

重磅政策频出：下一步经济市场走势研判及应对思考

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。

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：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：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：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：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。

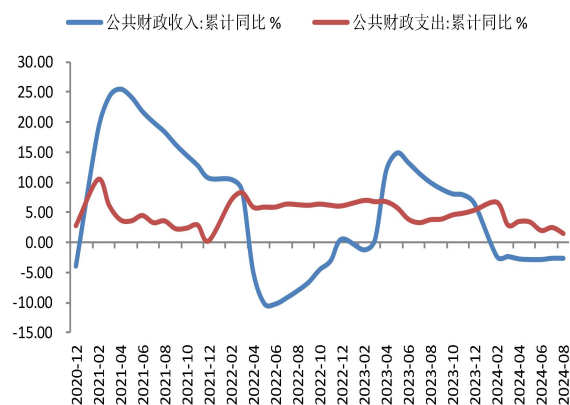
第二项是创设股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。首期规模3000亿元，若成效显著，第二期、第三期均可以持续保持3000亿元规模。

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。

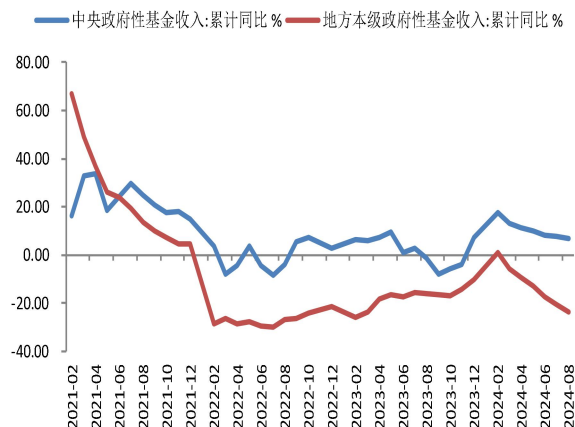
当前，货币政策已经基本落地，市场更加关注未来财政政策的力度与空间。不过，会议强调要“保证必要的财政支出”。用词偏温和，没有强调加大财政支出，多重约束下，政治局会议对财政表述较为克制。这主要由于，近年来财政收入下滑，财政约束仍在。2024年以来，受税收、土地出让金下滑等方面影响，财政收入下降。前8月，公共财政收入累计同比下降2.6%；全国政府性基金收入累计同比下降21.1%；土地出让金同比累计下滑25.4%。

图5：前8月公共财政收入累计同比下降2.6%



资料：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：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		
	首付比例		限购政策
	首套	二套	税收
北京	15% (20%)	20% (35%)	不再区分普通住宅与非普通住宅
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
深圳	15% (20%)	20% (30%)	增值税年限调整为2年
广州	15%	25%	无调整
			完全放开限购

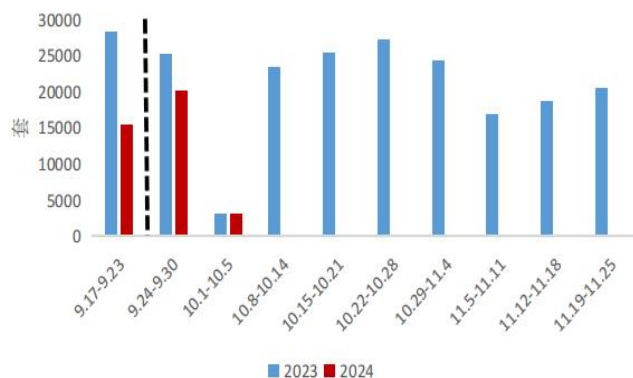
资料： Wind， 诚通证券研究所

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。

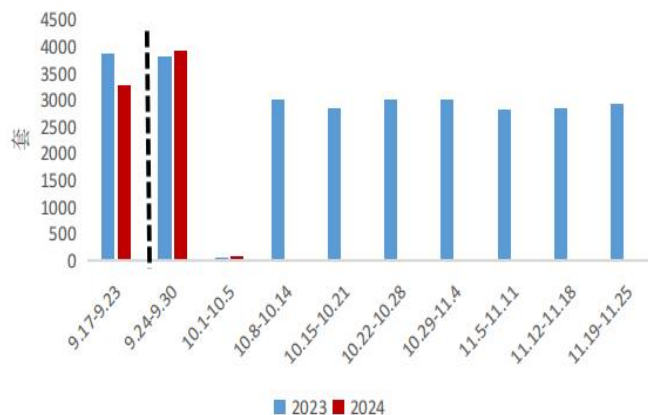
国庆十一期间，新房、二手房成交量也表现较好。不过整体成交量较小，缺乏参考价值，因此政策效果关键还需要观察节后的市场情况。

图 8: “9·24”后, 30大中城市商品房销售环比增长



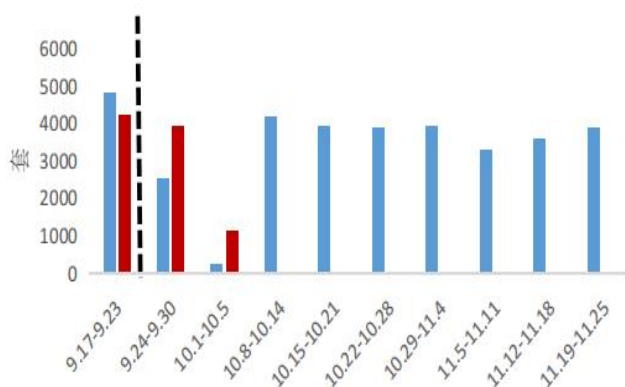
资料 : Wind, 诚通证券研究所

图 9: “9·24”后, 北京二手房销售环比、同比均增长



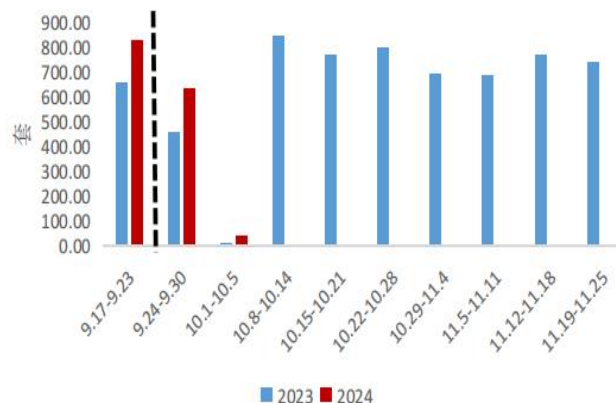
资料 : Wind, 诚通证券研究所

图 10: “9·24”后, 上海二手房销售环比增长、同比回落



资料 : 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 : Wind, 诚通证券研究所

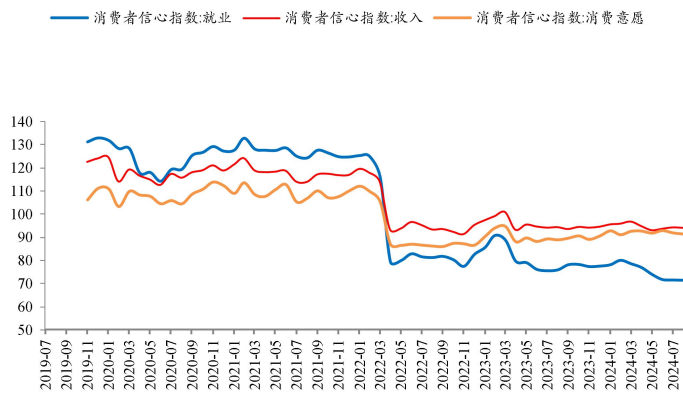
1.2、 如何理解此次政策变化？政策系统性反转的开始，还是为了避免短期过快下滑？

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。

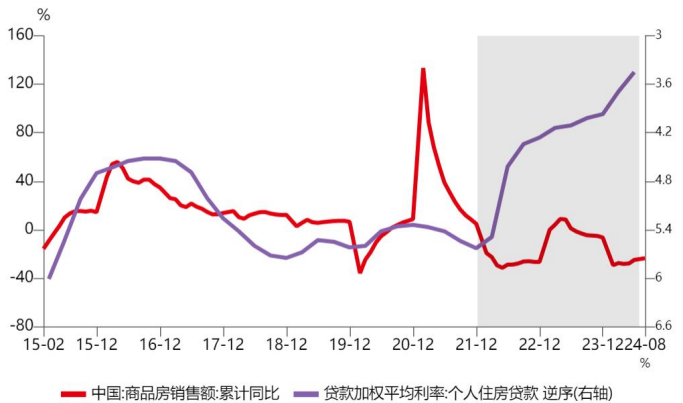
政策成功的关键是走出通胀低迷，难度比较大。目前 GDP 平减指数已经连续五个季度负增长，持续时间仅次于 1998-1999 年亚洲金融危机时期。经济主体对收入、就业预期非常悲观，仅靠货币政策无法走出困境。而且，当前环境也不同于 2015 年，仅靠降首付比例、利率和有限放松限购解决不了问题。2015 年居民杠杆率为 36%，2024 年为 64%，同时房地产商风险仍未解除。

图 12: 居民就业收入预期处于低位



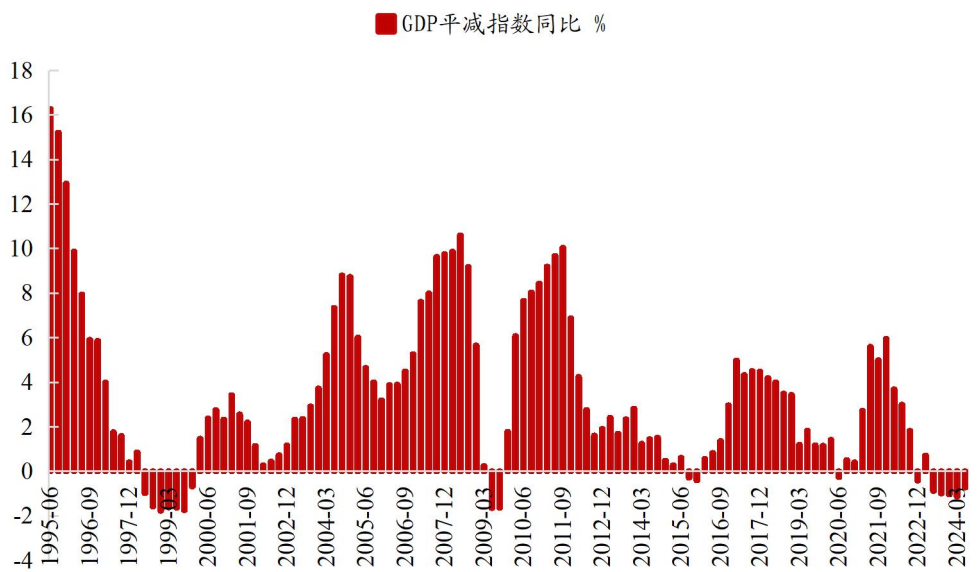
资料 : Wind, 诚通证券研究所

图 13: 疫情之后，贷款利率下降并未刺激地产销售



资料 : 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

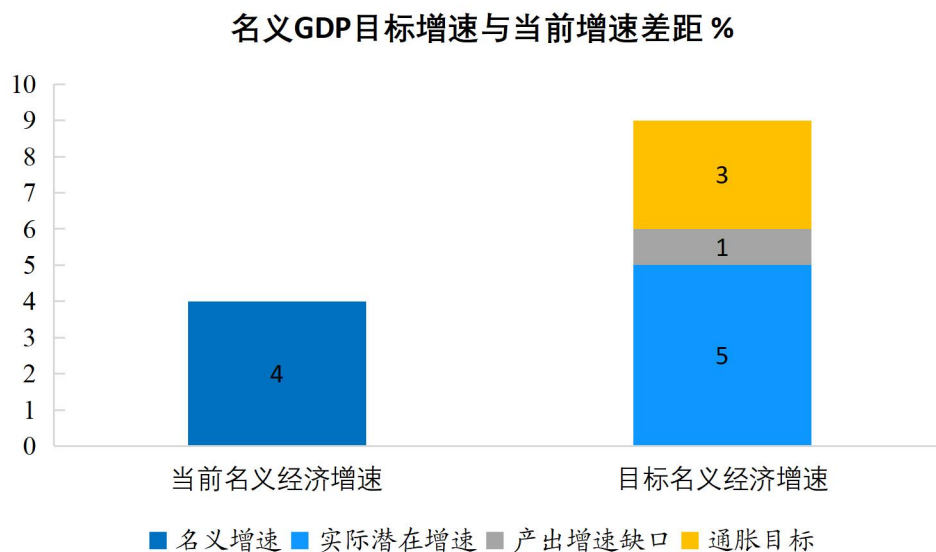


资料 : Wind, 诚通证券研究所

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：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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/018032041066006134>