

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

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，体现了稳增长的前期引导，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

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

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	
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

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/578075027131006130>