

## 美联储降息落地，924 金融新政组合拳出手

### ——四季度债市如何？

#### 摘要：

- **美联储降息如期落地，是否全面开启宽松周期有待观察。**美联储降息 50BP，将联邦基金利率目标区间下调至 4.75%-5%，储备余额利率、贴现利率分别降至 4.90%、5.00%。由于美国经济虽然显示出一些放缓迹象，但并未出现严重的衰退迹象，此次降息也被认为是预防式降息。议息会议呈现先鸽后鹰的趋势，本次大幅降息更可能是对 7 月议息会议未及时降息的“补救”行为。
- **央行联合金融监管总局打出“组合拳”，降准降息力度超预期。**美联储大幅降息进一步增加了中国货币政策空间。此次货币政策方面，是我国 2021 年开启货币宽松周期以来，第一次同时降准降息。一是降准 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元，同时预告年内二次降准 0.25-0.5 个百分点的可能性；二是将 7 天期逆回购操作利率下调 20BP，从 1.7% 下调到 1.5%，MLF 利率下调 30BP 至 2.0%，LPR 和存款利率下调 20-25BP。
- **政治局召开会议部署经济工作，观望增量财政政策。**9 月 26 日，中共中央政治局召开经济主题会议，是十八大以来首次在 9 月召开经济主题的政治局会议。会议提出“要加大财政政策逆周期调节力度，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”，此次财政政策的发力节奏或将紧跟货币政策。
- **阶段性震荡行情，四季度债市依旧可期。**从短期来看，本次新政落地央行希望通过互换便利等途径引导资金由债券市场流向权益市场，债市短期确实面临回调压力。但从中长期来看，随着降息降准政策落地，PPI 下行趋势尚未逆转，一时震荡调整并不改变利率趋势。如追加财政工具在 2 万亿元之内，对债市的冲击或相对可控。
- **风险提示：**本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场，且数据处理统计方式存在误差。

## 1. 美联储降息如期落地, 是否全面开启宽松周期有待观察

北京时间 9 月 19 日凌晨, 美联储宣布降息 50BP, 将联邦基金利率目标区间下调至 4.75%-5%, 储备余额利率、贴现利率分别降至 4.90%、5.00%。利率决议公布后, 10 年期美债收益率快速下行至 3.6381%, 新闻发布会开始后, 10 年期美债收益率转为上行, 三大股指宽幅震荡, 美元指数走强。

此次降息是美联储自 2020 年 3 月以来的首次降息, 标志着美联储进入新一轮降息周期。自 7 月美联储议息会议指出失业率有所上升后, 9 月美联储降息的预期就持续上升。受市场波动、经济数据出台和市场情绪变化的影响, 直至 9 月议息会议前, 降息 50BP 的预期再度超越降息 25BP 的预期上升至 64%。因此, 也可以说美联储降息 50BP 如期落地。

历史上每次美联储降息的背景, 都与经济危机、大衰退、新冠疫情等全球危机密不可分。美联储一向仅在经济出现问题时才会采取降息行动, 试图通过更宽松的货币政策来刺激经济复苏。因此, 美联储降息也常被视为经济疲软的信号。

美联储降息可分为预防式降息和应对式降息。历史数据显示, 在 1984 年、1989 年、1995 年和 2019 年的预防式降息期间, 美股在首次降息后以震荡上涨为主; 在 2001 (互联网泡沫) 年和 2007 (次贷危机) 年的应对式降息期间, 美股在首次降息后均出现大幅回撤。

图表 1 预防式降息和应对式降息的差别

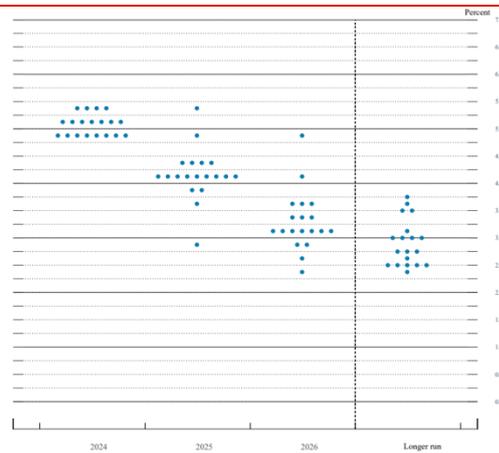
	预防式降息	应对式降息
背景	通常在经济尚未进入衰退阶段, 但存在潜在下行风险时实施。	在经济已经出现衰退迹象或实际进入衰退时采取。
目的	通过降低利率来预防经济放缓, 提前采取措施以维持经济稳定和增长。	通过降低利率来刺激经济增长, 应对经济衰退带来的负面影响。
影响	可以提振市场信心, 降低融资成本, 鼓励投资和消费, 从而预防经济衰退。	旨在通过降低借贷成本来刺激企业投资和消费者支出, 但可能会伴随一定的风险, 如通胀压力增加。
特点	降息幅度相对较小, 次数也较少, 是一种更为谨慎和前瞻性的策略。	降息幅度可能较大, 持续时间也可能较长, 是一种更为激进和补救性的策略。

资料来源: 中证报基金研究

目前美国经济虽然显示出一些放缓迹象, 但并未出现严重的衰退迹象。美国通胀持续降温, 8 月美国 CPI 同比增长 2.5%, 低于预期值和前值, 连续 5 个月回落。因此 2024 年 9 月美联储的降息也被认为是预防式降息。这种降息旨在保持经济增长, 同时控制通胀。

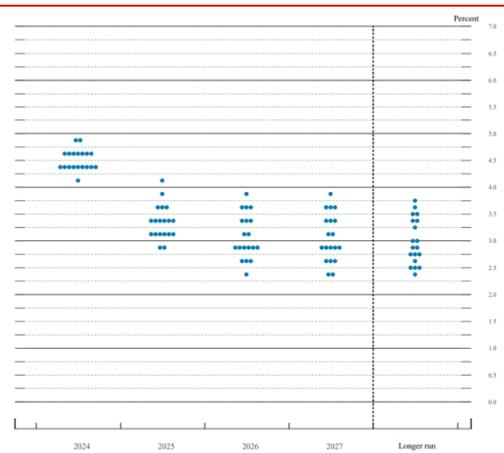
从会议整体情况来看, 呈现先鸽后鹰的倾向。首先是 50BP 的大幅首次降息, 历史上仅在 2001 年和 2007 年两次应对式降息初期出现。同时由于鲍威尔在新闻发布会中表示并没有发现衰退可能性在上升的迹象, 市场推测本次降息幅度达到 50BP 更可能是为 7 月议息会议没有及时降息的“补救”行为。

图表 2 2024 年 6 月点阵图



资料来源: 美联储, 中证报基金研究

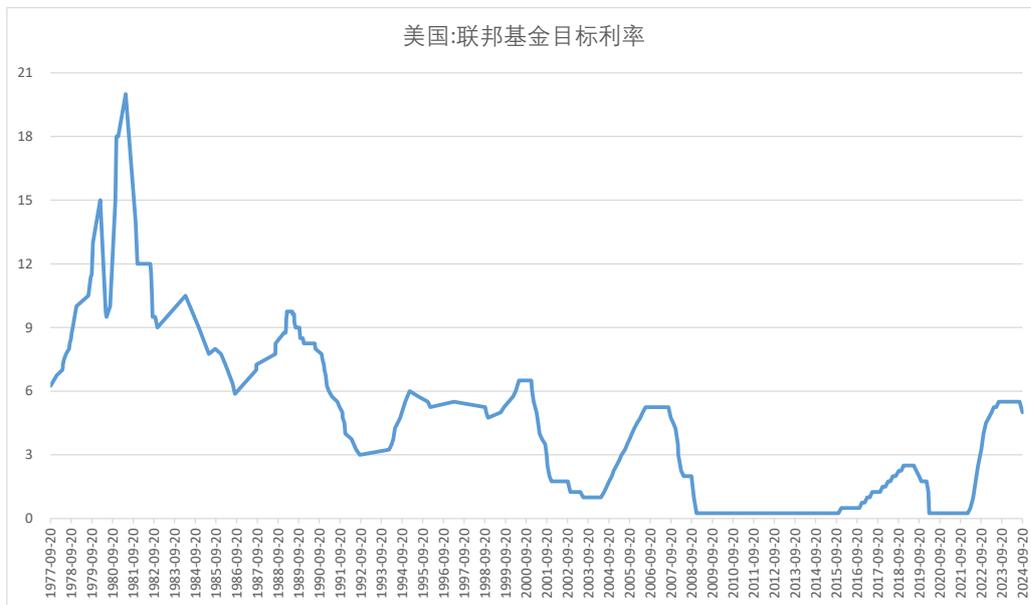
图表 3 2024 年 9 月点阵图



资料来源: 美联储, 中证报基金研究

从 6 月和 9 月点阵图的对比中可以看到, 6 月的点阵图对于今年年末的利率预期还在 5%-5.25%, 9 月点阵图已经全面下降至 4.25%-4.5%。与本次降息后达到的 4.75%-5% 区间相比, Q4 还有 50BP 的降息空间。鲍威尔也表示, 未来降息将根据就业情况进一步调整, 继续保持鹰派姿态。因此, 此次大幅降息不能表明美联储开启了绝对的宽松周期, 后续降息节奏或可转向 25BP 的小步微调, 但是也印证了美国经济和金融市场都无法继续承受高利率带来的压力。

图表 4 此次降息前利率已达 2001 年以来最高水平



资料来源: 同花顺, 中证报基金研究

## 2. 央行联合金融监管总局打出“组合拳”，降准降息力度超预期

除美联储外，还有多家央行近期宣布降息。8 月初，英国央行下调基准利率 25 个基点至 5%；9 月 4 日，加拿大央行宣布将基准利率下调 25 个基点至 4.25%；欧洲央行 9 月 12 日第二次宣布降息；9 月 18 日，印尼央行关键利率下调 25 个基点至 6%，预估为 6.25%。

截至 8 月底，我国央行也已经进行了三次重大的货币政策调整。2 月降低存款准备金率 0.5 个百分点；5 月下调住房公积金贷款利率 0.25 个百分点；7 月政策利率 7 天期逆回购操作利率下调 10 个基点，带动 LPR、常备借贷便利（SLF）利率下行 10 个基点，中期借贷便利（MLF）利率下行 20 个基点。

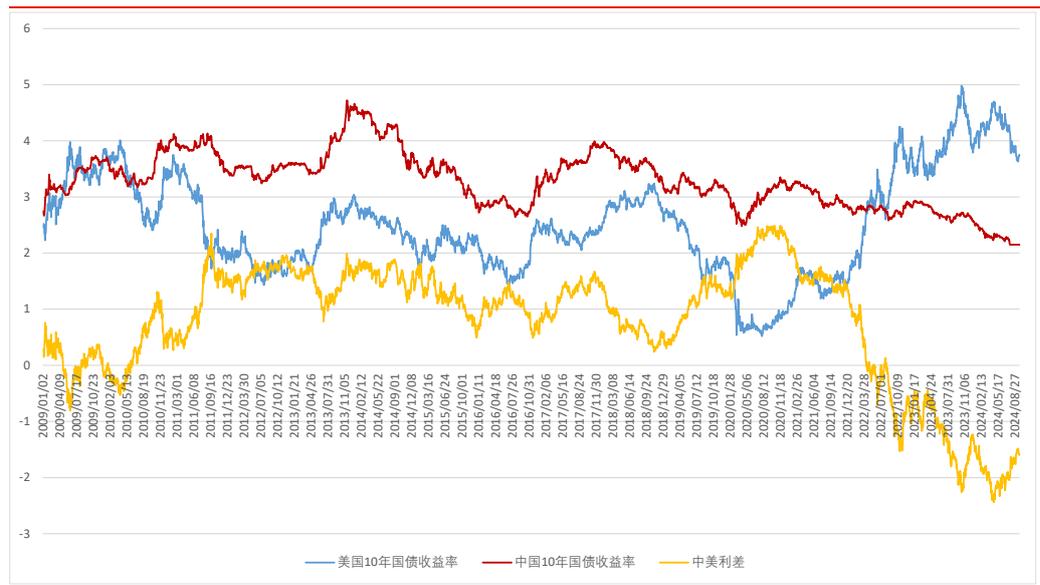
图表 5 1~8 月央行重大货币政策调整

时间	内容
2月	·降低存款准备金率0.5个百分点，以释放长期流动性约1万亿元，支持实体经济。 ·引导5年期以上贷款市场报价利率（LPR）下行25个基点，以降低长期融资成本。
5月	·取消了全国层面房贷利率政策下限。 ·下调住房公积金贷款利率0.25个百分点。 ·降低全国层面房贷最低首付比例5个百分点。
7月	·政策利率7天期逆回购操作利率下调10个基点，带动LPR、常备借贷便利（SLF）利率下行10个基点。 ·中期借贷便利（MLF）利率下行20个基点。 ·国有大行下调存款利率。

资料来源: 中国政府网, 中证报基金研究

在过去的两年中，中美两国的货币政策呈现出了明显的差异，尤其是两国利率调整周期出现了显著的错位。中国虽然降息但降息的空间比较小，主要原因之一是政策周期错位导致的中美利差倒挂。在美联储加息周期中，中国的进一步降息可能会影响跨境资本流动，促使部分投资者寻求更高收益的投资机会。同时，政策周期错位也给中国汇率的稳定带来较大压力。

图表 6 政策周期错位导致中美利差倒挂



资料来源：同花顺，中证报基金研究

图表 7 政策周期错位不利于汇率稳定



资料来源：同花顺，中证报基金研究

美联储降息后, 大大减轻了中国降息压力, 中美货币政策开始同步。9 月 24 日, 国务院新闻办公室举行新闻发布会, 人民银行部署降息、降准、降存量房贷利率等系列政策。随着国内外货币政策周期差的收敛, 人民币汇率基本稳定的外部压力明显减轻。9 月 25 日人民币对美元的汇率大概在 7.02 元左右, 8 月以来升值了 2.83%, 相比 19 日进一步升值 0.63%。

图表 8 924 金融新政“组合拳”

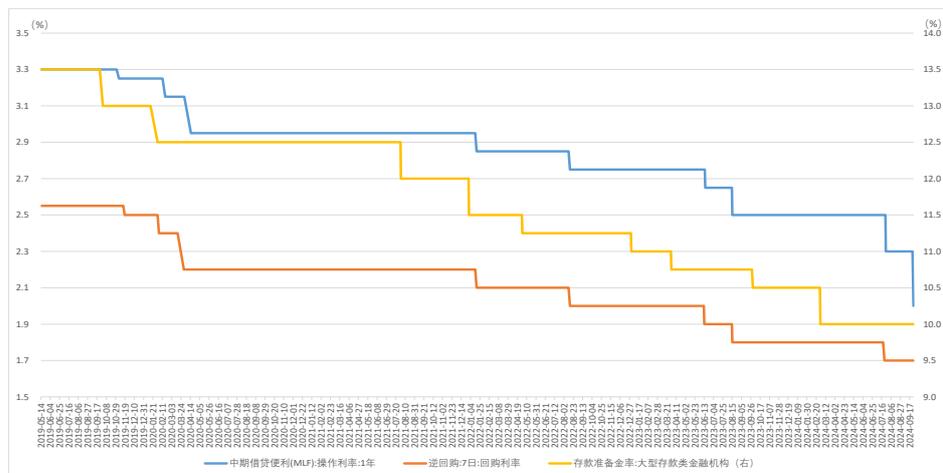
政策类别	主要内容
货币政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>降低存款准备金率。</b> 下调存款准备金率 0.5 个百分点, 向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元; 在今年年内视市场流动性的状况, 择机进一步下调存款准备金率 0.25-0.5 个百分点。</li> <li>• <b>降低中央银行的政策利率。</b> 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点, 从目前的 1.7% 调降至 1.5%, 同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行, 保持商业银行净息差的稳定。</li> </ul>
房地产政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>降低存量房贷利率。</b> 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近, 预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。</li> <li>• <b>统一房贷最低首付比例。</b> 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当前的 25% 下调到 15%。</li> <li>• <b>优化保障性住房再贷款政策。</b> 将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款, 中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%, 增强对银行和收购主体的市场化激励。</li> <li>• <b>延长两项房地产金融政策文件的期限。</b> 房企存量融资展期、经营性物业贷款等阶段性政策延期至 2026 年底。</li> <li>• <b>支持收购房企存量土地。</b> 在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上, 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, 盘活存量用地, 缓解房企资金压力。在必要的时候, 也可以由人民银行提供再贷款支持。</li> </ul>
资本市场政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>创设新的货币政策工具支持资本市场稳定发展。</b> 第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利, 支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押, 从中央银行获取流动性, 这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。第二项是创设股票回购、增持专项再贷款, 引导银行向上市公司和主要股东提供贷款, 支持回购和增持股票。</li> <li>• <b>推动中长期资金入市。</b> 一是大力发展权益类公募基金。重点是督促基金公司进一步端正经营理念, 坚持投资者回报导向, 着力提升投研和服务能力, 创设更多满足老百姓需求的产品, 努力为投资者创造长期收益。二是完善“长钱长投”的制度环境。重点是提高对中长期资金权益投资的监管包容性, 全面落实 3 年以上长周期考核。三是持续改善资本市场生态。重点是多措并举提高上市公司质量和投资价值, 完善机构投资者参与上市公司治理等配套制度安排, 同时严厉打击各类违法违规行, 塑造中长期资金“愿意来、留得住、发展得好”的良好市场生态。</li> <li>• <b>多措并举活跃并购重组市场, 推进并购重组的市场化改革。</b> 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。五是引导证券公司等中介机构进一步提高服务水平, 充分发挥交易撮合和专业服务等功能, 助力上市公司实施高质量的并购重组。六是依法做好监管工作, 打击各类违法违规行为, 切实维护重组市场秩序, 有序开展重组, 有力有效保护好中小投资者合法权益。</li> <li>• <b>加强市值管理。</b> 一是要求董事会高度重视投资者保护和投资者回报, 通过提高经营管理水平、提高盈利能力、提高核心竞争力, 夯实市值管理的基础。二是要求上市公司积极运用并购重组、股权激励、大股东增持等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, 鼓励有条件的公司提前安排好资金规划和储备。四是要求长期破净公司制定价值提升计划, 评估实施效果并公开披露, 形成市场约束。五是要求主要指数成份股公司切实承担责任, 制定市值管理制度, 明确职责和应对措施, 定期披露执行情况等。</li> <li>• <b>支持资本市场持续稳健发展, 研究设立平准基金。</b> 一是扩大保险资金长期投资改革试点, 支持其他符合条件的保险机构设立私募证券投资基金, 进一步加大对资本市场的投资力度。二是督促指导保险公司优化考核机制, 鼓励引导保险资金开展长期权益投资。三是鼓励理财公司、信托公司加强权益投资能力建设, 发行更多长期权益产品, 积极参与资本市场, 多渠道培育壮大耐心资本。</li> </ul>
其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>促进大型银行稳健经营。</b> 对六家大型商业银行增加核心一级资本。</li> <li>• <b>鼓励发展创业投资。</b> 一是扩大试点城市的范围。会同有关部门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。二是放宽限制。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%。三是优化考核。指导相关机构落实尽职免责的要求, 建立健全长周期、差异化的绩效考核。</li> <li>• <b>支持小微企业融资。</b> 第一方面, 会同国家发改委建立支持小微企业融资协调的工作机制。第二方面, 优化无还本续贷政策。</li> </ul>

资料来源: 中国人民银行, 中证报基金研究

## 2.1 降息降准齐步走, MLF 与市场利率进一步脱钩

此次货币政策方面, 是我国 2021 年开启货币宽松周期以来, 第一次同时降准降息。一是降准 0.5 个百分点, 向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元, 同时预告年内二次降准 0.25-0.5 个百分点的可能性; 二是将 7 天期逆回购操作利率下调 20BP, 从 1.7% 下调到 1.5%, MLF 利率下调 30BP 至 2.0%, LPR 和存款利率下调 20-25BP。

图表 9 2019 年以来降准降息情况



标利率下降 0.3 个百分点。目前, 7 天期逆回购操作利率已成为中国人民银行主要政策利率, 此次 MLF 利率下降, 体现了央行下调政策利率对市场化利率的引导作用。第二, 此次 MLF 操作与公开市场操作分开发布, 货币政策工具的差异性定位越来越明朗。进一步体现了其与 7 天期逆回购操作利率作为政策利率的差异, 有利于推动 MLF 回归中长期流动性供给工具的定位。第三, 本次 MLF 操作为缩量续做, 符合降准带来的银行体系长期流动性缺口大幅收窄趋势, 有利于保持流动性合理充裕。

MLF 利率下降有助于节约银行资金成本, 通过银行内部定价传导, 预计 LPR 和存款利率等也会随之下行, 这将持续提振市场信心, 支持经济稳定增长。以往央行主要通过 MLF 等来释放流动性, 投放基础货币, 但随着央行开展国债买卖和降准, MLF 与 LPR 进一步脱钩, MLF 量将逐步萎缩, 其政策利率地位也会随之削弱。

## 2.2 多项利好为市场注入流动性, 短期国债或成互换便利中介

此次地产政策主要推出五个方面: 一是降低存量房贷利率, 预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右; 二是统一首套房和二套房的房贷最低首付比例; 三是优化保障性住房再贷款政策, 将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款, 中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%; 四是将房企存量融资展期、经营性物业贷款等阶段性政策延期至 2026 年底; 五是支持收购房企存量土地。整体来看, 房地产政策主要集中在调整存量房贷, 降低居民房贷负担从而刺激居民消费和投资。

股票政策也推出五项利好: 一是创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展; 二是推动中长期资金入市; 三是多措并举活跃并购重组市场, 推进并购重组的市场化改革; 四是加强市值管理; 五是支持资本市场持续稳健发展, 研究设立平准基金。整体的核心目的也在于增强市场的流动性。

其中值得关注的是央行提出创设证券、基金、保险公司互换便利, 支持符合条件的证券、基金、保险公司通过质押债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产, 从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产, 从而大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。首期操作规模是 5000 亿元,

未来可视情况扩大规模。

在此情况下, 具有良好流动性的短期国债或可称为互换中介。因此, 央行作为换出国债一方, 须持大量且稳定规模的短期国债, 前期央行开展买卖国债操作“买短卖长”的行为为此打下了良好基础, 预期未来将成为长期稳定操作。同时, 作为中介的短期国债收益率预期将呈现较为稳定的窄幅震荡状态。

### 3. 政治局召开会议部署经济工作, 观望增量财政政策。

9 月 26 日, 中共中央政治局召开经济主题会议, 是十八大以来首次在 9 月召开经济主题的政治局会议, 距离“924 新政”只有两天时间。会议提出, “要加大财政政策逆周期调节力度, 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”, 此次财政政策的发力节奏或将紧跟货币政策。

近年来大幅降息往往也伴随增量财政政策。2020 年 3 月末 7 天逆回购利率下降 20BP, 随之 5 月下旬两会期间推出 1 万亿元特别国债、上调赤字率到 3.6%以上、新增专项债 3.75 万亿元(相对前一年增 1.6 万亿元)。2023 年 8 月, 央行下调 MLF 15BP、7 天逆回购利率 10BP, 随之 10 月财政部通过人大常委会增发 1 万亿特别国债, 并将财政赤字率由 3%提高到 3.8%左右。

图表 10 2020年以来降息情况



资料来源: 同花顺, 中国政府网, 中证报基金研究

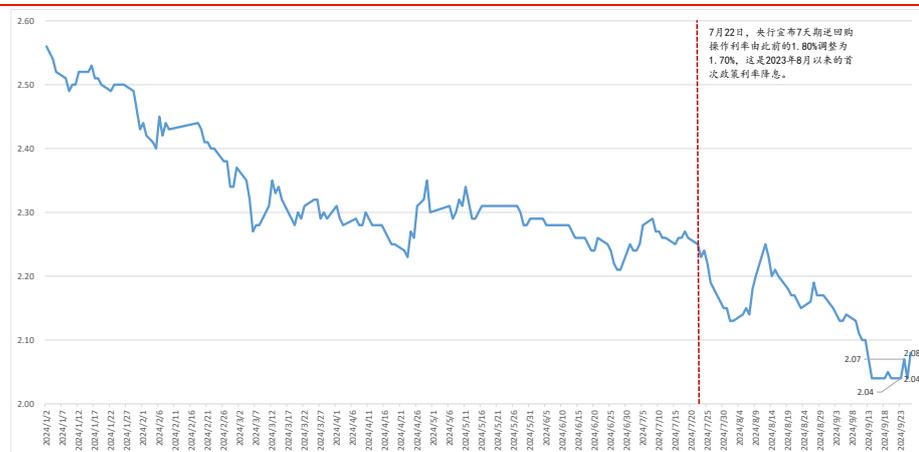
结合历史规律, 目前可使用的增量财政政策主要有四个方面。一是扩大本年度预算范围内的超长期特别国债和新增地方专项债的使用范围, 引导资金作用领域、提高资金作用效果; 二是上调本年度超长期特别国债额度; 三是使用国债剩余限额、地方债结存限额; 四是上调赤字率, 增发国债。从政策实施时间上来看, 使用国债剩余限额、地方债结存限额的方式不受具体时间节点限制, 其余增量财政政策可能在 10 月下旬之后落地。

#### 4. 阶段性震荡行情, 四季度债市依旧可期

“924 新政”落地后, 权益市场积极情绪高涨。9 月 26 日, A 股至收盘, 上证指数涨 3.61% 重回 3000 点大关, 深证成指涨 4.44%, 创业板指涨 4.42%。同时债券市场波动加大, 9 月 24 日当天 10 年期国债收益率上升至 2.07%, 次日下跌至 2.04%, 26 日又上升至 2.08%。

从短期来看, 本次新政央行希望通过互换便利等途径引导资金由债券市场流向权益市场, 债市短期确实面临回调压力。但从中长期来看, 随着降息降准政策落地, 有助于流动性宽松, 结合短期国债的互换便利中介地位, 短端利率保持稳定低位。长端利率方面, 7 月降息 10BP 后, 10 年期国债收益率从 2.25%, 先后跌破 2.20%、2.10% 整数点位。8 月中旬以来央行等部门也并未再进行长端利率的预期管理。24 日中国人民银行行长潘功胜发言表示“人民银行尊重市场的作用”。结合此次翻倍降息, 年内 10 年期国债利率低点或有望接近 1.80%。

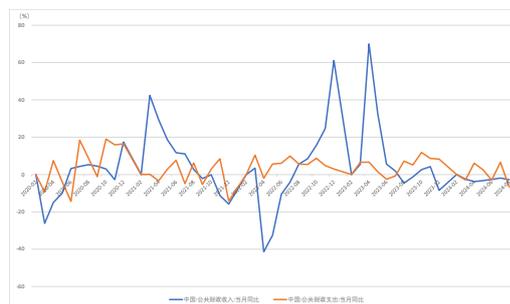
图表 11 今年以来 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 中证报基金研究

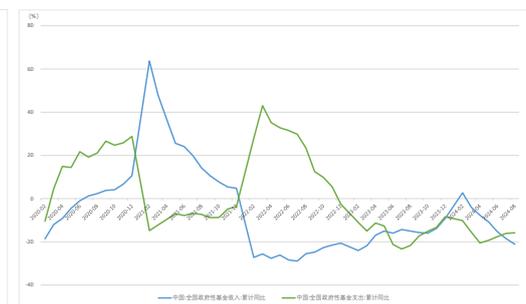
但随着增量财政政策落地可能性不断提升, 债市供给压力依旧较大。今年 10-12 月剩余政府债(包括特别国债)发行额度 1.76 万亿元, 较去年同期低 1.96 万亿元。1-8 月公共财政累计收入同比下降 2.65%, 政府性基金累计收入同比下降 21.05%。假设全年财政收入形势与 1-8 月接近, 推算得到全年共财政收入为 21.1 万亿(预算 22.4 万亿), 政府性基金收入为 5.57 万亿(预算 7.1 万亿)。按照这一趋势, 可进一步推算得到今年两本账财政新增缺口 2.83 万亿。1-8 月公共财政累计支出同比增加 1.47%, 政府性基金累计支出同比下降 15.81%。假设全年财政收入形势与 1-8 月接近, 推算得到全年共财政支出为 27.86 万亿(预算 28.55 万亿), 政府性基金支出为 8.53 万亿(预算 12.02 万亿)。如追加财政工具在 2 万亿元之内, 对债市的冲击或相对可控。同时由于央行“买短卖长”的需求, 若增量财政政策中短期国债占比更多, 则冲击可能相对较小。

图表 12 公共预算收入、支出同比 (%)



资料来源: Wind, 中证报基金研究

图表 13 政府性基金收入、支出同比 (%)



资料来源: Wind, 中证报基金研究

从基本面来看, PPI 下行趋势尚未逆转之前, 股市反弹对债市影响可能也有限, 或许一时的震荡调整但并不改变利率趋势。同时随着美联储开启降息周期, 进一步打开中国降息空间, 不排除在财政政策落地后还会有进一步降息。整体来看, 四季度债市依旧可期。

图表 14 基本面尚未好转



资料来源: Wind, 中证报基金研究

## 5. 风险提示

本报告所有分析均基于公开信息, 不构成任何投资建议; 若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。报告采用的样本数据有限, 存在样本不足以代表整体市场, 且数据处理统计方式存在误差。

### 免责声明

本报告原始数据来源于市场公开信息, 此报告仅做数据统计, 不涉及指标排名, 不做投资参考之用, 本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下, 本报告所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议, 也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策, 自担投资风险。本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果, 本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据, 任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。