国际上其他一些中央银行，像欧央行6月以来已经两次降息共50bps，英格兰银行8月降息25bps，加拿大、瑞典等央行也转向了降息。相较于市场对后续降息幅度博弈，我们认为更重要的是美联储货币政策宽松周期正式开启的信号意义。对于美元资产而言，2023年Q4至今，美债利率的大幅下行对海外降息及经济增速回落预期已有计价，且美债在9月FOMC会议后表现震荡。短期而言，美债利率下行短期或面临一定阻力，但展望后续完整降息周期，美债收益率曲线形态或牛陡运行，美债配置的确定性仍然较高。对于美元，降息周期中美元或将趋于偏弱震荡。

外部约束收敛叠加国内政策组合拳发力，汇率有望于合理水平维持稳定。潘功胜行长提到，这次人民银行出台比较强的货币政策，将有助于支持实体经济，促进居民消费和提振市场信心。宏观层面来说，经济回稳向好态势将进一步巩固和增强。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。随着国内外货币政策周期差的收敛，人民币汇率基本稳定的外部压力明显减轻。从国内形势看，人民币汇率具有比较稳定的坚实基础。汇率本质反映两国经济基本面的相对强弱。而利率平价理论背后，中美国债利差的变动仍然对汇率中短期的波动存在重要影响。至2024年9月末，中美10年期国债利差倒挂深度收窄至168bps，较2023年Q4 240bps的倒挂深度大幅收窄。人民币离岸汇率USDCNH于7.05附近波动。本次会议中降准、降息、存量房贷利率调降及结构性金融工具的推出将有助于提振国内有效需求，推动经济企稳回升。预期的边际变化有望引导跨境资本流动及人民币汇率的企稳回升。

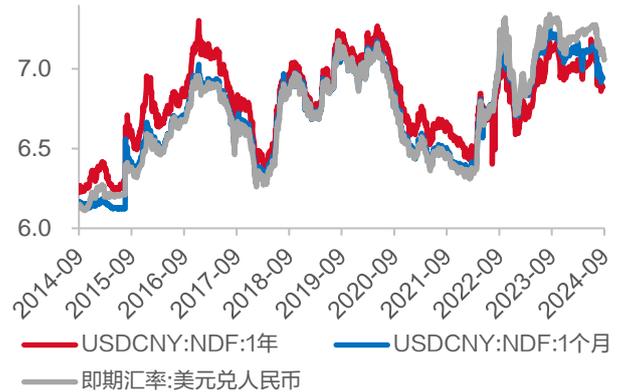
季节性叠加预期转向，结汇动能或延续，2024年Q4离岸汇率有望维持6.9-7.05区间运行。人民币汇率自2024年Q3以来的转向主要源于美联储降息预期的发酵。从最初日元加息后套息交易预期扭转，到银行结售汇逆差明显收窄。8月份，银行代客结售汇逆差值为12亿美元，较2024年前8个月月均240亿美元的逆差值大幅收窄。关于人民币汇率运行机制，我国央行在蒙代尔三元悖论中选择了“独立的货币政策”，“部分外汇管制”及“有管理的浮动汇率制”。对于汇率政策立场，央行行长潘功胜提到，第一，坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率弹性。第二，要强化预期引导，防止外汇市场形成单边一致性预期并自我实现，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我国国际收支整体平稳。2024年H1，经常账户顺差与GDP比值为1.1%，进出口企业套保比例已达到27%，货物贸易中用人民币进行跨境结算的比例占30%，即相当于50%的企业在外贸出口上，受到汇率风险的影响是比较小的。从汇率掉期值观测，至9月末，6M美元兑人民币汇率Swap值由7月的-1500pips运行至当前的-1000pips附近。从离岸人民币资金利率来看，7月下旬以来从离岸人民币资金利率回落，我们观察到央行认为将离岸市场做空人民币成本干预至较高水平的必要性下降，指向汇率贬值压力大幅缓解。至9月25日，美元兑离岸人民币汇率已运行至7.0下方。展望而言，政策加码、季节性叠加预期转向，结汇动能或延续，2024年Q4离岸汇率有望维持6.9-7.05区间运行。

图22 外汇储备及银行代客远期净结汇



资料来源：Wind，东海证券研究所

图23 美元兑人民币汇率 NDF



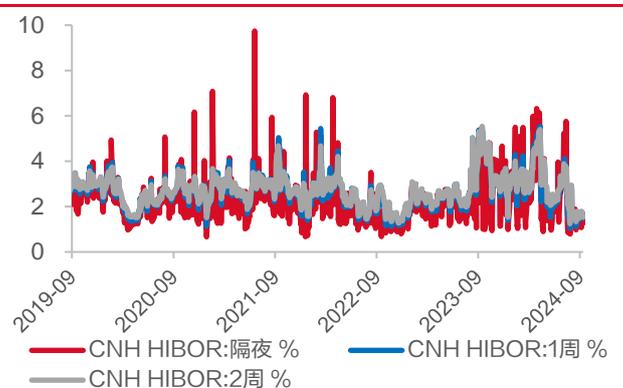
资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 美元兑人民币汇率 Swap



资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 离岸人民币资金利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.2.利率市场：须重视潜在风险，中长期或仍具下行动能

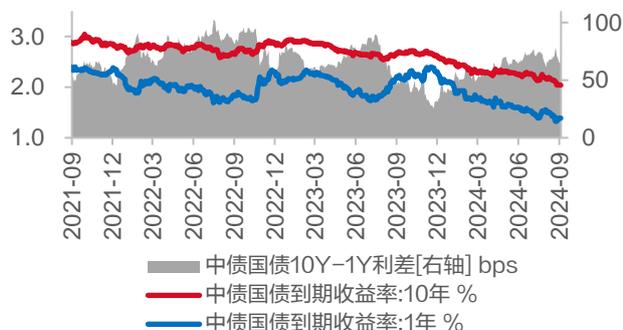
国内债市走牛背后，须重视利率下行过快的潜在系统性风险。央行行长潘功胜指出，前期中国国债利率下行，有人民银行通过政策利率引导市场利率下行的因素，也有前期政府债券发行供给偏慢的因素，还有一些是中小市场金融机构风险意识淡薄、推波助澜、羊群效应的因素等。“央行对长期国债收益率作风险提示，与市场加强沟通，是为了遏制羊群效应而导致长期国债收益率单边下行可能潜藏的系统性风险。”从硅谷银行风险事件启示，我们看到中央银行需要从宏观审慎管理的角度，观察、评估市场风险，并采取适当的措施弱化和阻碍风险累积。

长端利率定价可能不充分，央行于二级市场交易国债的条件逐渐成熟。央行行长潘功胜提到，目前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。国债收益率曲线作为重要的价格信号，还存在远端定价不充分、稳定性不足等问题。央行对长期国债收益率作风险提示，与市场加强沟通，是为了遏制羊群效应而导致长期国债收益率单边下行可能潜藏的系统性风险。当前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。央行也在会同财政部，共同研究优化国债发行节奏、期限结构、托管制度等。人民银行在二级市场开展国债买卖的整个过程将会是渐进式的。

汇率掣肘收敛，央行聚焦“稳息差”及“稳经济”间的博弈平衡。当前汇率对国内货币政策的掣肘明显收敛。央行在多重目标中，主要聚焦于“呵护商业银行净息差及金融体系风险防范”与“稳经济”间的平衡。虽存款利率下行可对银行资产端收益率的收窄形成对冲，但从历史经验来看，降息周期中，银行的净息差会随广谱利率下行而趋于收敛。即资产端回

报率的下行更为主动，而银行负债端成本下行更为被动。反之，加息周期中商业银行净息差将趋于走阔。近期国内资金面维持紧平衡。我们认为资金利率反弹或与税期因素、MLF 到期量较大有关，后续市场面临跨季扰动，银行倾向于阶段回表，资金利率可能在月末前仍偏紧。当然 9 月以来央行大量投放的 OMO 操作及近期货币政策宽松组合拳亦有望缓解跨季流动性缺口。若财政政策协同发力，债市可能短期面临调整。但中长期而言，新旧动能转型、银保机构欠配需求叠加财政发力节奏平缓等因素下，债市低波博弈后或仍将震荡走牛。

图26 中债国债 10Y-1Y 利差



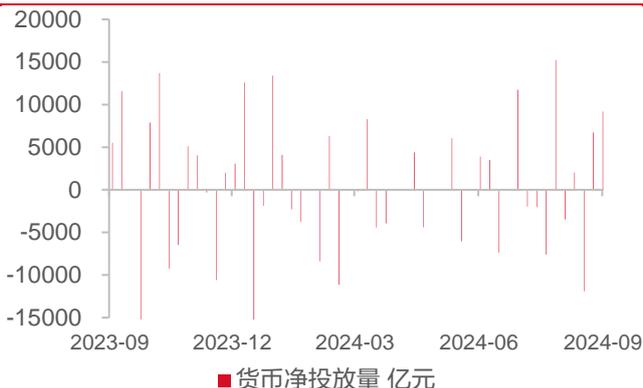
资料来源：Wind，东海证券研究所

图27 10 年期及 30 年期国债期货



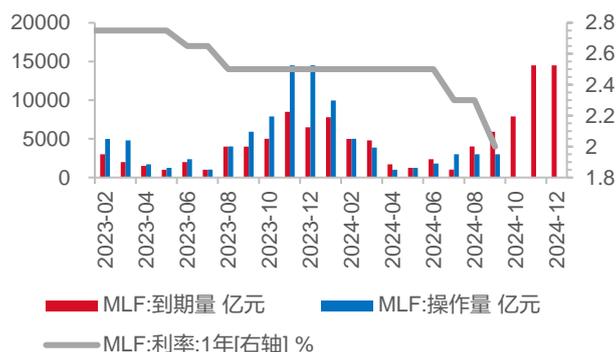
资料来源：Wind，东海证券研究所

图28 公开市场操作货币净投放[逆回购]



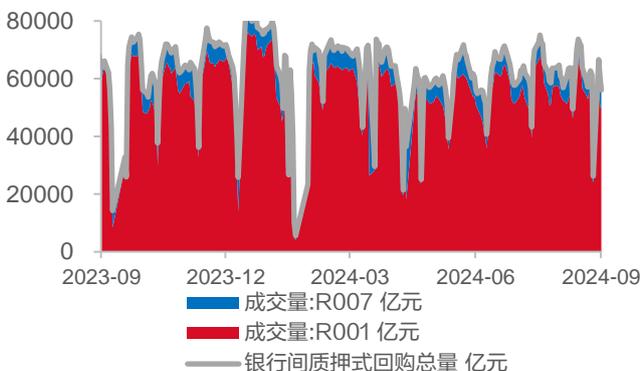
资料来源：Wind，东海证券研究所

图29 央行 MLF 投放量价情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 资金市场杠杆情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图31 1 年期 AAA 同业存单利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

6.风险提示

资本市场改革不及预期：监管政策调整可能导致业务发展策略落地不到位，包括对衍生品、直接融资等券商业务监管的收紧，可能进一步影响投资者对于市场发展的信心，进而影响一级市场募投管退链条的畅通与二级市场交易活跃度等。

重点领域风险明显上升：市场需求依然较弱，房地产行业信用风险压力仍存在。若房地产开发商及个人按揭贷款违约率明显上升将引起银行业资产质量明显恶化。此外，银行业对三农、中小微企业、服务业等市场薄弱主体的信贷支持力度较大，这类主体抗风险能力较弱，宏观经济快速下行将影响其还款能力。

区域经济明显转弱：信贷增速下行背景下，东部地区中小银行受益于扎实产业基础有望实现较快增长。若区域经济明显转弱，信贷需求与企业经营将受到较大影响，会导致本地银行业绩驱动力明显减弱。

美联储降息落地节奏不及预期：美国当前劳动力市场依旧强劲，通胀水平仍处高位，若回落不及预期或引发美联储态度转向偏慢，从而约束我国利率下行空间。

银行业资产负债期限匹配风险：参考海外部分中小银行风险经验，在利率低位时，商业银行资产端不宜对长久期利率产品配置占比过高。利率回升时可能引发久期错配，净息差压缩催生的流动性危机及挤兑风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089