

“9·24 新政”满月，宏观政策继续加力稳增长

文章转载自第一财经

作者：杜卿卿 责编：钟强

10月24日，A股三大股指均小幅收跌，沪指报收3280.26点。北证50继续走出独立行情，收涨4.06%。沪深京三市日成交1.56万亿元，距离前期峰值2.5万亿元明显缩量。

这距离“9·24新政”刚好满月。9月24日，伴随央行行长潘功胜宣布降准降息、降存量房贷利率、创设新货币政策工具，金融管理部门的“一揽子”支持经济稳定增长的政策率先推出。同日，证监会主席吴清“预告”首个“中字头”促长期资金入市文件，证监会出台“并购六条”并就市值管理指引征求意见。政策效果立竿见影，当日A股快速上拉并收复2800点，成交也急速放大。

金融政策，仅仅是一揽子增量政策的开始。9月26日，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，推出“一揽子增量政策”。一揽子政策包括加大宏观政策逆周期调节、扩大国内有效需求、加大助企帮扶力度、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场等五大方面，涉及财政、金融、消费、投资、房地产、股市、就业、民生等各个领域。

货币政策落地之后，备受关注的财政政策也迎来进展。10月12日，财政部则宣布稳增长的四大增量财政政策，并表示，逆周期调节措施绝不仅仅只局限于当天宣布的那四项，且未来“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，释放出财政转向宽松的明确信号。

不过上述政策与市场前期的期待仍存在一定“预期差”。近期伴随行情回落，投资者对下一阶段行情持续性的判断也产生分歧。

“在经历了一轮史诗级上涨之后，投资者开始重新审视这轮上涨背后的逻辑以及可持续性。”银河证券首席经济学家章俊认为，在基本面企稳、企业盈利修复过程中，如果政策能够持续跟进和配合，市场信心将有望持续改善，对于后续政策的连贯性和一致性可以抱有信心。

“9月底以来市场经历大幅回升和宽幅震荡调整，部分个人投资者国庆期间纷纷开户，不过，节后股票市场经历了较大波动。”国海证券研究所副所长、策略首席胡国鹏24日对第一财经表示，短期角度看，A股市场仍具备性价比，万得全A、沪深300股权风险溢价位于1倍标准差附近，市场成交额仍在万亿量级水平以上，微观流动性有支撑。从中长期的角度看，当前全A的估值仍处于近十年50%的分位水平，全A盈利也处于拐点附近，经历三年的长期下跌后，市场中长期修复的逻辑不变。

A股预期改善，成交上台阶

“复盘过去这一个月，相信参与市场的投资者都会有所体会，那就是金融市场瞬息万变，每一天都存在着各种挑战和机遇。股市如海，波涛汹涌。市场每一次震荡，都是对投资者心理与智慧的双重考验。”招商基金首席经济学家李湛对第一财经表示，对于投资者特别是个人投资者而言，需时刻提醒自己“股市有风险，投资需谨慎”。

回顾9月24日，伴随金融部门“一揽子”举措的出台，A股迅速结束了已持续20余日的“2700点保卫战”，当日沪指即收复2800点，随后25日收复2900点，26日收复3000点大关，创业板、科创板涨势迅猛。

与此同时，投资者热情持续火爆，新股民快速入场，外资集体喊出“All In China”，交易拥挤，多家券商APP“卡顿”、银证转账“延迟”，交易所出现明显“宕机”。到9月30日，沪指已经回到3300点上方。

紧接着，A股市场投资者尤其是新股民和“准股民”，经历了一个异常难忘而又十分忙碌的国庆假期，基于对增量财政政策等抱有极高期待，10月8日不少投资者“跑步入场”，A股径直上冲至3674.40点高点。与此同时是成交量的快速放大，日成交额快速登顶2.5万亿规模。

从资金面看，9月开始资金流入环比回升。据信达证券首席策略分析师樊继拓24日统计，A股9月资金净流入占流通市值的比例为1.00%，较上月的0.49%环比走强。其中9月融资余额环比增加492.48亿元，相较上月减少322.81亿元大幅上升。

此外，上市公司回购、分红均表现积极。9月分红金额达873.92亿元，高于2014年以来所有年份，2024前三季度累计分红金额创下2014年以来新高。截至10月18日，上市公司2024年回购金额达到4382.79亿元，月均回购规模高于2005年以来的所有年份。

近期伴随市场调整指数和成交均有所回落，不过目前上证指数仍保持在3200点上方，成交仍保持在万亿以上。在业内人士看来，资本市场短期走牛只是开始，宏观政策的明确转向影响更为深远。

“9月底以来的政策增量至少体现在三个方面，一是总体政策定调积极，二是货币政策加大逆周期调节力，三是地产政策表述发生重大变化，扭转居民部门信心。由于资本市场主要反映的是预期的变化，因而上述增量政策在公布和落地前后，对市场影响较大。”李湛认为，后续市场会更关注政策落地效果。

在胡国鹏看来，9月24日以来总量政策全面发力，除货币政策双降、财政政策加大逆周期力度、地产政策优化调整外，资本市场支持工具也有较大影响。

资本市场方面，9月24日央行宣布首次创立两项结构性货币政策工具用来支持资本市场，10月10日和10月18日两项工作相继落地，政策工具的出台力度和落地速度都超出了市场预期。货币政策方面，降准降息和房贷利率同步调降，总量政策调降力度已超过今年1~8月的累计水平。地产政策方面“要促进房地产市场止跌回稳”的表述是政治局会议的首次，决策层对地产的重视程度明显提升，供给端和需求端均有政策跟进。

“从政策持续性的角度看，资本市场工具的市场反馈较为积极，10月下旬上市公司踊跃申请增持回购再贷款，截至10月22日已有43家上市公司披露增持计划。获准参与互换便利操作的证券、基金公司达20家，首批申请额度超过2000亿元，保险等长线资金入市的条件逐渐充分。”他表示，还有地产方面，地产政策出台以及一线城市限购放开后广州新房、深圳二手房改善明显，不过持续性仍有待观察。

在他看来，当前市场经历了亢奋期的降温之后，进入“牛市”第二阶段。“当前市场环境或更类似于2019年的牛市第二阶段，我们认为战略上要积极，战术上不着急，相似点在于基本面和全球流动性共振、外部环境扰动（贸易摩擦），不同点在于市场主要的增量资金或由公募和外资转向保险等长线基金，机构‘抱团’方向或从核心资产转为高股息。”他说。

不过，胡国鹏也提醒，回顾“9·24”新政以来这一个月，部分个人投资者国庆期间纷纷开户，经过节后的调整，其中也有投资者遭受了明显损失。

他建议，对于具备宏观研究基础、能够对经济活动进行跟踪，并且对经济变化比较敏感的投资者，建议去做大类资产的配置，根据宏观形势的变化去调整各资产配置的仓位；而对于宏观基础相对较差的投资者来说，将资金交给专业的投资人管理是较好的方法，比如主动基金、指数基金、ETF 投资等。

一揽子政策加力，资本市场只是开始

近期伴随 A 股成交回落，市场情绪发生微妙变化。“牛市结束了？”“反弹还是反转？”即使专业人士对下一阶段行情持续性的判断也存在分歧。

在李湛看来，下一阶段市场大概率在新中枢维持震荡，等待宏观经济基本面对本轮增量政策效果的验证。

“由于三季度 GDP 增速弱于二季度，年内稳增长压力加大。”在他看来，近期系列政策举措明确后，市场对宏观政策较高预期有所调整，后续增量政策出台概率较低，以政策效果观察为主。

章俊则认为，在央行流动性支持和政策预期明朗的背景下，A 股市场有望步入“慢牛”行情。这种“慢牛”奠基于经济基本面的逐步改善，以及市场预期不断提振之上，因而更加可持续。

不过，对于不能简单将这次上涨当作一次单纯意义上的政策驱动的市场反弹，而应该视为对中国经济转型具有战略意义的政策转折点，业内较有共识。

“9 月下旬以来我国政策的转向，标志着宏观政策从被动应对经济下行压力，转向了积极稳增长的态势。”中银证券首席经济学家徐高 24 日表示，9 月以来超预期宽松政策的密集出台，从两个重要的方面显著提升了市场对我国中长期经济增长前景的预期，一是这些政策强化了守住经济增长底线的预期，二是 9 月以来超预期政策密集投放的方式改变了市场对政策反应速度的悲观预期。

在章俊看来，这一轮宏观政策把提振和发展资本市场作为破局的重要抓手，主要原因有四。

其一，资本市场上行将带动实体经济预期改善，形成向上螺旋，提振居民消费潜力和企业投资意愿。其二，提振资本市场有助于推动居民财富再平衡，改善居民资产负债表过度依赖房地产的现状。其三，资本市场与新质生产力发展更加适配，居民存款流入资本市场有助于为科技创新企业提供充足的融资支持，促进“科技-产业-资本”高水平循环。其四，资本市场发展有利于推动地方政府职能转型，告别对于土地财政的严重依赖。

胡国鹏预计，今年四季度及明年两会前的政策将保持持续放松。

“财政方面，由于增发国债涉及调整预算需要全国人大常委会的批准，因此即将召开的第十四届全国人大常委会第十二次会议将成为一个关键时间窗口。”他告诉记者，货币政策方面，今年四季度预计还将有降准降息的空间。地产政策方面，一线城市的限购政策或将继续有针对性地放松，供给端重点货币化安置房城中村、危旧房改造以及“白名单”企业信贷的政策跟进速度。

李湛告诉第一财经，他认为年内还可以期待的宏观政策，主要包括两个方面。一方面是此前已明确但尚未落地的增量政策，10 月 12 日财政部在国新办新闻发布会上表态四项举措已经进入决策程序，包括加力支持地方化解政府债务风险、发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本等，上述政策有望在 10

月末、11月初的人大常委会会议中得到明确。另一方面是可能出台的潜在增量政策，重点关注特别国债、超长期国债、地方政府化债、消化地产库存等政策。

不过胡国鹏也提醒，A股市场正由政策底向市场底、经济底过渡的时期，从投资者的角度看，下一阶段市场的风险或由国内经济政策风险转向外围环境风险，包括美国大选后中美竞争格局的变化，以及美国经济和美联储政策走向等，都存在不确定性。

李湛认为，除美国大选风险、美联储政策收紧风险之外，还要关注政策预期本身导致的市场波动风险。“过去一个月以来，政策预期对市场影响较大，但考虑到临近年末，市场将开始博弈明年政策定调，可能加剧市场波动风险。”他称。