

国内投资环境边际向好，A股上行动能已开启

核心观点：

- **国际环境仍具不确定性：**(1) 海外经济增速放缓中显韧性。美国经济弹性较大，存软着陆的可能性，欧元区经济衰退风险提升。(2) 全球通胀反复，在原油和住房价格推升下，8、9月美国CPI出现反弹。(3) 货币政策方面：在全球经济一体化的大背景下，美联储为对抗通胀长期执行加息政策，美国的基准利率被推升至历史性高位，驱动全球资本流向美国。
- **国内投资环境边际向好：**(1) 三季度经济略超预期，9月金融数据底部企稳，国民经济延续恢复态势，CPI、PPI数据均如期改善，**宏观基本面向好决定了11-12月A股震荡上行的走势。**(2) 三季度以来，各方利好政策频出，在货币、财政、行业及资本市场等多方面均有利好，多措并举提振市场信心。(3) 房地产市场仍处在调整阶段。9月新房销售面积和金额的同比跌幅均略微收窄。**房地产行业底部企稳将成为A股市场上行的关键因素。**(4) 针对地方政府债务问题，中央和地方层面持续推进隐性债务“控制增量、化解存量”，目前已取得明显成效，债务风险整体可控。
- **大势研判：**(1) 截至10月27日，在强政策刺激与弱经济现实的双重影响下，今年全A指数收跌3.16%。(2) 三季度以来，市场交易较为疲软。7月、8月、9月、10月日均成交额分别为8462.6亿元、8237.7亿元、7222.2亿元、7951.4亿元。另一方面，市场放量上涨、缩量下跌，市场底部特征明显。全A指数、上证指数、深证成指、创业板指近10年的历史分位数水平分别为23.3%、25.1%、20.0%、0.20%，主要宽基指数均处于历史的极低位。因此，A股估值绝对低位的优势已形成。(3) 展望11-12月，利空渐少、利好渐多，A股大盘上涨概率加大，结合海外市场的不利因素，中国资产的配置优势逐渐凸显。
- **行业机会：**三季度以来，行业股指跌多涨少。**非银金融、煤炭、石油石化、地产链涨幅居前**，消费板块表现居中，**国产科技与TMT板块深度回调**，电力设备持续下跌。展望11-12月：(1) 业绩增速较高、估值较低、北向资金未来回流可能性较大的行业有：电力设备、食品饮料、国防军工、公用事业、交通运输等行业；(2) 前期政策的效果逐渐显现，非银金融、地产链仍有交易性机会；(3) 消费板块的整体估值水平处于偏低的水平，四季度消费潜力有望进一步释放，部分消费行业业绩有望持续改善；(4) 短期内受益于国际能源价格上涨带动的上游能源板块，石油石化、煤炭等行业；(5) 中长期配置价值高的TMT和国产科技替代板块，建议关注。
- **风险提示：**海外加息超预期风险，国内政策落地不及预期风险，市场情绪不稳定风险，原油价格大幅飙升风险。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

分析师助理：周美丽、王雪莹

相关研究

2023-10-19, 十载初折桂, 百年新征程——“一带一路”的宏观意义与主题投资机会

2023-09-27, 四季度A股市场投资展望：关键因素决定市场走势

2023-09-16, 银河证券策略研究：基本面边际改善，A股迎结构催化

2023-09-11, 银河证券策略研究：A股迎来多重利好，后市行情可期

2023-09-03, 银河证券A股中报全景与后市配置建议

2023-08-29, 银河证券点评报告：“组合拳”逐步落地。A股布局可期

2023-08-21, 银河证券策略研究点评报告：为什么5年期以上LPR没有调降？

2023-08-12, 7月通胀及金融数据解读：降准降息预期升温，坚守A股市场投资主线

2023-07-25, 7月中央政治局会议解读：提振A股市场，把握主线投资机会

2023-07-22, 国内“稳预期”政策密集出台，基金加仓“大主线”

2023-07-03, 2023年A股市场中期投资展望：时蕴新生，秉纲执本

2023-06-19, 投资环境的边际变化与多重政策合力催化A股市场颠簸上行

2023-5-21, 可持续高质量发展专题：中国特色估值体系重塑“中国元素”与投资逻辑再审视

2023-5-21, 房地产行业专题：周期未变，市场竞争格局在动

2023-5-16, 可持续高质量发展专题：谁主沉浮？专注制胜—兼顾选股策略

目 录

一、A 股市场投资环境的边际变化	3
(一) 国际环境的变化不确定性	3
(二) 国内环境变化边际向好	6
二、A 股市场投资展望	15
(一) 大盘走势	15
(二) 行业机会	17
三、风险提示	20

一、A 股市场投资环境的边际变化

(一) 国际环境的变化不确定性

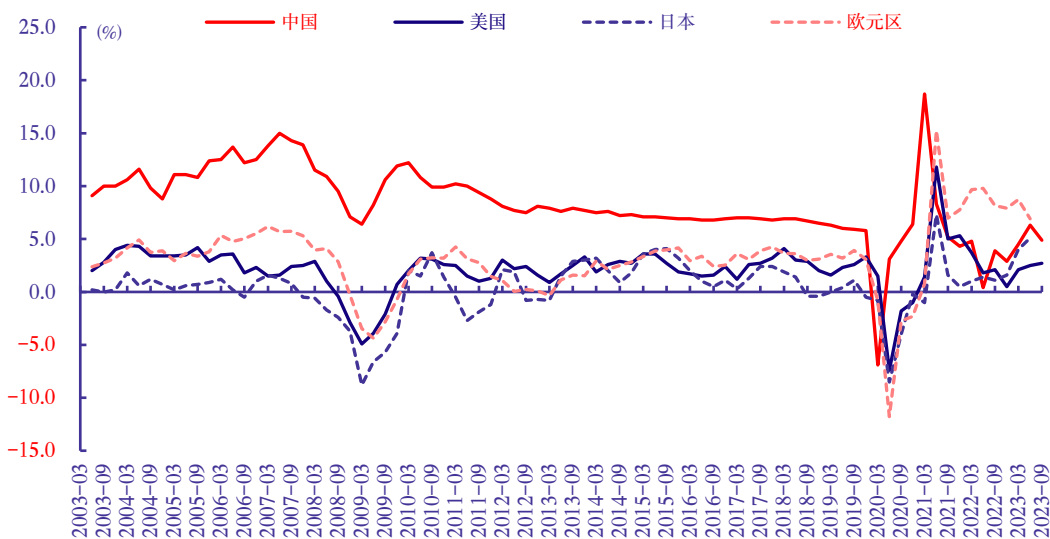
1. 经济、通胀与就业情况

当前，全球经济形势较为复杂，各国经济发展情况不一，存在一定不确定性。美国的经济弹性较大，经济数据依然强劲，但伴随美联储“鹰派”的货币政策，美国经济弱势概率加大。美国三季度实际 GDP 环比折年率 4.9%，高于预期值 4.3%和前值 2.1%，是 2022Q1 以来最高；同比 2.9%，高于前值 2.4%，是 2022Q2 以来最高水平，且已连续 3 个季度回升，主要受消费者支出、库存投资等因素推动。一方面，GDP 的强劲为正在寻求软着陆的美联储提供了更大的加息余地，但这也表明，美联储迄今实施的逾 525 个基点的紧缩政策并未给市场带来太多降温。如图 1 所示。

欧元区经济衰退风险提升。二季度欧元区 GDP 当季同比为 6.84%，较一季度下行。近日，欧盟委员会下调欧元区 2023 年 GDP 增长预期，从此前的 1.1%下调至 0.8%，2024 年的增长预期也从 1.7%下调至 1.3%，主要原因是欧洲最大经济体德国的增长预期大幅下滑。受能源危机、通胀高企等因素影响，德国制造业订单出现大幅下滑，二季度德国 GDP 增长为 0%，低于预期的 0.3%，已连续两个季度负增长，陷入技术性衰退。德国经济研究所预测，今年全年德国实际 GDP 将下降 0.5%，2023 年德国平均失业人数为 258 万人，失业率将升至 5.5%，**衰退风险提升**。

根据日本内阁府公布的 2023 年第二季度宏观经济统计修正值，日本实际 GDP（季节调整值）环比增长率为 1.2%，连续三个季度保持正增长，显示出日本经济的复苏趋势。然而，此轮日本经济增长主要由外需拉动，主要系半导体供给限制缓解，日本汽车出口大幅增加，以及入境游客的增长带来服务出口的增加。2023 年第二季度，外需对实际 GDP 增长率的贡献为 1.8%，换算年率为 7.1%。但日本宏观经济增长仍然承受内外压力，能否顺利步入持续复苏轨道仍未知。一方面，外部经济环境不稳定，出口持续增长的动力不足。自 2022 年 10 月以来，全球制造业增长明显受阻，PMI 持续低于 50 大关，将对日本制造业的出口造成一定制约。另一方面，私人消费和企业设备投资均陷入负增长，内需增长动力不足。2023 年第二季度，内需对日本实际 GDP 增长率的贡献度为-0.6%，换算为年率达到-2.4%。占 GDP 总额比重近六成的私人消费环比增长率降至-0.6%，占 GDP 总额比重超过 15%的企业设备投资环比增长率降至-1.0%。

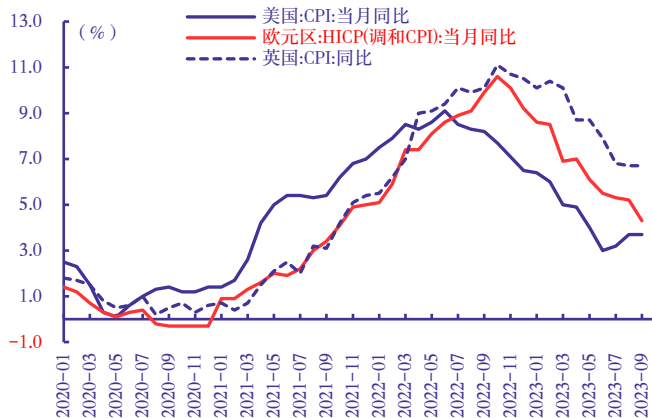
图1：2003-2023 年 Q3 美欧日 GDP 当季同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

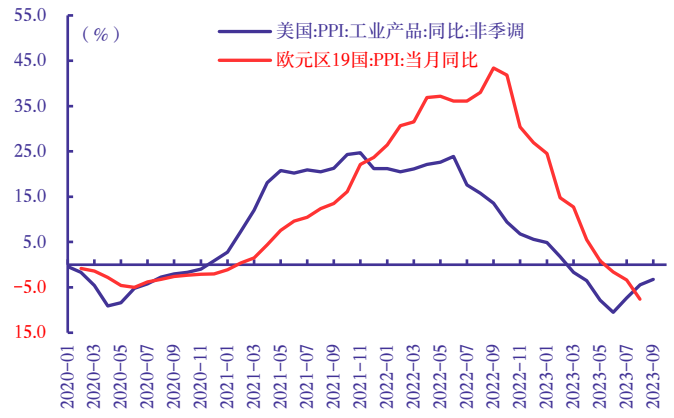
当前，全球通胀持续回落，但反弹风险仍在。2023年三季度全球三大经济体CPI同比整体仍保持回落态势，但8、9月美国CPI出现反弹，英国则回落趋缓，通胀风险仍存。美国8月CPI出现反弹，同比上升3.7%，预期3.6%，前值为3.2%，环比增长0.6%，与市场预期相同，前值为0.2%；美国9月CPI同比上涨3.7%，预期值3.6%，前值为3.7%；核心CPI同比录得4.1%。美国通胀粘性较为顽固。具体来看，汽油指数贡献了CPI环比超50%的涨幅，住房指数连续第40个月上升，也是推升CPI的主要因素。油价抬升已被市场充分预期，通胀反弹未对市场情绪产生大幅波动。欧元区通胀仍然较高，8月CPI当月同比5.2%，9月CPI当月同比4.3%。欧洲央行进行了本轮加息周期的第十次加息，利率决议中，欧洲央行表示虽然通货膨胀持续下降，但预计仍将在过长的时间内维持在过高的水平，释放年内暂停加息的信号。英国8、9月CPI同比上涨均为6.7%，连续第三个月回落，主要原因是食品价格涨幅放缓，英国央行暂停加息预期进一步得到验证。如图2所示。

图2: 美欧英CPI当月同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

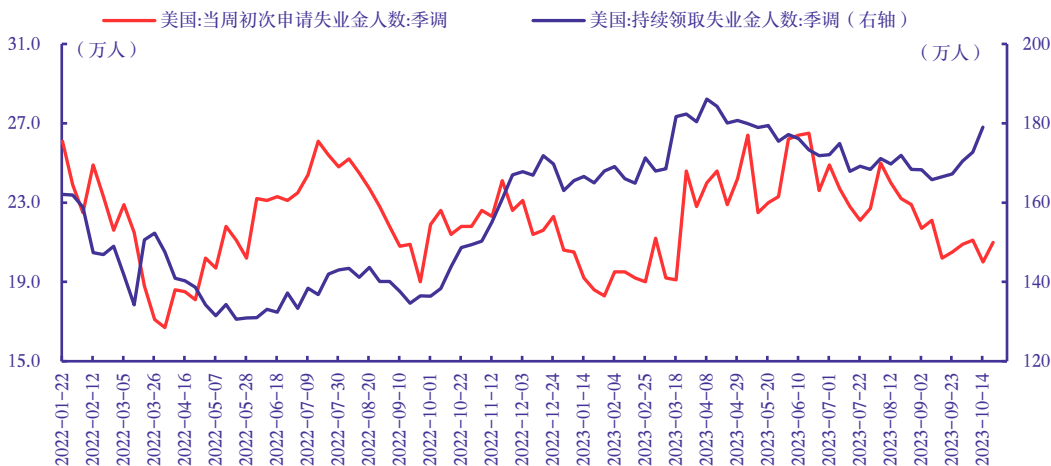
图3: 美国与欧元区PPI当月同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三季度以来，欧元区PPI仍保持下行态势，美国PPI8、9月反弹。美国9月PPI数据，同比录得2.2%，大幅超出市场预期值1.6%和前值2%，核心PPI录得2.7%，高于市场预期值2.3%和前值2.5%。PPI上行压力主要来源于能源价格的大幅上涨，受汽油价格上涨20%推动，当月能源价格上涨了10.5%。美国9月PPI涨幅大超预期的主要原因在于最终需求能源价格上涨3.3%，其中汽油指数上涨5.4%；最终需求食品指数上涨0.9%；扣除食品和能源的最终需求商品指数上涨0.1%。受益于钢铁、木材等中间产品价格下降，欧元区8月PPI欧元区8月生产者物价指数（PPI）同比下降11.5%，基本符合预期，前值为下降7.6%。整体而言，美国PPI上行，与CPI相互印证，欧元区PPI降幅明显，对部分经济领域价格压力有所缓解。如图3所示。

图4: 美国当周初申请及持续领取失业金人数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

据美国劳工统计局发布的报告显示，美国9月季调后非农就业人口增加33.6万人，为2023年1月以来最大增幅，远高于市场普遍预期的17万，几乎为8月数据18.7万人的一倍之多。主要源于制造业和建筑业的就业改善，这与美国制造业PMI与建筑支出的上行保持一致，可能反映美国制造业回流政策作用。此外，美国9月失业率3.8%，预期3.70%，前值3.80%，创一年半以来新高。整体而言，9月美国劳动力市场呈降温态势，失业率随着就业市场软化出现上升势头，加息预期进一步降低。如图4所示。

2. 货币政策变动

美联储9月议息会议如期将美国联邦基金利率保持[5.25%，5.50%]不变，但大幅调整了对美国的经济增长、就业市场与通胀的预测，马上进入11月议息，市场预期11月暂停加息一次，但“鹰派”观点依然。就业市场方面，美联储将2023年底失业率由6月的4.1%下调至3.8%，鉴于9月美国实际失业率为3.8%，美联储的最新预期表明其预计年内美国就业市场不会有明显恶化。经济增长方面，美联储将2023年四季度美国经济增速由6月份的1.0%大幅上调至2.1%，将2024年经济增速预期也由6月份的1.1%上调至1.5%，显示美联储预期美国经济年内不会陷入衰退，但政策往往存在时滞。通胀方面，将2023年末PCE的预期则由3.2%微上调至3.3%，但同时将核心PCE预期由3.9%下调至3.7%，显示其对美国通胀回落的放缓已有预期。政策方面，美联储维持2023年联邦基金利率中枢5.6%不变，同时上调了2024年和2025年的利率中枢，且在预期通胀回落至2%目标水平，2026年政策利率仍高于2.5%的中性利率，显示美联储未来并不会急于降息。最新的经济预测显示出美联储对实现软着陆的信心进一步提升，年内停止加息预期有所增强。

9月14日，欧洲央行宣布加息25个基点，将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调至4.5%、4.75%和4%。最新数据显示，欧元区9月通胀率下行。同时，欧元区经济增长已显露疲态，欧盟委员会同时下调了欧盟和欧元区今明两年经济增长预期至0.7%和1%。欧洲央行正面临继续抑制通胀还是增强经济增长动力的两难选择。央行在加息同时释放鸽派言论，暗示利率可能已经达到峰值。市场定价表明，经济前景更为悲观，央行或在明年年中前被迫降息。

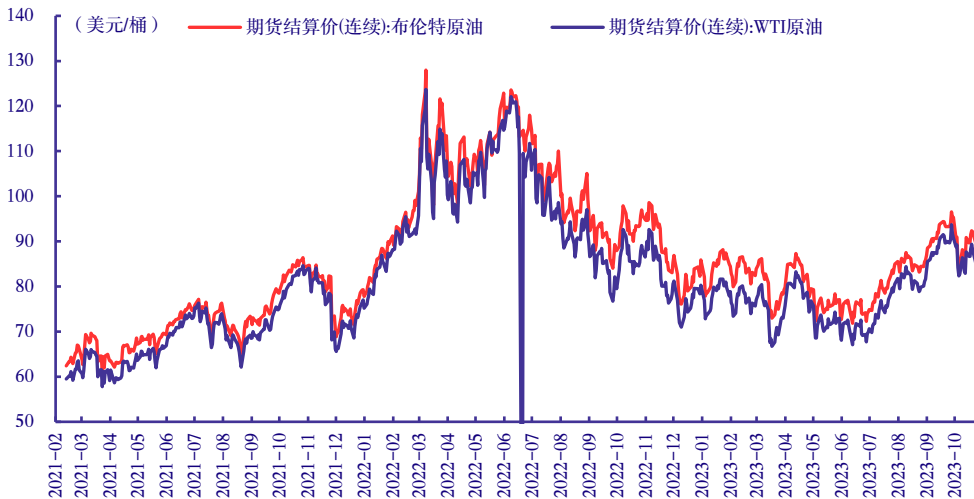
英国央行9月例会意外维持基准利率在5.25%不变，这是其在连续第14次加息后的首次暂停加息，若通胀压力更加持续，未来存在再次加息的可能。对于此次暂停加息，英央行内部存在较大的分歧，这进一步增添了英国央行下一次货币政策会议决议所面临的不确定性。最新的通胀降温和经济增速放缓是央行维稳利率的关键，但国际能源价格上涨迹象可能是通胀趋势不稳定因素，后续仍面临较大不确定性。

3. 风险因素

三季度以来，尤其是10月以来，地缘因素的催化，原油价格持续上涨，成为拉升通胀的最主要因素之一，由此带来的通胀风险值得进一步关注。9月以来，布伦特原油和WTI原油价格屡次突破90美元，截至10月29日，布伦特原油结算价88.28美元/桶，WTI原油为84.41美元/桶。如图5所示。

尽管导致国际油价大涨的原因各不相同，但国际油价大幅上涨易导致全球经济增速下行。其一，油价突破90美元/桶会带动能源价格整体上升，如汽油价格大涨将提高居民的通行成本，柴油上涨将提高工业运行成本等。其二，能源价格在CPI中占据较大比重，原油价格的上升，也助推了通胀水平进一步提升，8月美国CPI同比出现反弹，减弱了今年全球大幅加息对降低通胀做出的努力，给未来宏观货币政策调整带来更大的不确定性，不利于经济复苏。其三，油价上涨将对消费者实际可支配收入形成挤出效应，导致企业需求回落，投资动力进一步下降。油价的大幅波动也可能推迟消费者对汽车等耐用消费品的购买。

图5: 布伦特原油与 WTI 原油期货结算价



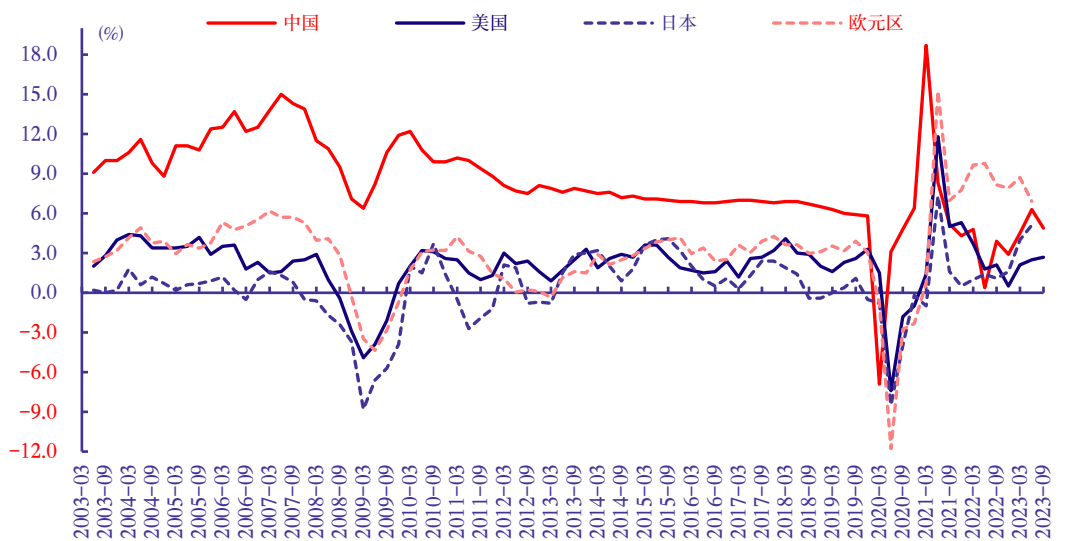
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 国内环境变化边际向好

1、经济、金融与通胀

截至三季度,我国经济处于持续恢复阶段。中国第三季度 GDP 同比 4.9%, 预期 4.5%, 前值 6.3%。今年前三季度 GDP 同比增长 5.2%, 若实现全年 5% 的目标, 四季度应达到 4.4%-4.5%, 前三季度同比增速快于去年 3% 的经济增速、快于疫情三年年均 4.5% 的增速, 经济增长保持回升态势。分季度看, 一季度国内生产总值同比增长 4.5%, 二季度增长 6.3%, 三季度增长 4.9%。从环比看, 三季度国内生产总值增长 1.3%。投资和消费数据显示, 我国内需已呈现筑底企稳态势。前三季度国民经济持续恢复向好, 高质量发展扎实推进, 为实现全年发展目标打下了坚实基础。但也要看到, 外部环境更趋复杂严峻, 国内需求仍显不足, 经济回升向好基础仍需巩固。下阶段, 预计消费对增长的拉动将持续显现。如图 6 所示。

图6: 2003-2023Q3 中美欧日 GDP 当季同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三季度国民经济延续恢复态势, CPI、PPI 数据均如期改善, 发展质量稳步提高。9 月份, 全国居民消费价格同比持平。其中, 城市上涨 0.1%, 农村下降 0.3%; 食品价格下降 3.2%, 非食品价格

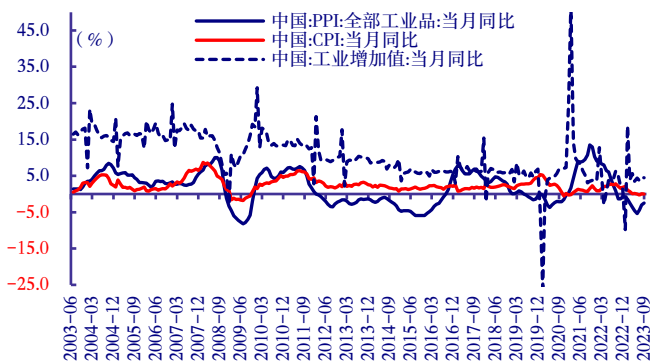
上涨 0.7%；消费品价格降 0.9%，服务价格涨 1.3%。1-9 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.4%。9 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.2%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.3%；食品价格上涨 0.3%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格上涨 0.4%，服务价格下降 0.1%。如图 7 所示。

2023 年 9 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.5%，环比上涨 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 3.6%，环比上涨 0.6%。1-9 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降 3.1%，工业生产者购进价格下降 3.6%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降 3.0%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.45 个百分点。其中，采掘工业价格下降 7.4%，原材料工业和加工工业价格均下降 2.8%。生活资料价格下降 0.3%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.07 个百分点。其中，食品价格下降 0.3%，衣着价格上涨 0.8%，一般日用品价格上涨 0.7%，耐用消费品价格下降 1.2%。工业生产者购进价格中，化工原料类价格下降 7.3%，燃料动力类价格下降 7.0%，建筑材料及非金属类价格下降 6.6%，农副产品类价格下降 4.2%，黑色金属材料类价格下降 3.4%；有色金属材料及电线类价格上涨 4.2%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 0.5%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.37 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 1.8%，原材料工业价格上涨 1.3%，加工工业价格上涨 0.1%。生活资料价格上涨 0.1%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.03 个百分点。其中，食品和衣着价格均上涨 0.2%，一般日用品价格上涨 0.1%，耐用消费品价格持平。工业生产者购进价格中，燃料动力类价格上涨 1.8%，化工原料类价格上涨 1.6%，有色金属材料及电线类价格上涨 0.9%，黑色金属材料类和农副产品类价格均上涨 0.4%；建筑材料及非金属类价格下降 1.0%。

前三季度全国规模以上工业增加值同比增长 4.0%，比上半年加快 0.2 个百分点。其中装备制造业增加值增 6.0%，比全部规模以上工业快 2.0 个百分点。分产品看，太阳能电池、充电桩、新能源汽车产量分别增长 63.2%、34.2%、26.7%。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.5%，增速与上月持平，比 7 月份加快 0.8 个百分点；环比增长 0.36%。1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 11.7%，降幅比上半年收窄 5.1 个百分点，其中 8 月份同比增长 17.2%。CPI、PPI 与工业增加值的上行，说明伴随着各项宏观政策适度刺激、合理宽松、及时补强、逆周期调控的空间进一步释放，各项增量措施的扩内需效果不断显现，经济供需两侧进一步平衡的态势更为明显。

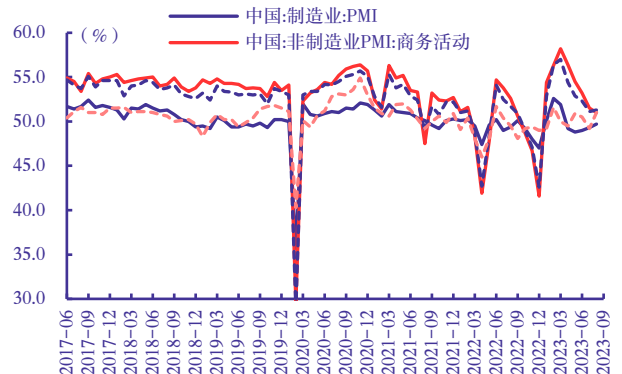
9 月制造业 PMI 指数为 50.2%，较 8 月继续回升 0.5 个百分点，制造业景气度继续小幅回升，并于月内重返扩张区间。各细分项中，9 月新订单指数 50.5%，较 8 月继续回升 0.3 个百分点，新出口订单较上月继续修复 1.1 个百分点至 47.8%；生产指数实现 52.7%，较 8 月继续回升 0.8 个百分点，处于在扩张区间；原材料库存指数 48.5%，较 8 月继续回升 0.1 个百分点；从业人员指数为 48.1%，较 8 月反弹 0.1 个百分点；供货商配送时间指数为 50.8%，较 8 月回落 0.8 个百分点。此外，制造业生产经营活动预期指数实现 55.5%，较 8 月回落 0.1 个百分点。。如图 8 所示。

图7：中国 PPI、CPI 与工业增加值当月同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：中国制造业 PMI



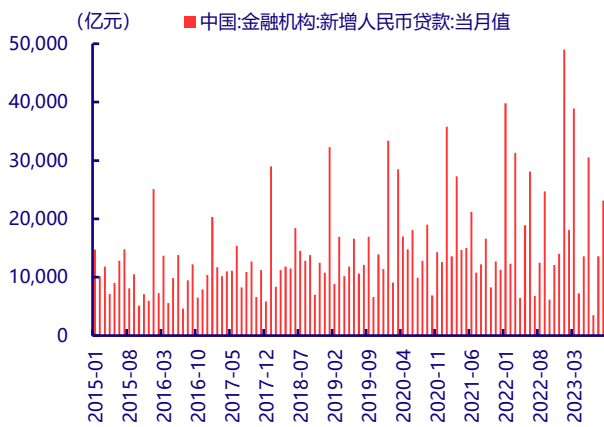
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

9 月金融数据再度“触底反弹”，总体符合市场预期，也体现了宏观政策的密集出台有效提振了
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

市场信心。前三季度人民币贷款增加 19.75 万亿元，同比多增 1.58 万亿元。9 月份，人民币贷款增加 2.31 万亿元，较 7 月和 8 月明显回升，在高基数效应下，同比少增 1764 亿元，但仍位于历史同期的较高水平。居民端贷款明显好转，9 月居民中长期贷款增加 5470 亿元，短期贷款增加 3215 亿元，分别同比多增约 2014 和 177 亿元。受上年同期高基数影响，企业端贷款同比少增，9 月企业中长期贷款增加 1.25 万亿元，企业短期贷款增加 5686 亿元，分别同比少增约 944 和 881 亿元，但从绝对值上看，仍位于历史同期高位，票据融资减少 1500 亿元，同比多减约 673 亿元。总体来看，9 月信贷投放延续向好态势。

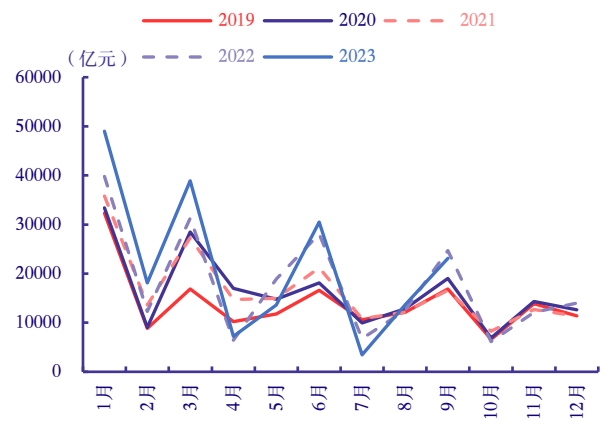
前三季度社会融资规模增量累计为 29.33 万亿元，比上年同期多 1.41 万亿元。9 月份，社会融资规模增量为 4.12 万亿元，比上年同期多 5638 亿元。分项来看，受国债发行超预期、专项债发行节奏错位影响，9 月政府债券净融资为 9949 亿元，同比多增 4416 亿元，为社融同比多增的主要支撑。9 月末，社会融资规模存量为 372.5 万亿元，同比增长 9%，与上月持平。

图9：新增人民币贷款情况



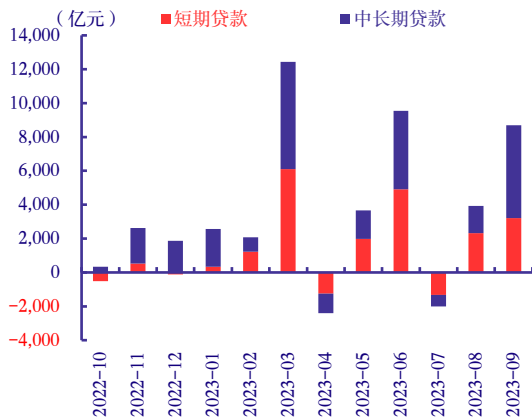
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：9月信贷较强者季节性



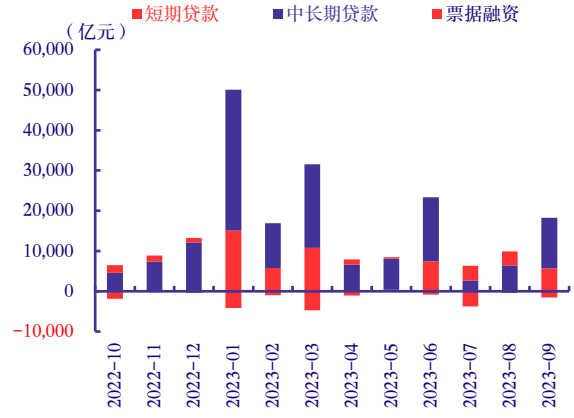
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：居民部门贷款情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

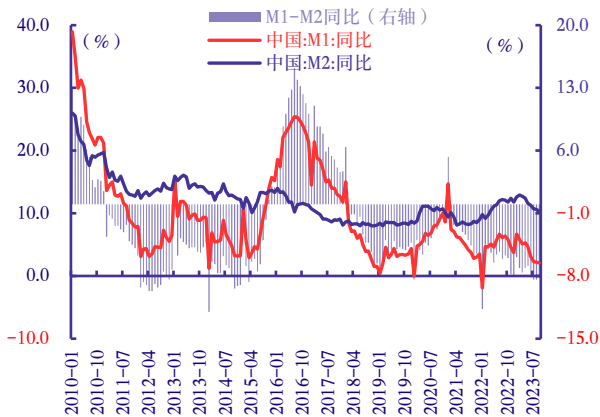
图12：企业部门贷款情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

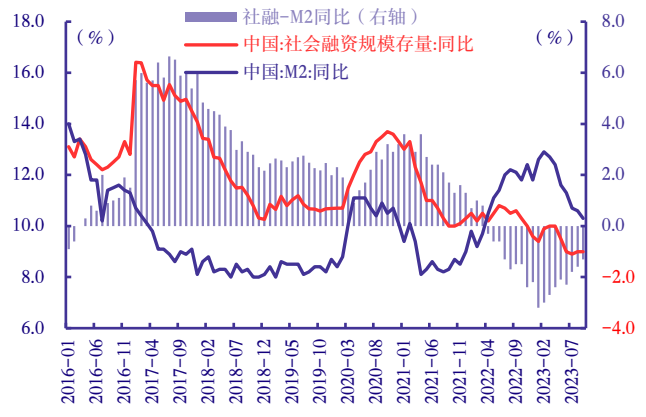
M1、M2 同比双双回落，剪刀差环比改善。9 月末，广义货币（M2）余额 289.67 万亿元，同比增长 10.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 和 1.8 个百分点，为连续第 7 个月下滑。狭义货币（M1）余额 67.84 万亿元，同比增长 2.1%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 和 4.3 个百分点，已连续 5 个月回落。9 月份，M1-M2 剪刀差录得-8.2%，负剪刀差较上月收窄 0.2 个百分点，反映出实体经济活跃度有所好转，但资金在金融体系内部空转现象依然严峻，仍需进一步提振。

图13: M1-M2 同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

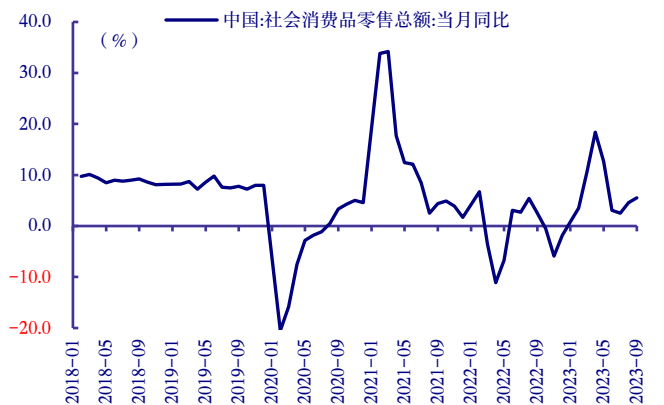
图14: 社会融资规模存量-M2 同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

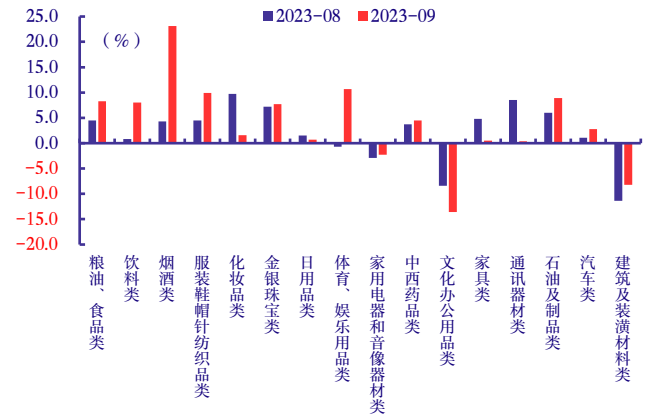
9 月份, 社会消费品零售总额 39826 亿元, 同比增长 5.5%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 35443 亿元, 增长 5.9%。1—9 月份, 社会消费品零售总额 342107 亿元, 同比增长 6.8%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 307270 亿元, 增长 7.0%。按消费类型分, 9 月份, 商品零售 35539 亿元, 同比增长 4.6%; 餐饮收入 4287 亿元, 增长 13.8%。1—9 月份, 商品零售 305002 亿元, 同比增长 5.5%; 餐饮收入 37105 亿元, 增长 18.7%。如图 15、16 所示。

图15: 中国社会消费品零售总额当月同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 中国各细分行业零售额当月同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

展望 11-12 月, 尽管外部环境依旧复杂严峻, 国内经济发展也面临压力, 但我国经济长期向好基本面没有改变, 韧性强、潜力大、活力足的特点也没有改变, 支撑高质量发展的条件也没有改变。随着促进发展的积极因素累积增多, 经济有望继续恢复向好。随着四季度宏观经济数据逐步边际改善, 四季度内需将进一步扩大, 消费、地产板块等业绩有望迎来上行阶段。

2、政策频出

三季度, 各方利好政策频出, 在货币、财政、行业及资本市场等多方面均有利好, 多措并举提振市场信心。

1) 货币政策

三季度, 央行货币政策持续宽松, 呵护流动性市场合理充裕。8 月 15 日, 央行先后下调三大关键政策利率, 利率央行通过调降利率走廊上限 SLF, 引导市场利率中枢下移并传导至实体经济, 有效调节资金供求和资金资源配置, 有效降低实体经济融资成本。8 月 21 日, 央行下调 1 年期贷款市场报价利率, 将进一步打开贷款利率下行空间, 降低实体经济融资成本。5 年期以上 LPR 保持稳定, 有助于商业银行保持息差水平, 以增强支持服务实体经济的可持续性。各地因城施策的稳楼市

政策措施力度持续增大，配合下调首付比例等调整优化，也有望刺激刚需和改善性住房需求释放，助力房地产复苏。9月15日，央行年内第二次降准，不仅可以释放长期流动性，还可以降低银行的资金成本，缓解银行因存量房贷利率下降等带来息差和利润下滑的压力，保持向实体经济减费让利的持续性，推动实体经济融资成本稳中有降。此外，当日央行时隔8个月重启14天期逆回购，应对季末缴税、监管考核及国庆长假等短期因素对资金面的扰动，有利于优化市场流动性期限结构，有效满足市场多方面的流动性需求。央行同时加量续作MLF，以满足市场增长的中长期流动性需求。从三季度货币政策分析，四季度货币合理宽松的概率较大。如表1所示。

表1：三季度重要货币政策

时间	货币政策工具	政策
2023.08.15	中期借贷便利（MLF）	中标利率下调15个基点至2.50%
2023.08.15	7天期逆回购操作利率	利率下调10个基点至1.9%
2023.08.15	常备借贷便利利率（SLF）	隔夜期下调10个基点至2.65%，7天期下调10个基点至2.80%；1个月期下调10个基点至3.15%
2023.08.21	贷款市场报价利率（LPR）	1年期LPR为3.45%，较上月下降10个基点
2023.09.15	金融机构存款准备金率	年内第二次降准，下调0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）；下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%
2023.09.15	重启14天期逆回购操作	时隔8个月重启14天期逆回购，进行340亿元14天期逆回购操作，中标利率从2.15%降至1.95%，下降20个基点
2023.09.15	加量续作MLF	续做加量1910亿元，加量幅度较此前4个月百亿元及以下显著上升
2023.09.25	存量首套住房贷款利率	此次调整范围是2023年8月31日前已发放的和已签订合同但未发放的首套住房商业性个人住房贷款；四大行明确了调整规则，下调的利率水平与贷款发放时间、所在城市首套房房贷利率政策下限情况相关

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

图17：7月中央政治局会议以来的消费板块相关政策



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2) 财政政策

三季度财政政策更加积极，8月主要聚焦小微企业、农户、个体工商户和创业群体，出台多个文件以减免赋税，降低企业相关成本，促进企业高质量发展。9月多聚焦于研发机构、科技企业、

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

污染防治企业、煤炭企业等的税收优惠政策延续，持续促进科技进步，鼓励创业创新，推动污染防治规模化发展和煤炭资源集约开采利用；10月中央财政将宣布拟在今年四季度增发2023年国债10000亿元，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。如表2所示。

特别是关于“万亿”特别国债，无论从对宏观基本面的预期管理以及A股市场而言，均释放了明显的积极信号，首先，对于宏观经济的拉动，根据新华网报道，我国的财政支出乘数大致在0.5-0.7之间，0.8%的财政赤字扩张大致能拉动经济增速0.5个百分点左右。用途上，主要用于灾后恢复重建、水利工程等，意味着通过基建投资发挥作用。节奏上，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元，债务风险将得到有效控制，对GDP增速的拉动起着积极作用。其次，对A股市场而言，宽财政本身是积极信号，基建投资形成支撑，加之中央“稳增长”态度非常明确，叠加当前A股估值处于绝对低位，预计会有不错的正面反应，建议关注基建相关细分行业。

3) 行业政策

三季度，各类行业政策密集出台，消费板块和房地产板块利好政策较多。7月中央政治局会议提出扩大内需，发挥消费拉动经济增长的基础性作用。而后，商务部、财政部、工信部先后出台促消费政策。国家发改委发布恢复和扩大消费的20条措施，对汽车、家居和电子消费等细分领域均有较大利好。如图17所示。

图18：7月中央政治局会议以来地产板块相关政策



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

7月中央政治局会议提出适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。而后，房地产刺激政策相继出台，各省也逐步出台相关政策，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。中国人民银行和金融监督管理总局联合发布文件，调整住房信贷和降低存量首套住房贷款利率，四大行配合发布利率调整公告，将对地产消费产生较大利好，有助于房地产行业稳步恢复。如图18所示。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

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/657063045005006104>