

重磅政策频出：下一步经济市场走势研判及应对思考

宏观深度研究

主要观点：

宏观政策：短期看，政策出台之密集，层级之高，协调度之强，显著强于此前数年抵抗式宽松，因此增量政策不断，短期不能悲观；中期看，是否是一个彻底的政策转向，目前仍持谨慎态度，关注中央经济工作会议和两会。

经济前景：若一揽子、超大力度宽松，能一扫当前悲观心态，2025年经济仍有较大的潜力，值得期待。

市场观点：短期看，市场快速上涨后，驱动因素转变为流动性和增量资金，顺周期（地产、建材、证券、有色）、TMT（情绪、流动性受益），中证500&1000，仍值得关注。中期看，资金推动的牛市，需注意短期大幅回撤风险。长牛慢牛仍需等待政策及基本面反馈。

风险提示：已有政策的效果待观察；新增政策可能低于预期；市场波动较大，不确定性较高。

李宗光（分析师）

lizongguang@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280523050001

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280520050003

钟山（联系人）

zhongshan01@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280123070001

段雅超（联系人）

duanyachao@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280123070002

目 录

1、 基本面：重磅政策出台，政策反转了吗？下行周期能否扭转？	4
1.1、 政策密集落地，和以往相比力度更大、多部门协同、集中发力	4
1.2、 如何理解此次政策变化？政策系统性反转的开始，还是为了避免短期过快下滑？	8
1.3、 外部环境仍存在较大不确定性	10
2、 股市反转来了吗？	12
2.1、 市场反转交易的几个阶段	12
2.2、 本次反弹有何不同？	13
2.3、 短期：筹码密集区或有阻力，但天量成交带动下仍有望向上突破	15
2.4、 中期：保持谨慎，涨幅过快容易迅速见顶	16
3、 股市应对策略	16
3.1、 短期对标港股：节后多元金融、半导体、医药、地产、可选消费有望领涨	16
3.2、 对标 A+H 个股：证券、地产、创新药、可选消费、保险标的节后有补涨机会	17
3.3、 短期配置：短期抓两头，顺周期及 TMT	19
3.4、 中期：市场上涨一定点位后保持警惕，关注监管表态	19

图表目录

图 1： 2016 年以来春季行情复盘	4
图 2： 政策组合力度超预期	5
图 3： 降息力度显著高于过去几年	5
图 4： 年内最高可能降准 150bp	5
图 5： 前 8 月公共财政收入累计同比下降 2.6%	6
图 6： 前 8 月全国政府性基金收入累计同比下降 21.1%	6
图 7： 一线城市放松限购力度弱于预期	7
图 8： “9·24”后，30 大中城市商品房销售环比增长	8
图 9： “9·24”后，北京二手房销售环比、同比均增长	8
图 10： “9·24”后，上海二手房销售环比增长、同比回落	8
图 11： “9·24”后，深圳二手房销售环比回落、同比增长	8
图 12： 居民就业收入预期处于低位	9
图 13： 疫情之后，贷款利率下降并未刺激地产销售	9
图 14： GDP 平减指数已经连续五个季度负增长	9
图 15： 名义 GDP 目标增速和当前增速的差距是 5 个百分点	10
图 16： 新增就业超预期，失业率下降	11
图 17： 薪资同比增速上升	11
图 18： 11 月、12 月各降息 50 bps 调整为各降息 25 bps	11
图 19： 预计美国三季度 GDP 环比折年率为 2.5%	11
图 20： 国庆期间美股相对平稳，原油价格剧烈波动	12
图 21： 上证指数反转阶段上涨持续时间长且涨幅大	13
图 22： 上证指数主要反弹行情表现	13
图 23： 9 月底 A 股成交额迅速暴涨	14
图 24： 港股地产股短期暴涨，10 月 2 日融创中国（HK）单日收涨 75.6%	14
图 25： 市场乐观情绪指数接近 2015 年、2019 年 3 月高点	15
图 26： 9 月 30 日上证指数筹码分布图	15
图 27： 9 月 24 日至 10 月 4 日港股及中概股表现	16
图 28： 10 月 2 日至 10 月 4 日港股及中概股表现	16

图 29: 9 月 24 日至 10 月 4 日恒生二级行业表现	17
图 30: 10 月 2 日至 10 月 4 日恒生二级行业表现	17
图 31: 9 月 24 日至 10 月 4 日 A+H 港股区间涨幅排名前 30 个股	18
图 32: A+H 股节后潜在补涨空间及折溢价率	18
图 33: 2021 年 9 月至 2024 年 9 月末各大指数涨跌幅表现	19

三季度，我国宏观经济延续复苏不稳固形势，A股市场波动加大，经济主体信心不足。当前增量政策值得期待，短期不宜悲观。

交易政策暖风，一般发生在四季度至来年一季度，二季度结束。金融、地产、有色金属、家电等顺周期品种相对受益。不过从历史上看，春季行情是短期性、战术性和交易性机会，博弈性强。

近期，重磅政策频出，市场大幅反弹，情绪迅速转向。那么，在此情景下，我国经济基本面是否能得到根本性的扭转？市场火爆能否延续？

图 1： 2016 年以来春季行情复盘

年份	起始日	结束日	持续天数	上证指数涨跌幅%	沪深300涨跌幅%	相对沪深300指数超额收益前5的行业（括号内为超额收益）				
2024	2024-02-06	2024-05-20	104	17.4%	15.3%	有色金属 (30.8%)	国防军工 (18.3%)	基础化工 (16.9%)	汽车 (14.9%)	机械 (14.1%)
2023	2022-12-23	2023-01-20	28	6.9%	9.0%	计算机(7.5%)	有色金属(4.2%)	电力设备及新能源(3.5%)	非银行金融(3.2%)	通信(1.9%)
2022	2021-11-11	2021-12-13	32	5.4%	5.4%	传媒 (10.9%)	通信 (9%)	食品饮料 (8%)	电子 (7%)	综合金融 (6.8%)
2021	2020-12-11	2021-02-18	69	9.0%	16.8%	消费者服务(21.6%)	有色金属(13.1%)	石油石化(11.3%)	电力设备及新能源(10.9%)	食品饮料(6.2%)
2020	2019-12-03	2020-01-14	42	8.0%	9.2%	传媒 (15.6%)	电子 (12.8%)	有色金属 (12.3%)	综合金融 (11.1%)	汽车 (6.8%)
2019	2019-01-04	2019-04-22	108	30.5%	35.8%	农林牧渔 (26.3%)	食品饮料 (18.4%)	家电 (16.8%)	计算机 (13.1%)	通信 (12.2%)
2018	2017-12-28	2018-01-26	29	8.6%	9.8%	房地产(7.9%)	家电(4.2%)	银行(4.2%)	石油石化(1.6%)	食品饮料(0.8%)
2017	2017-01-16	2017-04-07	81	5.6%	6.0%	家电(9.5%)	建筑(8.6%)	建材(6.4%)	电子(4.4%)	食品饮料(4.2%)
2016	2016-02-29	2016-04-06	37	10.2%	10.5%	通信(7.5%)	纺织服装(7.2%)	电力设备及新能源(6.4%)	非银行金融(6.1%)	传媒(6.0%)

资料来源：Wind，诚通证券研究所

1、 基本面：重磅政策出台，政策反转了吗？下行周期能否扭转？

1.1、 政策密集落地，和以往相比力度更大、多部门协同、集中发力

过去数年，一直有稳增长政策，特别是年末年初，总会有增量政策。近期，政策密集落地，和以往相比，力度更大，多部门协同，集中发力。

首先，2024年9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会上，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会等三部门领导宣布了几项重大政策，主要包括：

一是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；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%。

二是央行支持房地产的五条政策。引导银行降低存量房贷利率约0.5个百分点，每年为居民节省约1500亿元；统一房贷最低首付比例至15%；延长两项房地产金融政策文件的期限；优化保障性住房再贷款政策；支持收购房企存量土地。

三是创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。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，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，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。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，未来可扩大规模。

图 2：政策组合力度超预期

货币政策	房地产政策	资本市场政策
降准： 存款准备金率下调0.5个百分点	下调存量房贷利率： 预期平均下调0.5个百分点	发布促进中长期资金入市的意见和促进并购重组的六条措施
降息： 7天逆回购利率下调0.2个百分点	首付： 第二套房最低首付比例灵活调整为15%	大力发展权益类公募基金，进一步优化权益类基金产品注册，大力推动宽基类基金产品创新
降准： 择机进一步下调存款准备金率0.25至0.5个百分点	保障性住房再贷款央行资金支持的指导比例由60%提高至100%	对6家大型商业银行增加核心一级资本
股市支持工具： 创设证券、基金、保险公司互换便利，资金仅可用于股市，首期5000亿元	研究允许政策性银行、商业银行支持有条件的企业市场化收购房企土地	拟扩大银行系金融资产投资公司股权投资试点范围，适当放宽股权投资金额和比例限制
再贷款： 创设股票回购增持再贷款，首期3000亿元	延长两项房地产金融政策文件的期限	鼓励引导保险资金开展长期权益投资
	初期先在本行内实施转按揭	多措并举提高上市公司质量和上市公司投资价值

资料来源：国新办，诚通证券研究所

其中，货币政策力度较往年更强。历史上，2020年有一次全面降准，2021年-2023年各有两次全面降准，最大幅度在100BP。而央行领导强调，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。若第三次降准落实，2024年降准次数及幅度都将远超往年。

同时，年内7天逆回购利率累计下调30BP，1年期MLF下调50BP，5年期LPR预计累计下调55-60BP，调降力度比2020年更高。

图 3：降息力度显著高于过去几年

时间	7天逆回购利率	1年期MLF利率	1年期LPR	5年期LPR
2020年2月	降10BP	降10BP	降10BP	降5BP
2020年4月	降20BP	降20BP	降20BP	降10BP
2021年12月	不变	不变	降5BP	不变
2022年1月	降10BP	降10BP	降10BP	降5BP
2022年5月	不变	不变	不变	降15BP
2022年8月	降10BP	降10BP	降5BP	降15BP
2023年6月	降10BP	降10BP	降10BP	降10BP
2023年8月	降10BP	降15BP	降10BP	不变
累计下调幅度	70BP	75BP	70BP	50BP
2024年2月	不变	不变	不变	降25BP
2024年7月	降10BP	降20BP	降10BP	降10BP
2024年9月	降20BP	降30BP		降20-25BP?

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 4：年内最高可能降准 150bp

年份	全面降准		定向降准	
	次数	累计幅度	次数	累计幅度
2020	1次	50BP	1次	100BP
2021	2次	100BP		
2022	2次	50BP	1次	25BP
2023	2次	50BP		
2024	2次	100BP		

资料来源：Wind，诚通证券研究所

此外，值得关注的是，央行创设了两项新的货币政策工具以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。具体操作上，由证监会、金融监管总局制定规则，金融机构将持有的债券、股票ETF、沪深300成分股等资产作为抵押物，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产。这项政策将提升机构资金获取能力和股票增持能力。会议表示首期操作规模5000亿元，未来可视情况扩。

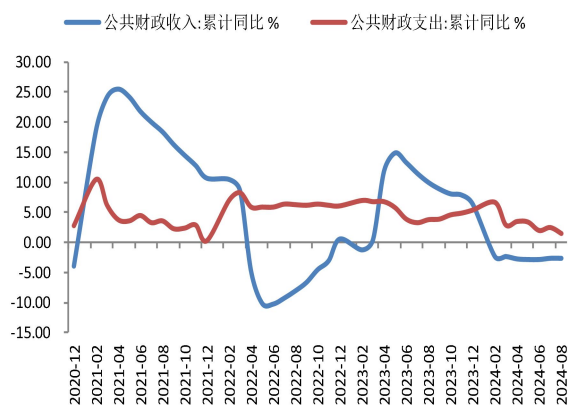
第二项是创设股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。首期规模3000亿元，若成效显著，第二期、第三期均可以持续保持3000亿元规模。

9月26日，中央政治局会议首次在9月讨论经济问题，进一步强化了政策转向信号。在形势判断方面，本次会议删掉了7月会议中“延续回升向好态势”“保持战略定力”等表述，提出“当前经济运行出现一些新的情况和问题。要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感”，继续强调“努力完成全年经济社会发展目标任务”。

宏观政策方面，会议强调“要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层‘三保’工作。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。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。”“加大”“有力度”等用词表明，这轮的宏观调控有相当力度。

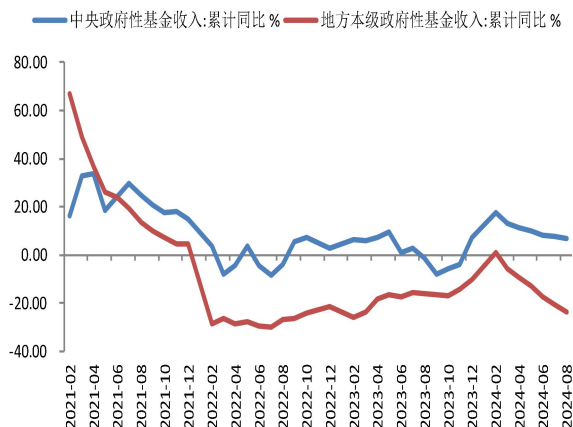
当前，货币政策已经基本落地，市场更加关注未来财政政策的力度与空间。不过，会议强调要“保证必要的财政支出”。用词偏温和，没有强调加大财政支出，多重约束下，政治局会议对财政表述较为克制。这主要由于，近年来财政收入下滑，财政约束仍在。2024年以来，受税收、土地出让金下滑等方面影响，财政收入下降。前8月，公共财政收入累计同比下降2.6%；全国政府性基金收入累计同比下降21.1%；土地出让金同比累计下滑25.4%。

图5：前8月公共财政收入累计同比下降2.6%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6：前8月全国政府性基金收入累计同比下降21.1%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

对于房地产政策，此次政治局会议明确提出“要促进房地产市场止跌回稳”，诉求明确。

具体措施包括供给侧和需求侧两个方面。

供给侧，提出“对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量”，主要为了减缓新房供给压力。提出“加大‘白名单’项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地”则主要增加对房地产商、“白名单”项目的资金支持力度，防止烂尾楼风险，

增强居民购买商品房的信心。相关政策已在“9·24”国新办新闻发布会上有所体现。需求侧，提出要“调整住房限购政策，降低存量房贷利率”，降低存量房贷利率也已在“9·24”国新办新闻发布会上公布，具体包括调降存量房贷利率 50P 左右；调降 LPR 下降 20BP。

图 7： 一线城市放松限购力度弱于预期

城市	新政策调整部分			限购政策
	首付比例		税收	
	首套	二套		
北京	15% (20%)	20% (35%)	不再区分普通住宅与非普通住宅	本市居民单身与未成年子女一起居住视为家庭；非本市居民社保年限：五环以内3年，五环以外2年；高层次和急需紧缺人才1年。
上海	15% (20%)	核心区25% (35%)	不再区分普通住宅与非普通住宅；增值税年限调整为2年	积分达到标准且社保年限满3年及以上的非本市居民家庭，在购买住房套数方面等同本市家庭。非本市居民社保年限：核心区3年，外环1年
深圳	15% (20%)	20% (30%)	增值税年限调整为2年	本市居民在限购区域外可再增购1套住房；二孩家庭二套享受首套优惠；社保年限调整为1年；限购区外可以再购一套
广州	15%	25%	无调整	完全放开限购

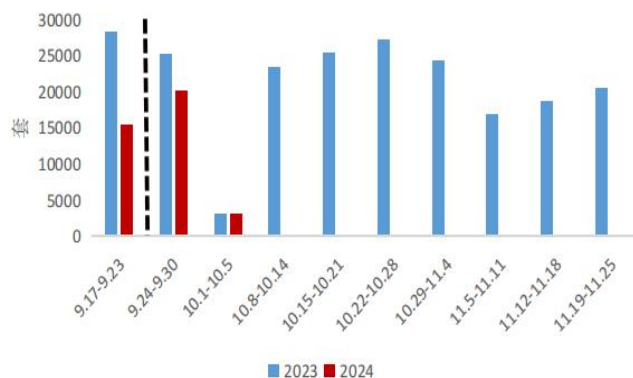
资料来源：Wind，诚通证券研究所

政治局会议后，一线城市也加急推出放松限购措施，不过从具体落地看，整体弱于市场预期。此前，市场预期曾预期一线城市会迅速放开限购，实际仅广州完全放开限购，而北京、上海、深圳则不同程度保留了一定的限购政策。如上海对非本市居民购买核心区房产仍设置 3 年社保年限，北京也对非本市居民购买五环内房产设置 3 年社保年限。

“9·24”房地产新政后，新房二手房销售均好于季节性。如 9 月 24 日到 9 月 30 日一周内，30 大中城市商品房销售套数环比上涨了 31%，而 2023 年同期增速为 -10.5%。北京二手房下手套数环比上涨了 20%，而 2023 年同期环比基本持平。

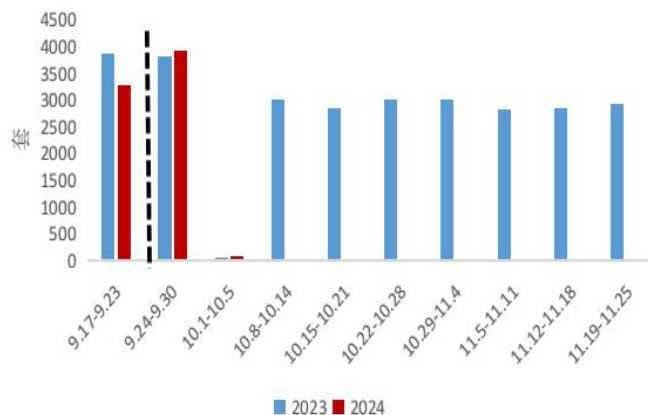
国庆十一期间，新房、二手房成交量也表现较好。不过整体成交量较小，缺乏参考价值，因此政策效果关键还需要观察节后的市场情况。

图 8: “9·24”后, 30 大中城市商品房销售环比增长



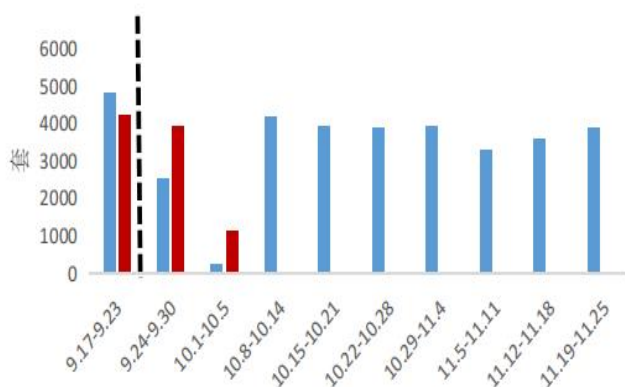
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 9: “9·24”后, 北京二手房销售环比、同比均增长



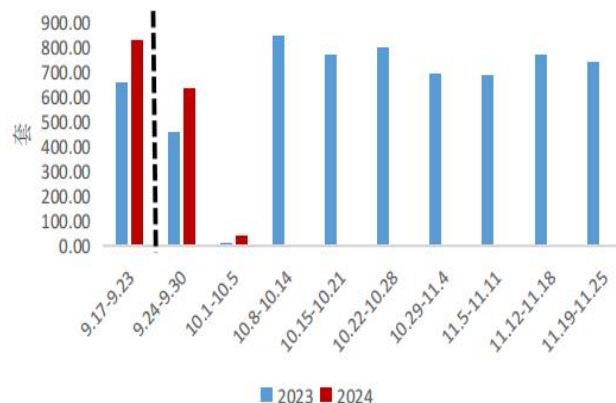
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 10: “9·24”后, 上海二手房销售环比增长、同比回落



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 11: “9·24”后, 深圳二手房销售环比回落、同比增长



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

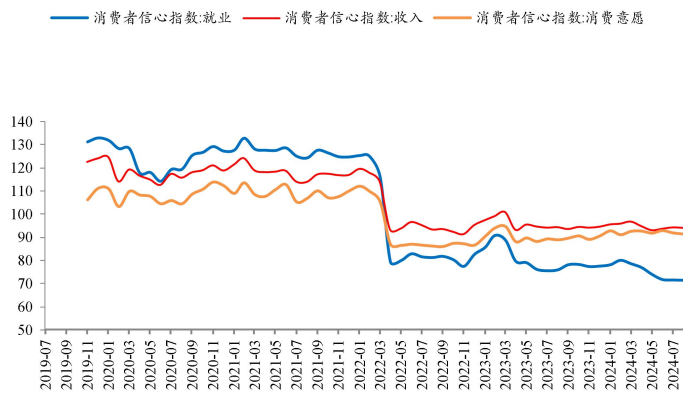
1.2、 如何理解此次政策变化? 政策系统性反转的开始, 还是为了避免短期过快下滑?

根据前文梳理, 政府政策立场转变始于 9 月初, 8 月份我国主要经济数据依旧低迷, 市场悲观心态浓厚, 地方财政压力较大, 完成全年 GDP 5% 增长目标难度上升。9 月 6 日, 前央行行长易纲在第六届外滩金融峰会上直言, “中国现在应该把重点放在抵挡通缩压力上”, 因为“广泛的价格衡量指标连续几季呈现负值”, 可以看作政策转向的一个重要信号。

不过目前看, 当前政策对于短期与长期考虑兼有, 短期考虑占更大权重。政治局会议提到了“努力完成全年目标任务”, 同时提及财政“适当”发力, 表明在宽松的同时, 仍保持了一定克制和定力。房地产仍以因城施策为主, 仍未完全放弃限购。长期政策系统性反转, 从供给侧结构性改革, 到大规模扩大需求还需观察。

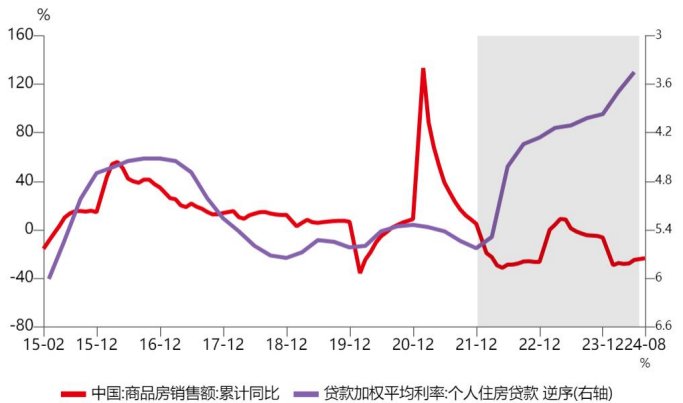
政策成功的关键是走出通胀低迷，难度比较大。目前 GDP 平减指数已经连续五个季度负增长，持续时间仅次于 1998-1999 年亚洲金融危机时期。经济主体对收入、就业预期非常悲观，仅靠货币政策无法走出困境。而且，当前环境也不同于 2015 年，仅靠降首付比例、利率和有限放松限购解决不了问题。2015 年居民杠杆率为 36%，2024 年为 64%，同时房地产商风险仍未解除。

图 12: 居民就业收入预期处于低位



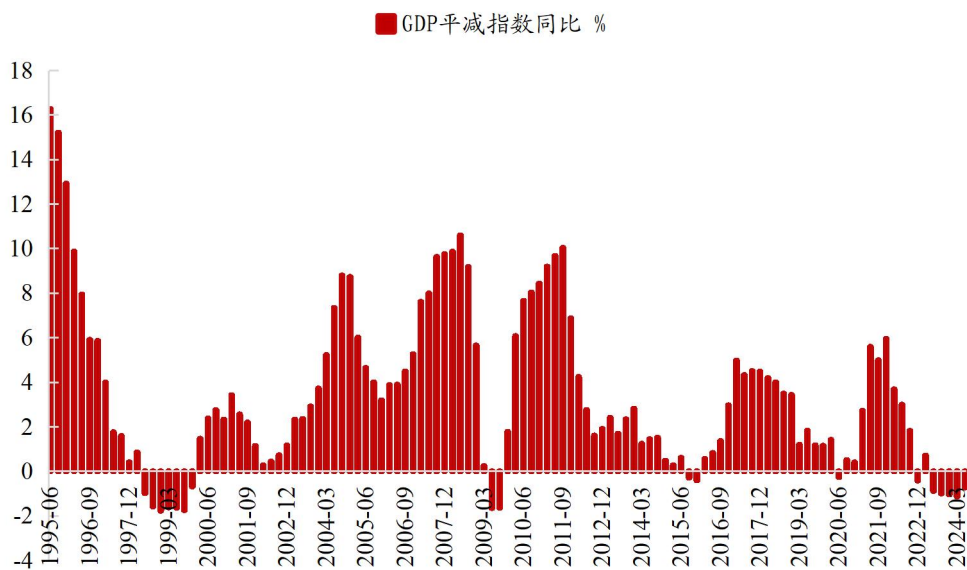
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 13: 疫情之后, 贷款利率下降并未刺激地产销售



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 14: GDP 平减指数已经连续五个季度负增长

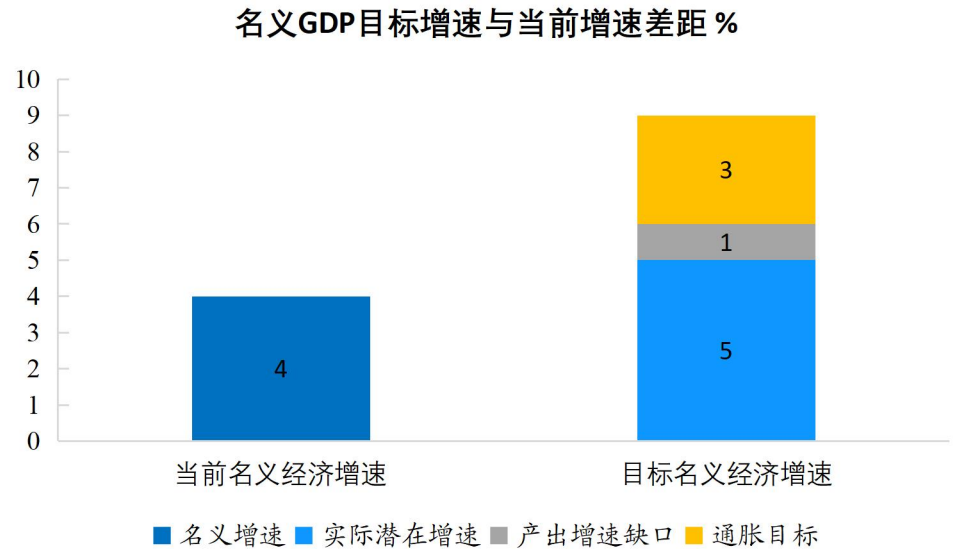


资料来源: Wind, 诚通证券研究所

扭转经济趋势可能需要每年 5 万亿元财政刺激加上制度改革。假如潜在实际 GDP 增速为 5% 左右, 要走出通胀低迷, 现实 GDP 增速需要高于潜在 GDP 增速, 比如 6%。假设通胀目标是 3%, 那么目标名义 GDP 增速应是 9% 左右。当前名义 GDP 增速为 4%, 与目标名义 GDP 增速的差距是 5 个百分点。2023 年名义 GDP 为 126 万亿元, 要使名义 GDP 提升 5 个百分点, 如果不考虑乘数效应, 需要增加支出 6 万亿元以上; 如果乘数效应为 1.3, 需要增加支出 5 万亿元。如果未来出口

恶化，所需支出规模更大。

图 15: 名义 GDP 目标增速和当前增速的差距是 5 个百分点



资料来源：Wind，诚通证券研究所

密切关注中央经济工作会议和 2025 年政府工作报告，关注增量政策及政策转向的力度。2025 年 4 月之前，政策反转和经济反转较难证伪。

10 月底之前，关注财政刺激力度：1) 特别国债和地方专项债增发规模；2) 低收入群体补贴力度；3) 基建和消费刺激力度。

10 月底之前，关注发改委和住建部政策：1) 基建项目储备力度，配合积极财政政策签批基建项目；2) 房地产刺激政策落地情况。

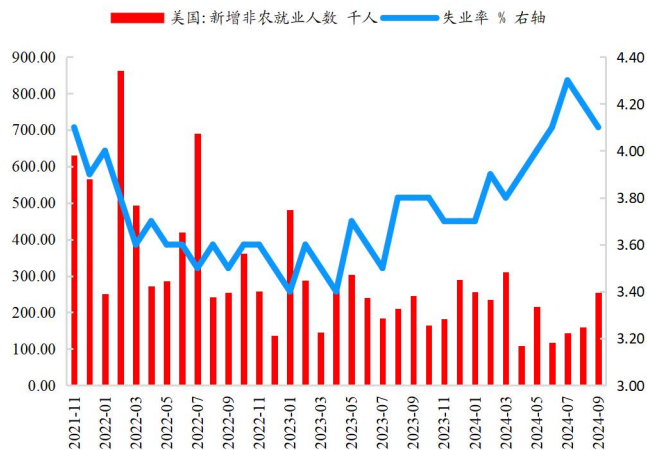
12 月中下旬，关注中央经济工作会议：1) 确定 2025 年经济工作基调；2) 定调 2025 年宏观政策力度，特别是货币政策和财政政策；3) 房地产定调。

2025 年一季度，关注：1) 两会政府工作报告设定全年经济增长目标 5%，还是 5.5%；2) 年初降准、降息情况；3) 1-2 月份信贷情况；4) 一季度经济增速。

1.3、 外部环境仍存在较大不确定性

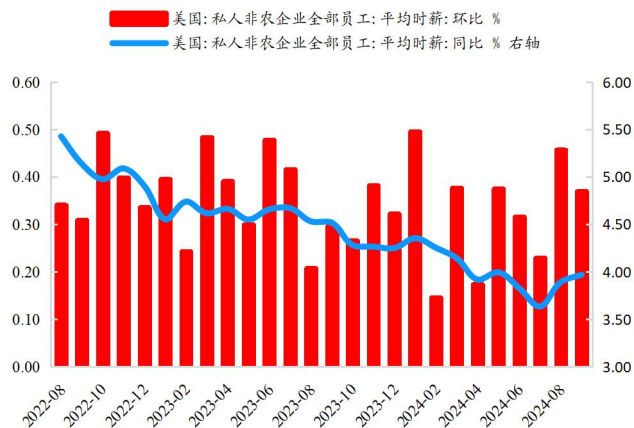
美国经济处于扩张周期末端，存在二次通胀风险，未来降息路径存在不确定性。上半年美国 GDP 同比增长 3%，GDPNow 预测三季度 GDP 环比折年率为 2.5%，仍较高。美国 9 月非农数据超预期，新增非农就业 25.4 万人，远超预期的 15 万人；失业率下降至 4.1%，连续两个月下降。与此同时，时薪季调环比增速 0.4%，保持在高位，同比增速上升至 4%。非农数据公布后，美债利率、美元指数上升，市场预期 11 月、12 月各降息 50 bps 调整为各降息 25 bps。

图 16: 新增就业超预期, 失业率下降



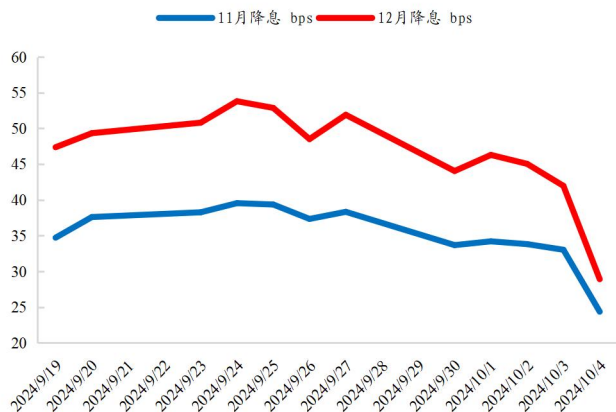
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 17: 薪资同比增速上升



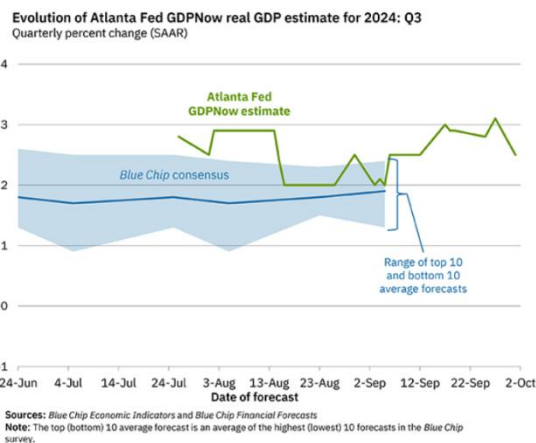
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 18: 11 月、12 月各降息 50 bps 调整为各降息 25 bps



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 19: 预计美国三季度 GDP 环比折年率为 2.5%



资料来源: Atlanta Fed, 诚通证券研究所

地缘政治局势仍不稳, 原油价格剧烈波动。 国庆假期期间, 以色列伊朗冲突持续升温, 截至 10 月 6 日, 布伦特原油价格上涨至 78 美元/桶, 上涨 9%。9 月 27 日, 以色列空袭贝鲁特南部。次日, 真主党发表声明证实其长期领导人哈桑·纳斯鲁拉在空袭中遇难。10 月 1 日, 伊朗向以色列发射大量导弹。10 月 4 日, 以色列称袭击了黎巴嫩真主党的情报总部。拜登劝以色列不要攻击伊朗的石油设施。10 月 5 日, 以色列表示正在计划对之前伊朗对其发动的导弹袭击作出回应。

图 20: 国庆期间美股相对平稳, 原油价格剧烈波动

市场要素	指标	行情数据	国庆期间涨跌幅	年涨跌幅
股票	A50期货	15,436.00	11.05%	34.28%
	中国金龙指数	8,093.70	11.35%	24.97%
	恒生指数	22,736.87	7.59%	33.37%
	恒生科技指数	5,227.13	10.00%	38.86%
	道琼斯	42,352.75	0.05%	12.37%
	纳斯达克	18,137.85	-0.28%	20.83%
	标普500	5,751.07	-0.20%	20.57%
	富时100	8,280.63	0.53%	7.08%
	德国DAX	19,120.93	-1.06%	14.14%
	法国CAC40	7,541.36	-1.24%	-0.02%
	日经225	38,635.62	1.89%	15.45%
大宗商品	COMEX黄金	2,673.20	0.52%	29.03%
	COMEX白银	32.45	3.14%	34.70%
	布伦特原油	78.14	8.98%	1.43%
	TSI铁矿石	107.95	-0.64%	-22.37%
	COMEX铜	4.57	0.32%	17.40%
	CBOT大豆	1,037.75	-1.82%	-20.05%
外汇	美元指数	102.49	1.72%	1.10%
	离岸人民币	7.10	1.32%	-0.36%

资料来源: Wind, 诚通证券研究所; 截至 10 月 6 日

2、股市反转来了吗?

自“9·24”国新办新闻发布会、9月政治局会议之后, A股、港股及海外中概股经历了短期暴涨。市场反转了吗? 如何看待当下火爆的行情?

2.1、市场反转交易的几个阶段

通常而言,交易政策反转的市场走势可以划分为以下几个阶段:预期交易阶段、冲高回调阶段以及基本面验证阶段。在预期交易阶段,市场对政策力度抱有期待,在低迷的经济数据彻底好转之前往往把政策预期的期待值最大化。通常而言,金融、地产及相关的顺周期品种此前往往受制于基本面数据大幅回落,政策预期阶段直接受益于政策利好,反弹力度也往往最大。在冲高回落阶段,往往由于市场短期上涨过快,指数涨幅大幅领先于基本面改善程度而预期有所透支,部分左侧资金率先落袋为安。最后进入基本面验证阶段,市场走势会进入两种情景。若基本面证实复苏,高频数据证明政策发力有效,则市场将迎来盈利增长驱动的慢牛,可持续性上涨有望展开。若基本面复苏被数据证伪,则政策落地效果不及预期,资金将逐步退场,指数出现趋势性回落。特殊情况下,若市场信心不足,普遍不相信基本面会复苏,则市场将在政策预期阶段提前出现高点,不必等待数据验证。

政策反转交易可以参考 2014 年 10 月份至 2017 年的 A 股市场走势。2014 年国内基本面偏弱,货币市场逐步转为宽松、多次降准降息,但 2015 年上半年杠杆资金带动行情急涨急跌,直至 2015 年下半年多重救市政策下才企稳反弹。但宏观经济数据并不稳固,2016 年上半年市场熔断现象出现、指数再创新低。直至 2016 年下半年制造业 PMI 企稳修复、重回荣枯线之上、经济基本面反转,市场才逐步走出经济复苏推动的慢牛。

整体来看,市场反转交易无论短期涨幅大小与持续时间,最终均需要经过基本面数据的验证,才能出现反转。

事实上，国内股市多数上涨为反弹性交易而非反转。反转与反弹两者区别除了上涨高度，更在于持续性。复盘 1991 年以来行情，上证指数反转级别较大的行情共有 7 次，持续时间超过 9 个月且上证指数上涨幅度超过 45%。而指数层面上上涨幅度超过 15% 的反弹行情有 15 次，持续时间两周到两年不等。

图 21: 上证指数反转阶段上涨持续时间长且涨幅大

起始日	结束日	持续天数	上证指数涨跌幅%
1991-06-24	1992-06-11	353	800.4
1996-01-19	1997-05-12	479	189.9
1999-05-19	2002-06-27	1135	62.6
2005-06-02	2007-10-16	866	486.2
2008-10-27	2009-07-31	277	85.5
2014-05-19	2015-06-15	392	149.8
2019-01-08	2021-09-08	974	45.1

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 22: 上证指数主要反弹行情表现

起始日	结束日	持续天数	上证指数涨跌幅%
1995-05-10	1995-05-22	12	55.1
1995-07-04	1995-09-13	71	24.5
1998-03-23	1998-06-03	72	19.6
1998-08-18	1998-11-17	91	20.6
2002-01-22	2002-03-21	58	23.3
2002-06-06	2002-06-28	22	18.5
2003-01-07	2003-04-16	99	20.3
2003-11-14	2004-04-07	145	34.5
2010-07-02	2010-11-08	129	33.1
2012-12-04	2013-02-07	65	23.4
2015-08-26	2015-11-09	75	23.0
2016-02-04	2018-01-29	725	28.6
2022-04-27	2022-06-28	62	18.1
2022-10-31	2023-05-09	190	15.1
2024-02-06	2024-05-20	104	17.4

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

结合前面基本面形势来看，本轮行情不确定是否只是一次超大规模反弹。目前政策的根本性转向仍存在较大难度，经济下行趋势扭转仍需多方协调、采取更大力度措施来克服通胀低迷。因此市场能否反转仍需更多政策细节落地。

2.2、本次反弹有何不同？

第一，政策力度大。9月24日国新办新闻发布会之前，经济、股市的预期皆处于低迷状况。然而新闻发布会上监管机构表态、9月政治局会议罕见研究经济问题，造成极大预期差，市场情绪急速修复。并且市场已经开始预期年底新增专项债快速落地、增加民生补助、改善地方税权、降低个人与企业所得税税率等政策。进入四季度，政策层面进入密集披露期，10月政治局会议、12月中央经济工作会议政策预期仍在。整个四季度有望持续交易政策预期，在会议落地前预期较难证伪。

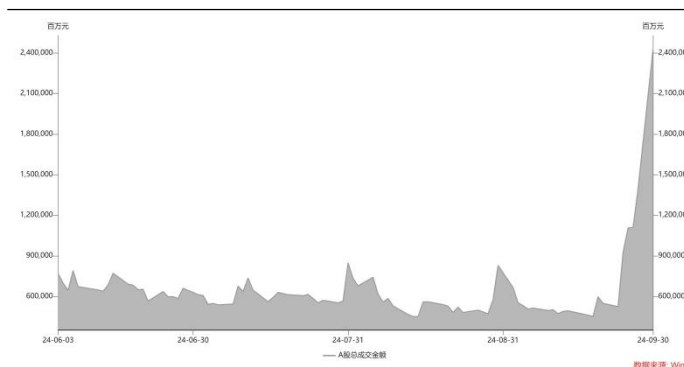
第二，反转预期强。国新办新闻发布会之后，市场信心大幅提振，对基本面反转预期较为强烈。政策交易逻辑下，投资者认为短期政策落地无效，则国内通胀低迷局面未变、基本面仍然回落，但政策面必将会继续加码。并且在政策面支持下，国内最终走出通胀低迷。中国资产价值重估逻辑下，投资者认为外资普遍表态看好中国政策转变，有仓位回补诉求，外资重新流入中国必将伴随中国资产价值的重估。并且国庆期间，港股在没有南下资金助攻情况下，仅靠香港本地资金和外资便大涨，足以证明中国资产正在被全球投资者认可。资金面空头回补逻辑下，当前国内公募基金仓位相对低位、两融余额历史低位，机构资金、杠杆资金均存在仓位回补诉求，甚至开始期待地产市场资金流入、银行存款腾挪至股市带来资金流入，进一步助推市场反转。

第三，技术面压力小。A股市场自2021年以来已经连续经历三年下跌，上证

指数最低回落 26.5%。长期下跌后，成交量从万亿元回落至 5000 亿元左右，换手率同比走低，整体技术面来看市场向上阻力较小。

第四，自媒体传播快，散户快速入场。十一期间，散户开户热情高涨，假期开户热情高涨。赚钱效应下，散户狂热入市，短期股市拉升速度加快。据中国工商银行数据，该行 9 月 30 日投资者银证转账资金变动情况净值激增至 16.71，相较于 9 月 27 日涨幅高达 137.36%，反映出资金正加速涌入 A 股市场。9 月 30 日，国内股市成交量短期飙升至 2.6 万亿元成交量，国庆期间港股地产股也大幅上涨，部分地产个股单日涨幅 70% 以上。

图 23: 9 月底 A 股成交金额迅速暴涨



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 24: 港股地产股短期暴涨, 10 月 2 日融创中国(HK) 单日收涨 75.6%

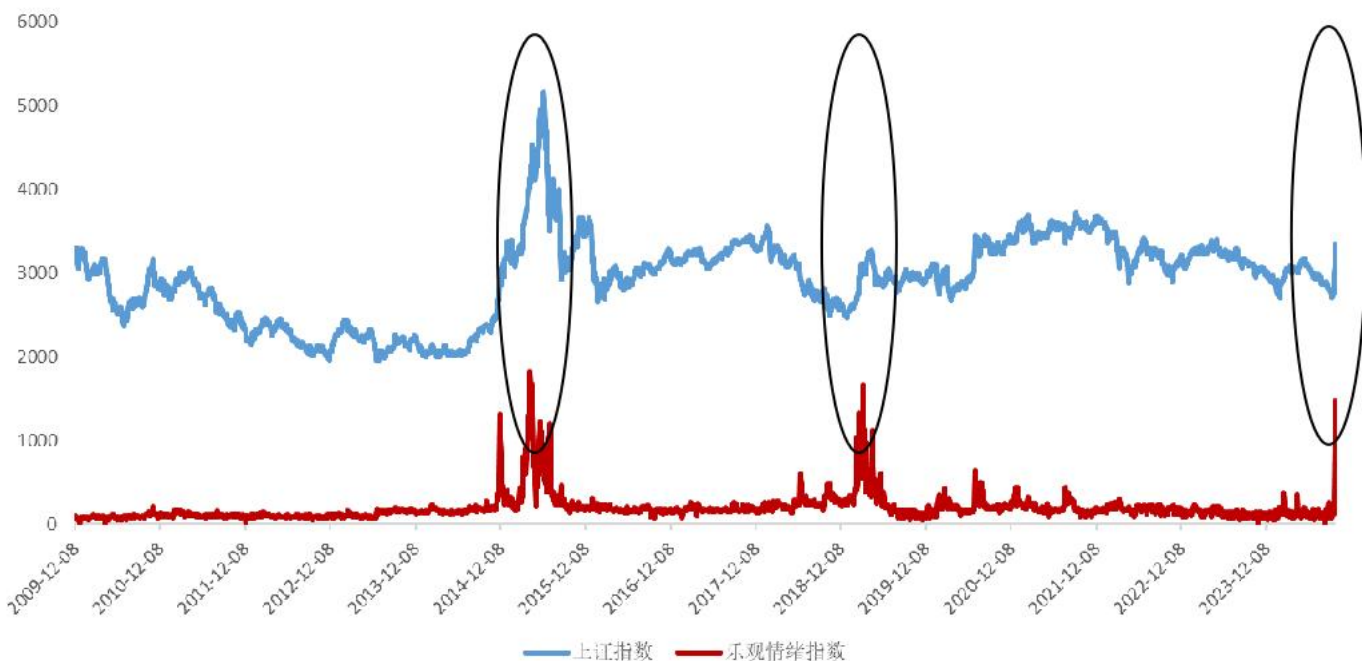


资料来源: Wind, 诚通证券研究所

短期市场乐观情绪指数已升至历史较高水平。从市场乐观情绪观察指标来看，随着市场上涨、机构纷纷看多、投资者踊跃入市，目前市场乐观情绪市场乐观情绪指数接近 2015 年、2019 年 3 月高点。表明在股市普涨行情下，市场情绪已经进入乐观区域，股市容易波动加大。

整体看，本次行情在赚钱效应下，散户入市，股市拉升速度加快。短期情绪面带来上涨，导致市场表现已经超前反应政策面与基本面的好转，预期已经跑在现实之前。

图 25: 市场乐观情绪指数接近 2015 年、2019 年 3 月高点



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

2.3、短期：筹码密集区或有阻力，但天量成交带动下仍有望向上突破

展望后市，短期节后仍有补涨可能。上证指数筹码分布图来看 3300-3600 点为中长线筹码压力区，机构与股东有减持诉求。短期来看，3600 点上方是一个相对的筹码密集区，机构和上市公司大股东有解套减持需求，但若市场持续维持 9 月 30 日 2.6 万亿元左右成交量，则仍可向上突破。

图 26: 9 月 30 日上证指数筹码分布图



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

2.4、中期：保持谨慎，涨幅过快容易迅速见顶

中期来看，行情持续性面临两个关键性逻辑挑战：

第一，短期上涨会孕育新的金融风险，要看监管层面对短期快速上涨的容忍度有多高。机构仓位回补、杠杆资金迅速入市、散户跑步进场下，过快上涨会滋生新的风险。监管层对这种上涨容忍多久，或者会在多少点位进行风险提示。不排除类似于 2015 年上半年的监管表态，监管机构再次对市场主动降温。

第二，短期预期已经超前于潜在的政策及基本面。目前港股地产、证券股票翻倍者比比皆是，市场预期已走在现实之前，但已出台政策能否打破通胀低迷预期仍存在较大不确定性。比如地产政策落地方面，一线城市高频数据回暖持续性能有多久有待观察，比如央行支持性货币工具虽然出台，但大股东、证券保险机构加杠杆意愿多高？实体经济刚经历降杠杆去库存、大股东经历上半年股票质押问题，在当下选择加杠杆回购股票的意愿需要数据验证。

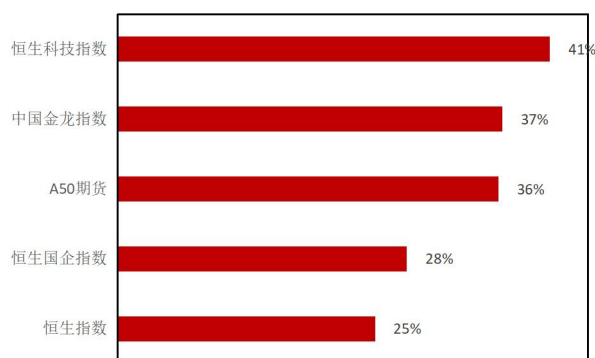
3、股市应对策略

3.1、短期对标港股：节后多元金融、半导体、医药、地产、可选消费有望领涨

指数层面来看，9 月 24 日以来，恒生科技指数累计收涨 41%，A 股休市期间，恒生科技指数收涨 10%，继续领涨。行业表现来看，9 月 24 日以来，恒生二级行业中，多元金融、半导体、零售累计收涨 86%、57%与 43%，领涨市场。A 股休市阶段，多元金融、半导体、保险收涨 33%、22%与 13%，表现靠前。

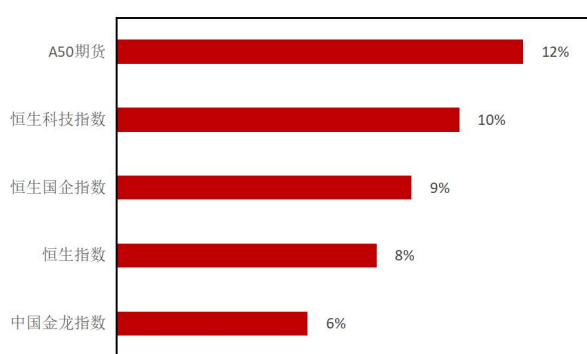
从交易风格来看，“9·24”政策表态后，证券、地产直接受益政策利好，领涨市场。之后随着市场风险偏好显著回升，交易风格逐步蔓延至成长风格，上半年表现落后的半导体、医药板块涨幅强劲。节后 A 股有望复刻这一走势，地产、证券继续上涨，成长风格有望补涨、泛科技板块有望维持强势。

图 27： 9 月 24 日至 10 月 4 日港股及中概股表现



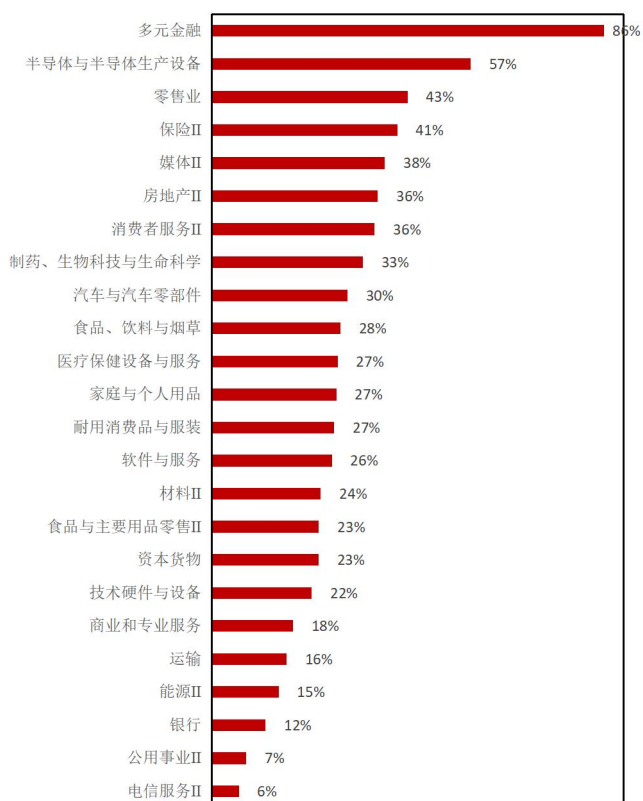
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 28： 10 月 2 日至 10 月 4 日港股及中概股表现



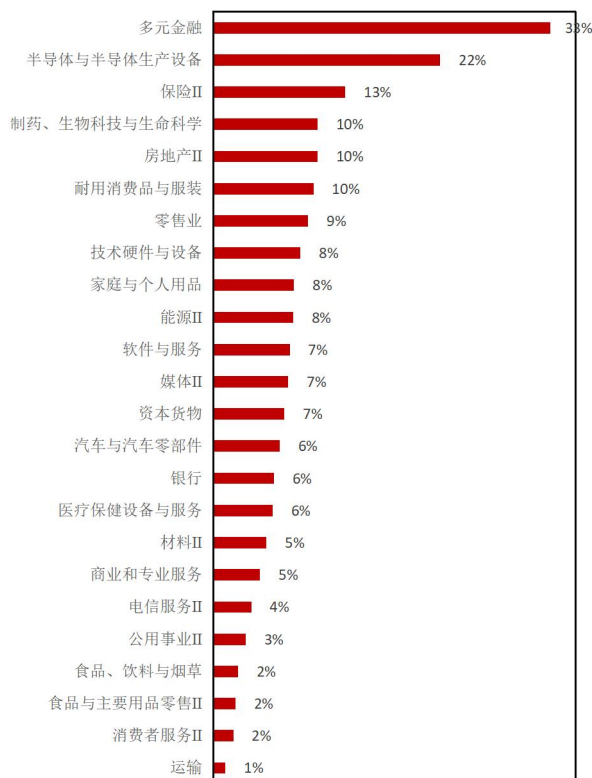
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 29: 9月24日至10月4日恒生二级行业表现



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 30: 10月2日至10月4日恒生二级行业表现



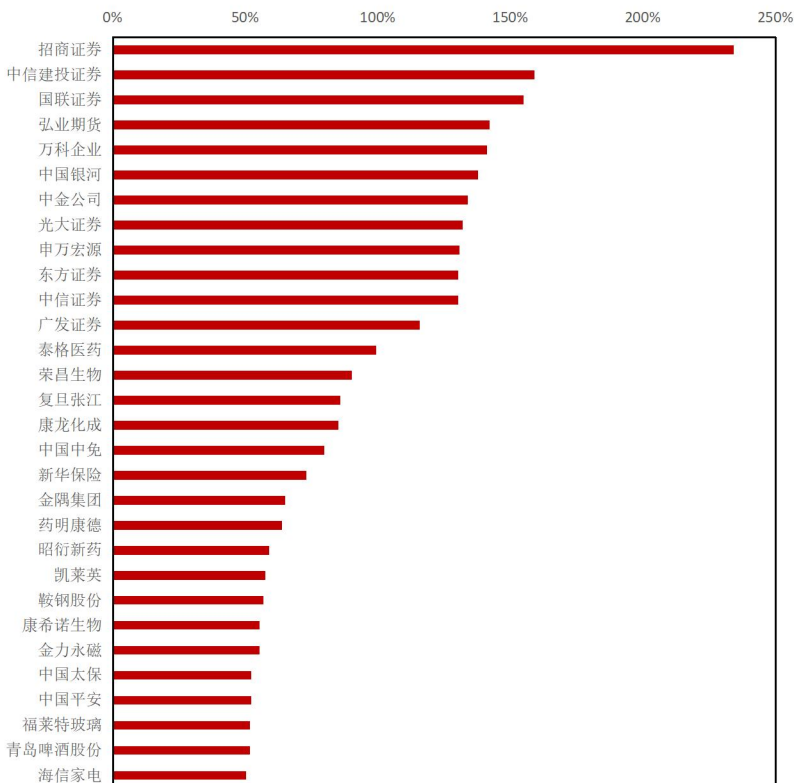
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

3.2、对标 A+H 个股: 证券、地产、创新药、可选消费、保险标的节后有补涨机会

9月24日以来 A+H 股的走势, 港股区间涨幅排名靠前 30 支个股以证券板块为主, 涨幅超过 50%。对比区间内港股与 A 股涨跌幅来看, 有 10 家上市公司港股涨幅领先 A 股涨幅近 100%。对比 AH 股溢价来看, 药明康德、招商银行、美的集团、万科 A、华泰证券的 AH 股价格已经出现倒挂, 表明 A 股股价已经低于港股。

结合港股表现及 AH 股溢价折价情况来看, 节后证券、地产、创新药、可选消费、保险板块标的均有补涨诉求。

图 31: 9 月 24 日至 10 月 4 日 A+H 港股区间涨幅排名前 30 个股



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 32: A+H 股节后潜在补涨空间及折溢价率

序号	证券简称	港股涨幅-A股涨幅 (9.24-10.4)	AH股 比价	AH股 溢价率	序号	证券简称	港股涨幅-A股涨幅 (9.24-10.4)	AH股 比价	AH股 溢价率
1	招商证券	205%	1.0	0.9	28	中国平安	23%	1.0	0.9
2	国联证券	125%	1.8	0.5	29	中兴通讯	22%	1.3	0.7
3	中信建投	123%	1.9	0.5	30	海信家电	21%	1.0	0.9
4	弘业期货	113%	3.6	0.3	31	中国中冶	21%	1.8	0.5
5	中国银河	102%	1.5	0.6	32	大众公用	21%	1.9	0.5
6	万科A	101%	0.9	1.0	33	上海医药	19%	1.5	0.6
7	光大证券	100%	1.6	0.6	34	南方航空	19%	1.9	0.5
8	东方证券	100%	1.5	0.6	35	金风科技	18%	1.4	0.6
9	中金公司	99%	1.9	0.5	36	时代电气	17%	1.4	0.6
10	申万宏源	96%	1.7	0.5	37	东方航空	16%	1.8	0.5
11	中信证券	89%	1.0	0.9	38	康希诺	16%	1.7	0.5
12	广发证券	82%	1.1	0.8	39	中联重科	16%	1.3	0.7
13	泰格医药	61%	1.3	0.7	40	福莱特	15%	1.5	0.6
14	复旦张江	58%	2.5	0.4	41	中国中铁	15%	1.4	0.6
15	康龙化成	43%	1.5	0.6	42	中国人保	14%	1.7	0.5
16	药明康德	38%	0.8	1.2	43	郑州银行	14%	2.0	0.4
17	中国中免	38%	1.0	0.9	44	青岛啤酒	14%	1.2	0.8
18	荣昌生物	35%	1.7	0.5	45	复星医药	14%	1.6	0.6
19	新华保险	33%	1.6	0.6	46	金力永磁	13%	1.8	0.5
20	金隅集团	31%	2.0	0.5	47	东江环保	13%	2.2	0.4
21	招商银行	30%	0.8	1.1	48	中国国航	13%	1.9	0.5
22	昭衍新药	27%	1.6	0.6	49	海螺水泥	12%	1.0	0.9
23	中国人寿	26%	2.4	0.4	50	长城汽车	9%	1.9	0.5
24	凯莱英	25%	1.2	0.8	51	春立医疗	8%	1.4	0.6
25	美的集团	25%	0.8	1.1	52	中国铁建	8%	1.5	0.6
26	中国太保	25%	1.2	0.8	53	赣锋锂业	7%	1.4	0.6
27	鞍钢股份	25%	1.4	0.6	54	天齐锂业	3%	1.2	0.8

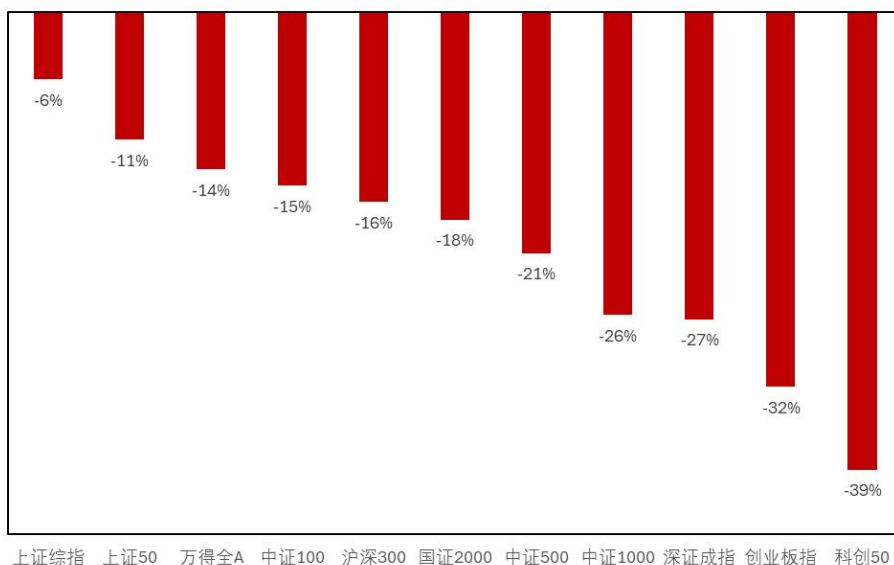
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

3.3、短期配置：短期抓两头，顺周期及 TMT

短期配置角度，首先结合港股表现及政策预期，建议关注顺周期板块，如证券、地产、建材、有色板块。证券板块相较于港股，短期仍有补涨空间，并且在监管机构鼓励金融机构并购重组、央行针对金融机构的货币政策工具落地阶段，证券板块有望持续受益。顺周期板块来看，国庆期间地产高频数据已经出现显著回暖迹象，虽然持续性有待观察，但对于整个地产链估值修复确定性较高。

其次，随着市场风险偏好回升，建议关注超跌的 TMT、新能源与医药板块。超跌反弹阶段，机构仓位低、筹码较轻，短期情绪补涨阶段涨幅往往靠前。2021 年 9 月股市高点以来，新能源、半导体、医药等泛科技板块连跌三年，行业指数层面至今仍未修复，超跌反弹阶段仍有补涨机会。

图 33： 2021 年 9 月至 2024 年 9 月末各大指数涨跌幅表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

指数层面，建议优先选择修复空间仍在的指数，如科创 50、创业板指、中证 1000，中证 500 等。2021 年以来，整体回撤较大，截至 9 月 30 日距离 2021 年高点仍有较大修复空间。

3.4、中期：市场上涨一定点位后保持警惕，关注监管表态

目前市场情绪乐观、股市表现已经超过基本面与政策面修复程度，不排除市场冲高后持续回落风险。复盘 2014 年至 2015 年行情，市场经历快速上涨，股市高杠杆风险积聚但经济基本面并未跟上。2015 年 6 月指数快速冲高后伴随监管机构对杠杆资金的严监管，股市急转直下，8 月底央行多次降准降息、七千亿养老金入市获批、第二批救市资金入场的众多政策利好下市场出现反弹。但基本面仍未修复，反弹之后再次回落，直至 2016 年制造业 PMI 重回荣枯线之后股市才逐步走出慢牛行情。

中期来看，市场上涨一定点位后，要对市场走势保持谨慎。关注证监会表态，如果证监会放宽 IPO、再融资，提高融资保证金比例，看到这些信号，应保持警惕，控制仓位。借鉴历史，2015 年初监管层曾多次表态“近期中国股市的上涨有其必然性和合理性，但在目前经济下行压力较大、部分股票估值较高、杠杆资金较活跃

的情况下，投资者仍需要注意市场风险”，对市场进行风险提示。

9月30日，上证指数3336点，短期节后维持市场继续反弹的判断。但若指数上涨20%以上应保持谨慎，上涨25%附近应非常谨慎。目前最核心的观点在于，市场比较可能是较大规模反弹，持续性待观察，这是第一性判断，独立于博弈。在反弹前提下，借鉴2015年，指数快速拉升导致监管层面可能提前降温，预防股市短期暴涨后可能发生的踩踏。后续需要密切关注监管信号，若监管表态出现对股市快速上涨的关注或担忧，或涨幅已经超过目标点位、表现大幅脱离基本面。

结合市场短期上涨高度，对市场走势及配置的预判如下：

- 节后涨幅10%以内：短期仍可继续加仓，政策密集阶段保持乐观。配置方向上关注泛科技与顺周期板块。超跌板块以泛科技、新能源、医药为主，顺周期板块整体交易反转预期，金融、地产、有色、建材、家居、家电等板块均有望估值提升。
- 节后涨幅15-20%：策略逐步转为中性，反弹幅度较高，要控制仓位，股市高位市场波动或许加大。不排除出现较大幅度回调，但在政策密集期结束之前、高频数据证伪之前仍是加仓调仓良机。
- 节后涨幅20%以上：战略性调节仓位，可以逐步转为防御风格。若极端情况下，指数上涨接近25%附近，需要极其谨慎。市场上攻尾声阶段，资金规模大的机构应避免可能出现的踩踏。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行人或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及诚通证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

诚通证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。诚通证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。

诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环北路27号12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>