

稳定资本市场的强心针

- 上周，A股市场在国内超预期宽松政策的推动之下大涨。股市大涨背后的原因有二：第一，上周出台的超预期宽松政策显著改变了市场对政策反应函数的预期，从而有效降低了对我国经济中长期增长前景的忧虑，因而大幅提升了市场信心。第二，央行创设的“证券基金保险互换便利”和“股票回购增持再贷款”两个结构性货币政策工具一定程度上改变了A股市场运行的逻辑，A股上涨未必一定需要以实体经济向好为前提。
- 上周推出的宽松政策在稳定短期经济增长方面，应该还不会很快有那么明显的效果。目前已经临近4季度，宽松政策效果很难在今年的经济数据上体现出来。而更加重要的是，当前宣布的宽松政策还较多偏向于货币政策，财政政策的宽松细节还未公布。就稳定经济增长而言，当前财政政策的宽松比货币政策宽松更重要。财政政策会宽松到什么程度，尤其是中央政府会增发多大规模的债券，是接下来政策的关键观察点。

风险提示

- 宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。

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：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

上一周（9月23日至27日），A股市场在国内超预期宽松政策的推动之下大涨。在上周的5个交易日中，上证综指累计上涨12.8%，创2008年12月以来的最大单周涨幅。受此影响，香港恒生指数也在上周大涨13%，创出近20年来的最大单周涨幅。

首先点燃市场热情的是9月24日国新办举办的新闻发布会【1】。会上，人民银行、国家金融监督管理总局和证监会的领导宣布了降息降准，降低存量房贷利率，为六大行补充核心一级资本，创设5000亿元“证券基金保险互换便利”和3000亿元“股票回购增持再贷款”等宽松政策。在新闻发布会还在进行的时候，市场就已经开始明显上扬。最终，当日上证综指大涨4.15%。

在9月26日，中央政治局超常规地召开了讨论经济工作的会议。按照以往惯例，中央政治局一般在每年4月、7月和12月召开专门讨论经济工作的会议。从召开的时点就能看出，此次政治局会议不同寻常。从会后发布的公报来看，党中央高度关注经济增长面临的下行压力，要求“正视困难、坚定信心”，“努力完成全年经济社会发展目标任务”。会议上，党中央部署了多方面的宽松政策，要求财政与货币政策均要放松，促进房地产市场止跌回稳，并努力提振资本市场。对于这次政治局会议，资本市场再次报以热烈的掌声，上证综指当天大涨3.61%。

接下来的9月27日，人民银行宣布存款准备金率下调0.5个百分点。虽然这一政策在3天前的国新办新闻发布会上就已经宣布，措施的落地还是让上证综指当天又大涨2.89%。

出于两方面的原因，上周密集发布的宽松政策会对资本市场带来明显的提振作用。

第一，上周出台的超预期宽松政策显著改变了市场对政策反应函数的预期，从而有效降低了对我国经济中长期增长前景的忧虑，因而大幅提升了市场信心。宏观预测一定要基于某种对宏观政策反应函数的假设。也就是说，必须得知道宏观政策会如何随经济形势的变化而调整，才能预期经济在宏观政策调控下会有何种走势。这在政府对经济运行影响力相当大的我国，更是如此。上周的宽松政策的出台，在两个重要的方面改变了市场对我国政策反应函数的预期。

首先，上周的政策强化了政策会守住经济增长底线的预期。在上周宽松政策出台之前，市场中不少人认为宏观政策似乎对经济增长下行压力的反应不及时，稳增长政策推出的力度也不太够。这让一些市场参与者对宏观政策守住增长底线的决心和能力产生了怀疑，因而怀疑我国可能已经进入了经济增长长期减速的大趋势中。而9月26日政治局会议表明，党中央高度关注经济下行压力，并对经济增长放缓、今年经济增速可能达不到年初设定的5%增长目标的状况并不满意。这让市场更清晰地了解了高层领导守住增长底线的决心，从而大幅减轻了经济增长在中长期持续下滑的预期。

其次，上周的政策还改变了政策反应迟缓的预期。在从去年到今年的相当长时间里，我国宏观稳增长政策的推出更像是在“挤牙膏”，总是在经济下行压力之下被倒逼出来。而国内外的经验早就表明，“挤牙膏”式的政策释放难有太好的效果，会让政策总是滞后于经济形势的变化（behind the curve）。更有效的政策释放方式是采取“震慑策略”（shock and awe），集中释放超预期的政策来让市场震惊。哪怕是同样的政策内容，“震慑策略”也会比“挤牙膏”效果好得多。显然，上周宽松政策的释放不是“挤牙膏”，而是多项政策集中推出，让市场惊讶。这样的政策释放方式显然会更加有效。

需要注意的是，宏观政策反应函数改变的效果，估计很难在今年的经济数据中体现出来。当前已经临近3季度末，只剩下4季度一个季度来在实体经济中体现宽松政策的效果。而且我国马上也要入冬，北方地区的投资活动也会受到冬季的影响。所以，上周宽松政策的释放估计很难明显改变市场对今年经济增速的预测数字。但不能因此就忽视政策反应函数的改变对资本市场的影响。决定资本市场表现的，不仅仅是当前的经济形势，还有对更长期经济走势的预期。在市场对我国中长期经济增速会不断下滑的预期明显减弱之后，就算今年的GDP增速预测没有太大变化，资本市场也应该明显走强。

第二，央行创设的“证券基金保险互换便利”和“股票回购增持再贷款”两个结构性货币政策工具一定程度上改变了A股市场运行的逻辑。过去，A股市场是经济运行的结果，而非经济运行的原因。在我国社会融资总量中，股票融资占比一直很低。2016-2023年，我国非金融企业境内股票融资占社会融资总量的比重只有3%。而在2024年前8个月，这个比重更是进一步下降到0.7%。由于股票融资量很低，所以股市的涨跌对我国宏观经济的影响不大。但反过来，宏观经济的变化则对股市有明显影响。在过去十几年中，除2014、2015年股市大泡沫和“股灾”时期外，上证综指涨幅长期与反映我国经济景气度的制造业PMI高度正相关——经济的好坏明显影响A股股指的走势。因此，今年上半年我国经济增长的减速，自然会带来A股股指的走低。（图表1）

图表 1. 上证综指涨幅与我国制造业 PMI 长期高度正相关



资料来源：万得，中银证券

在上周之前，A 股市场因为经济增长的下滑，对中长期经济前景预期的弱化，已经处在一个反常偏弱的状态。今年年初以来，由于地产行业和地方政府融资需求的疲弱，我国金融市场向实体经济的流动性传导路径一直阻塞，大量资金堆积在金融市场，形成了明显的“资产荒”现象，导致国内债券收益率创出近十几年来的新低。但在流动性充裕的金融市场中，A 股市场却因为预期偏弱而资金外流，反而成为了资金“海洋”中的一个流动性反常偏弱的“孤岛”。

这方面的一个证据是今年上证综指与国内信用利差的背离。理论上，股票指数与信用债券的信用利差均反映了金融市场投资者对风险资产的偏好。当投资者更偏好风险资产的时候，一方面会倾向于更多购买债券市场中的信用债券，从而压缩信用利差，另一方面也会更多购买股票，从而推升股票指数。因此，信用利差与股票指数应该反向变化，信用利差收窄的时候，股指上扬。但在今年，我国信用利差已经在“资产荒”的作用下，压缩到了近 10 年来的新低，表明投资者在大规模购买风险偏高的信用债。但另一方面，上证综指却明显下滑，反映了资金从股市的流出。（图表 2）

图表 2. 2024 年，上证综指与信用债信用利差走势出现了罕见的背离



资料来源：万得，中银证券

在这样的背景下，央行新设的“证券基金保险互换便利”和“股票回购增持再贷款”两个工具，就像将流动性导入 A 股市场的两条渠道，本身会给 A 股市场带来央行的流动性供给，并且还会带动市场资金向 A 股市场流动。在 9 月 24 日的国新办新闻发布会上，人民银行潘功胜行长还说到：“我们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。我和吴清主席讲，只要这个事儿做得好，第一期 5000 亿元，还可以再来 5000 亿元，甚至可以搞第三个 5000 亿元，我觉得都是可以的，我们的态度是开放的。通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。”在“股票回购增持再贷款”方面，潘行长的态度也是类似的：首期额度用完后，还可以有第二期、第三期。要知道，中央银行拥有无限的名义货币的创造能力。央行行长的如此表态，给了市场极大的想象空间。

在央行流动性与 A 股市场对接的新形势下，理论上，A 股上涨未必一定需要以实体经济向好为前提。这与过去“A 股市场是经济运行的结果”的逻辑有较大差别。当实体经济对 A 股股指走势的约束力下降之后，股指上扬就更加容易。

不过，上周推出的宽松政策虽然已经明显提振了资本市场，但在稳定短期经济增长方面，应该还不会很快有那么明显的效果。一方面，正如前文所述，目前已经临近 4 季度，我国北部地区也即将入冬，宽松政策效果没有那么容易在今年的经济数据上体现出来。而更加重要的另一方面是，当前宣布的宽松政策还较多偏向于货币政策，财政政策的宽松细节还未公布。而就稳定经济增长而言，当前财政政策的宽松比货币政策宽松更重要（笔者 2024 年 7 月 21 日发表的《稳增长的政策选项》一文中对此有详细论述，此处不再赘述【2】）。因此，财政政策会宽松到什么程度，尤其是中央政府会增发多大规模的债券，是接下来政策的关键观察点。

今年年初以来，我国实体经济的融资需求已经明显丧失利率敏感性。一方面，利率已经降低到近十几年的新低。另一方面，实体经济融资需求并未相应扩张。这与过去几轮周期中，社会融资增幅随利率下行而扩大的走势形成了鲜明反差。这表明，当前我国从金融市场到实体经济的融资传导已经阻塞。这种情况下，货币政策的宽松虽然能够增加金融市场的流动性，却很难带动实体经济需求的扩张。当前稳定经济增长更需要的是，在实体经济中找到逆周期加杠杆增加支出（借钱支出）的经济主体。（图表 3）

图表 3. 当信用债收益率下降至近 10 多年来的新低时，非专项债的社会融资反而“同比少增”



资料来源：万得，中银证券

当前，我国房地产行业深陷销售和房价的下行压力中。在 9 月 26 日的政治局会议上，党中央虽然明确要求“要促进房地产市场止跌回稳”，但同时也要求“对商品房建设要严控增量”。严控增量的政策导向下，商品房的投资恐怕难有起色，来自地产开发商的融资需求恐怕难有明显增长。而居民部门在此次宽松政策出台后，有多强加杠杆的意愿也需要观察。此外，地方政府当前也面临较强的“化债”约束，融资受限。这样一来，中央政府恐怕是当前我国实体经济中唯一有能力逆周期大规模加杠杆的经济主体，因而自然也是稳定经济增长的不二选择。当前这一轮政策放松要能够在实体经济产生明显效果，需要中央财政较大幅度地增加发债和支出规模。在 9 月 26 日的政治局会议上，党中央要求“要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用”，给了市场财政扩张的预期。

在9月21日中国人民大学召开的一场经济论坛上，国务院发展研究中心原副主任刘世锦提出了两年10万亿元规模的财政刺激构想【3】。如果接下来的财政宽松能接近如此量级，则实体经济增长的企稳回升指日可待。但如果财政宽松规模明显低于这一量级，则经济增长的下行压力恐怕难以明显消退。因此，当前宽松政策究竟在多大程度上能够带动实体经济增长的企稳，还需观察接下来财政宽松的力度。

综上所述，上周超预期的宽松政策会比较明显地提振资本市场的情绪，但是否能够带动实体经济增长企稳，还需观察接下来财政政策的走势。考虑到央行新设结构性货币政策工具会给A股市场带来的流动性，A股市场可以在一定程度上脱离实体经济的状况而上涨。虽说这种上涨可能会被认为存在资产价格泡沫的成分，但出于两方面原因，这种上涨也应该也是合理而具有一定可持续性的。

首先，前期A股市场的下跌除了是因为短期经济增长走弱之外，还很大程度上是由于宏观政策反应函数预期紊乱。而9月26日政治局会议已经明显重塑了这种预期，改善了各方对中长期经济增长前景的信心，这自然应该在A股股指中表现出来。其次，作为各方都关注的价格指标，A股股指是较为重要的预期风向标。A股股指的下跌容易加大市场的悲观预期，甚至形成悲观预期自我实现的恶性循环。考虑到这样的风险，政府采取措施将A股股指稳住也有合理性。这应该是央行创设有利于A股的两个结构性货币政策工具时，会考虑的因素。

但是，在经历过2015年股市泡沫破灭带来的“股灾”之后，股市资产价格泡沫会是金融监管者着力预防的风险。所以在本次宽松政策带动A股大涨滞后，监管者一定会有意识地控制股市流动性，避免资产价格泡沫在市场中扩大。今年在市场压力之下，A股市场股票融资规模显著下降。今年前8个月，我国非金融企业境内股票融资总量只有1576亿元。而在2021、2022和2023年的前8个月，股票融资总量分别为7370亿元、7717亿元和6417亿元。相比前3年的同期水平。今年前8个月股票融资规模大幅收缩。在A股市场流动性改善之后，A股市场股票融资规模势必会在监管者的引导下逐步放大。如此，可一方面将股市资金导入实体经济，更好发挥股市支持实体经济增长之功效，另一方面也可以降低股市资金堆积的程度，减轻出现资产价格泡沫的风险。（完）

【1】 人民银行，《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》，<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5466659/index.html>。

【2】 徐高，2024年7月21日，《稳增长的政策选项》，<https://finance.sina.com.cn/zt/china/2024-07-22/zt-incxyhuf9155160.shtml>。

【3】 刘世锦，2024年9月21日，《建议推出10万亿经济刺激计划》，<https://finance.sina.com.cn/zt/china/2024-09-21/zt-incpxnci0015984.shtml>。

（风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。）

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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。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