

经济、政策与市场

——当前宏观形势及市场趋势分析

证券分析师：胡少华 执业证书编号：S0630516090002 联系方式：hush@longone.com.cn

证券分析师：刘思佳 执业证书编号：S0630516080002 联系方式：liusj@longone.com.cn

2024年10月

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

投资要点

- 这轮股市的上涨，我们认为有基本面因素的支持，不过上涨速度过快、幅度过大，又有些脱离基本面。
- 自1929年美国大萧条以来，凯恩斯主义已深深植根于国家宏观调控之中。2008年次贷危机，中国实施超常规的财政货币政策，我国经济“一枝独秀”，但也留下了很多问题。这次疫后，美国实施了历史上非常激进的财政政策和货币政策，欧盟等政策力度也很大，强刺激带来了美国经济的“超预期”，但银行业“危机”已出现过，其强刺激对未来的负面影响目前还较难估计。对中国的外溢影响是2021年经济有些偏热。
- 前段时间，我国经济有下行压力，主要表现为内需不足，价格水平偏低，房市、股市偏弱。为了稳定经济，实现全年经济社会发展目标，中央政治局会议指出要实施“有力度的降息”、“房地产市场止跌企稳”、“提振资本市场”等。我们认为，国家宏观调控力度很大，已转为大力促进经济增长，现在已经宣布出台一系列货币、财政、地产、股市等政策，后续估计还会有相关政策推出，经济有望企稳回升。
- 经济向好，企业盈利增加，会提升上市公司价值；投资者信心向好，风险溢价上行，会提升公司估值；回购（美国股市上涨的重要驱动力）、市值管理、长期资金入市等更增添了股市发展的“内外动力”，我们认为资本市场将迎来长期向好的良好前景，股市“激涨”不正常，但回调后长期趋势估计会总体向好。
- 风险因素：国内政策不及预期，国际政策、经济不及预期，国际环境变化超出预期等。

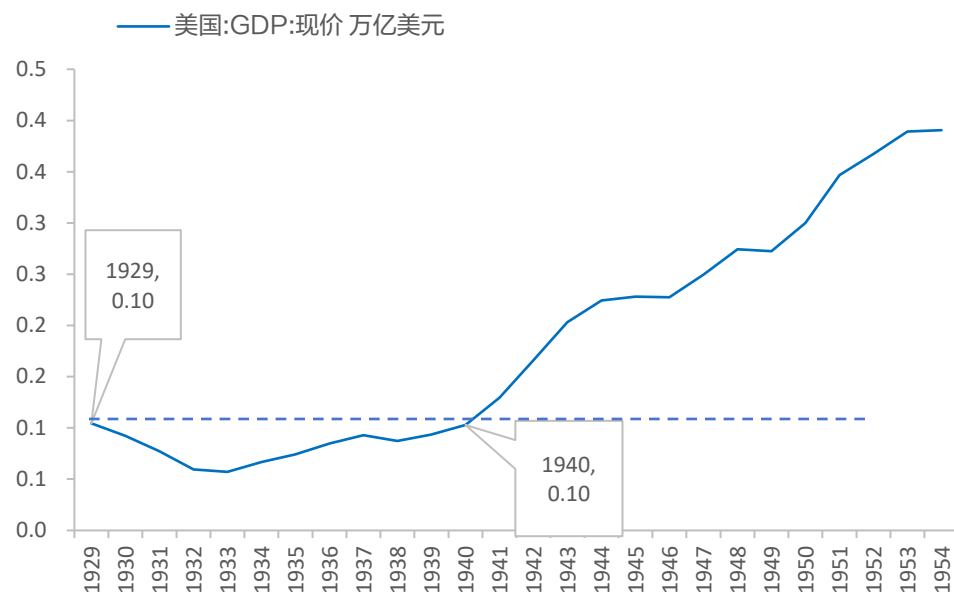
目 录

- 一、为什么这边经济“独好”：宏观调控的理论与实践
- 二、经济的“冷与热”：宏观数据与切身感受的印证
- 三、政策的“最高定调与拐点”
- 四、资本市场的“希望之光”
- 五、风险提示

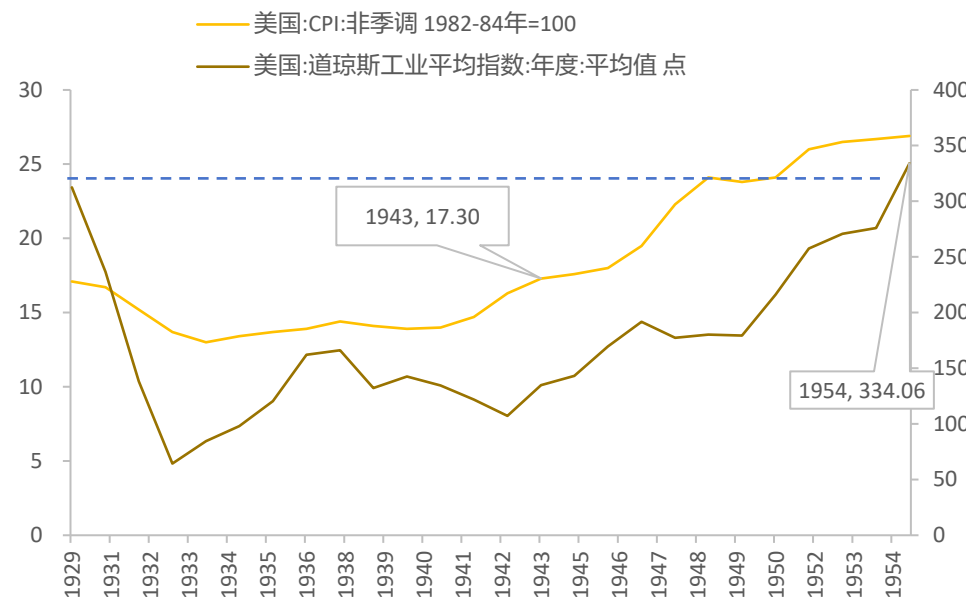
美国大萧条与凯恩斯主义

- 1929年美国大萧条，经济迟迟不能恢复。古典经济理论主导的市场自我调节不能解决问题，凯恩斯主义应时而生。
- 凯恩斯主张依靠政府力量，以财政政策为重点、以相应的货币政策为辅助的方法与措施，来刺激消费和投资弥补有效需求的不足。宏观调控现已成为稳定和促进经济发展的普遍广为采用的措施。

美国大萧条后，直到1940年才回到1929年经济水平



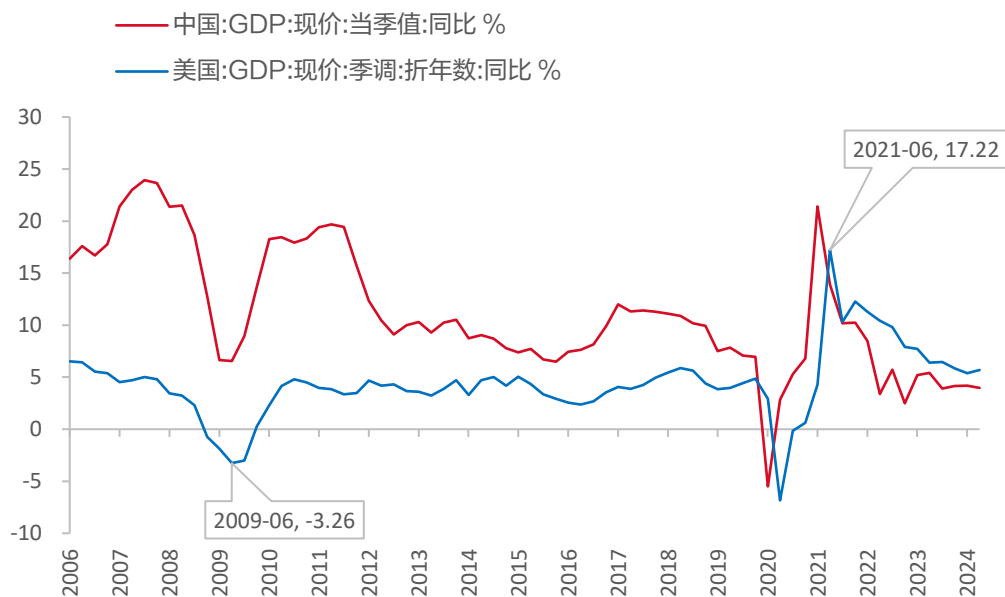
美国CPI在1943年、道指1954年才分别超过1929年



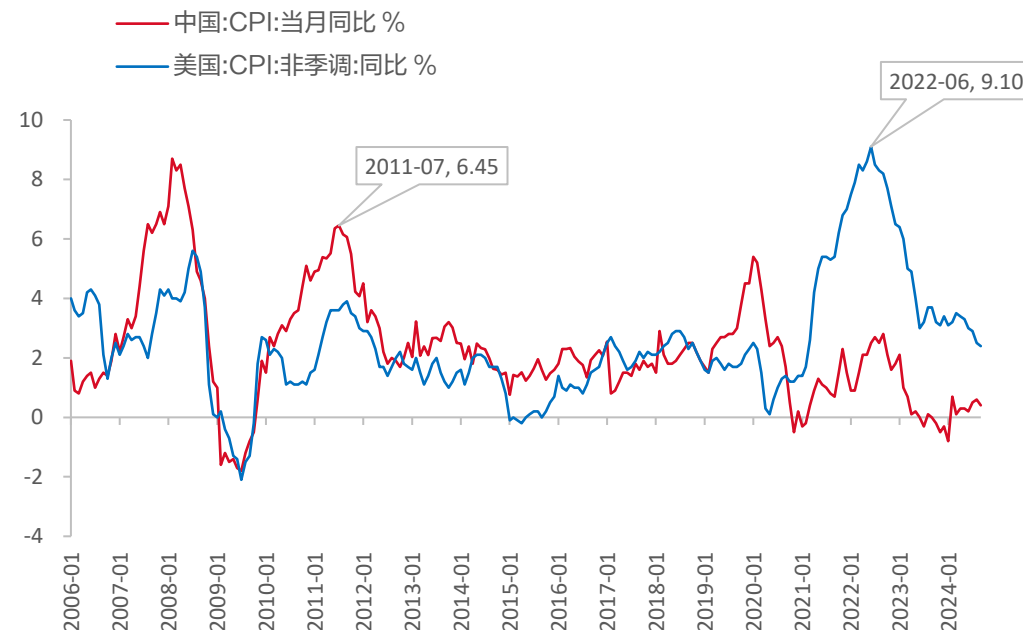
中美经济与政策比较

- 2008年，中国经济“一枝独秀”，但也留下了一些问题。疫后，美国超预期。

GDP增速：2008年危机中国远好于美国，疫后美国高于中国



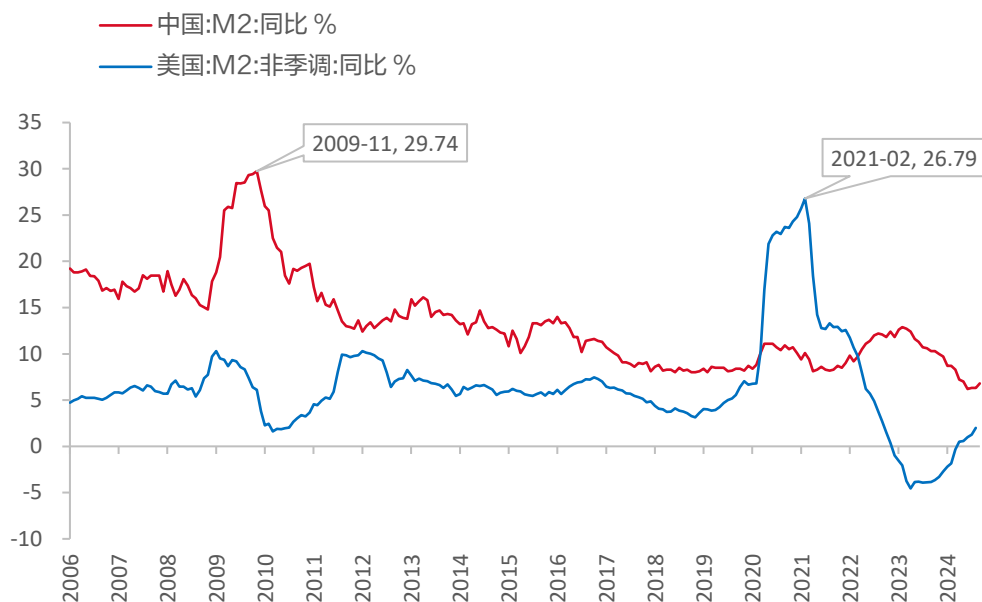
CPI：2008年危机中国远高于美国，疫后美国远高于中国



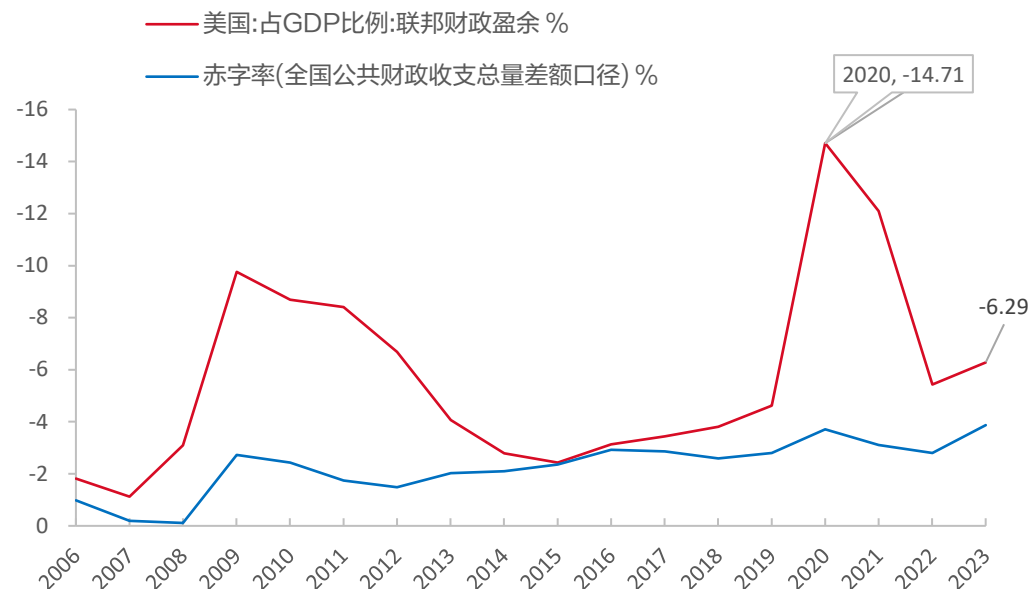
2008年中国“政策力度超预期”，疫后美国出“天量政策”

- 2008年中国货币、财政发力猛，疫后美国发力猛。

货币“大放水”：M2增速，中国2008年后29.7%，美国疫后26.8%



美国大规模财政刺激，力度超预期



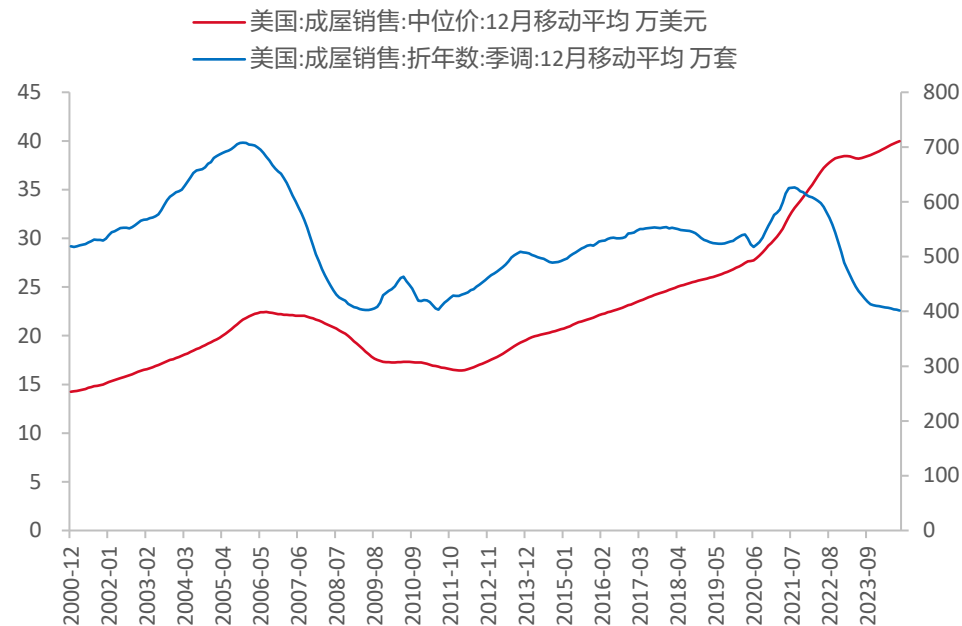
美国“后遗症”：银行、房地产

- 2023年3月，硅谷银行、Signature以及First Republic三大银行接连倒闭。2024年4月26日，总部位于费城的Republic First Bank（美国共和银行）被关闭，并将其出售给富尔顿银行。
- 房价持续上升，但销量下降。

疫后美国银行业浮亏严重，引发银行倒闭



美国房屋销售价格持续上升，但销量已低于2008危机



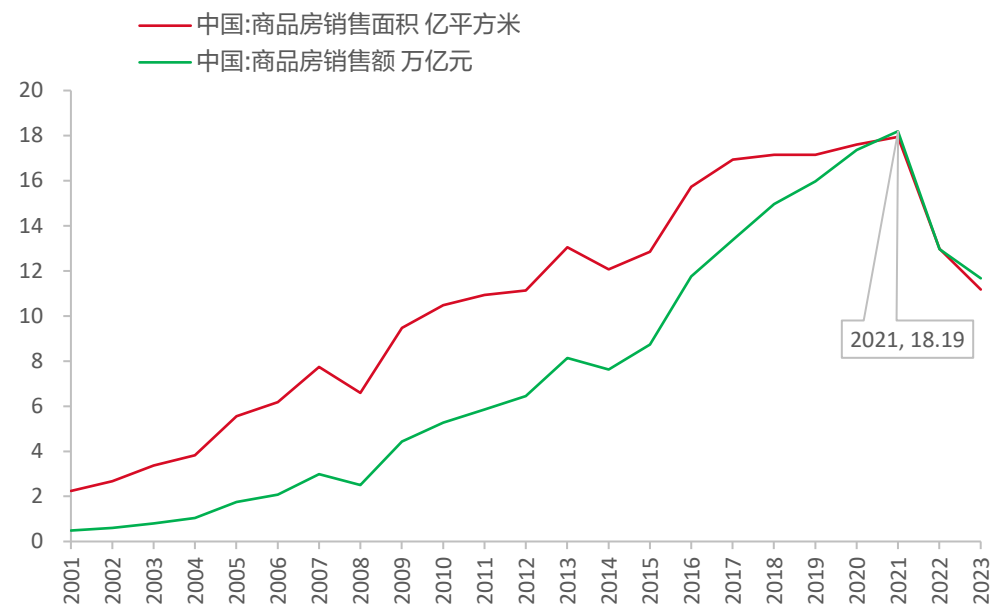
对中国外溢效应：2021年经济偏热

- 出口超水平增长。
- 房地产达到历史性顶峰。

中国疫情控制好，出口非常强劲



受国内外政策影响，2021年国内房地产销售达到历史最高



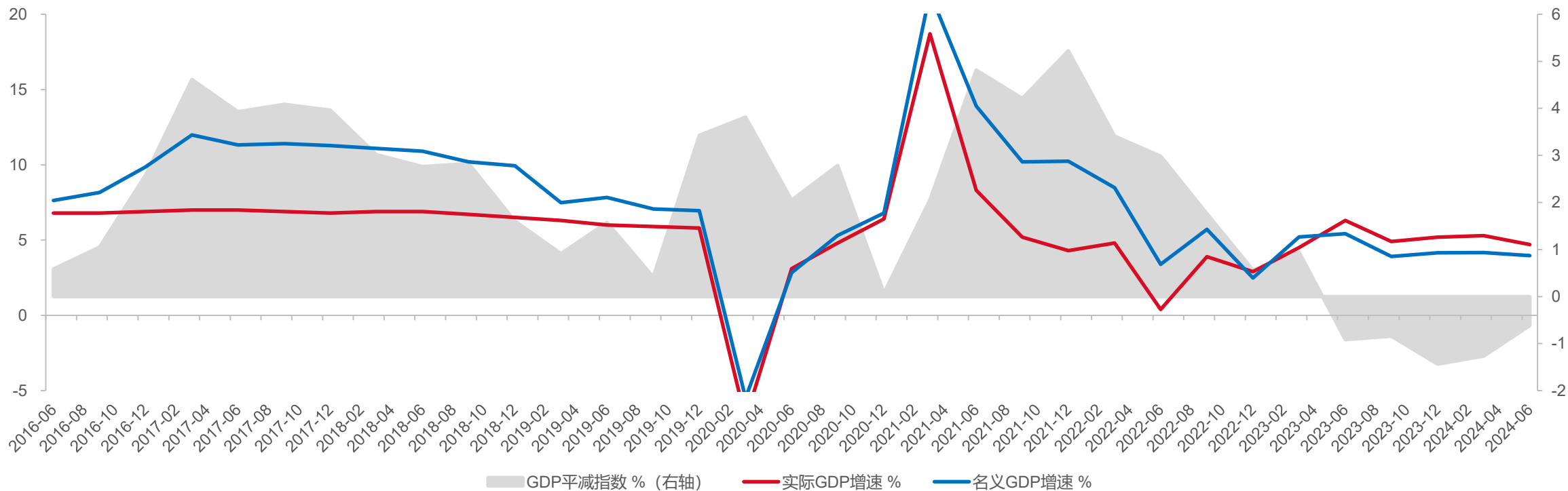
目 录

- 一、为什么这边经济“独好”：宏观调控的理论与实践
- 二、经济的“冷与热”：宏观数据与切身感受的印证
- 三、政策的“最高定调与拐点”
- 四、资本市场的“希望之光”
- 五、风险提示

经济：名义GDP增速走低，平减指数为负

- GDP名义增速，2024年前三季度分别为4.18%、3.97%和4.04%，均低于不变价增速（5.3%、4.7%和4.6%），全年实现5%目标有压力。
- “量价不协调”：名义GDP增速已经连续四个季度低于实际GDP增速，GDP平减指数已连续五个季度为负值。

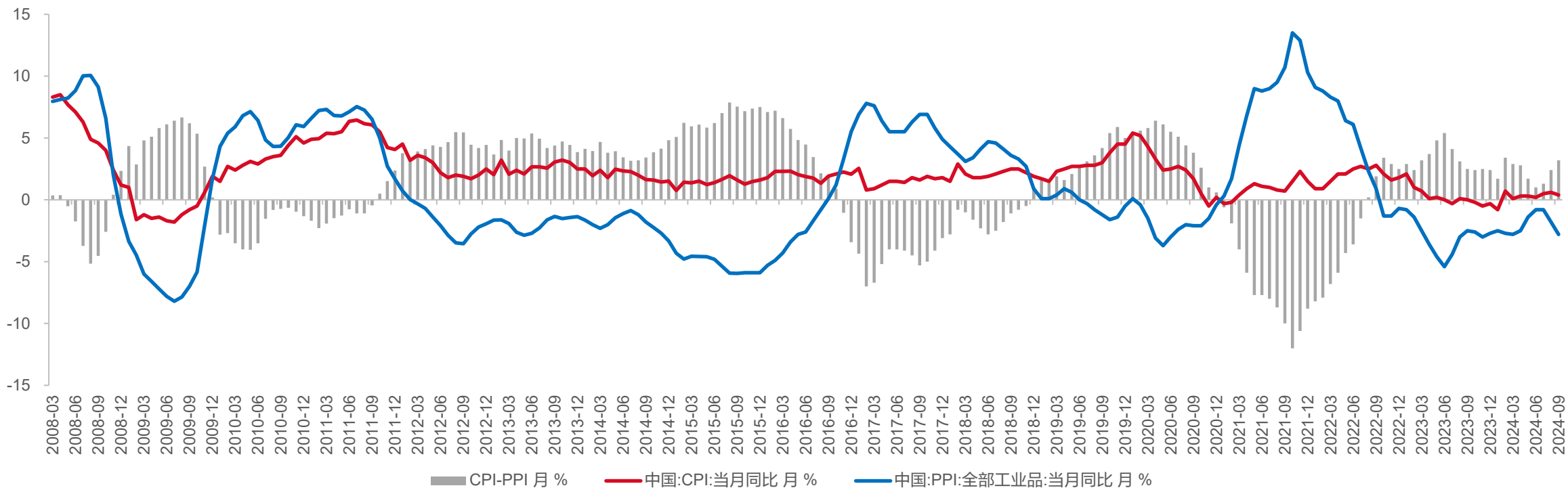
GDP增速与平减指数，%



价格：CPI、PPI处于历史低位

- 9月，CPI/PPI当月同比分别为0.4%/-2.8%，均处于历史低位水平。

CPI、PPI与剪刀差, %



资料来源：，东海证券研究

更多免费行业报告

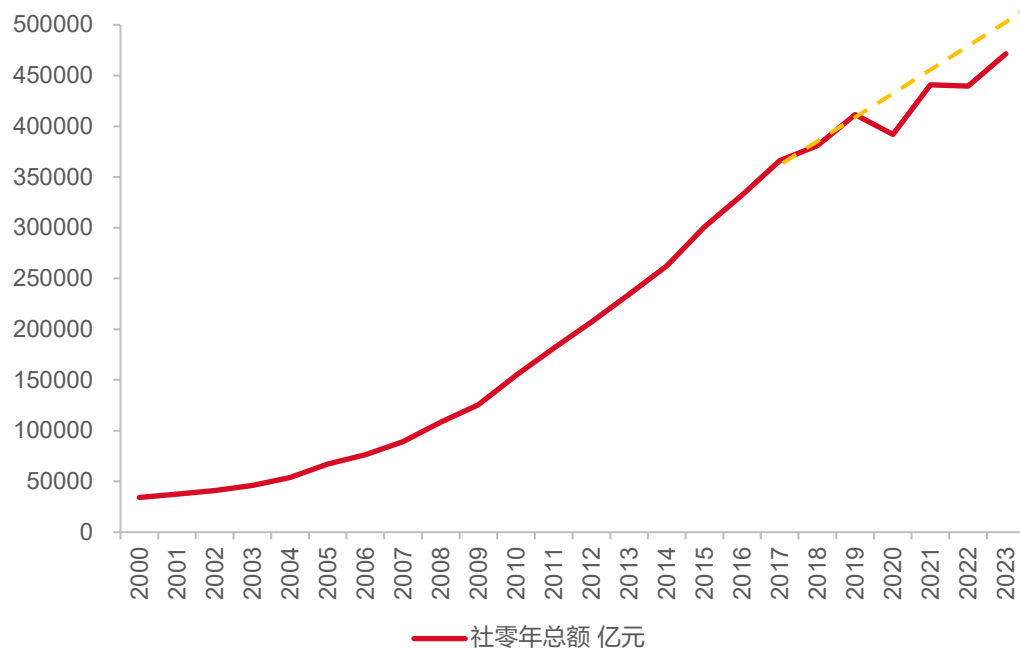
并购家

www.ipoiipo.cn

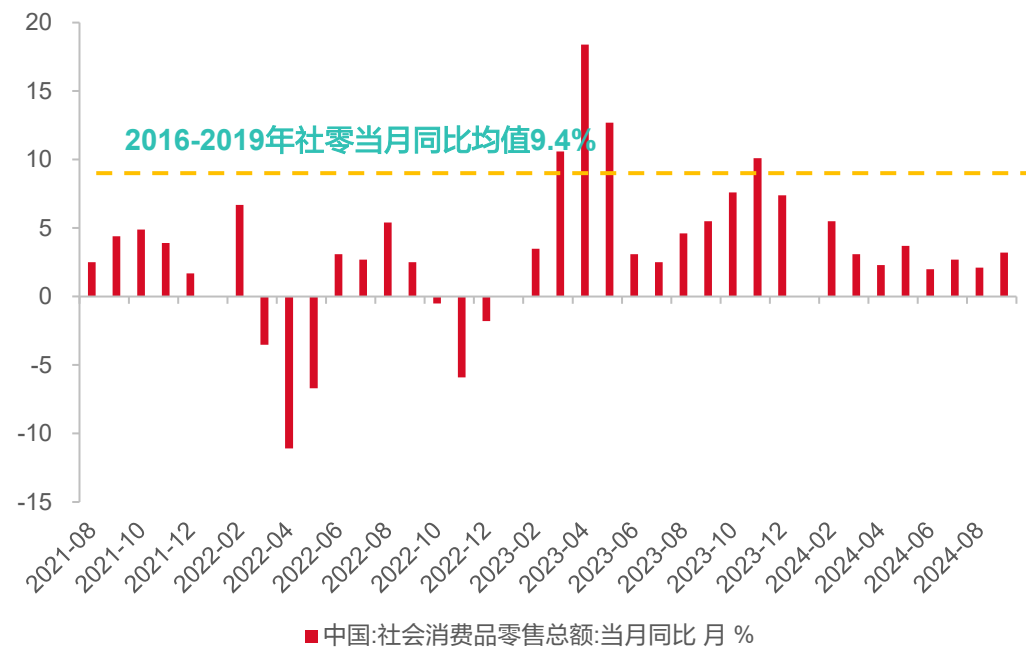
消费：恢复偏缓，服务好于商品

- 今年1-9月，社零累计同比3.3%；9月，社零当月同比3.2%。对比2016-2019年社零当月同比均值9.4%，社零增速中枢明显有所回落。
- 结构上，服务消费持续好于商品。统计局于2023年7月开始公布的服务业零售额增速始终高于社零整体和商品，8月服务零售额累计同比6.9%，商品零售为3.0%，对应服务CPI也持续好于消费品CPI。

社会消费品零售总额，亿元



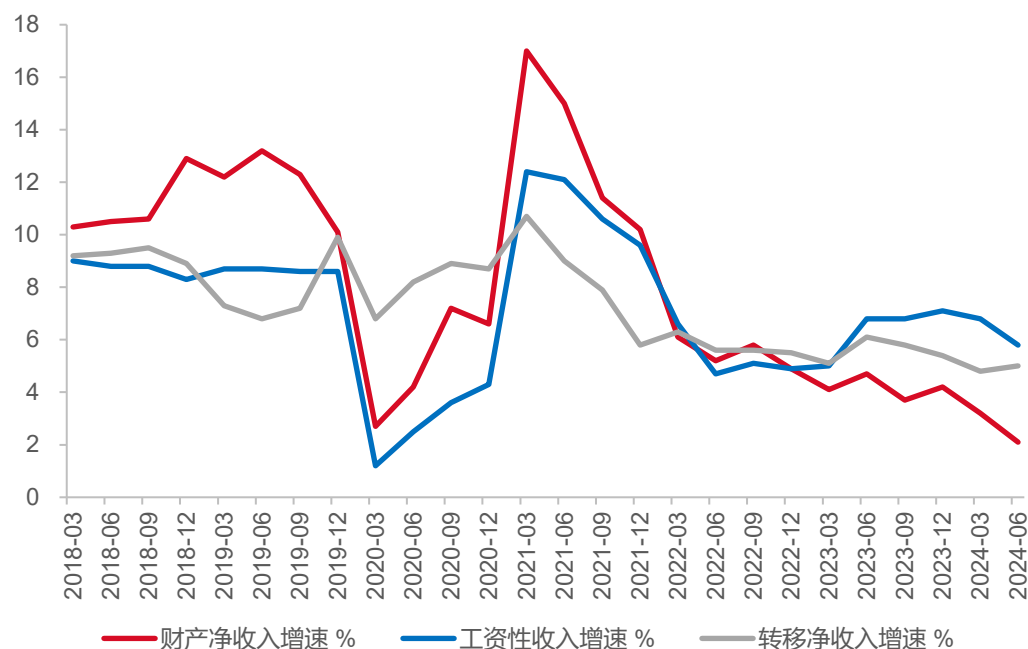
社零当月同比，%



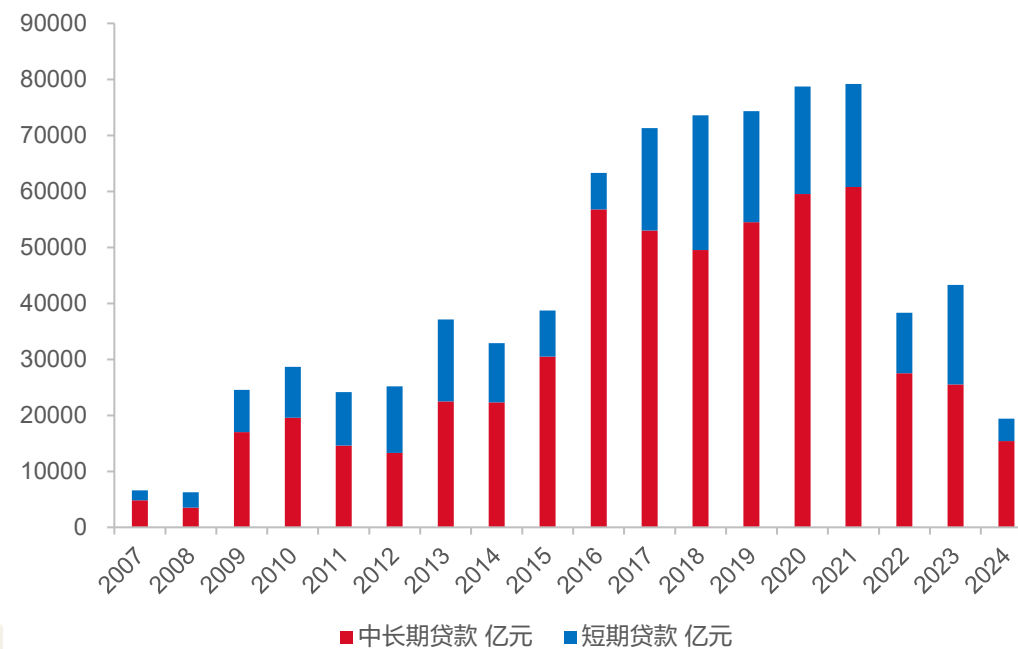
居民收入增速下行，新增贷款降幅很大

- 居民收入不足对消费恢复的制约：2015-2018年，城镇居民人均可支配收入增速稳定在8%上下；2022年以来，这一数值降至4.7%左右。房地产市场景气度下行、金融市场表现不佳等因素也导致居民收入增速下降，削弱了消费信心。其中，居民财产净收入增速从2021Q1的17%下滑至2024Q2的2.1%；地方财政压力同时降低了居民转移净收入增速。
- 加杠杆意愿较弱。居民收入预期的不确定性推高了储蓄意愿，同时大幅压降了加杠杆的意愿和能力。2022年居民新增贷款同比减少5成，2023年略有回升，但离2016-2021年均值仍差距较大。2024年前8个月仅1.44万亿元。

居民财产和转移净收入增速下滑，%



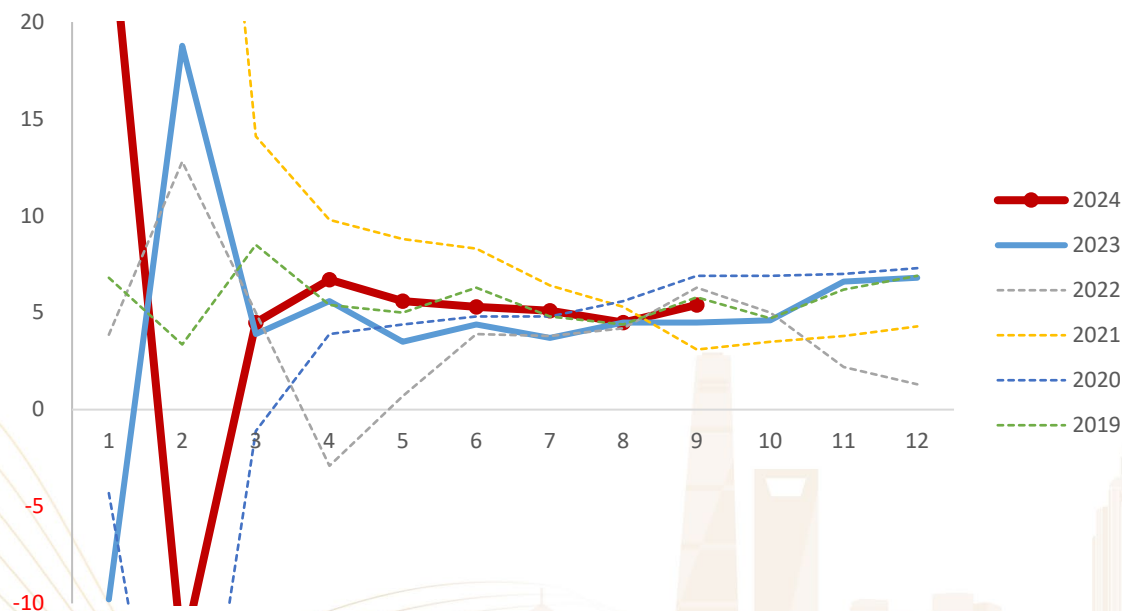
居民新增贷款降幅较大，亿元



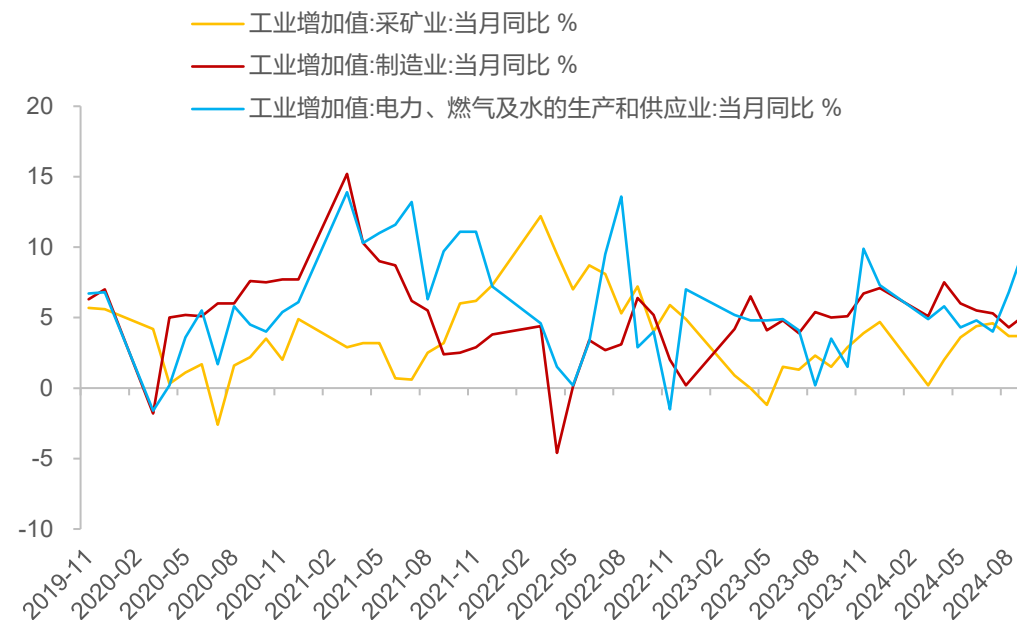
工业增加值

- 工业增加值，2024年9月同比增速已下行至5.4%，累计同比5.8%。
- 制造业增加值增速虽略有反弹，但仍处于回落趋势，已下行至5.2%。

工业增加值增速小幅下行



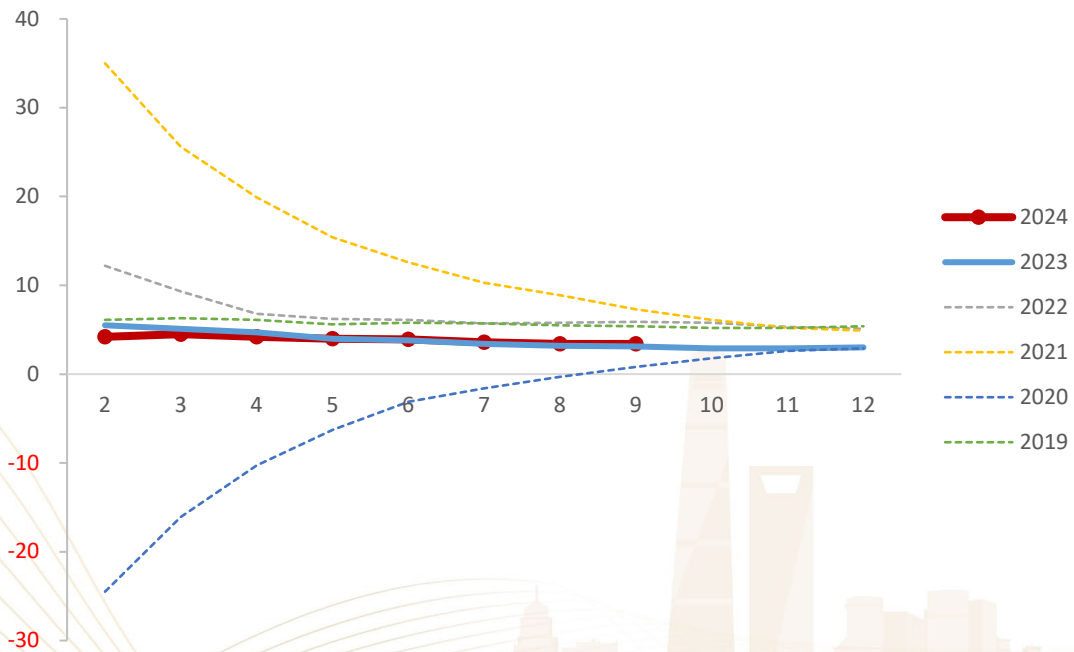
制造业增加值增速略有所下行



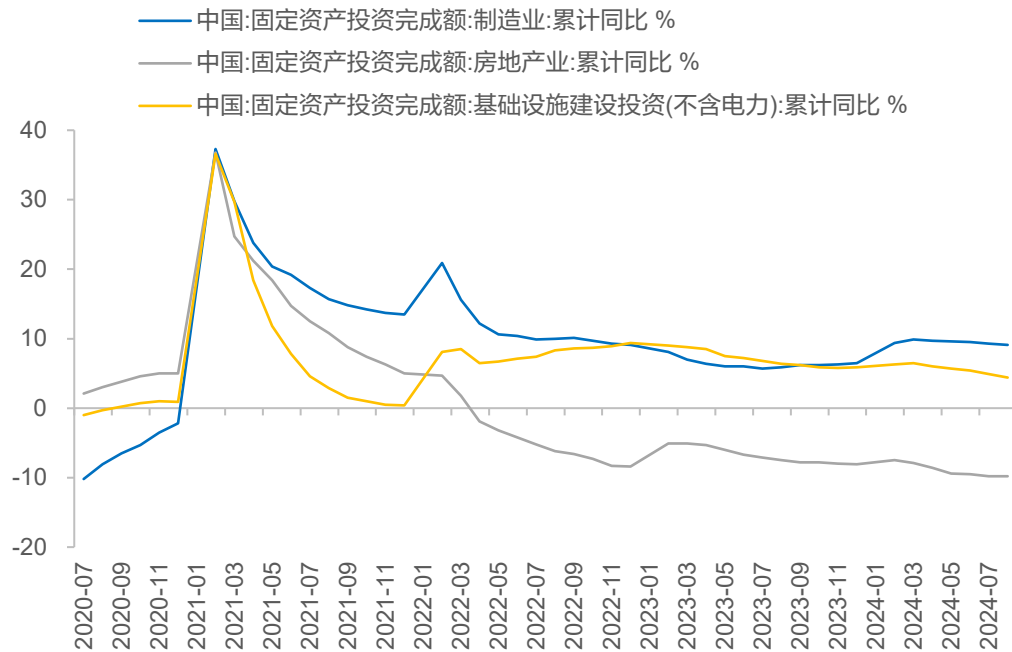
固定资产投资

- 固定资产投资增速，2024年9月已小幅下行至3.4%。
- 结构上，制造业投资增速9.2%，好于基建（不含电力）增速4.1%，房地产投资增速仍为负增长-10.1%。

固定资产投资增速小幅下行



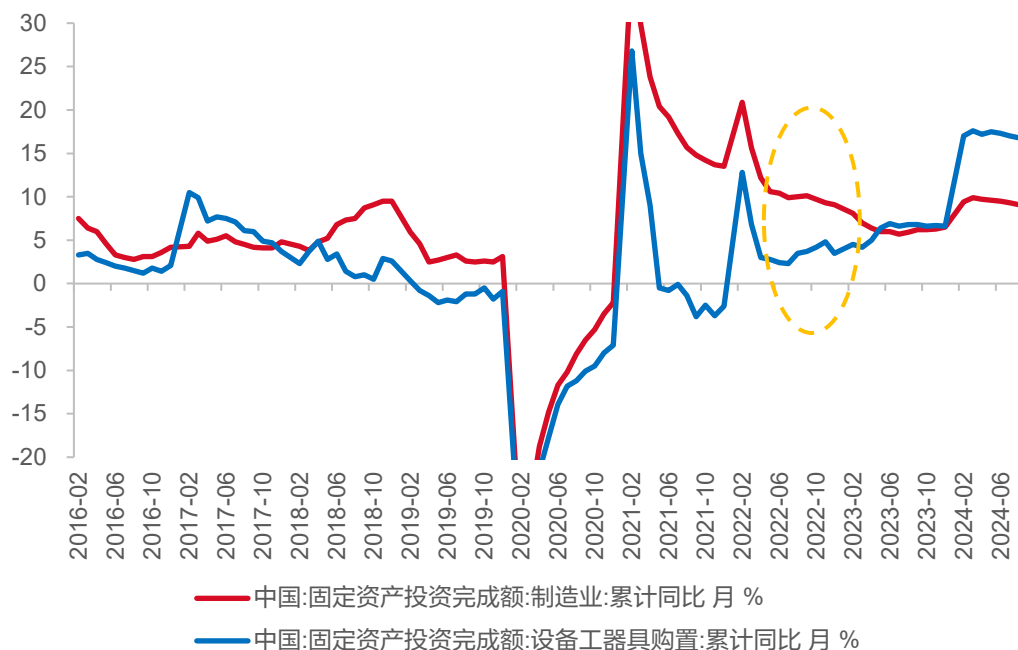
房地产投资增速下行幅度较大，制造业相对较好



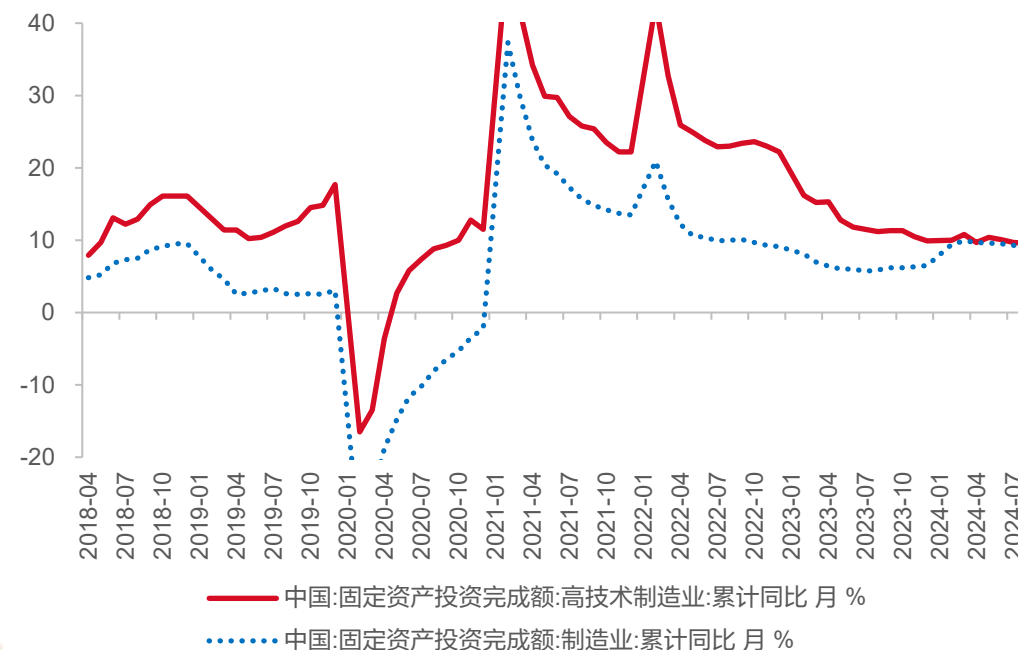
制造业投资的驱动力：高技术制造业及设备更新

- **设备更新提供支撑**：2021Q2以来制造业产能利用率整体下行，2024Q2环比升1.4pct至75.2%。需求偏弱或制约企业主动扩产意愿，但大规模设备更新提供较强支撑，今年“设备工器具购置”保持双位数高增，8月累计同比16.8%。
- 4月政治局会议提出“因地制宜发展新质生产力，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，运用先进技术赋能传统产业转型升级”。截至8月，高技术制造业投资增速（9.6%）高于全部制造业0.5个百分点。

设备更新提供较强支撑，%



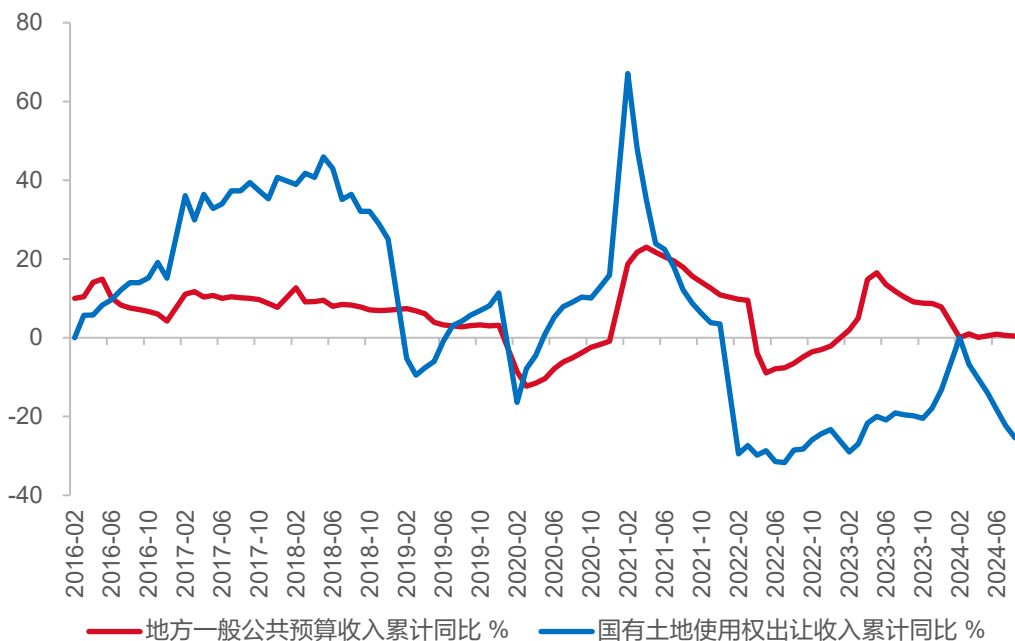
高技术制造业投资增速快于全部制造业，%



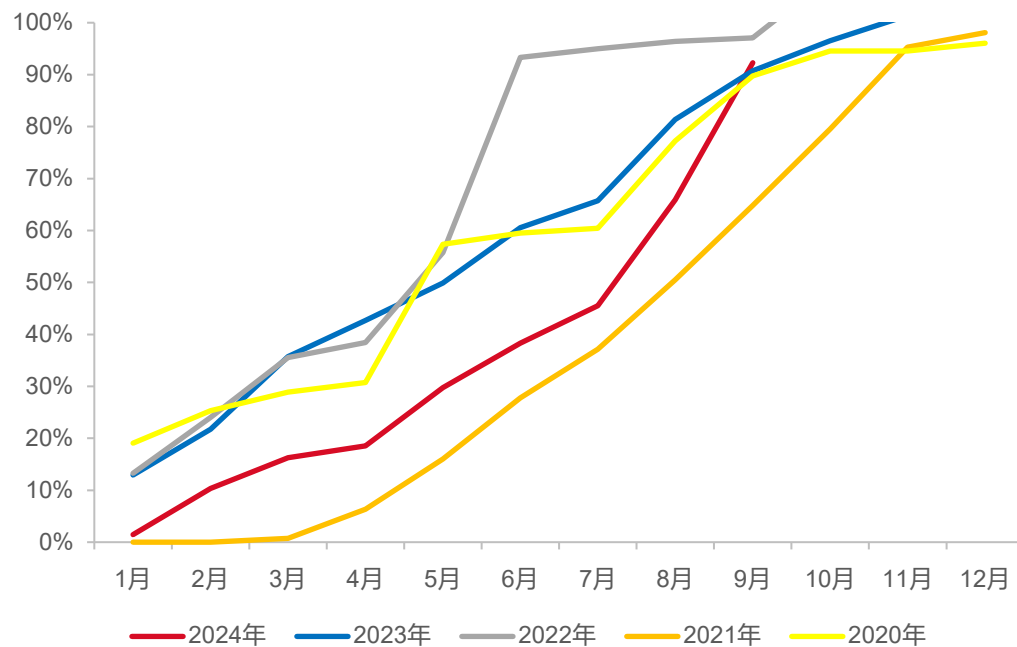
基建：债务约束限制投资增速

- **地方财政压力：**受房地产市场低迷、政府减税降费等因素影响，地方财政收入承压。8月，地方一般公共预算收入累计同比0.4%；地方政府性基金收入累计同比-23.5%，其中土地出让收入-25.4%。
- **专项债前期发行偏慢：**符合条件的专项债项目储备不足，专项债前期发行和使用进度偏慢。8月末，新增专项债发行进度92.3%，8、9两个月提速明显。
- 2023H2基数压力有一定缓解，但地方财力受限、化债因素制约，综合考虑下半年基建投资或稳中略有回落。

地方一般公共预算收入与土地出让收入增速，%



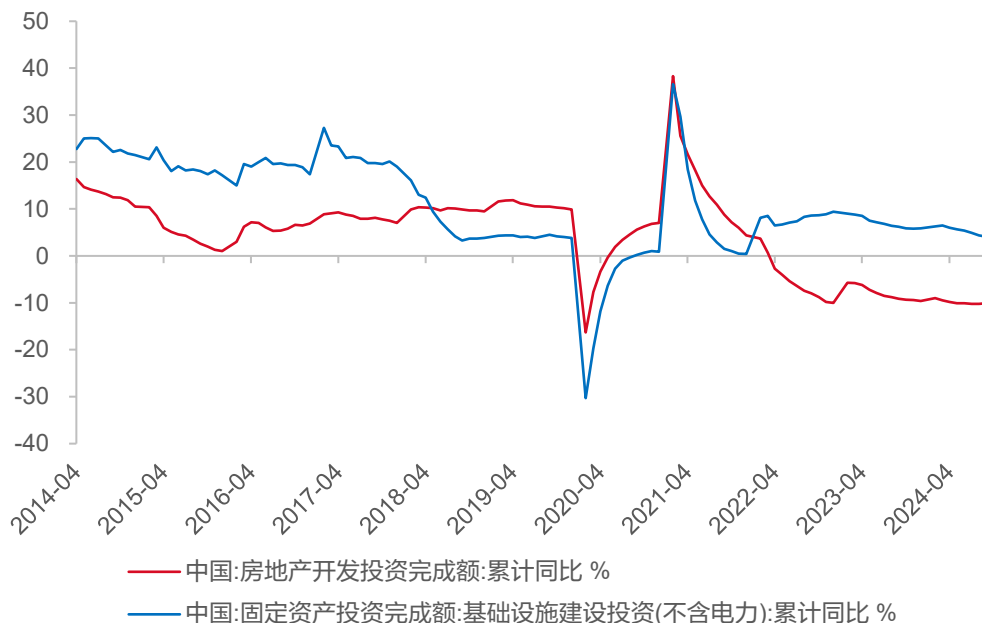
地方新增专项债前期发行进度较慢，%



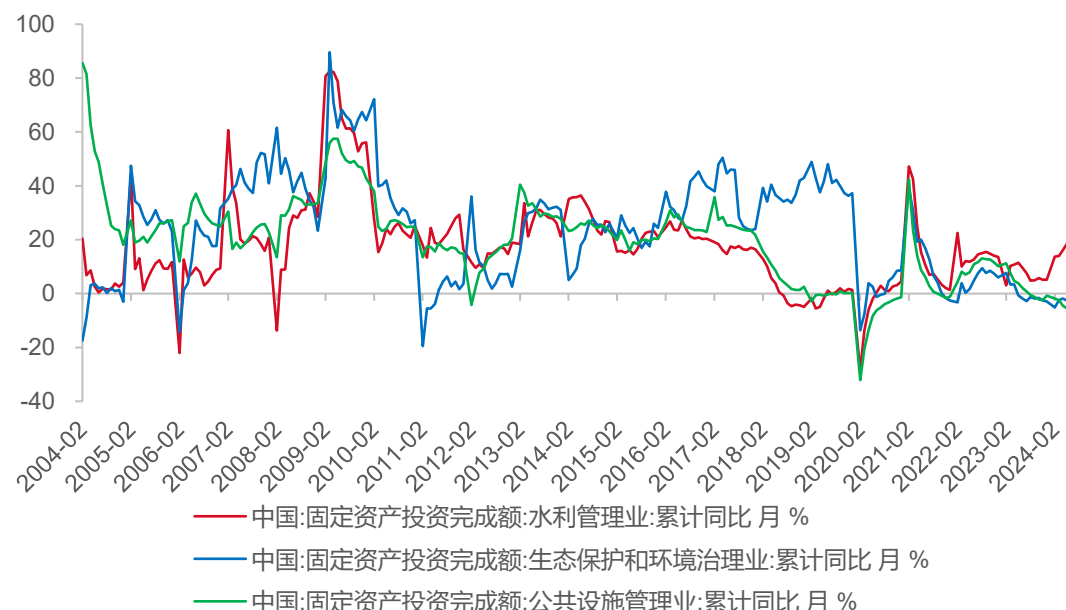
增发国债对水利等基建的拉动作用显著

- 2023Q4增发1万亿元国债，2023、2024年各使用5000亿元，主要用于灾后重建、防洪治理等水利工程，9月发改委表示已经完成投资7700亿元（4月为4800亿元）。2024年9月，狭义基建投资累计同比4.3%；其中，水利管理业投资增速从2023年8月的4.8%大幅升至37.1%。
- 今年5月，超长期特别国债开启发行，支持“两重”建设，有望较好支撑基建投资，以拉动内需、提振经济。其中7000亿元用于“两重”建设已全部下达到项目，开工率50%。

基建是对冲房地产投资下行的“利器”，%



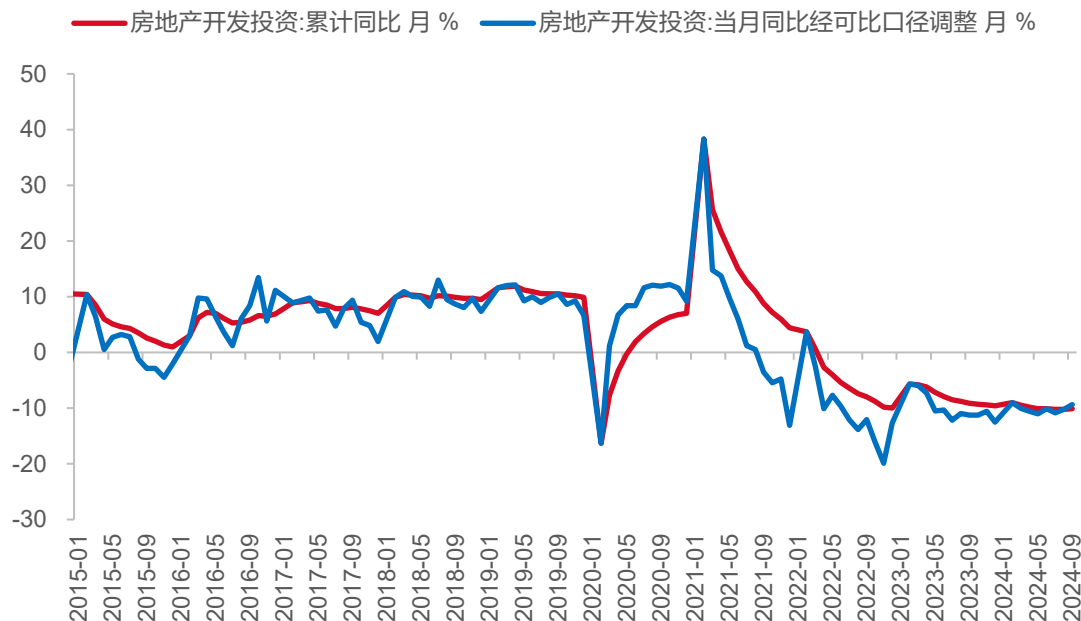
2023Q4以来水利管理业投资明显提速，%



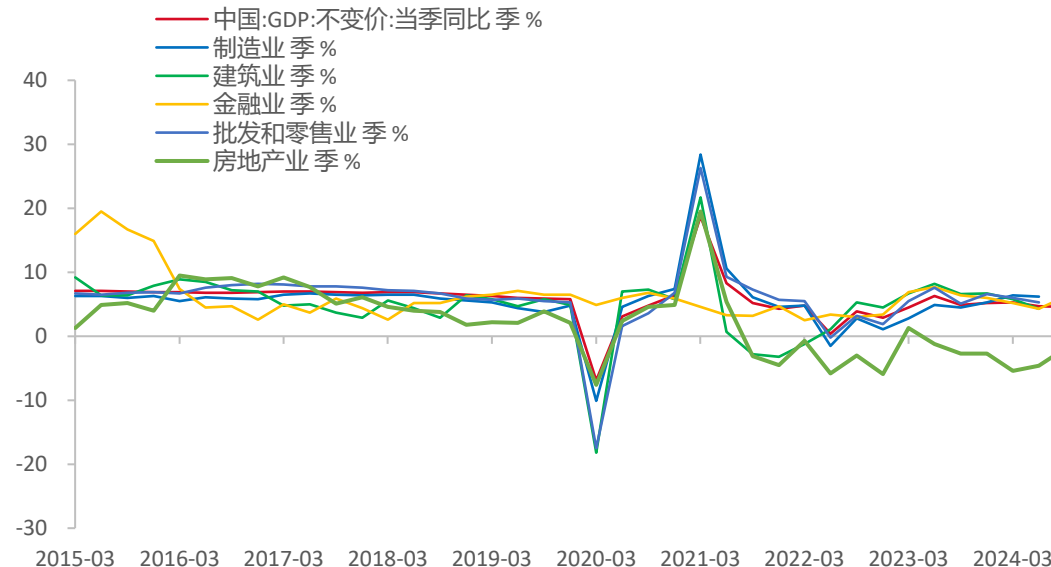
房地产：对经济的拖累较大

- “销售-回款-投资”链条尚未明显改善，在房企现金流压力仍然较大的情况下，投资扩张速度大概率偏慢，销售对投资的传导可能滞后。为缓解房企现金流压力、确保项目竣工交付，今年年初开始，各城市逐步落地房地产融资协调机制。9月24日披露数据，商业银行审批通过“白名单”项目超过5700个，贷款金额1.43万亿元，支持400余万套住房如期交付。
- 截至2024年9月，房地产投资增速累计同比-10.1%。预计在需求端、融资端政策进一步放宽，消化存量住房等积极因素推动下，房地产投资降幅有望收窄，对经济的拖累作用或将减弱。

房地产投资增速，%



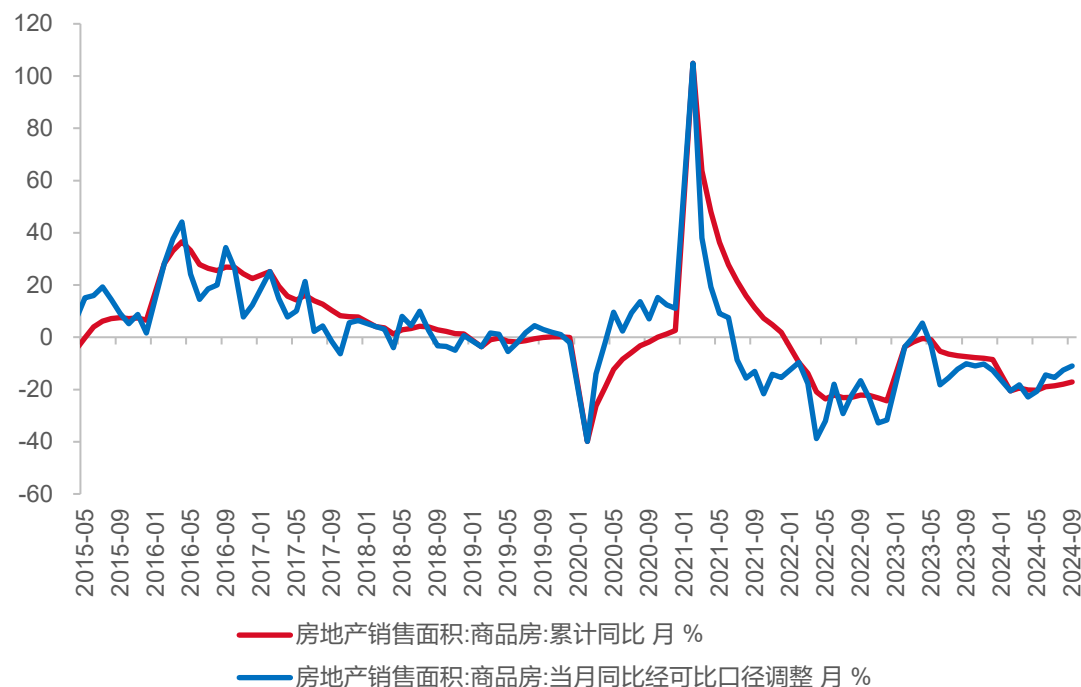
GDP增速分行业拆解，%



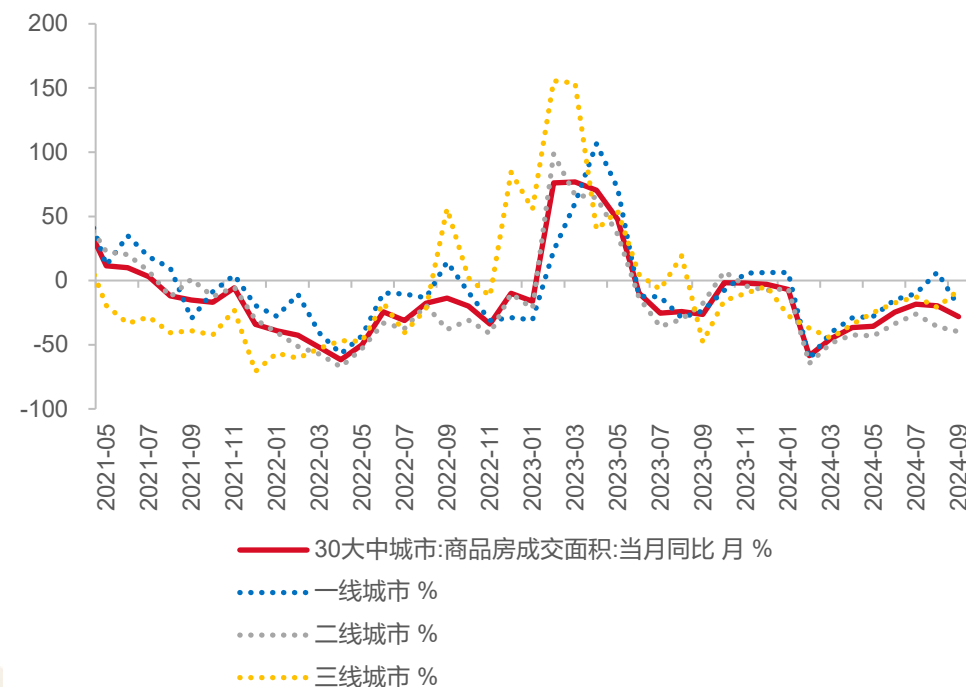
销售总体仍处于低位

- 2024年1-9月，全国新建商品房累计销售7.03亿平方米，累计同比-17.1%（前值-18.0%）。
- 9月，30城商品房成交面积环比-6.1%。517新政后房地产销售增速的降幅有所收窄，但两位数以上的同比跌幅拖累仍然较大。

商品房销售增速，%



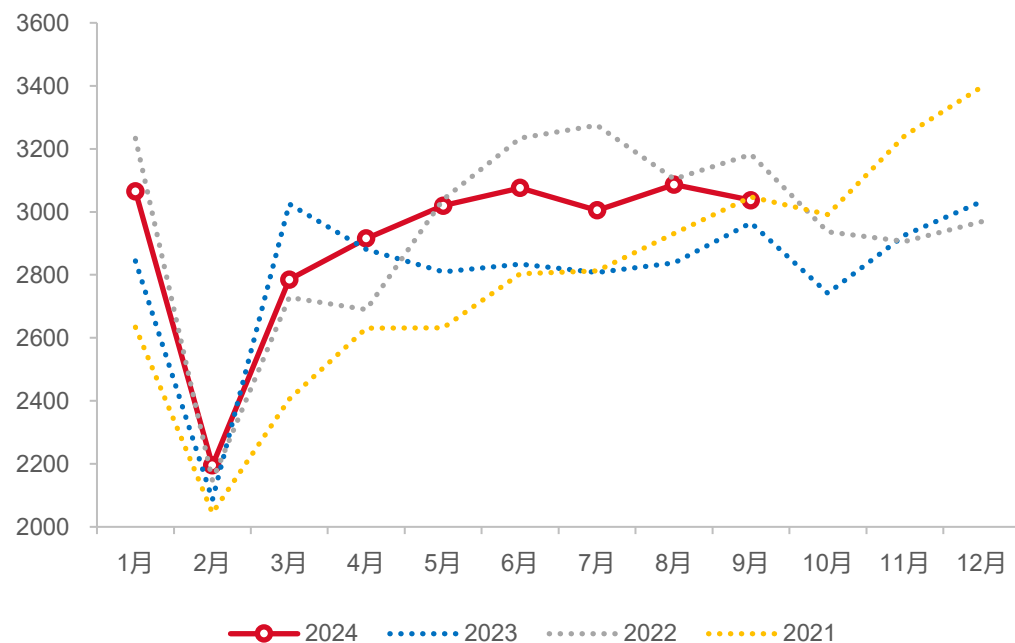
30城商品房销售面积增速，%



出口：有韧性，但存隐忧

- 下半年出口基数压力增加。上半年月均出口基数2746亿美元，下半年月均出口2885亿美元，基数压力有所增加。
- 外需景气度逐步回落：IMF预测2024年全球经济增速与2023年基本持平，全球制造业PMI近期连续两个月回落至荣枯线以下。

出口金额季节性，亿美元



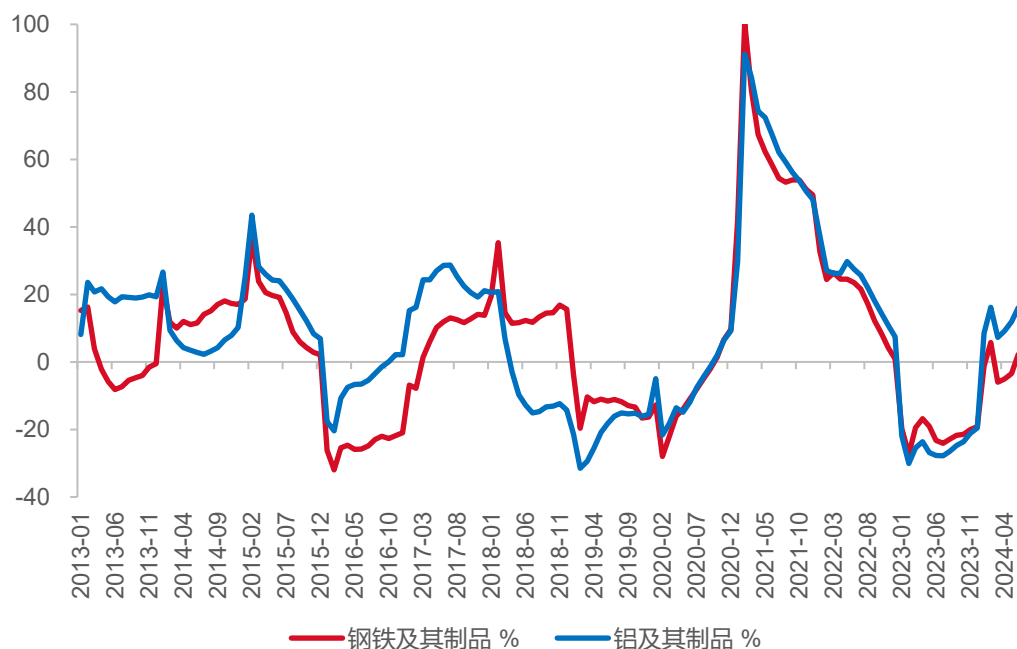
全球制造业PMI



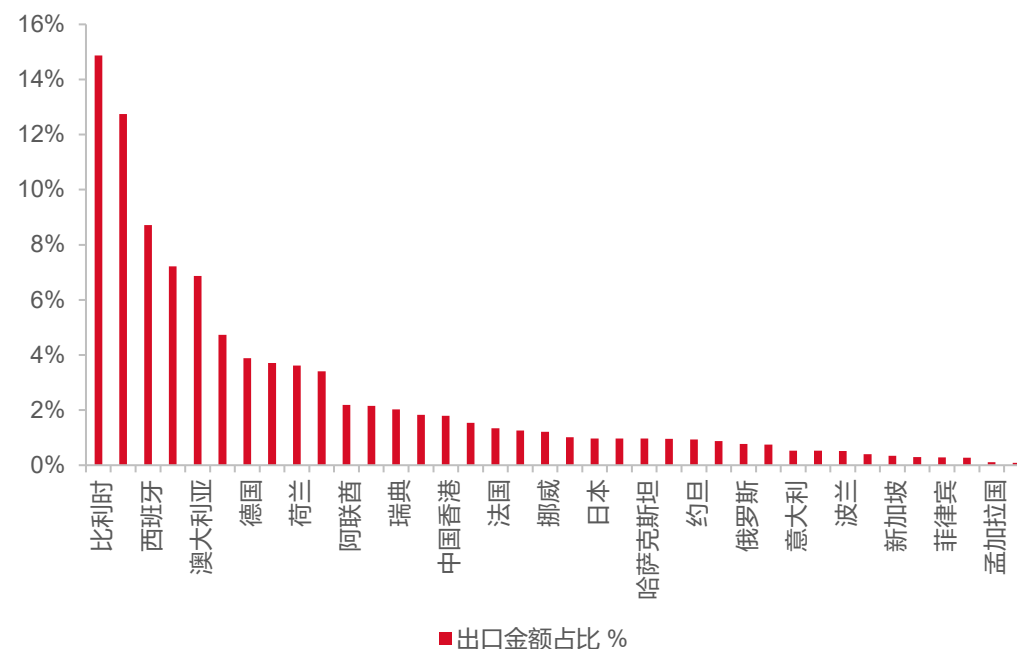
贸易环境存在不确定性

- **美欧对中国出口产品加征关税：**5月，美国宣布在原有对华301关税基础上，进一步提高对自中国进口的电动汽车、锂电池、光伏电池、半导体以及钢铝等产品的加征关税。6月，欧盟宣布将对产自中国的电动汽车加征临时关税，目前最终裁定已确认。
- **美国大选对全球经贸环境带来的不确定性：**特朗普在“短兵相接”中更胜一筹且民调领先，若其当选可能使中美经贸摩擦升温。如果哈里斯当选，则意味着或将延续此前拜登针对性的对华贸易政策（半导体、微电子、人工智能等高新技术产业）。

中国对美出口钢铝及其制品增速，%



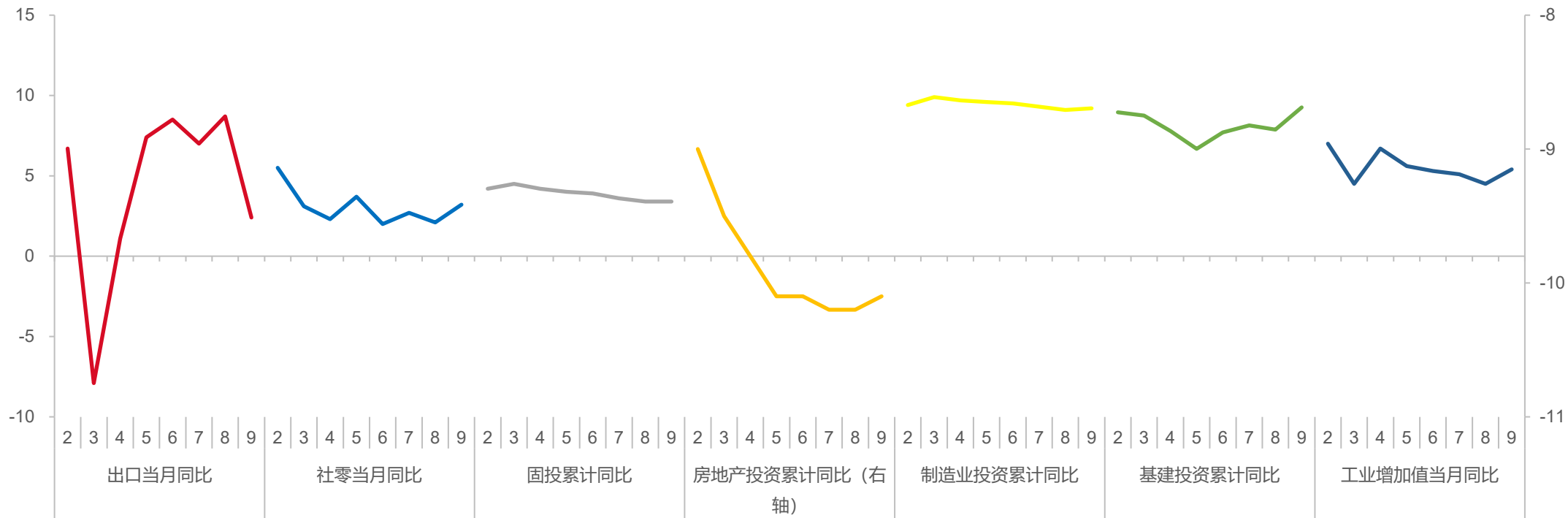
中国纯电新能源汽车出口份额分布，%



前三季度经济运行特点：供强于需

- 从前三季度经济数据表现来看，内需仍相对偏弱。PMI连续位于荣枯线下方运行，消费方面社零整体恢复力度不足，投资方面基建的支撑力度也在逐步减弱，房地产投资依然拖累较深。

今年以来出口，社零、固投、工增等增速，%



资料来源：，东海证券

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

目 录

- 一、为什么这边经济“独好”：宏观调控的理论与实践
- 二、经济的“冷与热”：宏观数据与切身感受的印证
- 三、政策的“最高定调与拐点”
- 四、资本市场的“希望之光”
- 五、风险提示

不寻常的9月政治局会议

	2024年9月	2024年7月
政策基调	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。要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。要 加大 财政货币政策 逆周期调节 力度。	加大宏观调控力度，深化创新驱动发展，深入挖掘内需潜力，不断增强新动能新优势，增强经营主体活力，稳定市场预期，增强社会信心，增强经济持续回升向好态势，坚定不移完成全年经济社会发展目标任务；宏观政策要持续用力、更加给力。
货币政策	要降低存款准备金率，实施有力度的降息。	综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
财政政策	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 。	加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。优化财政支出结构，兜牢“三保”底线。
房地产	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。	落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。
资本市场	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。	统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。
民生	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业， 抓紧完善生育支持政策体系 。 要守住兜牢民生底线 ，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。要加强低收入人口救助帮扶。要抓好食品和水电气热等重要物资的保供稳价。要切实抓好粮食和农业生产，关心农民增收，抓好秋冬生产，确保国家粮食安全。	强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业；加强低收入人口救助帮扶；全力做好防汛抗洪救灾工作，做好迎峰度夏期间能源电力供应，抓好安全生产，认真解决食品安全、社会治安等问题。扎实推进乡村全面振兴，巩固拓展脱贫攻坚成果，确保农村人口不发生规模性返贫致贫；加强耕地保护和质量提升，抓好农业生产。

资料来源：中国政府网，东海证券研究所

政治局会议的三个关键词



资料来源：中国政府网，东海证券研究所

不寻常的“924” 国新办新闻发布会

- 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。

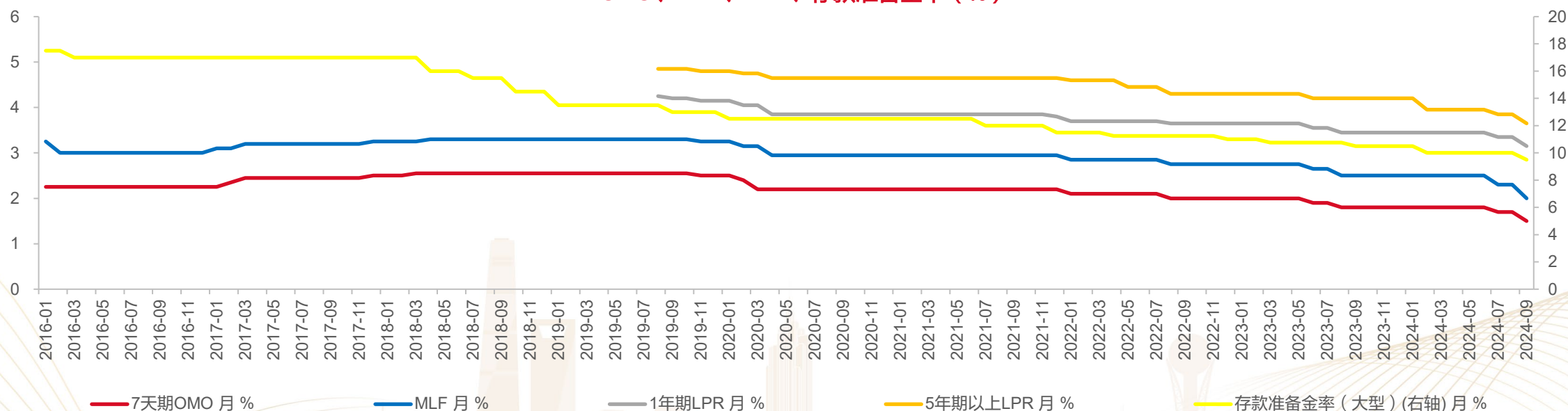
- 货币政策：降准降息
- 房地产：降房贷利率、降首付、保障房信贷支持等
- 股市：证券、基金、保险互换便利，股票回购、增持再贷款（贷款利率2.25%左右），市值管理（要求破净公司制定价值提升计划），并购重组六条，推动长期资金入市

核心要点	具体内容
降准	近期将下调存款准备金率0.5个百分点，年内视流动性状况择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。
降息	7天期OMO利率下调20bps至1.5%，带动MLF利率下调30bps，引导LPR和存款利率同步下行约20-25bps。
支持房地产	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；二是统一首套、二套房贷款最低首付比例，二套由25%下调至15%，但仍坚持因城施策；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%；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；五是研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，必要时可由再贷款支持；六是完善房贷定价机制，基于市场化原则自主协商动态调整；七是初期会先在本行内实施存量房贷转按揭，下一步再考虑是否需要跨行转按揭。
推动中长期资金入市（证监会）	一是大力发展权益类公募基金；二是完善“长钱长投”的制度环境；三是持续改善资本市场生态。
推动中长期资金入市（金融监管总局）	一是扩大保险资金长期投资改革试点；二是督促指导保险公司优化考核机制；三是鼓励理财公司、信托公司加强权益投资能力建设。
并购重组六条	一是大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级；二是积极鼓励上市公司加强产业整合；三是进一步提高监管包容度；四是下大力气提升重组市场交易效率；五是引导中介机构进一步提高服务水平；六是依法做好监管工作。
促进创业投资	一是扩大试点城市的范围（由原来的上海扩大至北京等18个科技创新活跃的大中型城市）；二是放宽限制（将表内投资占比由原来的4%提高到10%，投资单只私募基金的占比由原来的20%提高到30%）；三是优化考核（建立健全长周期、差异化的绩效考核）。
市值管理	一是要求董事会高度重视投资者保护和投资者回报；二是要求上市公司积极运用市值管理工具提升投资价值；三是要求上市公司建立常态化的回购机制安排；四是要求长期破净公司制定价值提升计划；五是要求主要指数成份股公司制定市值管理制度等。
创设证券基金保险互换便利	符合条件的证券、基金、保险公司用其持有的债券、股票ETF、沪深300成分股等资产作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。互换便利首期操作规模5000亿元，未来可视情况扩大规模。
创设股票回购、增持专项再贷款	中央银行将向商业银行发放再贷款，提供的资金支持比例是100%，再贷款利率是1.75%，商业银行对上市公司和主要股东提供贷款，用于回购和增持上市公司股票，贷款利率在2.25%左右。首期额度是3000亿元，未来可视情况提升额度。
优化“无还本续贷”政策	一是将续贷对象由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业，贷款到期后有真实融资需求，同时又存在资金困难的小微企业，符合条件的均可申请续贷支持；二是将续贷政策阶段性扩大到中型企业，期限暂定为三年，也就是对2027年9月30日前到期的中型企业流动资金贷款，都可以参照小微企业的续贷政策；三是调整风险分类标准，对依法合规、持续经营、信用良好企业的贷款办理续期，不因续

货币政策：降息降准

- **提前宣告年内仍有可能降准超预期。**降准50bps符合市场预期，但提前预告年内仍有可能降准，体现了稳增长预期引导，预计两次降准释放的流动性约1.5-2万亿元左右。此外，考虑到8-9月政府债发行已经明显提速（根据已披露的发行计划，国债净融资进度77.5%、地方政府一般债85.0%、专项债进度89.3%），提前预告降准或预示财政政策存在加码的可能性。
- **降息仍有空间。**继7月降息10bps后，本次降息20bps超市场预期。8月CPI同比虽然升至0.6%，但近两个月由于天气等短期因素导致的食品价格上涨是主要支撑，四季度有可能回落，PPI受翘尾因素推动的同比回升也告一段落，反映综合价格水平的GDP平减指数三季度仍有可能为负。国内实际利率水平虽较前期高点回落，但仍处于历史相对偏高区间。本次降息后，将引导LPR及存款利率同步下行20-25bps，降低实体融资成本。同时从四季度来看，外部汇率约束这一压力，有望进一步减轻，从政策提振内需以及降实际利率的角度，年内或仍有继续降息可能。

OMO、MLF、LPR、存款准备金率（%）

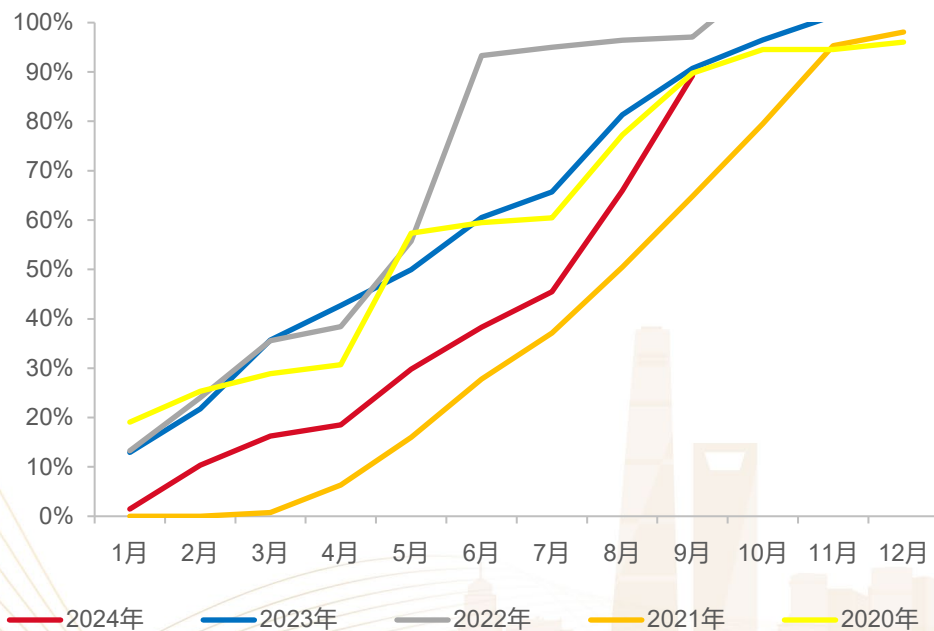


资料来源：央行，东海证券研究所

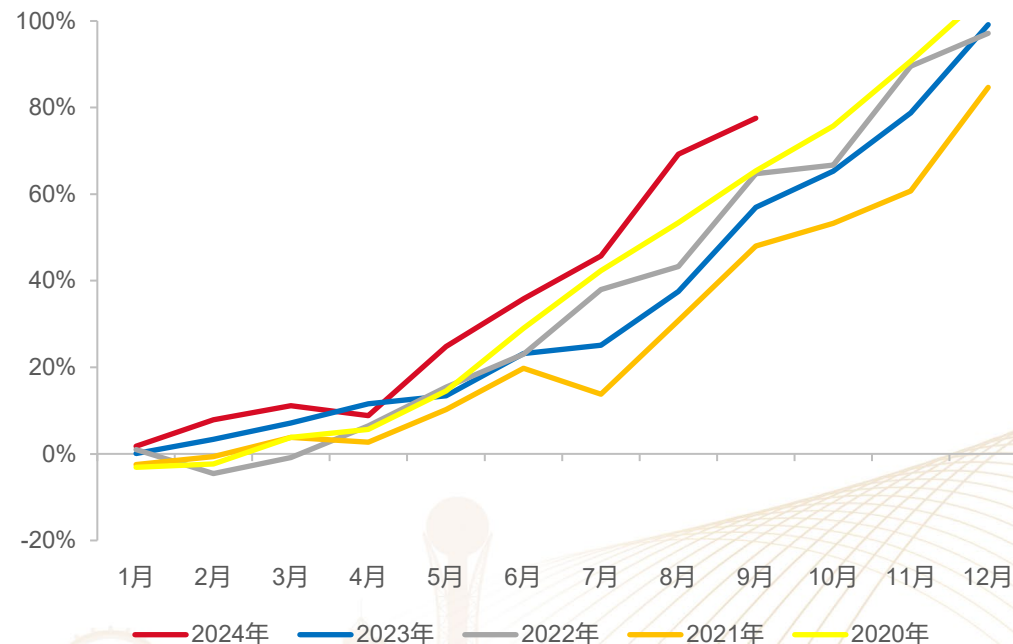
降息降准内外环境有所改善

- **外部约束减小。**历史上降准降息同时发生的情形较为罕见。从背景上来看，外部汇率压力减弱，为国内货币政策打开了空间，而内需也亟需政策出台提振。美联储本轮降息周期已开启，8月至今美元指数已回落3%，在101左右波动，同期离岸人民币汇率升值2.28%，回到了7.05左右。
- **内部约束方面，**银行的净息差压力总体影响也偏中性，一方面存贷利率两端同步下调，另一方面多轮存款利率下调的累积效应以及降准都将降低银行负债端成本，或能缓解存量房贷利率下调带来的净息差压力。

地方政府专项债发行进度（%）



国债净融资进度（%）

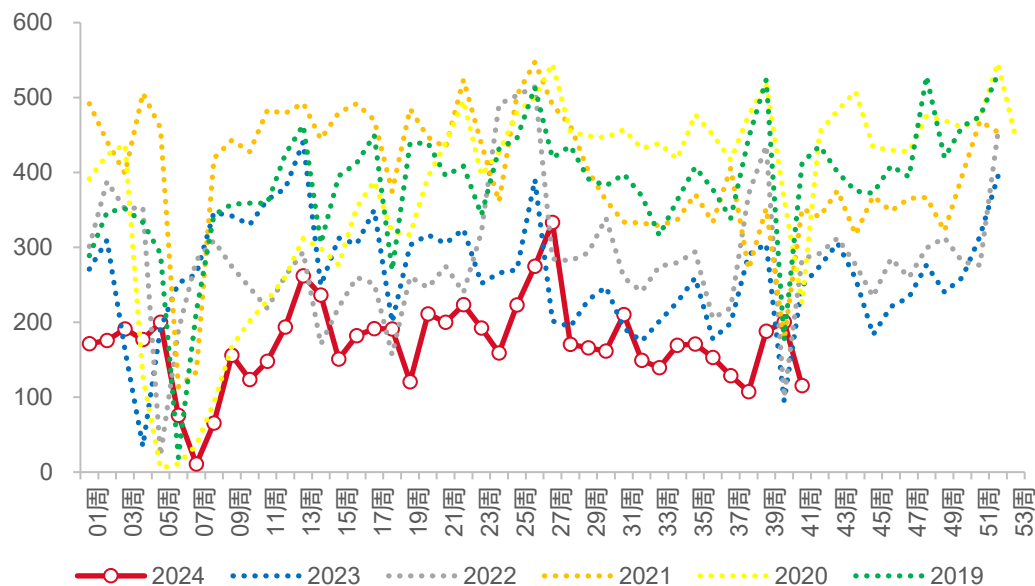


注：历史情况考虑增发国债及特别国债

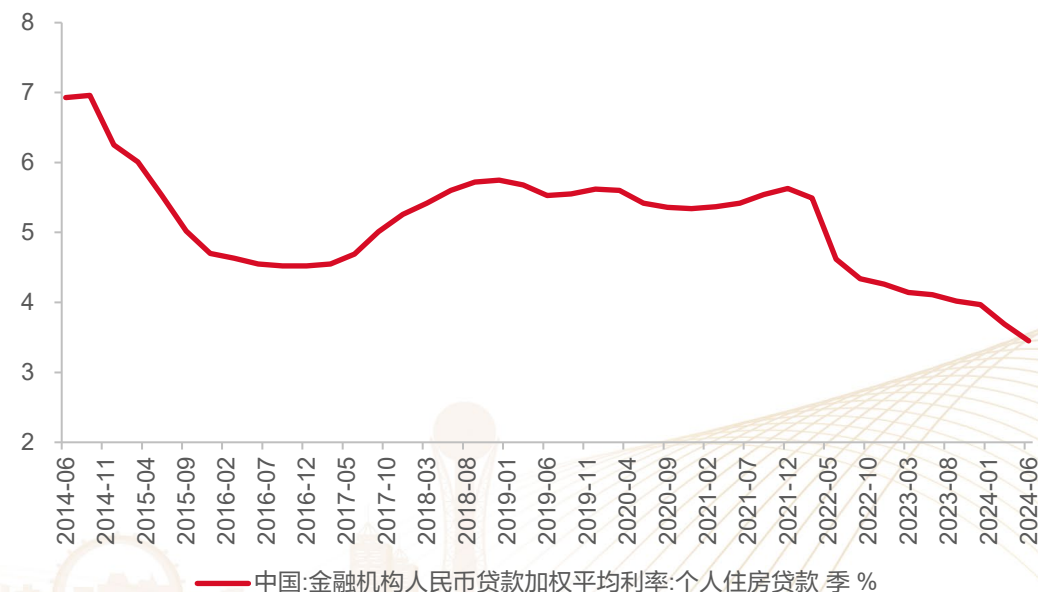
地产：政策组合拳提振市场

- 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**。1) 居民减负，提高消费能力。根据央行的预测，将惠及5000万户家庭，1.5亿人口，平均每年减少利息支出总数约1500亿元左右。消费估计也会有带动，截至二季度城镇居民的边际消费倾向在60%左右，以此测算或带动900亿元左右的消费增量。2) 降低提前还款意愿。虽然去年10月已有过一次存量房贷利率下调，但由于此后房贷利率下限的取消，今年二季度住房贷款加权平均利率已降至3.45%，相较于去年三季度的4.02%，有50bps以上的差距。

30大中城市商品房成交面积当周同比（%）



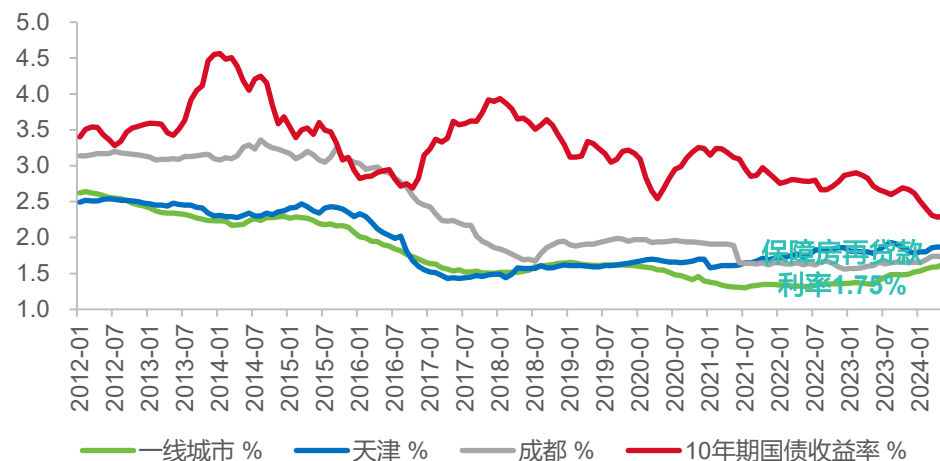
金融机构个人住房贷款加权平均利率（%）



地产：政策组合拳提振预期

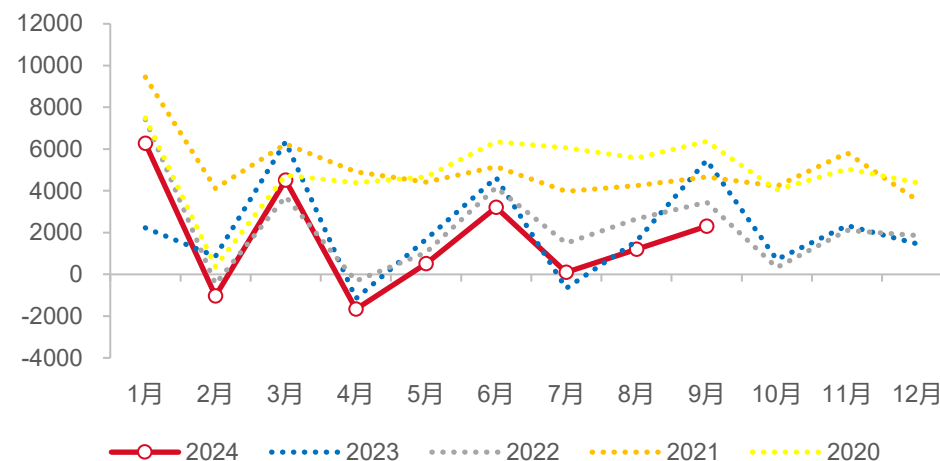
- 二是统一首套、二套房贷款最低首付比例，二套由25%下调至15%，落实层面仍坚持因城施策。对于限购以及首套房认定标准全国范围内除了一线城市外，其余已基本全部放开。降低二套房贷款首付比例或主要对一线城市产生影响。
- 三是3000亿元保障性住房再贷款央行资金支持比例由60%提高至100%。截至6月末，3000亿元保障性住房再贷款使用额度仅为121亿元。考虑到保障房再贷款的“市场化运作”思路，收购存量房后的租金收益至少要覆盖利息支出、运营管理、维护修缮等成本，而目前一线城市二手房租金回报率仍不足2%。提高低利率资金的支持比例，或提升地方国企收储的意愿，不过仍然要看具体项目的收购价格。
- 四是将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。两项政策对房企融资方面的支持延长两年，避免因政策到期退出引起房企资金上的压力，体现出政策的接续性。
- 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。短期来看，我们认为最有可能落地的是收储方面的政策，去库是地产的核心政策方向。而完善房贷定价机制以及跨行转按揭，体现出未来利率定价市场化的发展方向。

部分城市住宅租金收益率低于国债利率，%



资料来源：，东海证券研究所

居民中长期贷款季节性规律，亿元



资料来源：央行，东海证券研究所

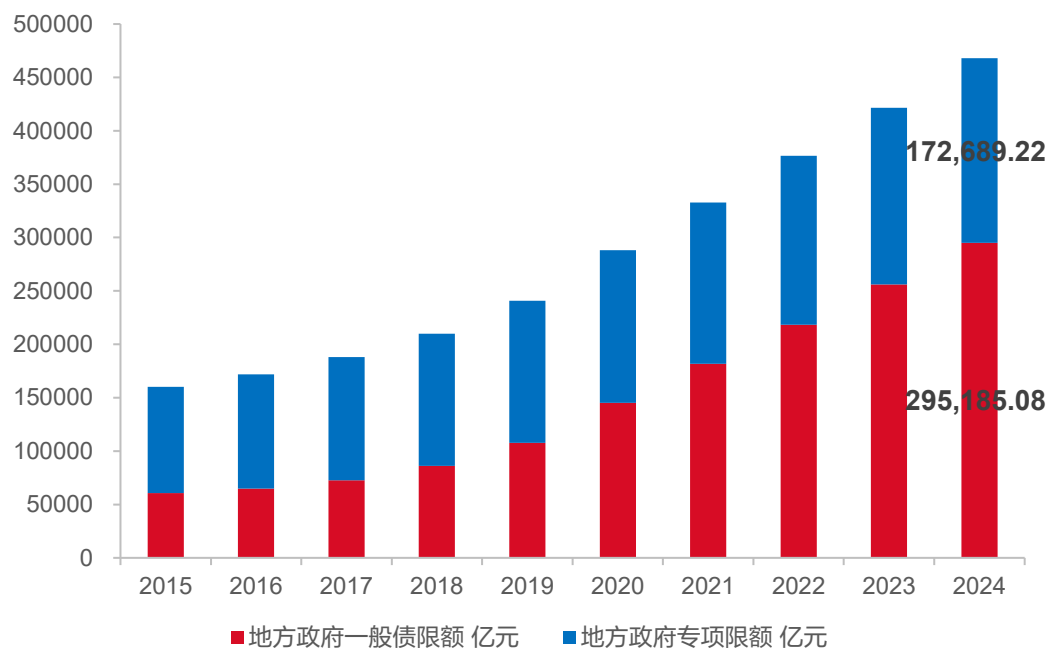
股市：多项重磅政策

- **创设证券、基金、保险互换便利。**证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司将其持有的债券、股票ETF、沪深300成分股等资产作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，机构通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。**证监会已给20家券商、基金公司复函**，要求合理确定申请额度，经央行同意后实施。券商名单包括：中信证券、中金公司、国泰君安、华泰证券、申万宏源、广发证券、财通证券、光大证券、中泰证券、浙商证券、国信证券、东方证券、银河证券、招商证券、东方财富证券、中信建投、兴业证券；基金公司仅3家，包括华夏基金、易方达基金、嘉实基金，以上20家机构获准开展SFISF操作。
- **创设股票回购增持专项再贷款。**10月18日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》。再贷款首期额度3000亿元，年利率1.75%，期限1年，可视情况展期。股票回购增持再贷款政策适用于不同所有制上市公司。国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性金融机构（以下简称21家金融机构）按政策规定，发放贷款支持上市公司股票回购和增持。21家金融机构自主决策是否发放贷款，合理确定贷款条件，自担风险，贷款利率原则上不超过2.25%。贷款资金“专款专用，封闭运行”。对于符合要求的贷款，中国人民银行按贷款本金的100%向金融机构发放再贷款。
- **发布市值管理指引意见稿，明确长期破净公司要制定价值提升的计划。**《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》，明确上市公司可依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份增持和回购等方式提升上市公司投资价值。对于长期破净公司，意见稿明确其应制定并披露明确、具体、可执行的估值提升计划。
- **“并购六条”，聚焦“做新做强”。**证监会指出，要抓好新发布的“并购六条”落地实施，尽快推出一批典型案例。健全股权激励等制度，有效激发企业家精神和人才创新创造活力，引领带动各类先进生产要素向发展新质生产力集聚。
- **引导中长期资金入市。**加快落实中长期资金入市指导意见，大力发展权益类公募基金，分类施策打通中长期资金入市的堵点痛点，构建支持“长钱长投”的政策体系。

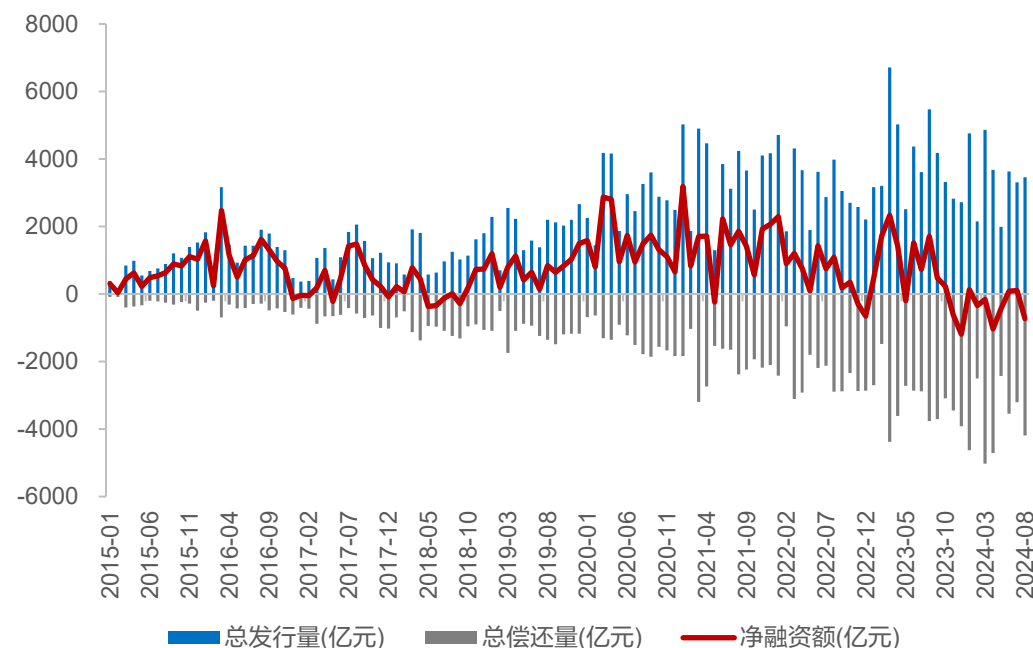
财政部发布会、2024金融街论坛年会：政策及时雨下不停

- **财政部发布会：**1.化债放在第一位。“近年来出台的支持化债力度最大”，意味着一次性增加的地方政府债务限额空间具有较大的想象空间。2.发行特别国债，为国有银行补充资本金。3.多举措支持房地产。收储（闲置土地+商品房）、优化保障性安居工程、税收优惠等。4.未来会有更多的财政增量政策。还有其他政策工具也在研究中，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。
- **住房和城乡建设部发布会：**通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿元。
- **金融街论坛年会：**继续降准，股市互换、回购增持资金等快速落地。年底前视市场流动性情况，择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。证监会吴清：对违规减持、绕道减持，责令购回、上缴价差，并承担相应的责任。

地方政府债务限额，亿元



城投债净融资，亿元

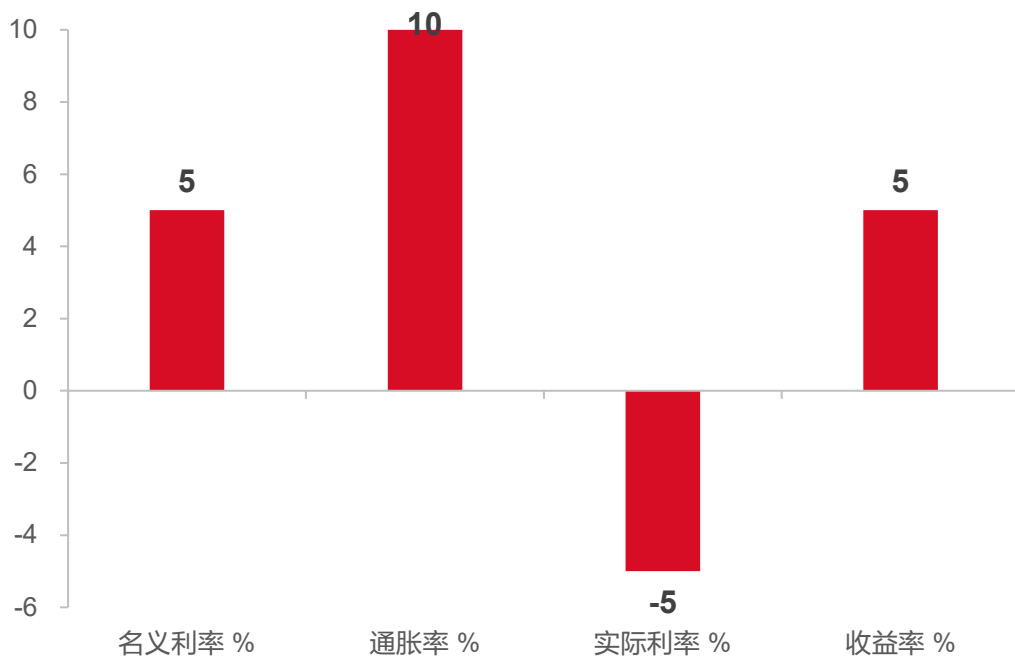


货币的重要性：从实际利率看

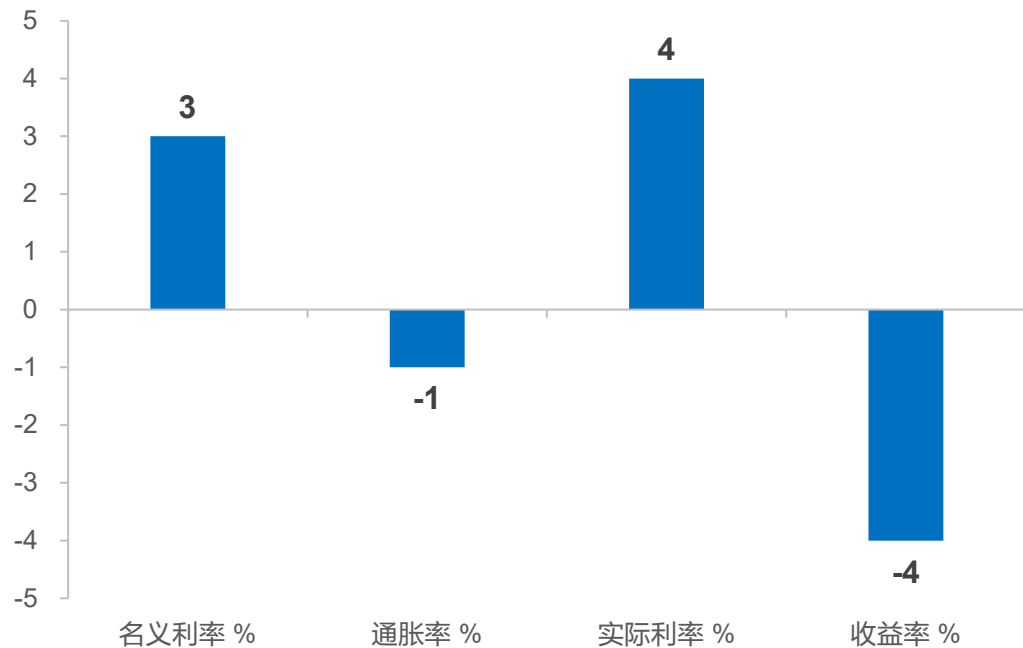
费雪效应：实际利率 = 名义利率 - 通货膨胀率

- 情境一：名义利率5%，通胀10%，实际利率为-5%，收益率为5%。
- 情境二：名义利率3%，通胀-1%，实际利率为4%，收益率为-4%。

情境一：名义利率高，实际利率低，收益好



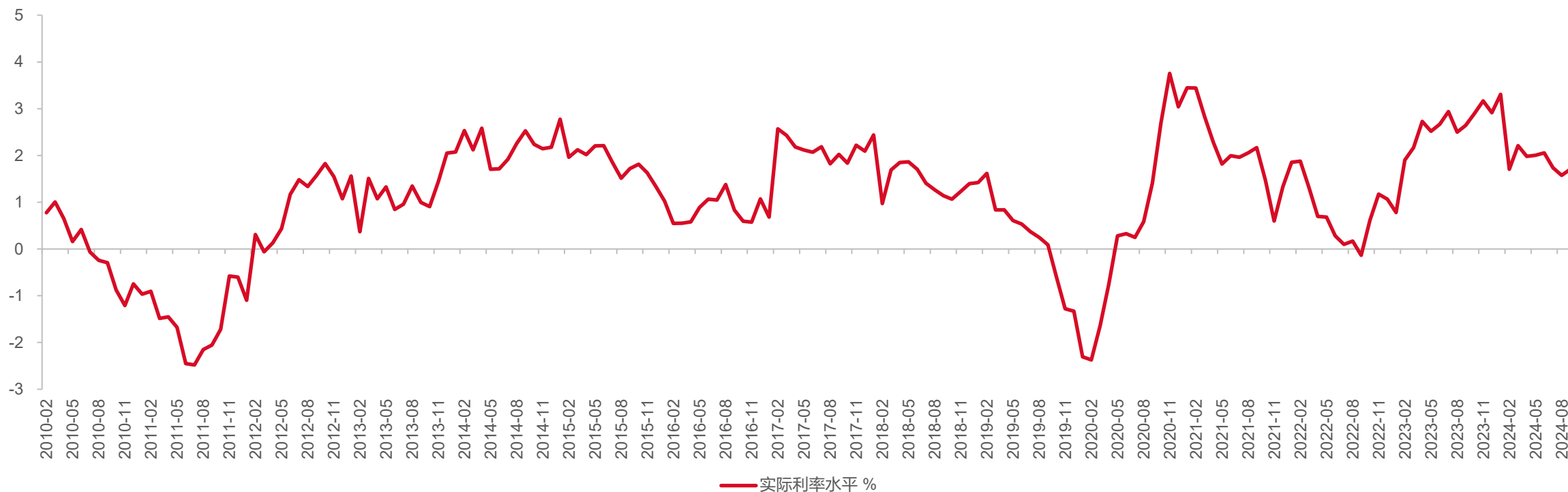
情境二：名义利率低，实际利率高，收益差



未来政策空间：货币、财政

- 实际利率仍处于相对高位。9月，经测算的实际利率水平仍有1.70%，2010年以来分位数水平60%。

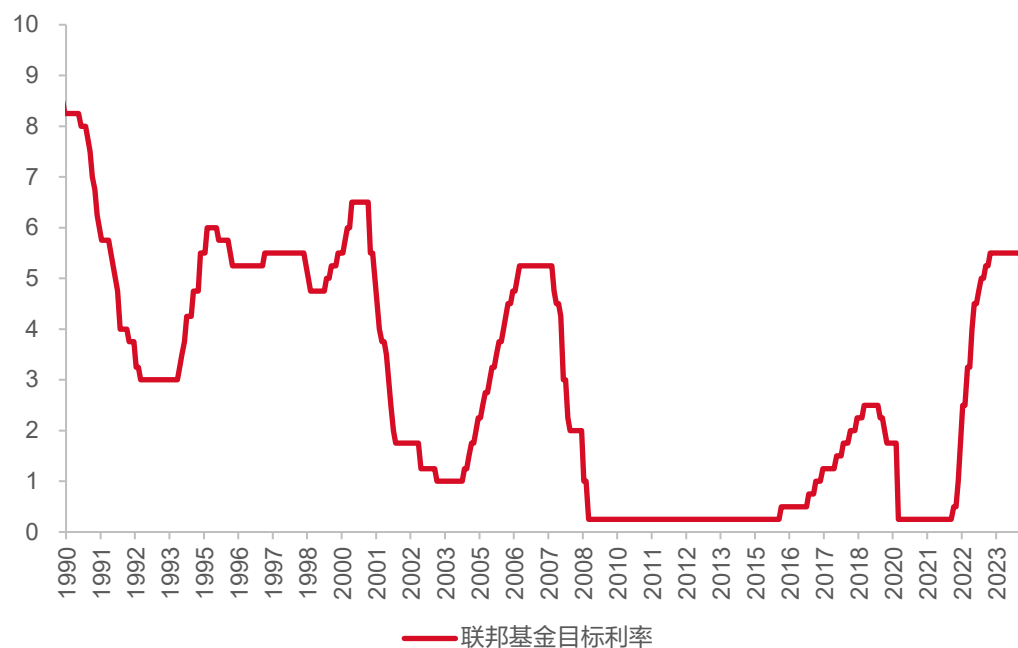
实际利率水平，%



货币外部约束下降：美联储开启降息周期

- 2024年9月，美联储FOMC会议降息50bps，开启降息周期。

联邦基金目标利率，%



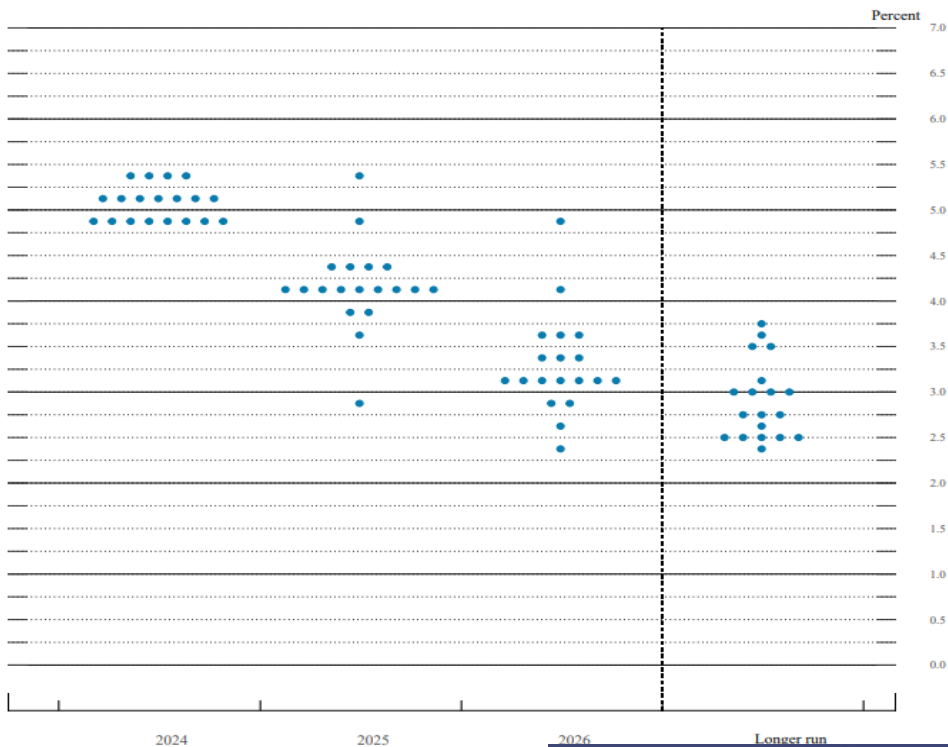
市场预期未来会议降息概率及幅度，%

会议日期	加息/降息次数	加息/降息概率	隐含利率变动	隐含利率(%)	假定利率变动
2024/11/8	-0.905	-89.5%	-0.226	4.604	0.25
2024/12/19	-1.848	-100.0%	-0.462	4.368	0.25
2025/1/30	-2.660	-100.0%	-0.665	4.165	0.25
2025/3/20	-3.620	-100.0%	-0.905	3.925	0.25
2025/5/8	-4.292	-100.0%	-1.073	3.757	0.25
2025/6/19	-4.929	-100.0%	-1.232	3.598	0.25
2025/7/31	-5.280	-100.0%	-1.320	3.510	0.25
2025/9/18	-5.603	-100.0%	-1.401	3.429	0.25
2025/10/30	-5.840	-100.0%	-1.460	3.370	0.25
2025/12/11	-6.047	-100.0%	-1.512	3.318	0.25

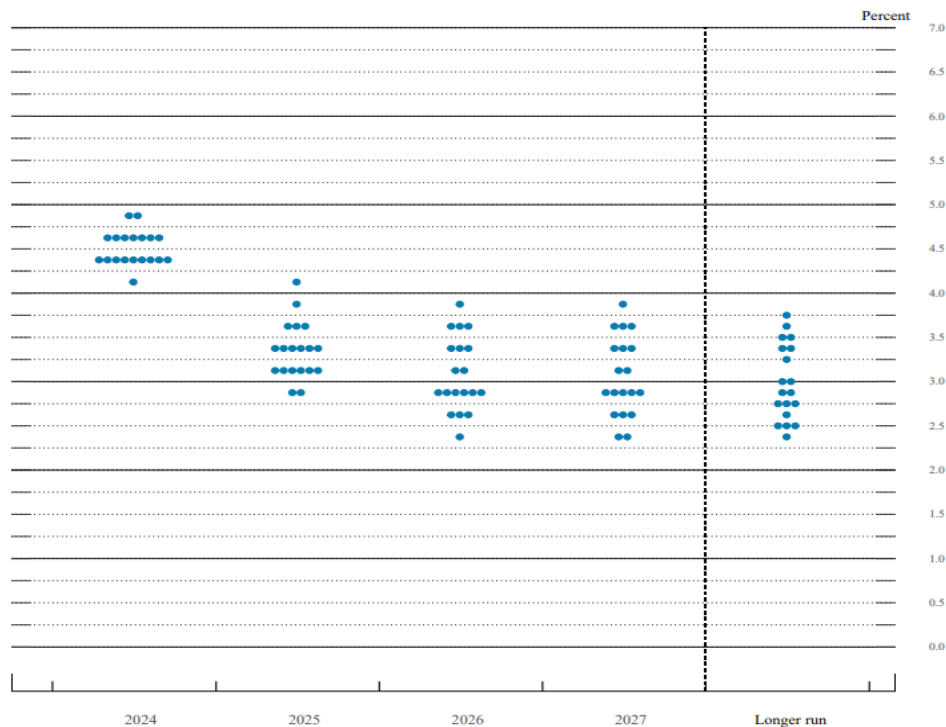
美国：美联储2024年虽开启降息，但未来操作可能会小步推进

- 9月FOMC会议50bps的降息幅度超市场预期。美联储主席鲍威尔新闻发布会上对未来持续大步伐降息的否定。
- 对通胀目标更有信心，就业更受关注。
- 年内的降息路径可能是小步伐25bps，但2025年降息节奏尚存不确定性。

美联储6月点阵图



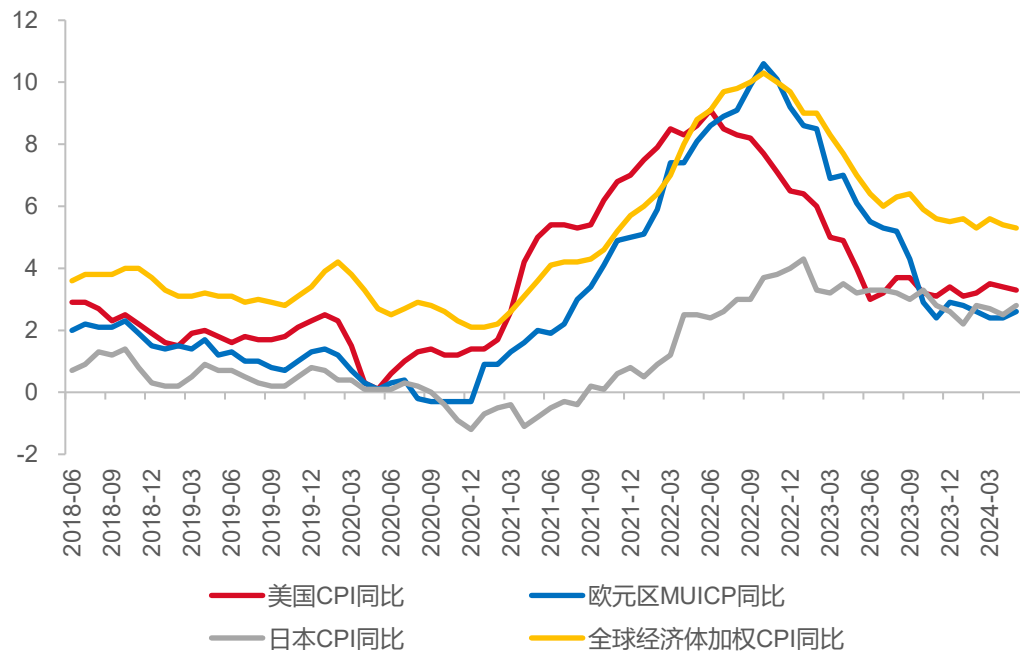
美联储9月点阵图



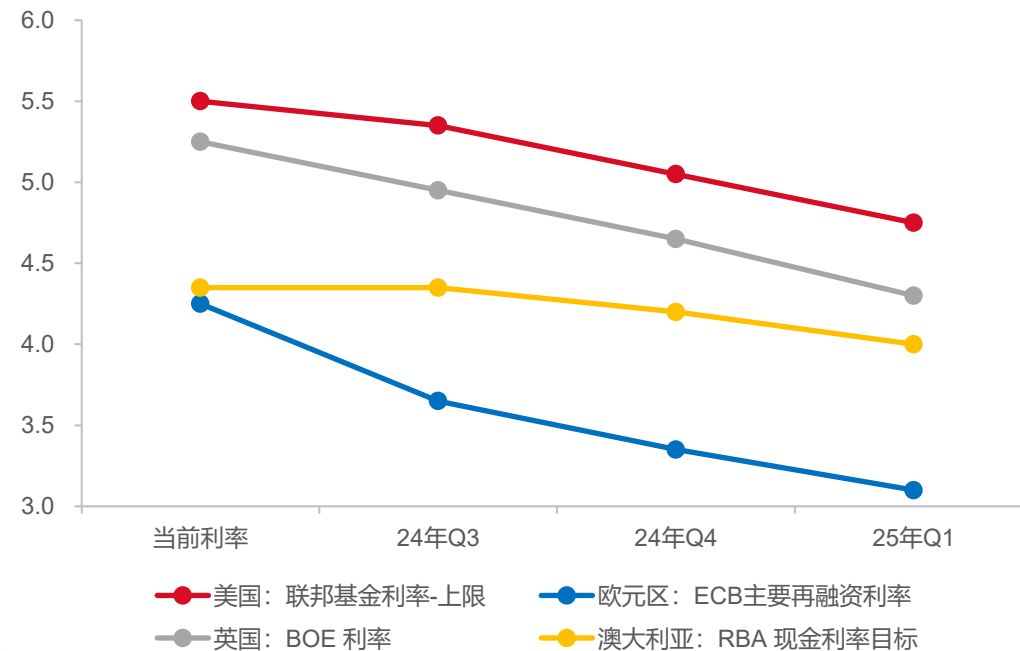
除日本外，全球主要央行开启降息

- **通胀步调不一。**1) 上半年，全球通胀整体增速趋于放缓，但各国进展不一。美国通胀下行速度较慢，欧洲相对更快，日本可能维持在2%附近。2) 全球通胀未来仍将继续下行，但经济增长的韧性、地缘政治风险可能导致下半年部分国家通胀反弹。
- **降息节奏可能不会太快。**1) 降息仍是下半年全球央行的主要任务。除日本外，市场预期主要国家央行下半年将降息。2) 各国央行仍在通胀与经济增长中艰难寻找平衡，正常化道阻且长。

部分国家通胀增速，%



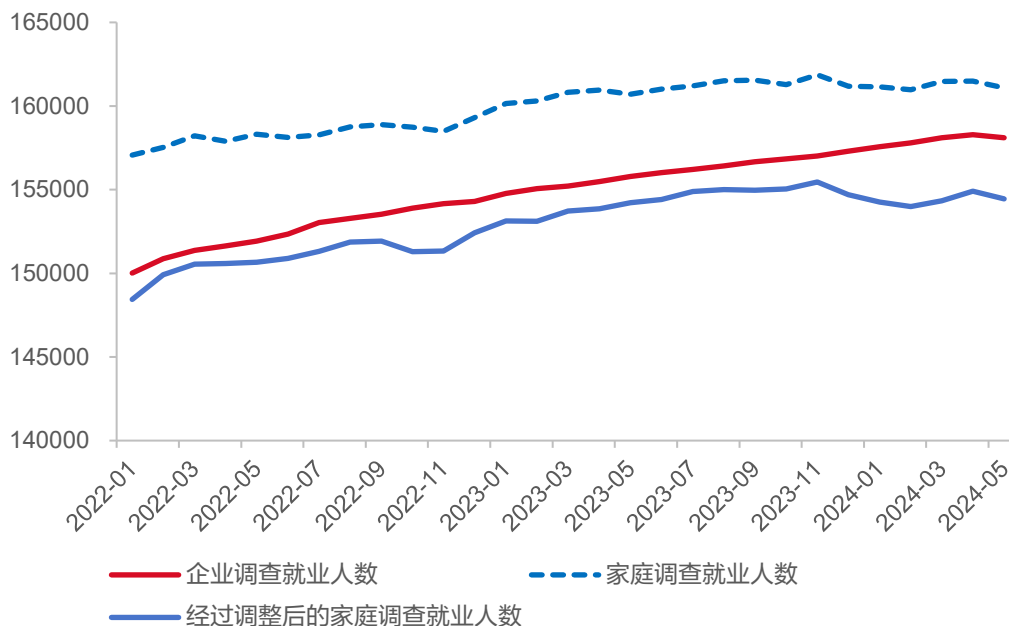
部分国家政策利率路径的分析师预测中值，%



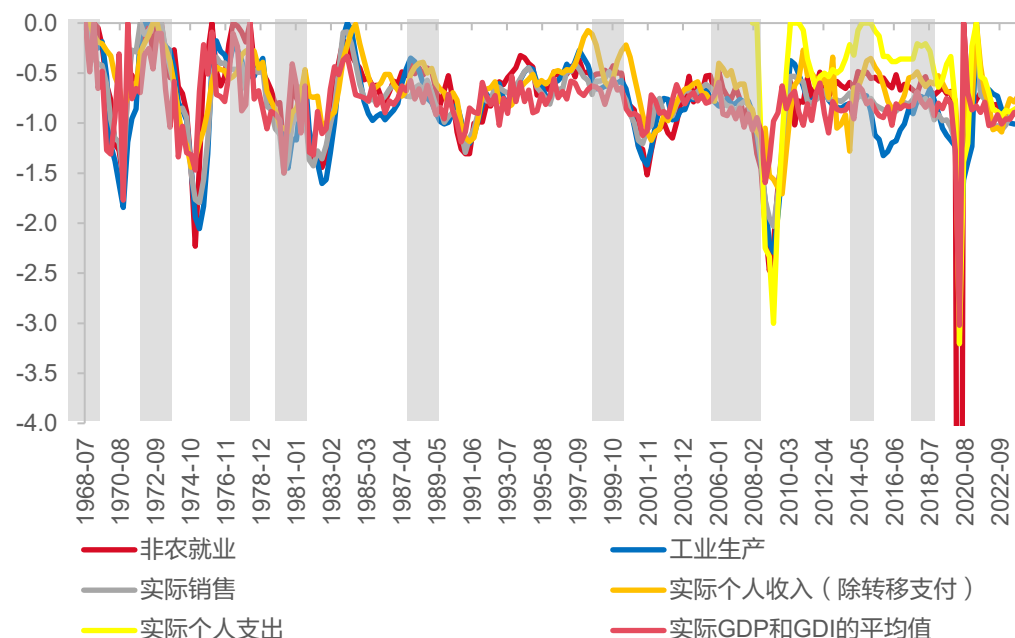
美国：经济缓慢降温，但年内未必进入衰退区间

- **美国就业市场温和降温。**过去一年以来，美国家庭就业调查跟企业调查的结果出现了较大分歧。家庭调查的就业率上升了0.2%，而企业调查的就业率上升了1.8%。经过统计范围调整后，家庭调查统计的就业人数依然显著弱于企业调查的就业人数。真实的就业情况可能位于两者之间，就业虽然仍在增长，但速度趋缓。
- **美国经济年内可能不会进入NBER定义下的衰退区间。**即使劳动力市场降温缓慢，通常最后还是会衰退，但未必会很快开始。从NBER关注的指标来看，目前美国实体消费端显著强于生产端。工业生产已经临近衰退区间边缘，但实际个人收入和支出偏强。各经济指标的总体下行速度慢，今年年内可能不会恶化到以往衰退区间内的水平。

美国就业人数，千人



NBER衰退指标回撤幅度，%



突破萨姆规则临界值未必意味着衰退

- 7月美国失业率急剧上升，引发市场对经济衰退的担忧。就经验法则来看，萨姆规则的准确率高。
- 但本次失业率突破萨姆规则的临界值未必意味着经济衰退，萨姆规则计算的侧重点在于失业率上行的速度。一是过去3个月的失业率受劳动参与率扰动较大，并不完全反映劳动需求的恶化。二是职位空缺仍处于较高位置，劳动力市场的匹配效率低下。
- 9月已经回至临界值，10月可能回落至临界值以下。



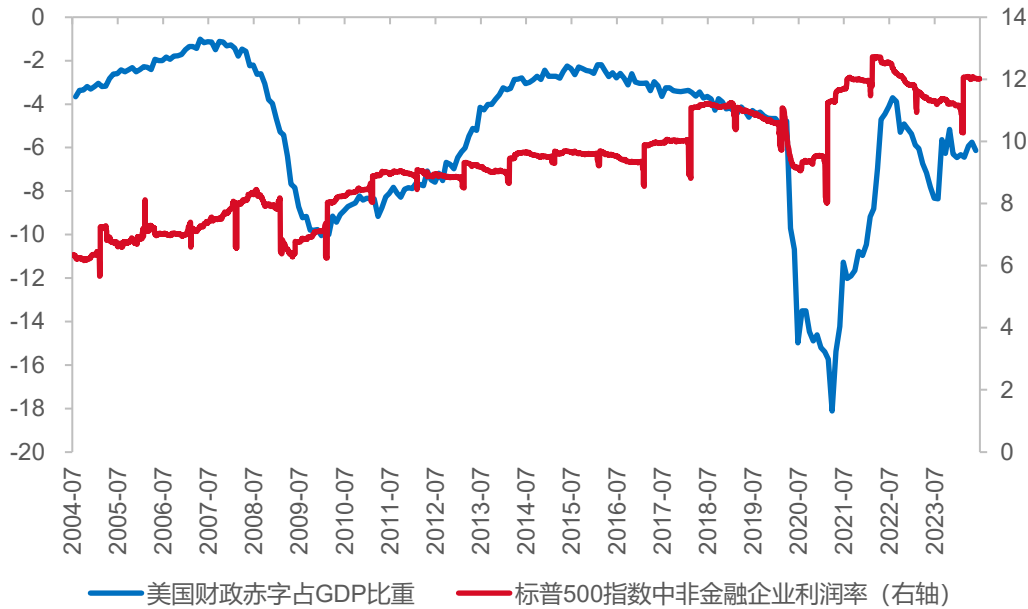
美国大选不确定性较强

- **拜登vs哈里斯**。6月27日进行了第一轮总统辩论。7月21日，拜登宣布退选，转而支持哈里斯接替成为民主党提名人。美国东部时间9月10日，特朗普与哈里斯进行了两人间的首次美国总统大选辩论。据Polymarket数据，本轮辩论后哈里斯的支持率上升。但最近特朗普的支持率又有上升。
- **特朗普的经济政策主张：宽财政、减税收、弱美元**。特朗普的主要经济政策主张是延续其国内的减税政策、提高对外关税以扩大财政支出。特朗普的副总统候选人万斯及顾问莱泽希特均表示，希望让美元贬值以促进出口。特朗普的政策主张与里根时期的政策类似，但面临财政赤字约束，是否能落地实施仍有疑问，但其竞选结果可能影响2024年下半年的市场预期。

特朗普和哈里斯的主要经济政策对比

	特朗普	哈里斯
财政	减税扩张	加税扩张
产业政策	不支持新能源汽车	支持新能源汽车
房地产	鼓励建新房以降低住房成本	减免购房者税收
对外贸易	对所有进口商品征收 10% 的关税	不征收全面关税
对华政策	贸易与经济竞争	国防安全竞争

美国财政赤字率和非金融企业收入，%

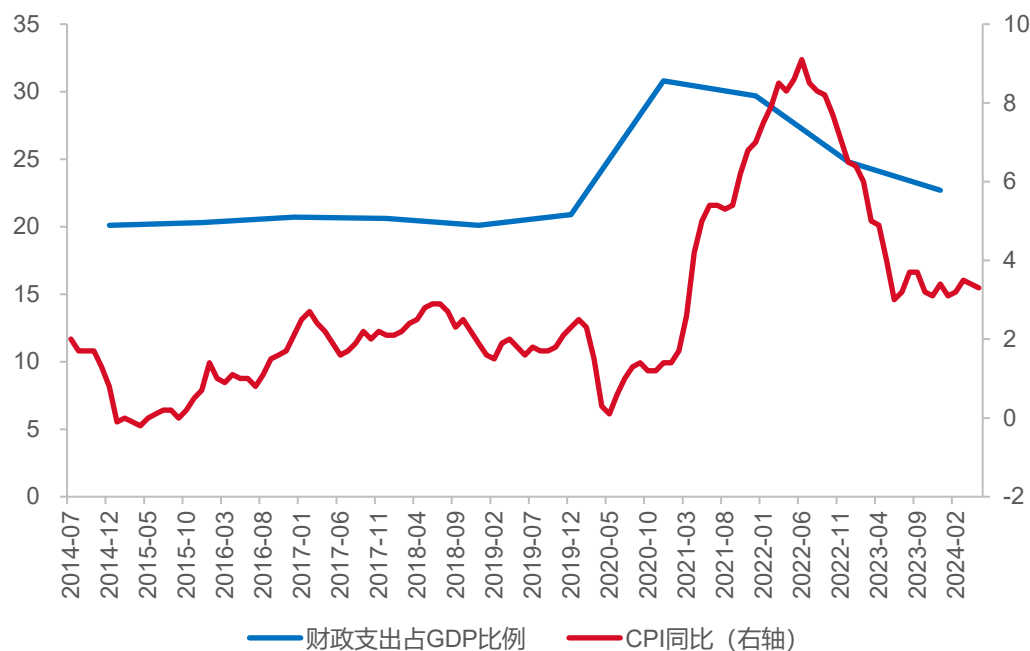


资料来源：美国政府网站，东海证券研究所

美国：若特朗普支持率上升，可能导致通胀预期更高

- **通胀预期可能更高。** 财政支出和关税的增加都会导致美国通胀升温。虽然特朗普政策主张的落地仍有变数，但其支持率若进一步上升，下半年的通胀预期很可能会更高，美联储降息的幅度可能会被削弱。

美国财政支出和通胀，%



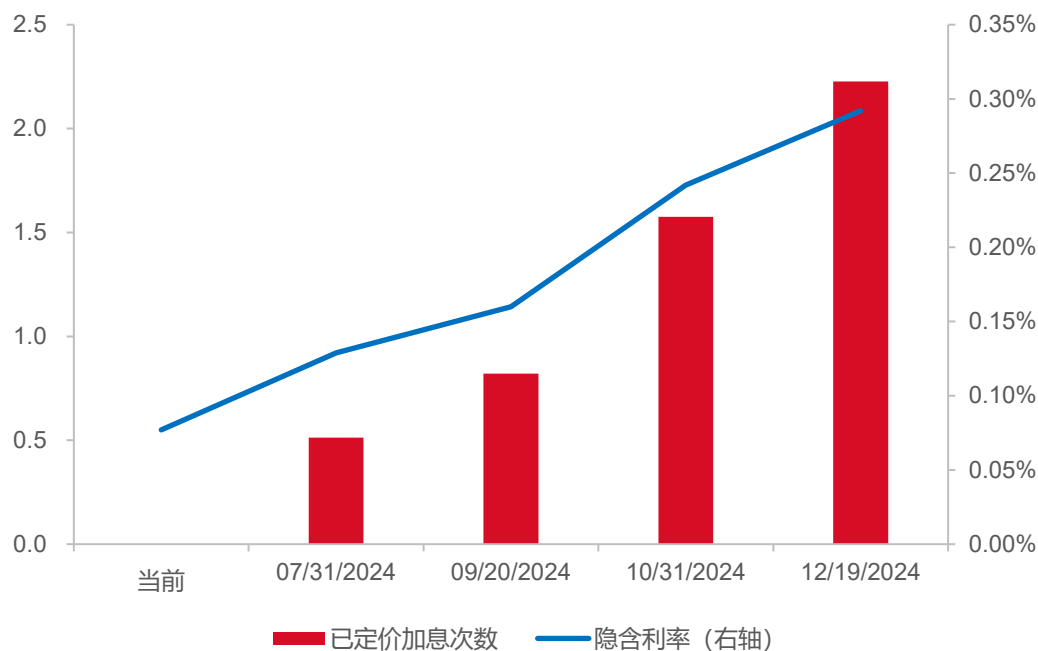
美国长短端国债利差，%



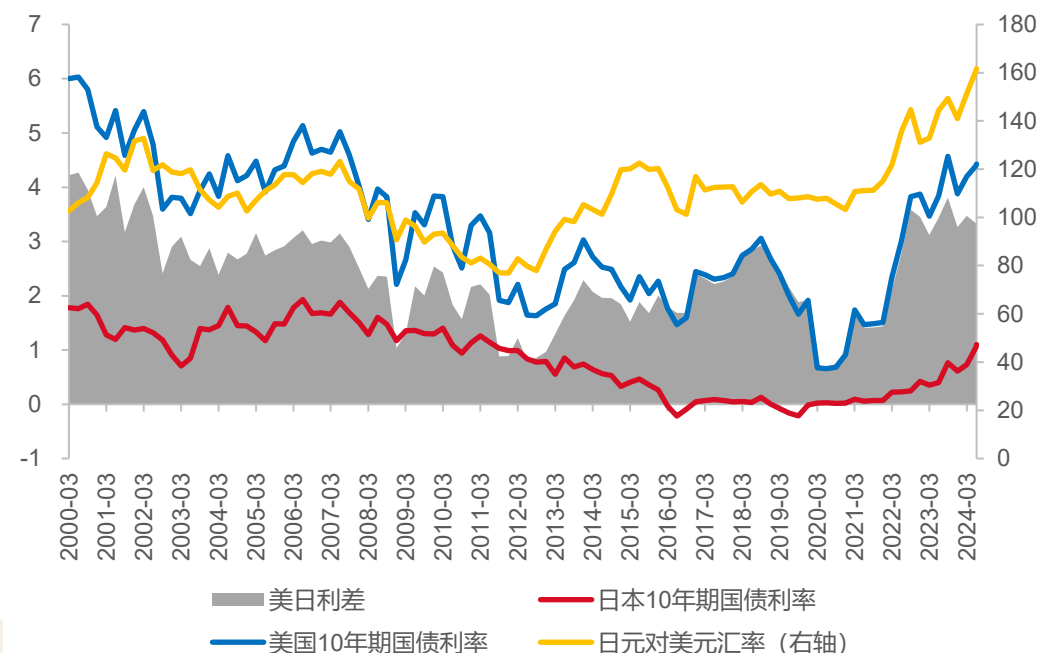
日本：顾虑重重的货币政策正常化道路

- 2024年上半年，日本央行开启了正常化的第一步。3月，取消YCC。6月，宣布将减少长期国债的购买规模缩减购债。
- 加息难以阻挡日元汇率下跌。作为全球套利交易的主要融资货币，日元汇率走势受到美日利差影响。日债利率波动区间相对较小，因此美日利差实际主要由美债利率决定。日本财务省可能再次出手干预汇率，但未必能有效扭转日元汇率的贬值趋势。
- 新任首相对货币政策的态度超市场预期。

OIS定价日本加息概率，次，%



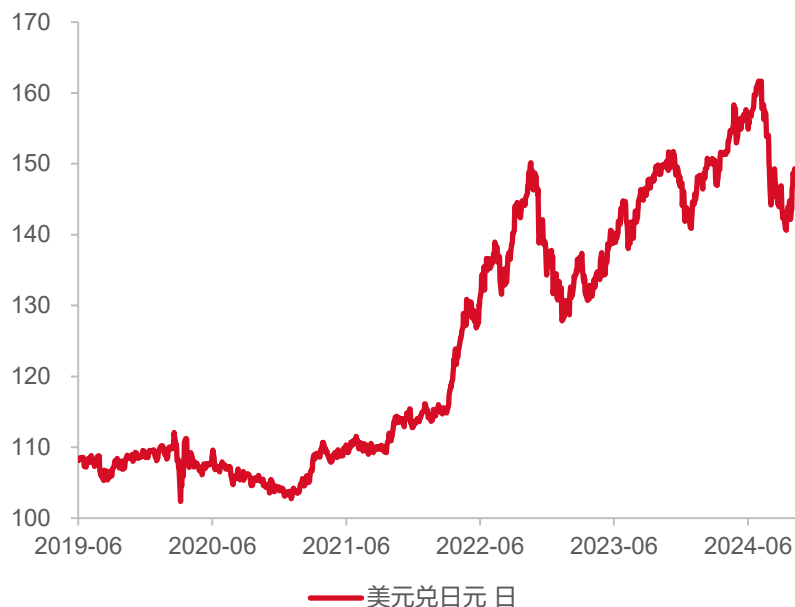
美日利差及日元汇率，%



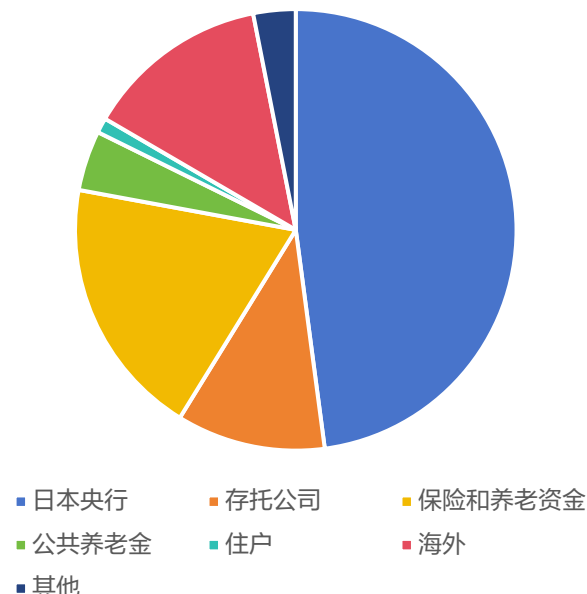
日本：顾虑重重的货币政策正常化道路

- 日元有货币政策常态化的必要性和风险。1) 通胀有回归正常化趋势，利率也应回归正常化、市场化。2) 日本财政负债规模大，如果加息将大幅增加财政的利息支出。3) 日元长期低利率，成为全球主要的“融资”货币，大的加息可能会引发对国际资金流动造成很大的冲击。4) 日元汇率贬值。有利于出口，但也抬升进口价格，对日本的国内消费不利。5) 日央行也必须谨慎行事：日本经济和通胀偏弱，日本国内实际GDP在2023年Q3和2024年Q1均为负增，核心CPI虽然位于2%的目标之上，但自2023年Q3起连续回落。

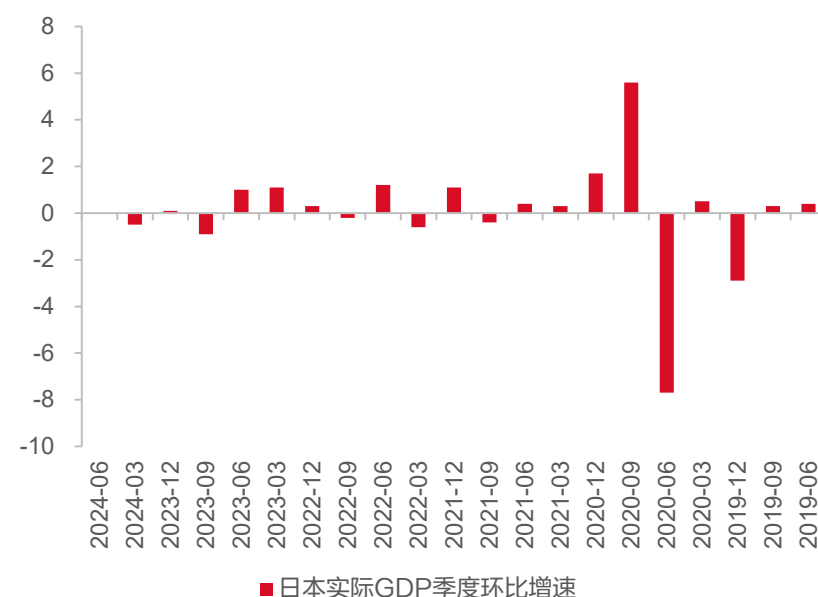
日本对美元汇率，%



日本央行持有国债占比，%



日本GDP增速，%



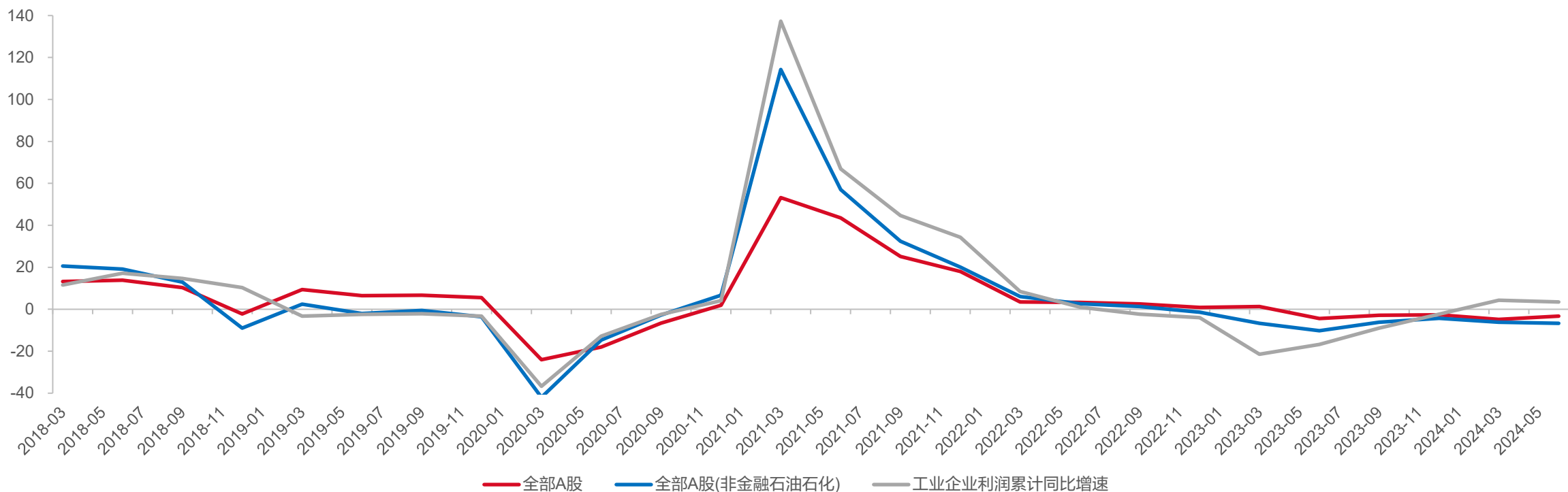
目 录

- 一、为什么这边经济“独好”：宏观调控的理论与实践
- 二、经济的“冷与热”：宏观数据与切身感受的印证
- 三、政策的“最高定调与拐点”
- 四、资本市场的“希望之光”**
- 五、风险提示

政策引领经济：促进经济和企业效益回升，提高企业价值

- 全A利润增速与工业企业利润增速具有较好的相关性。
- 关注四季度工业企业利润增速回升的可能性。

全A净利润同比增速与工业企业利润累计同比增速，%



资料来源：， 东海证券研究所

估值回升：信心恢复，风险溢价上升，权益分母端仍有上行空间

- 本轮上涨后估值水平已有回升，但政策可能具备持续性，未来估值水平仍有上行空间。
- 对比美股，目前A股估值分位数水平并不高。

沪深300指数与PETTM



资料来源：， 东海证券研究所

A股与美股PE水平，2024年10月18日

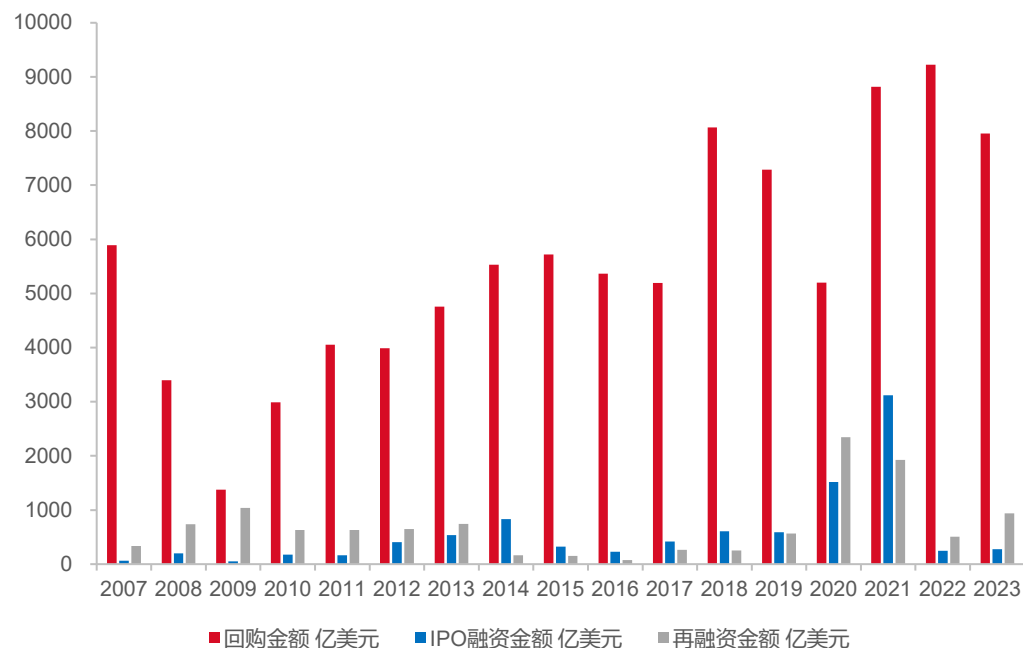
证券代码	证券简称	PE	PB
881001.WI	全 A	18.2	1.6
000300.SH	沪深300	13.0	1.4
000016.SH	上证50	11.2	1.2
000510.SH	中证A500	14.5	1.5
399006.SZ	创业板指	33.3	4.3
HSI.HI	恒生指数	10.1	1.0
IXIC.GI	纳斯达克指数	44.1	6.4
DJI.GI	道琼斯工业指数	30.0	7.2
SPX.GI	标普500	28.9	5.1

资料来源：， 东海证券研究所

资金活水多：互换、回购增持、市值提升等对股市意义重大

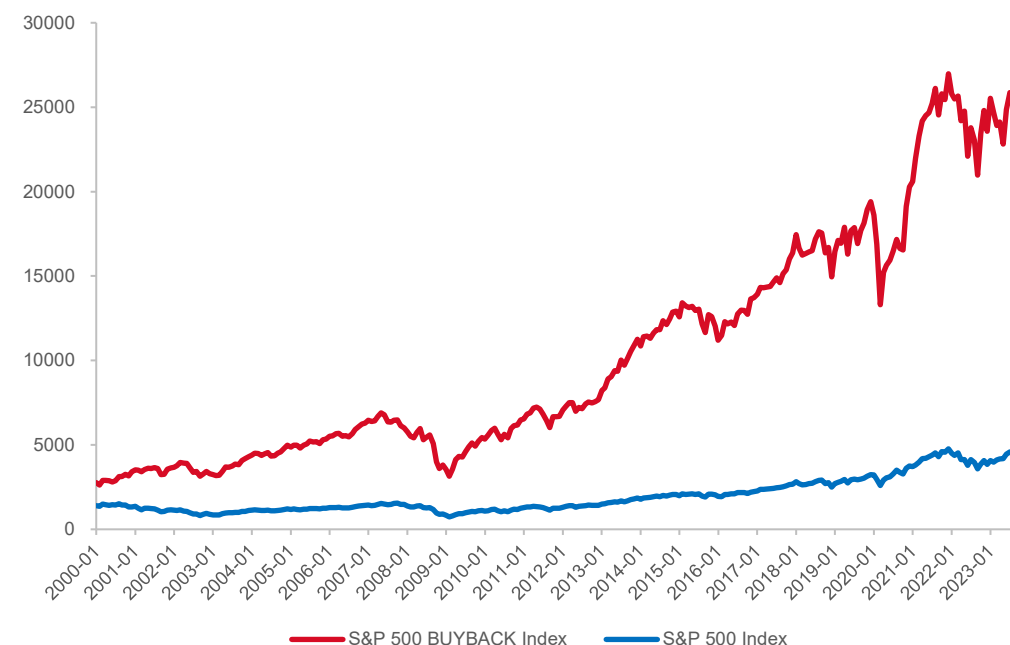
- 海外经验：美国上市公司的大规模回购是推动美股“长牛”的重要原因。2007年以来，标普500成分股回购总规模近10万亿美元，明显高于分红、IPO和再融资规模。

美股回购规模远超IPO和再融资



资料来源：，东海证券研究所

持续的股票回购助推美股走牛



资料来源：，东海证券研究所

A股前景看好

- 2000年以来的四轮牛市。
- 牛市具备的要素：改革、流动性宽松共振。

上证综合指数



资料来源：，东海证券研究所

目 录

- 一、为什么这边经济“独好”：宏观调控的理论与实践
- 二、经济的“冷与热”：宏观数据与切身感受的印证
- 三、政策的“最高定调与拐点”
- 四、资本市场的“希望之光”
- 五、风险提示

风险提示

- **国内政策不及预期。**可能导致房地产市场继续承压，进而影响实体需求和信心，风险或向房地产上下游产业链传导，影响相关企业的经营业绩。
- **消费复苏不及预期。**消费恢复斜率相对偏缓，若相关政策力度较小或推进速度较慢，可能继续使消费承压，居民存款明显增加，整体经济的活力下降。
- **美国通胀回落速度不及预期。**美国当前劳动力市场依旧强劲，通胀水平仍处高位，若回落不及预期或引发美联储态度偏鹰，中美国债利差进一步倒挂或使我国利率下行空间有限。
- **国际地缘摩擦超预期。**地缘政治扰动一方面或引发避险情绪升温，可能导致黄金价格以及避险货币的上涨，从汇率层面引发波动，导致部分发达国家货币政策存在不确定性；另一方面，原油价格可能上涨，引发通胀上行，导致美联储降息可能较难落地。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8621) 20333275

手机：18221959689

传真：(8621) 50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8610) 59707105

手机：18221959689

传真：(8610) 59707100

邮编：100089