

增量政策的八大看点

走势评级： 国债：震荡  
报告日期： 2024 年 09 月 24 日

★增量政策的八大看点

9 月 24 日，国新办举行的新闻发布会上，央行等三部门公布了包括降准降息、降低存量房贷利率、出台结构性政策工具支持资本市场等大量政策，市场风险偏好回升。对此需要关注：

其一，当前货币金融政策的态度是比较积极的，年内三次降准等政策超预期，但私人部门债务压力较高的背景下，货币金融政策的效力有限，仅凭当前政策难以扭转信用收缩现象。

其二，央行要兼顾稳增长与防范金融体系风险的目标。稳增长目标排序相对靠前，货币政策是支持性的；与此同时，央行要遏制长债利率单边下行可能潜藏的风险，但尊重市场作用。

其三，美联储降息后，我国政策空间被打开，故本次降息的步长为 20BP。海外经验显示，我国降息必要性强，虽然央行也会考虑银行净息差等因素，但长期降息的节奏及空间均可期待。

其四，本次新闻发布会上，潘行长指出年内视情况还会降准 25-50BP，结合前期《金融时报》大量发文来看，央行正在强化预期引导，这一方式有助于提升政策透明度。

其五，存量房贷利率下降后，商业银行净利润受损约 1500 亿元，存款利率下调幅度要大于贷款。居民增量消费有限。

其六，增量政策对于地产基本面的提振相对有限。本轮稳地产政策实质上是此前几轮政策的延续，政策依然试图在防范道德风险和解决民生问题之间寻求平衡。

其七，互换便利落地后，符合条件的金融机构资产变现能力将会上升，这有利于改善权益市场流动性不足的情况。回购增持再贷款也有助于稳定股价预期。

其八，年内财政也值得期待，Q4 出台增量政策的概率较高。

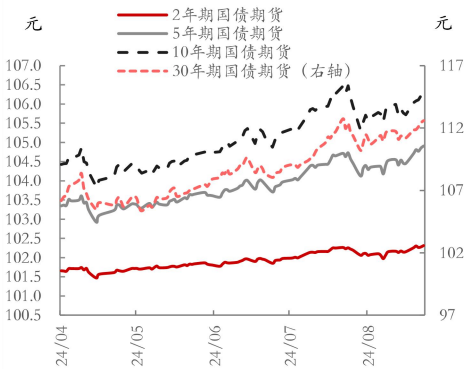
★风险提示：  
政策力度不及预期。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

张荣东 宏观策略分析师  
从业资格号： F3085356  
投资咨询号： Z0018866  
Tel: 63325888-1610  
Email: candong.zhang@orientfutures.com



## 1、政策密集出台，市场风险偏好提振

9月24日，国务院新闻办公室举行的新闻发布会上，央行、国家金融监督管理总局和证监会公布了大量的增量政策，主要包括：

- 1) 近期降准50bps，向市场提供长期流动性1万亿元。视市场流动性状况，年内有可能进一步下调25-50bps。
- 2) 7天逆回购操作利率下调0.2个百分点，从目前的1.7%降为1.5%，引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差稳定。
- 3) 降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在0.5个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由25%下调至15%。
- 4) 保障性住房再贷款政策中人民银行出资比例，由原来的60%提高到100%。
- 6) 创设证券基金保险公司互换便利工具，允许机构对央行资产抵押，获取流动性，提高机构资金获取能力和股票增持能力。
- 7) 创设股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司贷款支持回购和增持股票。

消息公布后，风险资产普遍走强，股市上涨幅度较大。期债经历了短暂上涨后随即走弱，TL下跌幅度最大。

## 2、增量政策的八大看点

其一，当前货币金融政策的态度是比较积极的，但提振需求的效果需要理性看待。今日新增的许多政策超出市场预期：年内有第三次降准、降息步长为20BP、创设支持资本市场的结构性货币政策工具等。但货币金融政策提振需求、提振通胀的能力弱于财政类政策，且本轮政策除回购增持再贷款外，并不涉及央行提供增量资金，预计能够撬动的增量需求相对比较有限，私人部门主动举债、支出意愿较低的问题难以得到根本性解决，政策效力不宜高估。

其二，央行重申了当前的货币政策目标：一是支持中国经济的稳定增长；二是推动价格温和回升；三是兼顾支持实体经济增长和银行业自身的健康性；四是保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；五是注重货币政策和财政政策协同配合。央行要兼顾稳增长与防范金融体系风险的目标。从排序来看，稳增长和提振通胀更为靠前，货币政策是支持性的。央行也在关注银行体系的风险，其要尽可能遏制羊群效应导致长期国债收益率单边下行可能潜藏的系统性风险，但也尊重市场的作用。

其三，货币政策空间真正意义上被打开。从降低实际利率的角度出发，中国央行降息的必要性非常强。但在美联储加息周期，人民币汇率面临的压力较大，我国央行的政策空间有限，降息的间隔时间较长，且每次降息的步长均为10BP。美联储降息后，我国政策空间被打开，故而本次降息的步长为20BP。根据海外经验，在通胀水平持续偏

低的情况下，央行往往会大幅度、非线性的降息，虽然我国央行也会考虑银行净息差等因素，但整体来看，长期降息的节奏以及空间均可以期待。

图表1：美联储降息后，美元指数倾向于走弱



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：中美利差有望回升，人民币存在升值动力



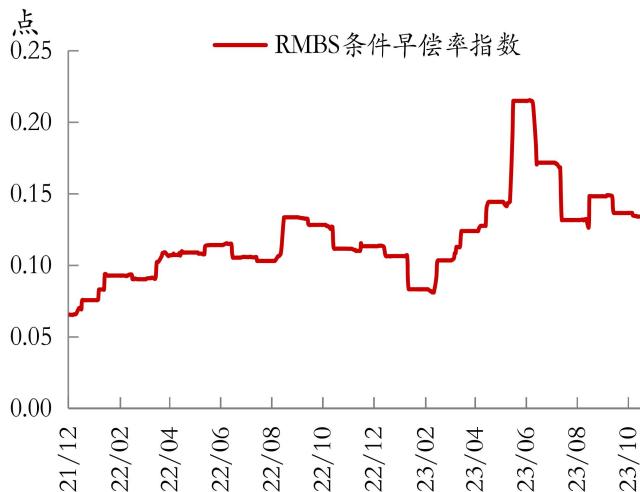
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

其四，央行不断强化预期引导。预期引导是现代货币政策框架的重要组成部分，这一方式能够提升政策的透明度，从而稳定市场预期、提升央行权威性。今年4月以来，央行就通过官媒《金融时报》不断向市场公布其政策意图。本次新闻发布会上，潘行长指出年内视情况还会降准25-50BP，预计后续市场资金预期会趋于稳定。未来央行还会继续强化预期引导，提升政策效率。

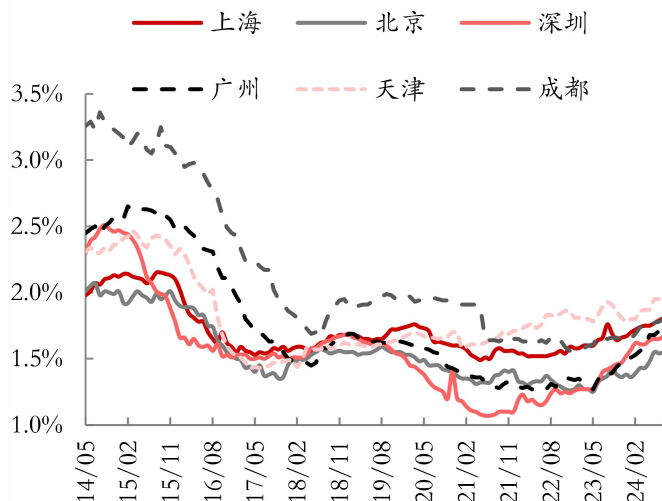
其五，存量房贷利率下降后，商业银行净利润受损，居民增量消费有限。央行称，存量房贷利率下降50BP，这一项政策将惠及5000万户家庭，1.5亿人口，平均每年减少家庭的利息支出总数大概1500亿元左右。银行利息收入减少1500亿元，约占全年利润总规模的6.3%。若要使得商业银行净息差保持稳定，存款利率的调整幅度应高于贷款利率5BP，这符合央行“贷款市场报价利率（LPR）、存款利率等也将随之下行0.2到0.25个百分点”的说法。对于居民而言，即使减少的1500亿元利息支出全部转换为今年的消费，不考虑其他因素，今年Q4社零同比增速约为1.16%。但考虑到居民消费意愿较低，存量房贷利率下降带来的增量消费或将有限。

其六，增量政策对于地产基本面的提振相对有限。从去年的经验来看，即使存量房贷利率下调，居民主动举债购房的意愿也难以持续好转。降低二套房首付比例能够激发部分增量需求，但需求释放的可持续性不强。保障性住房再贷款政策中央行的出资比例虽然上升，但核心城市租售比偏低，项目成本和收益不匹配的问题仍然难以解决，该政策工具投放的节奏或仍偏慢。总体来看，本轮稳地产政策实质上是此前几轮政策的延续，政策依然试图在防范道德风险和解决民生问题之间寻求平衡。后续除非地产风险非线性扩散，否则政策实质性升级，突破市场化救助原则的概率比较低。

图表3: 去年降低存量房贷利率后, 提前还贷依旧存在 图表4: 核心城市二手房租金回报率偏低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

其七, 央行创设结构性工具支持资本市场, 风险偏好大幅回升。第一项工具是首期5000亿元的证券、基金、保险公司互换便利。根据央行介绍, 符合条件的证券、基金、保险公司可以使用他们持有的债券、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, 将上述资产变现后, 资金只能用于投资股市。这一政策落地后, 符合条件的金融机构资产变现能力将会上升, 实际上可以通过加杠杆的方式购买股票, 这有利于改善权益市场流动性不足的情况。第二项工具是首期额度为3000亿元, 利率为1.75%的回购增持再贷款。当前企业贷款加权平均利率为3.63%, 商业银行2.25%的回购贷款利率明显偏低。该政策将会为有实际需求, 但资金不足的企业创造回购股票的条件, 有助于稳定股价预期。

其八, 年内的财政政策也是值得期待的。相较于货币政策, 财政政策稳定需求、提振通胀的能力是更强的, 市场也更为期待财政政策发力。考虑到货币金融政策已经比较积极, 利率水平较低, 央行也表示会同财政部研究, 优化国债发行节奏; 再者财政政策的确存在发力的必要性, 因此Q4出台增量财政政策工具的概率比较高。另外, 央行年内还会降准, 其目的可能是对冲MLF到期, 但也可能是配合债券发行。

### 3、债市暂调整, 长期看涨思路不变

增量政策落地后, 期债经历了短暂的上涨随即转向下跌, TL大跌。债市正在交易利多落地的逻辑。首先, 市场已经比较充分地交易了今日公布的很多政策。其次, 增量政策落地后, 年内可期待的货币政策比较有限, 相反, 财政政策发力预期是在上升的。最后, 期债价格明显偏高, 机构止盈情绪集中出现, 债市大跌, 前期表现最强的TL下跌幅度最大。



预计债市调整的时间应长于今年此前几次调整。一是政策预期已经发生了变化，此前的调整主要是金融监管政策发力导致的，市场降息预期仍然存在。二是市场风险偏好明显回升，这是此前不曾有的。三是当前已经接近年末，部分盈利已经比较客观的机构或将更为谨慎地参与此后的行情。四是当前利率水平明显偏低，对于部分配置型机构的吸引力也是不足的。另外，考虑到当前货币金融政策态度比较积极，而财政政策又存在着发力的必要性，市场对于十月财政出台增量政策工具的预期也会上升。预计10Y国债收益率的波动区间为2.0%-2.15%。

但长期看涨的思路并未改变。当前政策难以提振通胀预期，即使10月出台增量的财政政策，除非力度明显超市场预期，否则长期的通胀预期也是难以被提振的。基本面仍然长期利多债市，调整加仓的策略仍然适用。

策略方面：

单边策略：调整买入的思路不变。经历本轮下跌，国债期货超涨的格局会得到修复。

曲线策略：做平曲线策略暂止盈。前期上涨幅度更大的TL表现或将弱于T，建议关注多3T空TL的策略。

期现策略：TL盘中易发生超跌，建议关注做窄基差的机会。预计T、TF和TS主力合约基差以小幅上行为主。

套保策略：建议关注空头套保策略。T基差相对偏低，TL下跌幅度更大。

**图表5：9月24日收盘各合约基差一览**

合约	CTD券	现券简称	收益率 (%)	修正久期	收盘IRR(%)	收盘基差 (元)
TL2412	200012	20付息国债12	2.21	17.62	1.26	0.50
TL2503	210005	21付息国债05	2.21	17.77	1.03	1.14
TL2506	200012	20付息国债12	2.21	17.62	1.66	1.20
T2412	240013	24付息国债13	1.93	6.22	2.01	-0.02
T2503	240018	24付息国债18	1.93	6.48	1.90	-0.01
T2506	220019	22付息国债19	2.03	7.09	1.99	0.39
TF2412	240001	24付息国债01	1.73	4.02	1.96	0.07
TF2503	240008	24付息国债08	1.73	4.29	1.73	0.13
TF2506	240014	24付息国债14	1.73	4.55	1.73	0.12
TS2412	240012	24付息国债12	1.41	1.68	1.45	0.05
TS2503	220002	22付息国债02	1.51	2.22	0.89	0.70
TS2506	220002	22付息国债02	1.51	2.22	1.61	0.53

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

#### 4、风险提示

政策力度不及预期。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)