

上周國內政府一系列重磅政策刺激出臺，從央行降准降息並創設創新工具支持資本市場等一攬子重磅金融政策集中發佈出臺，到國內政治局會議上高層對經濟工作做出定調將加力推出增量政策。在這一系列利好催化之下，市場對中國股市的做多情緒被點燃，上周 A 股與港股強勢反彈，恒生指數與上證指數漲幅均超 12%，此次央行等多部門出臺重磅組合政策對國內股市有哪些具體影響，哪些板塊更受益？

## 央行推出超預期政策刺激禮包，對股市有何影響？

上周國內政府出臺了一系列重磅政策刺激利好，其中引人注目的關鍵措施是央行通過貨幣政策來刺激經濟增長，同時高層會議為政策方向設定了基調：

9 月 24 日，央行行長在發佈會上公佈了包括降准降息、將房貸利率下調以及推出創新貨幣政策工具以支持股市等在內的一系列政策措施，整體力度和節奏超出市場預期：第一，央行下調了存款準備金率和政策利率。具體措施包括降低存款準備金率 0.5 個百分點，此舉預計將釋放超過 1 萬億元人民幣的流動性。此外，央行還計畫在年底前根據市場情況進一步下調存款準備金率 0.25% 至 0.5%，這可能額外釋放高達 2 萬億元人民幣的流動性，同時降低銀行負債成本約 80 億元。在政策利率方面，央行將 7 天期逆回購操作利率下調 20 個基點至 1.5%；第二，在房地產政策方面央行宣佈存量房貸利率將下調，預計平均降幅約為 0.5%。此外，央行還決定統一首套房和二套房的房貸最低首付比例，將二套房貸款的最低首付比例從 25% 降低到 15%。這些調整旨在減輕借款人的財務負擔，刺激消費和投資，同時維護房地產市場的穩定發展；第三，在資本市場方面，央行宣佈創設新的結構性貨幣政策工具，以更精準地支持股票市場的發展，包括創設證券、基金、保險公司互換便利以及創設股票回購增持專項再貸款。

9 月 26 日，中共中央政治局召開會議，會議總體基調積極主動。會議提到，加大財政貨幣政策逆週期調節力度，保證必要的財政支出，切實做好基層“三保”工作。努力提振資本市場，大力引導中長期資金入市，打通社保、保險、理財等資金入市堵點。要支持上市公司並購重組，穩步推進公募基金改革，研究出臺保護中小投資者的政策措施。

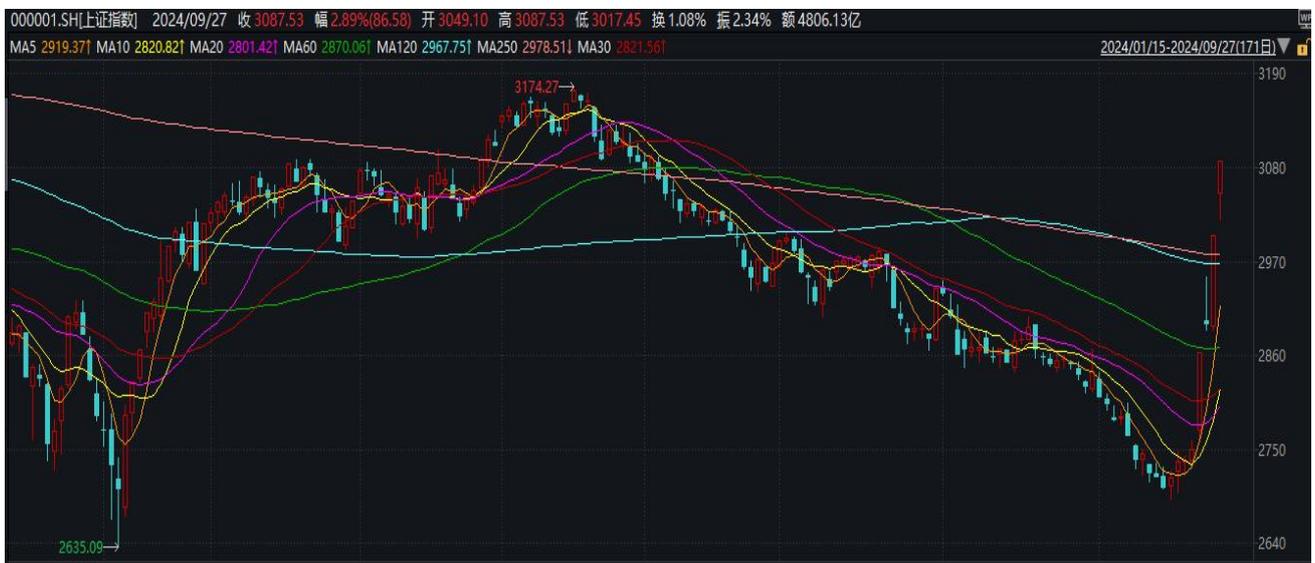
9 月 27 日，備受期待的降准降息正式落地，中國人民銀行發佈公告，下調金融機構存款準備金率 0.5 個百分點（不含已執行 5% 存款準備金率的金融機構）；公開市場 7 天期逆回購操作利率由此前的 1.70% 調整為 1.50%。



➤ **A 股：市場信心提升，增量資金入場，看好哪些板塊？**

此次國內連續重磅政策刺激將吸引大量增量資金流入，並且使得市場風險偏好提升。預計將對我國 A 股市場產生積極影響，可能會啟動一輪中級反彈行情。首先，政治局會議定調十分積極，對財政政策與貨幣政策的要求要加力刺激，而在資本市場上會議繼續強調要努力提振資本市場，引導中長期資金的入市，隨後央行等政府機構回應會議要求下調了存款準備金率與政策利率，此外，央行實施了包括貨幣互換便利化和專項再貸款支持股票回購增持在內的結構化創新工具以支持股市。同時，政府正著力推進投資領域的改革，目標是構建一個以長期資金投資為主導的政策框架，並計畫出臺相關指導方針以促進中長期資金進入市場，這些舉措均提升了市場對新增資金注入的期待，市場情緒明顯提升。在國內政府機構陸續公佈一系列政策後，上漲指數上周上漲了近 13%，突破了長期壓制的年線，顯示出此次國內政府機構出臺的政策刺激力度超出了市場的預期，市場信心和情緒得到了顯著提升。

圖一：上證指數年內漲幅情況



資料來源：Wind

在資金增量上，A 股市場預期將迎來新一輪資金流入，對市場短期刺激效果比較明顯，但中長期實際效果仍需取決於中國經濟復蘇情況等，需進一步觀察。近期國內金融監管部門均有相應政策發佈，包括中央金融辦、中國證監會聯合發佈推動中長期入市的相關政策，提出將大力引導中長期資金入市，並打通社保、保險、理財等資金入市堵點，努力提振資本市場。而央行最近的表態也暗示 A 股市場可能在央行的扶持下獲得三方面的資金支持：

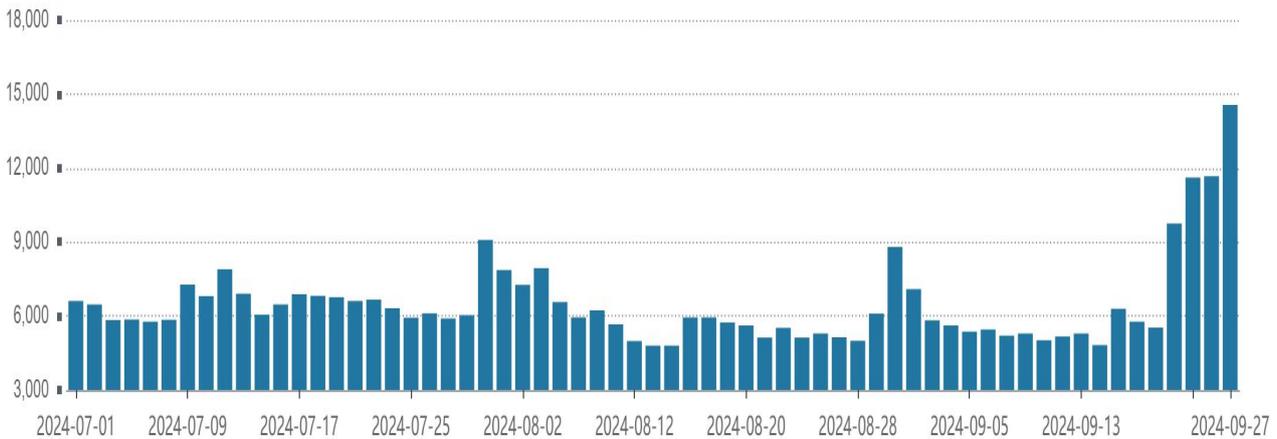
一是央行首次推出專門針對資本市場的貨幣政策結構性工具，支持符合條件的證券、基金、保險公司使用自身擁有的債券、股票 ETF、滬深 300 成份股作為抵押，從中央銀行換入國債、央行票據等高流動性資產，這項政策將大幅提升相關機構的資金獲取和股票增持，初步操作規模設定為 5000 億元，未來根據情況可能擴大；二是設立了股票回購增持再貸款機制，引導商業銀行向上市公司和主要股東提供貸款，用於回購增持上市公司股票利率定為 2.25%，初步規模為 3000 億元，如果實施效果良好，可能會增加額度。三是正



在研究平准基金的創設。

從上述前兩大工具的初步規模來看，理論上可以為市場帶來最多 8000 億元的新增資金，但實際效果還有待觀察（不一定能夠完全使用額度）。考慮到當前 A 股市場的流動性狀況，如果實際到位的資金超過 5000 億元，將對市場產生重大利好，可能推動 A 股市場出現顯著反彈。上周 A 股滬市和深市日成交額已有明顯改善，數據顯示上周二在央行發佈一系列重磅政策之後，後續 3 個交易日的成交額大幅放量，兩市成交額連續 3 日突破萬億，與前段時間 5000-6000 億元的成交額有明顯提升。

圖二：A 股兩市成交額近兩個月變化情況



資料來源：Wind

展望未來，隨著央行政策的逐步落實和效果顯現，以及“國九條”及其配套措施對市場環境的改善，疊加金融監管機構引導長期資金入市、促進房地產市場穩定、幫助企業渡過難關等多項措施的實施，A 股市場有望開始對當前較低估值進行修復，考慮到此次政策支持力度與增量資金規模情況，認為此次 A 股短期突破今年 5 月高點 3174 點的可能性較大，中長期仍需觀察國內政策實施效果、國內第四季度經濟數據的改善幅度以及企業盈利表現等。

A 股預計有三個方向值得關注：

第一，從提升市場的流動性角度看，央行的降准政策以及大幅提升機構的資金獲取能力，將有利於金融板塊。認為政府的這些措施主要目的是緩解市場資金緊張的狀況，尤其是對證券和保險行業構成較大利好。在杠桿作用和市場積極預期的共同影響下，這類資產有望率先受益。此外，對利率變化敏感，從降准降息等系列政策中受益的板塊如地產鏈也可關注

第二，隨著市場指數觸底，預計市場將對之前的悲觀預期進行調整，並且降低現有房貸利率將促進居民消費的復蘇，因此消費類板塊也有望受益，尤其是以白酒、醫療美容和日常消費品為代表的大消費公司。目前這些相關板塊被市場低估，所處行業估值處於歷史低點，但它們擁有較低的估值和充足的現金流，隨著基本面和流動性狀況的改善，預計消費類板塊的估值將會出現反彈；



第三，國家重點支持的新質生產力方向的科技創新如生物技術、智能駕駛、人形機器人等板塊也有望受益。首先，全球範圍內的貨幣寬鬆政策為科技成長行業提供了充足的流動性支持。其次，證券監管機構將鼓勵上市公司在這些戰略性新興科技產業領域進行並購和重組，這將使這些科創相關的產業受益。最後，在市場觸底並開始反彈的階段，科技創新行業的高增長潛力疊加持續的政策推動將使其成為市場主要的關注焦點。

### ► 海內外利好共振，港股上漲彈性更強？

自9月初至今，港股在經過短暫的小幅波動之後，受益於美聯儲的降息決策，迎來了積極的變化。緊接著，中國香港金融管理局也宣佈降息50個基點。歷史數據顯示美聯儲的降息措施往往能夠改善中國香港市場的流動性預期並且提振市場情緒。這促成了港股市場在前兩周快速反彈，在短短兩周內指數從17000點水準躍升至18000點，漲幅高達6%。

隨後，在9月末隨著中國央行一系列政策的出臺，以及中國政治局會議提出要刺激國內經濟增長，並且將努力提振資本市場，大力引導中長期資金入市。認為這一系列重磅政策使得市場對國內資產的信心得到了顯著增強，讓內生動力來源於國內基本面增長與政策的港股市場同樣受益深遠。港股也隨之大幅上漲。根據市場統計，港股市場上周的漲幅13%，而年初至今的累計漲幅達到了21%。認為伴隨美聯儲降息帶來的流動性持續改善，疊加國內政策預期帶來信心提振，加上目前港股的低估值吸引力以及較A股相對較優的盈利能力，港股市場的修復彈性預計較A股更大：

圖三：恒生指數年內漲幅情況



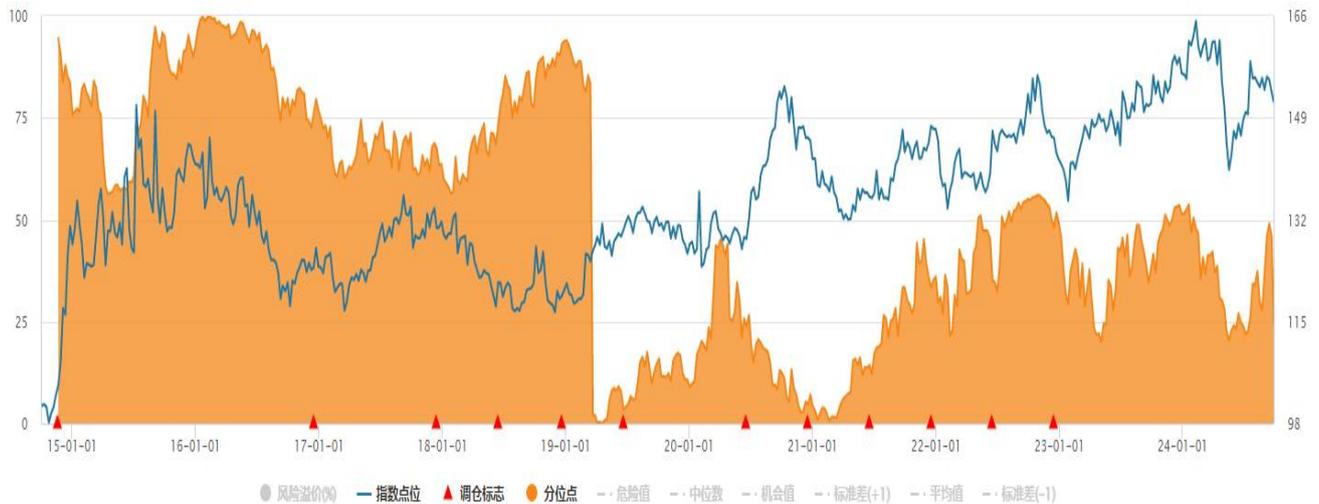
資料來源：Wind



**\*港股估值仍有吸引力，AH 溢價顯現較好投資性價比**

認為港股仍目前處於估值底部，在市場流動性改善以及信心增強的情況下有助於港股估值持續修復： 港股市場估值經過近幾年回調消化已較為充分。從絕對估值角度來看，與國際發達市場或新興市場相比，其主要股指自 2015 年以來的市盈率估值大多位於歷史分位的 50% 以上。而恒生指數的市盈率估值歷史分位目前仍低於 40%，處於相對較低的水準，具有一定的投資吸引力和性價比。從相對估值角度來看，AH 溢價指數反映了內地（A 股）和香港（H 股）兩地上市股票的價格差異。指數越高，意味著 A 股相對於 H 股更貴，H 股則相對更便宜。目前 AH 溢價指數為 150 以上仍遠高於 100，處於歷史較高水準，表明港股的估值相對較低。目前，港股的估值、風險溢價等多項指標仍然顯示出較好的投資價值。

圖四：AH 股過去 10 年溢價率情況

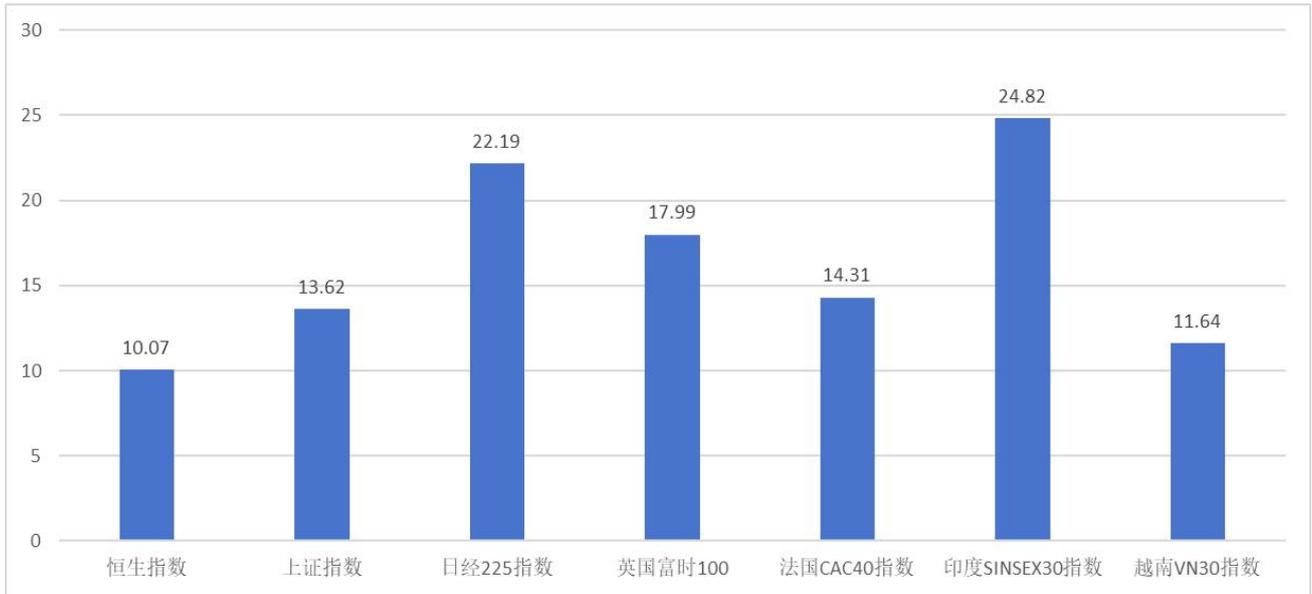


資料來源：Wind

在與全球各地區主要指數的橫向比較中，港股的估值優勢同樣突出。隨著美聯儲降息週期的開啟，預計會有更多海外資金流入新興市場。在眾多全球新興市場和亞太地區指數中，恒生指數的估值相對較低。這種低估值狀況可能為投資者提供了一定的安全墊和增值潛力，同時也可能增加港股市場對國際資本的吸引力。



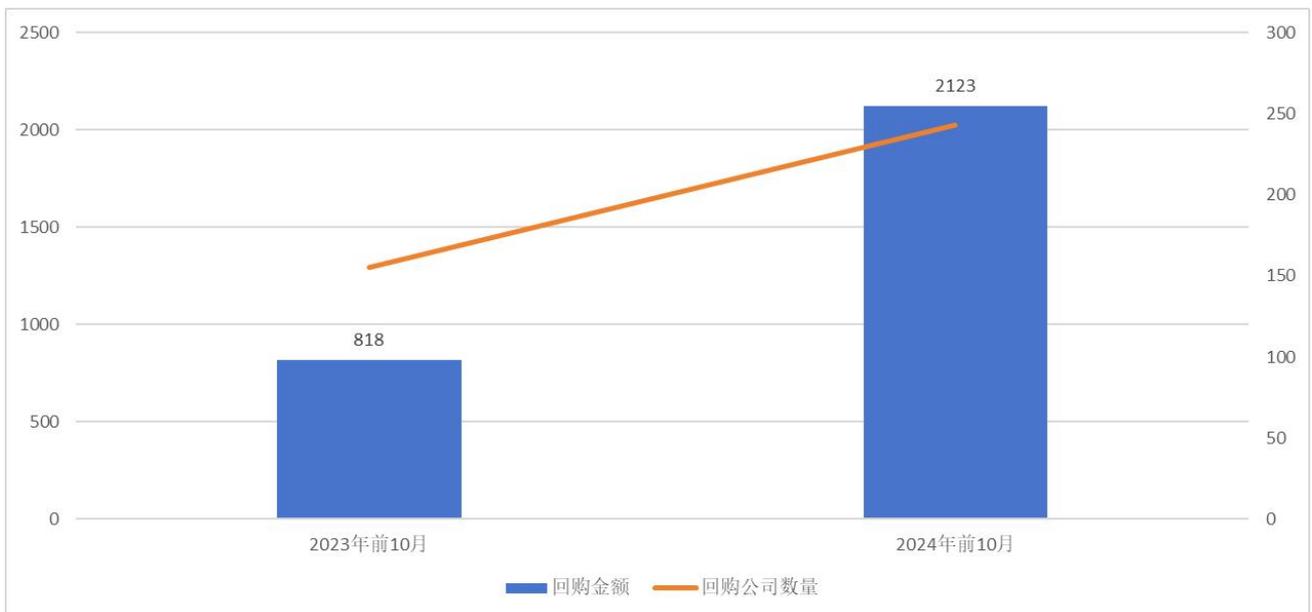
圖五：全球新興市場指數市盈率對比情況（數據至 24 年 9 月 27 日）



資料來源：Wind

在港股低估值優勢之下，自 2024 年起港股市場上的回購活動顯著增多，這一態勢不僅有助於提振市場信心，還有助於穩定股價，並改善股東回報。2024 年至今，共有 243 家港股公司實施回購，較去年同期增加超 57%；合計回購金額達 2123.1 億港元，較去年同期大幅增長 160%，更遠高於去年全年總金額 1268.93 億港元。

圖六：港股回購公司數量與回購金額不同時期對比情況



資料來源：Wind



在當前的時機，許多在香港上市的公司通過股票回購來展示他們對公司業績和未來增長的信心，同時利用回購資金向市場釋放出正面的信號。在港股市場上，與新經濟相關的行業龍頭在回購浪潮中扮演了關鍵角色。其中年內回購金額超過 20 億港元的公司中，超過半數是恒生科技指數的成份股，其中騰訊、匯豐控股與美團期間回購金額排行前三。近年來，國內互聯網企業放慢了擴張步伐，轉而更加重視提高投資者的回報。通過大額分紅和回購，這些公司不僅提升了投資者的回報，也促進了自身投資價值的增長，這與國家最新的政策方向相一致。隨著互聯網行業逐漸告別快速擴張時期，主要企業在 2022 年和 2023 年的融資現金流從正轉負，投資現金流的淨流出也在減少。預計未來，大規模的分紅和回購將繼續，這將有助於提升公司的估值。一般來說，公司進行大額回購通常被視為其認為股價被低估的信號，回購熱潮也是市場在低位區間的資金動向之一，這與恒生指數當前的較為低估的估值水準相印證。

### \*港股盈利回升趨勢更優，吸引力更勝一籌

在業績端，香港市場的盈利能力正逐漸復蘇；雖然宏觀經濟仍受到多重挑戰的影響，但 2024 年以來，企業自下而上的盈利能力已經開始呈現回升態勢。與內地 A 股企業相比，港股企業在地產產業鏈板塊的成分比例較少，而互聯網行業的比重較大。

2024 年上半年，恒生指數的營業收入和歸母淨利潤的同比增速分別為 -0.5% 和 +3.1%，較 2023 年全年的增速（營收同比下降 4.0%、歸母淨利潤同比上升 0.8%）有了顯著的提升。此外，美聯儲的降息決定有助於減少企業的借貸成本，刺激企業逐步增加財務杠桿的使用，進而推動社會生產活動的增長，以此促進經濟發展。同時，美元利率的下降也有望為國內經濟刺激政策提供更多空間，加快經濟基本面的恢復步伐。較優的盈利品質為港股市場持續上揚注入更充足動能。整體看，港股市場盈利質地相對 A 股更優，2024 年上半年港股業績同比增速邊際回暖，全港股 2024 年半年報全部營收累計同比增長 2.3%，歸母淨利潤同比增速為 6.2%，而全 A 股 2024 年半年報累計營收同比降 0.51%，實現歸母淨利潤同比降 3.09%，因此港股盈利較 A 股整體趨勢向好。

作為離岸金融市場，香港股市的流動性受全球資本流向的影響較大，但其盈利情況和估值水準與中國內地的經濟狀況和政策息息相關。認為港股已走出低迷，預計隨著政策的逐步實施和效果顯現，加之可能出臺的更多逆週期調節政策，中國內地經濟基本面可能會釋放更多積極信號。此外，美聯儲的降息也有望提升流動性狀況，進一步提振港股的風險偏好。認為與 A 股市場相比，港股由於更強的盈利趨勢、更具吸引力的低估值和高 A/H 溢價比例、更多支持性的南向資金流動以及上市公司回購，以及在美聯儲降息中對利率的較低敏感度更高，認為現階段港股的上周彈性高於 A 股。

### \*港股什麼板塊會受益？

#### 1. 高股息國央企資產有望受益

此次央行提出的創新性貨幣工具：第一項是創設證券、基金、保險公司互換便利，首期操作規模為 5000 億元，創設股票回購增持再貸款首期規模 3000 億元，認為這兩項政策有望大幅提升機構的資金獲取能力和股票增持能力，對市場的流動性增加有明顯改善效果。金融機構在加大投資杠桿時，往往會偏



好那些能夠提供穩定分紅的高股息資產，特別是隨著市場資金面變得更加寬鬆，銀行的存貸款利率也有所下降，那些具有高確定性和豐厚分紅的高股息國央企資產可能會展現出明顯的比較優勢。

2. 受益於盈利增長高彈性及估值對利率下行較敏感的行業，如互聯網龍頭、生物醫藥、半導體等板塊美聯儲的降息決定為科技成長板塊帶來了實質性的利好：美聯儲降息使得港股市場流動性增加，有利於國際資本流向風險偏好較高的資產，另外全球降息潮也降低了科技企業的融資成本，有利於科技公司籌集資金，推動研發投入加快以及技術創新，隨著企業通過降低成本和增加效率以及技術的迭代來推動業績增長，對互聯網龍頭、生物科技等板塊也構成利好。在基本上，恒生科技指數今年上半年表現強於整體指數表現，營收累計同比增長 8.93%，淨利潤大幅增長 100.45%，主要原因是科技領域的龍頭股如阿裏、騰訊等科技龍頭股業績表現較優支撐了科技板塊的強勢表現。認為互聯網龍頭企業如 \$阿裏巴巴-W (09988.HK)\$，\$騰訊控股 (00700.HK)\$，\$小米集團-W (01810.HK)\$ 等有望充分受益於業績增長和低估值優勢，同時這些公司也在增加股票回購和分紅的力度，因此股價底部支撐較強。另外，生物科技板塊如創新藥與 CRO 等細分也有望受益，近期包括美聯儲降息、美國生物安全法案暫緩、訂單邊際改善等利好催化，行業有望迎來估值復蘇行情，投資者可關注相關板塊行業龍頭如 \$藥明康德 (02359.HK)\$ 等

3. 增量政策預期下地產板塊、消費板塊的修復性機會也可關注

香港上市的房地產股票同樣值得關注。繼“9·24”國務院新聞辦公室舉行的新聞發佈會宣佈了一系列房地產金融政策，包括統一降低二套房首付比例和下調存量房貸利率等五項措施之後，最近的政治局會議首次向市場傳遞了促進房地產市場穩定回升的積極政策信號。認為在政策的暖風之下對地產板塊構成實質性利好，相關上市公司的估值有望迎來一波修復。認為未來陸續還會有具體房地產政策細節公佈，屆時房地產政策取得的實際效果需要密切關注。另外，政治局會議也提出要把促消費和惠民生結合起來，促進中低收入群體增收，提升消費結構，認為當前政府對擴大內需的重視程度正在提升，預計未來會有更多的財政政策支持促進消費，認為旅遊、餐飲等與消費直接相關的行業有望受益，可關注相關公司如 \$同程旅行 (00780.HK)\$、\$華潤啤酒 (00291.HK)\$ 等。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

