

www.shanjinqh.com

作者：曹有明

从业资格证号：F3038998

交易咨询资格证号：Z0013162

电话：021-20627258

邮箱：caoyouming@sd-gold.com

审核：林振龙

从业资格证号：F03107169

交易咨询资格证号：Z0018476

电话：021-20627529

邮箱：linzhenlong@sd-gold.com

复核：刘书语

从业资格证号：F03107583

电话：021-20627217

邮箱：liushuyu@sd-gold.com

山金期货官微：



往期相关报告回顾：

《8月宏观经济数据亮点不多，9月政策面有望边际改善》

-20240918

《8月PMI全面走弱，风险资产的机会仍需要耐心等待》-20240902

《2024年下半年国内宏观分析报告》-20240721

政策面推动风险资产价格暴涨，宏观面仍需要时间确认

报告导读

1. 宏观经济政策的推出超过市场的预期，房价的下跌所引发的通缩循环不会很快结束

从政策制定者的角度来看，对当前宏观经济中存在的困难和问题已经有了充分的认识，应对问题的思路也出现了积极的边际转变。随着政策的推出，资本市场出现了翻天覆地的变化，风险资产价格全面走高，股市大幅上涨，工业品跟随上涨，9月30日早间，螺纹、热卷等品种开盘即触及涨停板。与之相对应的是，国债期货大幅回调，基本全部回吐9月中上旬的涨幅，人民币继续升值，目前已经升破7整数关口。

不过，当前宏观经济的主要问题在于，房地产周期处于下行阶段，即使推出各项刺激政策，但经过20多年狂飙突进的发展后，新的上行周期不会很快开启。在房地产下行周期尚未结束的情况下，房价的下跌所引发的通缩循环不会很快结束，因为新的可以取代房地产的行业暂时还没有出现。

2. 大类资产配置思路

从资产配置的角度来说，短期：股票》商品》债券；中期来看，在股票和商品进入调整的过程中，国债期货有望止跌企稳回升并挑战前期的高点。在股票和商品调整结束后，仍有望出现新一轮中线级别的上涨，时间上可能将持续到明年两会前后。

风险提示：政策的推出到产生实际效果需所经历的时间超过预期。

一、上周重磅政策回顾

1.1 央行行长潘功胜在9月24日的国新办新闻发布会上宣布一揽子增量政策“组合拳”

央行行长潘功胜在9月24日的国新办新闻发布会上宣布一揽子增量政策“组合拳”，包括：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；降低存量房贷利率，并统一房贷最低首付比例；首次创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。其中，关于新创设的两项结构性货币政策工具，第一项是证券、基金、保险公司互换便利，首期操作规模是5000亿元；第二项是股票回购、增持再贷款，首期额度是3000亿元。两项工具未来皆可视情况扩大规模。而谈及平准基金的创设时，潘功胜表示正在研究。

央行9月25日开展3000亿元MLF操作，最高投标利率2.30%，最低投标利率1.90%，中标利率2.00%，较上次下调30BP。9月27日，央行宣布，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%；下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%。此前，央行于9月23日重启14天期逆回购，中标利率下调至1.85%。

图 1：主要政策利率走势



数据来源：iFind, 山金期货

中国人民银行货币政策司司长邹澜表示，中国人民银行将贯彻落实会议关于“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”等相关部署，加快出台金融增量政策举措文件。在下调存款准备金率0.5个百分点基础上，年内还将视市场流动性状况进一步下调。下调政策利率0.2个百分点，继续引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，推动商业银行降低存量房贷利率。抓

好各项政策举措落实落地，有力促进经济回升向好。

另外，中国人民银行 29 日发布公告，完善商业性个人住房贷款利率定价机制，允许满足一定条件的存量房贷重新约定加点幅度，促进降低存量房贷利率。市场利率定价自律机制同时发布倡议，各家商业银行原则上应在 2024 年 10 月 31 日前对符合条件的存量房贷开展批量调整。对于加点幅度高于-30 基点的存量房贷利率，将统一调整到不低于-30 个基点，且不低于所在城市目前执行的新发放房贷加点下限（如有），使得利率水平靠近全国新发放房贷利率附近，预计平均降幅 0.5 个百分点左右。

1.2 金融监管总局局长李云泽在 9 月 24 日的国新办新闻发布会上表示，将对 6 家大型商业银行增强核心一级资本，鼓励发展创业投资

金融监管总局局长李云泽在 9 月 24 日的国新办新闻发布会上表示，将对 6 家大型商业银行增强核心一级资本，按照统筹推进，分期分批有序实施，持续督促大型商业银行提升精细化管理水平，强化资本约束下的高质量发展能力；鼓励发展创业投资，研究将试点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，适当放宽股权投资金额和比例限制，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%。

1.3 证监会主席吴清在 9 月 24 日的国新办新闻发布会上回应资本市场改革多项举措

证监会主席吴清在 9 月 24 日的国新办新闻发布会上回应资本市场改革多项举措。具体包括，突出增强资本市场内在稳定性，提高上市公司质量和投资价值；突出服务实体经济回升向好和经济高质量发展；突出保护中小投资者合法权益；大力发展权益类公募基金；完善“长钱长投”的制度环境；提高上市公司质量、提升投资价值；助力上市公司实施高质量的并购重组等。

随后，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》。主要内容包括，支持上市公司向新质生产力方向转型升级；鼓励上市公司加强产业整合；进一步提高监管包容度；提升重组市场交易效率；提升中介机构服务水平；依法加强监管。

中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》。主要举措包括，一是建设培育鼓励长期投资的资本市场生态；二是大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展；三是着力完善各类中长期资金入市配套政策制度。

1.4 金融监管总局发布《关于做好续贷工作，提高小微企业金融服务水平的通知》

《通知》共七条，主要内容包括：一是将续贷范围从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，同时存在临时资金困难的小微企业，均可申请续贷支持。二是明确小微企业流动资金贷款和小微企业主、个体工商户及农户经营性贷款等均可以续期。三是将续贷政策阶段性扩大至中型企业，期限暂定为三年。四是优化风险分类标准，对依法合规、持续经营、信用良好，无欠息逃废债等不良行为的企业，贷款办理续期时，不因续贷单独下调风险分类。五是要求银行业金融机构完善续贷尽职免责相关制度，优化工作流程，切实为信贷人员松绑减负。

1.5 中共中央、国务院发布《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》。

9月25日，中共中央、国务院发布《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》。《意见》部署了强化宏观调控就业优先导向、增强现代化产业体系就业协同性、支持各类经营主体稳岗扩岗、提升区域协调发展就业承载力、培育就业扩容提质新动能、提高教育供给与人才需求的匹配度、健全终身职业技能培训制度、拓宽技能人才发展通道、拓展高校毕业生等青年就业成才渠道等24条举措。

同日，民政部、财政部联合部署向特困人员、孤儿等困难群众发放一次性生活补助，要求严格审核发放范围，规范发放程序，做到资金专款专用，确保10月1日前发放到困难群众手中。

1.6 中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。

9月26日，中央政治局打破常规召开会议。会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度。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。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。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。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。会议指出，要帮助企业渡过难关，进一步规范涉企执法、监管行为。要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。

通常情况下，政治局会议在每月的4月、7月和11月召开，分别针对全年的第一季度、下半年和来年的经济工作进行部署。但此次会议是在9月召开的，提前了约两个月，且可能是

加开的会议。这表明高层对经济工作的重视程度以及稳定经济的急迫程度。会议中删除了大量固定表述，篇幅更短，但力度更大，语气更急切。例如，货币政策不再提“稳健精准”，而是“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”；房地产政策从“促进房地产高质量发展”变为“促进房地产市场止跌回稳”。会议直面当前经济存在的问题，如经济下行压力、总需求不足、市场主体信心和预期不振等，强调“全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心”。会议提出了多项政策措施，包括加大财政货币政策逆周期调节力度、发行使用超长期特别国债和地方政府专项债、降低存款准备金率、实施降息等，以提振经济和市场预期。会议提及的政策内容和措施部分已经在市场预期之内，但尚未完全兑现或明确的政策，如提高赤字率、增加对地方转移支付等，预计在 10 月份的会议中会继续讨论和落实。本次会议不仅涉及经济领域，还涉及稳外资、营商环境、消费结构、民生问题（特别是就业问题）等多个方面，显示出政策的全面性和全局性。

这些特殊性表明，此次会议是在特殊经济环境下召开的一次重要会议，旨在应对当前的经济挑战，确保全年经济社会发展目标能够完成。

二、政策发布后，市场风险偏好迅速回升

图 2：上周股票创 08 以来最大单周涨幅，国债期货回吐本月所有涨幅



数据来源：iFind, 山金期货

在连续多项政策的加持下，上周资本市场表现亮眼，主要的指数涨幅均超 15%，创 2008 年以来最大单周涨幅，文华财经工业品指数涨幅超 3%，农产品指数微幅上涨，人民币已经冲破整数关口 7，国债期货大幅下跌，30 年期国债期货跌幅近 4%，创上市以来最大单周跌幅；

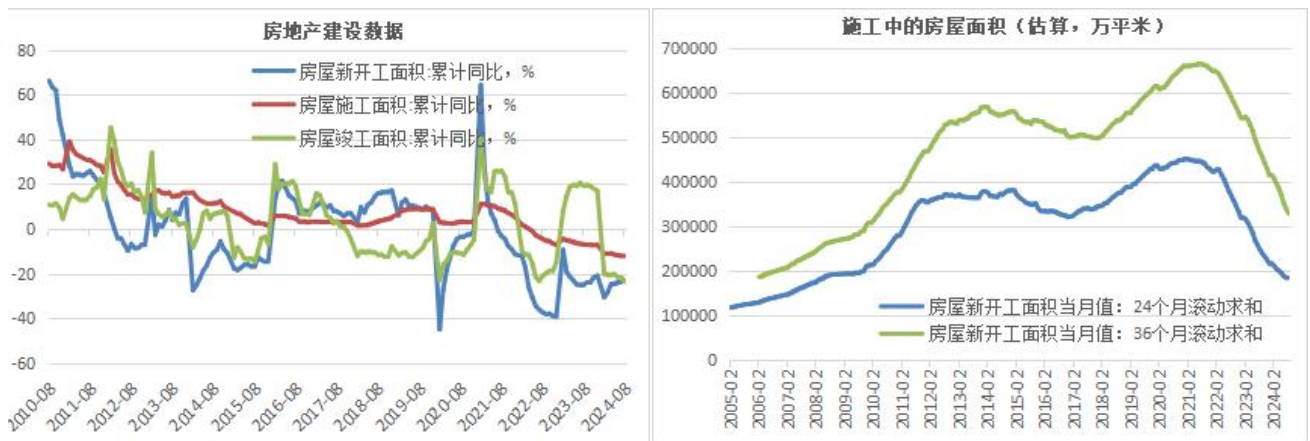
10年期国债期货跌1.24%，创2020年7月以来最大单周跌幅。政策发布后，市场风险偏好迅速回升，股债跷跷板效应非常明显。

三、未来行情将怎样演绎？

3.1 当前的主要矛盾是房地产市场大周期进入下行阶段且不会很快结束

今年1-8月，房地产开发企业房屋施工面积70.94亿平米，同比下降12.0%。房屋新开工面积4.95亿平米，下降22.5%。房屋竣工面积3.34亿平米，下降23.6%。其中，住宅竣工面积2.44亿平米，下降23.2%。如果将过去两年或三年房屋新开工面积进行累计计算，则该数据已经跌至2009年的水平。

图 3：房地产行业主要数据持续下行



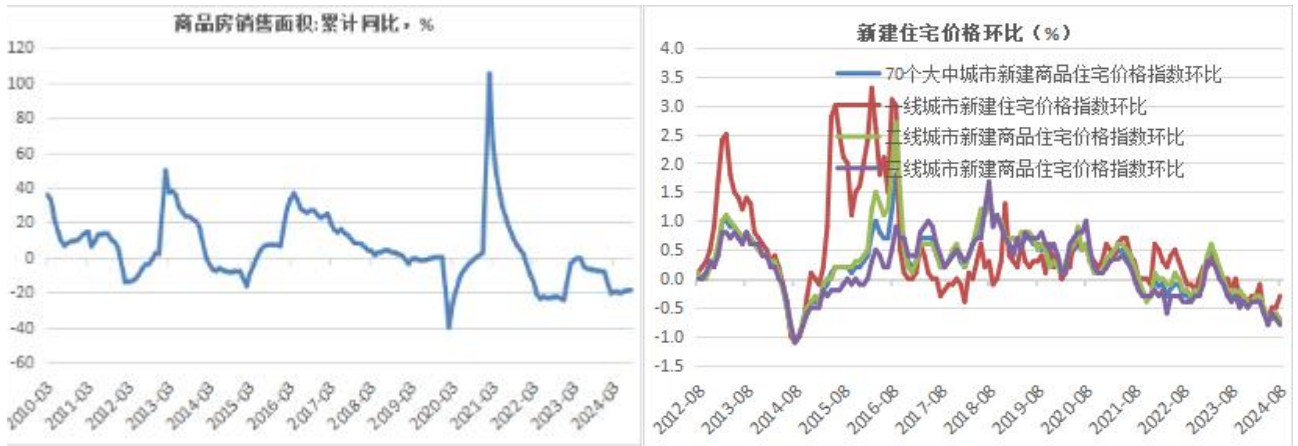
数据来源：iFind, 山金期货

房企“保交付”压力持续增大。不论从单月或是累计情况来看，房企竣工面积同比降幅均达到了本年度最高，单月和累计同比降幅较上期分别扩大了14.8个百分点和1.8个百分点。虽然8月销售环比有所回升，但是竣工面积的下降，可能会影响购房者对市场的信心、拖慢企业资金的回笼速度。

1-8月，商品房销售面积和销售额分别为6.06亿平米和5.97万亿元，销售面积为2013年以来同期新低，同比跌幅近20%，销售金额为2016年以来同期新低。相较历年的最高值，同比降幅分别为46.9%和49.8%。目前市场普遍的预期今年的商品房销售额将跌至9.5万亿元左右，比峰值水平下跌近50%。

总的来看，9月29日，广州宣布全面取消限购，上海进一步放松限购政策，部分城市房地产项目宣布涨价，个别地产公司宣布保价政策，但热度能否延续以及能不能带来房地产市场的止跌企稳仍有待观望。

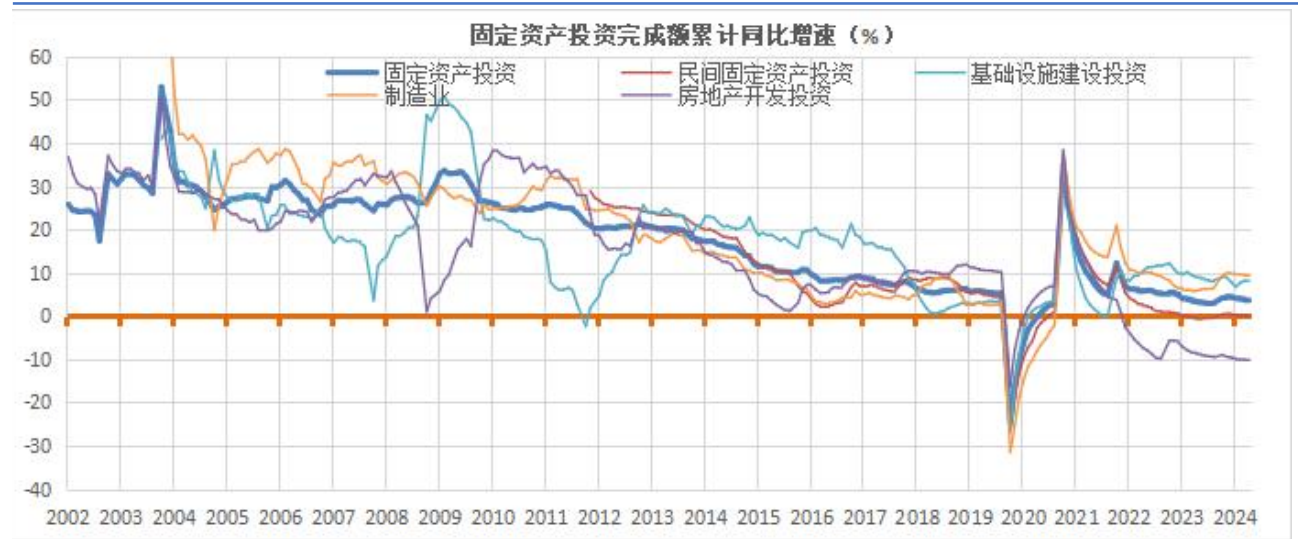
图 4：房屋销售持续下跌，房价环比继续回落



数据来源：iFind, 山金期货

3.2 固定资产投资增速承压下行

图 5：固定资产投资增速环比走弱



数据来源：iFind, 山金期货

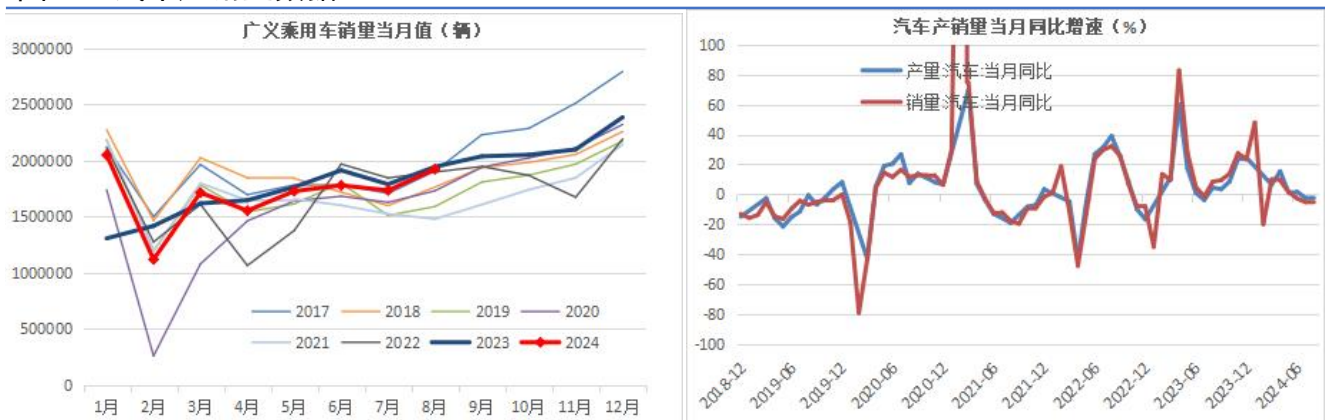
2024年1—8月份，全国固定资产投资按可比口径计算同比增长3.4%。扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长7.7%。从环比看，8月份固定资产投资（不含农户）增长0.2%。制造业投资增势持续向好，1—8月份制造业投资同比增长9.1%，快于整体投资5.7个百分点，拉动全部投资增长2.2个百分点，对投资增长的贡献率超过60%，说明制造业投资拉动作用比

较明显。今年前 8 月，民间固定资产投资同比增速为-0.2%，年内首次转为负增长，基础设施建设投资同比增长 4.4%，较 1—7 月回落 0.5 个百分点。

从资金来源看，8 月城投债净融资额转负，但新增专项债发行速度明显加快，资金来源整体高于上月。不过，由于一部分专项债资金不是用于项目建设，而是偿还存量债务，加上今年以来施工项目计划总投资额累计增速持续回落，且大幅慢于往年同期对基建投资形成支撑。

3.3 汽车行业环比改善，是为数不多的亮点之一

图 6：汽车产销量数据



数据来源：iFind, 山金期货

随着报废更新政策进一步发力以及地方以旧换新政策陆续出台，国家呼吁反内卷后终端价格也开始趋稳，消费持币观望情绪进一步缓解，8 月整体车市热度有所回升。至年底之前，汽车市场的热度有望维持。中汽协发布的最新数据显示，8 月，我国汽车产销分别完成 249.2 万辆和 245.3 万辆，环比分别增长 9%和 8.5%，同比分别下降 3.2%和 5%。广义的乘用车销量当月值为 192.1 万辆，环比增加 18.9 万辆，增幅达到 10.9%。

随着地产大周期的结束以及房价的下行，由房地产带来的财富效应对消费等形成拖累。新的可以和过去地产规模相当的产业目前尚未出现，而科创还处于起步阶段。因此，当前的经济结构转型仍有相当长的路要走。短期来看，9 月下旬多项政策集中出台，市场信心得到极大的提振。但是，从长周期来看，从情绪的修复到基本面的彻底好转，短则需要半年时间。而且，考虑到目前经济结构转型之艰难，基本面的改善可能需要更长的时间。

四、总结

4.1 结论

上文中我们对 9 月下旬出台的重磅政策进行了系统的归纳整理。整体来看，从政策制定者的角度来看，对当前宏观经济中存在的困难和问题已经有了充分的认识，应对问题的思路也出现了积极的边际转变。随着政策的推出，资本市场出现了翻天覆地的变化，风险资产价格全面走高，股市大幅上涨，工业品跟随上涨，9 月 30 日早间，螺纹、热卷等品种开盘即触及涨停板。与之相对应的是，国债期货大幅回调，基本全部回吐 9 月中上旬的涨幅，人民币继续升值，目前已经升破 7 的整数关口。

不过，当前宏观经济的主要问题在于，房地产周期处于下行阶段，即使推出各项刺激政策，但经过 20 多年狂飙突进的发展，新的上行周期不会很快开启。在房地产下行周期尚未结束的情况下，房价的下跌所引发的通缩循环不会很快结束，因为新的可以取代房地产的行业暂时还没有出现。

4.2 大类资产配置策略建议

纵观过去国内股市的发展，牛市往往是在经济弱复苏的阶段出现，因为在那个时期，政策面积极，市场的信心触底回升，但由于基本面较差，资金并不会流入实体经济，而是进入股市，因而能推动股市的持续走高。当上涨到一定程度后，在财富效应带动，增量资金不断进场会推动股市进一步走高。因此，当前虽然基本面并没有出现实质性的改善，但市场信心已经得到极大的提振，短线有望维持强势。随后价格在中线调整之后，仍有望继续上涨。

对于商品而言，宏观经济周期决定了价格的长周期方向，风险偏好和供求等中线因子共同决定了每一轮中线级别行情的涨跌幅。在政策面以及股市上涨的带动下，预计商品市场近期也将跟随上涨，但大概率整体维持低位的宽幅震荡。

对于债券而言，虽然政策面维持积极，但由于风险偏好的改善，国债期货大概率将进入中线级别的调整行情，但长期债券的牛市并没有结束。而且，股市在短期暴涨之后，难免会出现调整，在调整的过程中，国债期货有望再度走牛，且不排除挑战前期高点的可能。

所以，整体来看，从资产配置的角度来说，短期：股票》商品》债券；中期来看，在股票和商品进入调整的过程中，国债期货有望止跌企稳回升并挑战前期的高点。在股票和商品调整结束后，仍有望出现新一轮中线级别的上涨，持续到明年两会前后。

风险提示：政策的推出到产生实际效果需所经历的时间超过预期。

免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。