



当政策“红包”遇上“双节”长假

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

宏观分析师：丁俊菘
邮箱：dingjs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523070003
联系电话：021-50380388

投资要点：

► 存量房贷下调、减税或带来近3500亿元“红包”

存量房贷下调或将减少近1000亿元居民开支。我们在此前专题报告《房地产一揽子政策：评估、复盘与展望》对于存量房贷下调的影响做了细致测算。中性情景假设为45%-60%的存量房贷利率平均下调50bp，这种情形下居民每年将减少约868-1158亿元开支。

延期减税以及附加抵扣或将减少2500亿元居民开支。8月以来，财政部、国家税务总局先后推出14项个人所得税减免政策，其中延期政策12项，绝大部分延期至2027年底。加码政策两项，一是3岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人专项附加扣除标准分别提高1000元；二是个体工商户年应纳税所得额上限由100万元提升至200万元。

我们结合官方公布的数据以及纳税人数推断，延期减税规模或在1500亿元左右，附加抵扣减税规模在800-1000亿元，二者合计在2500亿元左右。

► 日均客流较春运翻倍，近五年最火“黄金周”来袭

1) 铁路日均客流为春运两倍，航空运输国内旅客较2019年国庆增加约17%。铁路部门预计“十一黄金周”期间将发送旅客1.9亿人次。铁路日均客流量将接近1600万人次，约为春运期间日均客流量的两倍。

民航局运输司预计今年“十一黄金周”将有2100万余名旅客乘机出行，其中日均保障国内客运航班1.4万班、运输国内旅客196万人次，分别比2019年国庆假期增长18%、17%。

2) 多方数据显示，今年“双节”黄金周旅游产品预订远超2019年同期，或将成为近5年最火黄金周。携程数据显示，假期境内酒店市场搜索热度相较2019年“十一”同期增长近120%。去哪儿平台数据显示，国内热门酒店预订量同比2019年增长514%。

► 回顾复盘近十年长假前后股债表现

1) 权益市场。从主要指数来看，大致呈现国庆前震荡，国庆后上扬的特征。其中创业板指的弹性更大。沪深300和中证1000也基本符合这一特征。

从主要风格来看，节前节后消费、成长相对占优。今年有近3500亿元政策“红包”助力，消费表现或好于往年。

2) 债券市场。国庆假期前，由于临近月末叠加居民过节取现需求增多，资金面整体相对紧张，DR007或有50-80bp的上涨空间，节后则逐步回落。不过，今年节前央行全面降准25bp，释放长期资金超过5000亿元，叠加MLF超量续作1910亿元，或将在一定程度上缓解流动性偏紧的局面。

10Y国债收益率节前小幅回升，节后变动情况与国庆消费成色以及9月经济数据表现密切相关。8月国内经济已经出现企稳迹象，如果国庆长假以及后续公布的9月数据继续向好，10Y国债收益率或将回升至2.7%附近。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 存量房贷下调、减税或带来近 3500 亿元“红包”	3
2. 日均客流较春运翻倍，近五年最火“黄金周”来袭	7
3. 回顾复盘近十年长假前后股债表现	9
4. 风险提示	11

图表目录

图 1 个人所得税主要分项占比	5
图 2 2013-2022 年不同风格相对万得全 A 的超额收益	10
图 3 DR007 月末明显上扬 (%)	11
图 4 10Y 国债收益率小幅上行 (%)	11
图 5 7 天逆回购投放量在节前会逐步增加 (亿元)	11
表 1 四大行存量房贷下调细则 (亿元)	3
表 2 存量房贷下调对银行利息收入的影响 (亿元)	4
表 3 近期关于个人所得优惠政策	4
表 4 专项附加扣除调整前后细则	6
表 5 个人所得税税率表	6
表 6 交通运输部门对“双节”客流量的预测	7
表 7 旅游票务平台在“双节”期间的旅游产品搜索及预订情况	8
表 8 旅游票务平台在“双节”期间的酒店预订与搜索情况	8
表 9 平台在“双节”期间的其它产品预测与预订情况	9
表 10 近 10 年长假前后上证指数与创业板指表现情况	9
表 11 近 10 年长假前后沪深 300 与中证 1000 表现情况	9

近期存量房贷下调以及个税抵扣政策逐步落地实施，普通民众实实在在的享受到了政策“红包”，又恰逢国庆、中秋“双节”长假。政策“红包”助力以及 8 天超长长假的组合或将带来超预期的“火爆黄金周”。本篇报告对于政策“红包”规模、“双节”旅游消费情况以及“双节”前后股债表现进行了梳理。

1. 存量房贷下调、减税或带来近 3500 亿元“红包”

多家银行出台存量房贷下调细则。9 月 8 日以来，多家银行发布通知，宣布对于符合条件的存量首套房贷利率，将采用变更合同利率的方式，于 9 月 25 日起统一批量下调，无需借款人申请，新利率即日生效。

根据四大行公布的细则，存量房贷利率的调整分成了三个时间段，2019.10.8(不含)之前，最低可调整下限为 LPR；2019.10.8(含)-2022.5.14(含)，最低可调整下限也为 LPR；2022.5.14(不含之后)，最低可调整下限为 LPR-20bp。这里的下限是全国下限，各个城市调整的时候以所在城市首套房贷利率下限为准。

表 1 四大行存量房贷下调细则（亿元）

	贷款发放时间	最低可调整下限	备注
调整规则	2019.10.8(不含)之前	LPR 不加点	已按中国人民银行公告[2019]第 30 号要求转换为贷款市场报价利率(LPR)定价的浮动利率贷款；
	2019.10.8(含)-2022.5.14(含)	LPR 不加点	执行 LPR 定价的浮动利率贷款。
	2022.5.14(不含之后)	LPR-20BP	执行 LPR 定价的浮动利率贷款。
			1、各城市首套房贷款利率政策下限历史调整情况详见当地人民银行省级分行网站公示。 2、贷款发放时执行利率已为所在城市首套房贷利率政策下限的贷款，或 2022 年 5 月 14 日(含当日)前发放、当前执行 LPR 浮动利率定价且利率不高于 LPR 的贷款，或 2022 年 5 月 14 日(不含当日)后发放执行利率不高于 LPR-20BP 的贷款，或当的按所在城市最新政策仍属于二套房贷利率标准的贷款，均不进行利率调整。 3、固定利率贷款先按中国人民银行公告[2019]第 30 号要求转换为贷款市场报价利率(LPR)定价的浮动利率贷款，再进行存量房贷利率调整。

资料来源：四大行，华西证券研究所

存量房贷下调或将减少近 1000 亿元居民开支。我们在此前专题报告《房地产一揽子政策：评估、复盘与展望》对于存量房贷下调的影响做了细致测算。中性情景假设为 45%-60%的存量房贷利率平均下调 50bp，这种情形下居民每年将减少约 868-1158 亿元开支。

表 2 存量房贷下调对银行利息收入的影响 (亿元)

存量房贷利率下调幅度 (bp)	个人住房贷款总额中符合下调标准的占比			
	15%	30%	45%	60%
10	57.9	115.8	173.7	231.6
20	115.8	231.6	347.4	463.2
30	173.7	347.4	521.1	694.8
40	231.6	463.2	694.8	926.4
50	289.5	579.0	868.5	1158.0
60	347.4	694.8	1042.2	1389.6
70	405.3	810.6	1215.9	1621.2
80	463.2	926.4	1389.6	1852.8

资料来源: WIND, 华西证券研究所

724 政治局会议后, 涉及居民个人所得税减免政策密集推出。724 政治局会议提出“延续、优化、完善并落实好减税降费政策”。8 月以来国务院、财政部等部门密集推出了一系列居民个人所得税减免的政策, 涉及购房、租赁、专项附加扣除、资本市场收入等多个方面。

其中延期政策 12 项, 绝大部分延期至 2027 年底。加码政策两项, 一是 3 岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人专项附加扣除标准分别提高 1000 元; 二是个体工商户年应纳税所得额上限由 100 万元提升至 200 万元。

表 3 近期关于个人所得优惠政策

日期	文件名称	主要内容
2023/8/31	国务院《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》	3 岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人专项附加扣除标准分别提高 1000 元
2023/8/29	财政部、税务总局《关于延续实施远洋船员个人所得税政策的公告》	远洋船员个人所得税政策延续至 2027 年 12 月 31 日
2023/8/28	财政部、税务总局《关于延续实施外籍个人有关津补贴个人所得税政策的公告》	外籍个人有关津补贴个人所得税政策延续至 2027 年 12 月 31 日
2023/8/28	财政部、税务总局《关于延续实施全年一次性奖金个人所得税政策的公告》	全年一次性奖金个人所得税政策延续至 2027 年 12 月 31 日
2023/8/28	财政部、税务总局《关于延续实施个人所得税综合所得汇算清缴有关政策的公告》	个人所得税综合所得汇算清缴延续至 2027 年 12 月 31 日
2023/8/25	广东省税务部门《关于延续实施粤港澳大湾区个人所得税优惠政策的通知》	粤港澳大湾区个人所得税优惠政策延续至 2027 年 12 月 31 日
2023/8/25	财政部、税务总局《关于继续实施公共租赁住房税收优惠政策的公告》	对符合地方政府规定条件的城镇住房保障家庭从地方政府领取的住房租赁补贴, 免征个人所得税。政策延续至 2025 年 12 月 31 日
2023/8/25	财政部、税务总局、住建部《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》	对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人, 对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。政策延续至 2025 年 12 月 31 日
2023/8/25	财政部、税务总局、证监会《关于延续实施支持原油等货物期货市场对外开放个人所得税政策的公告》	支持原油等货物期货市场对外开放个人所得税政策延续至 2027 年 12 月 31 日
2023/8/24	财政部、税务总局、证监会《关于延续实施沪港、深港股票市场交易互联互通机制和内地与香港基金互认有关个人所得税政策的公告》	政策延续至 2027 年 12 月 31 日

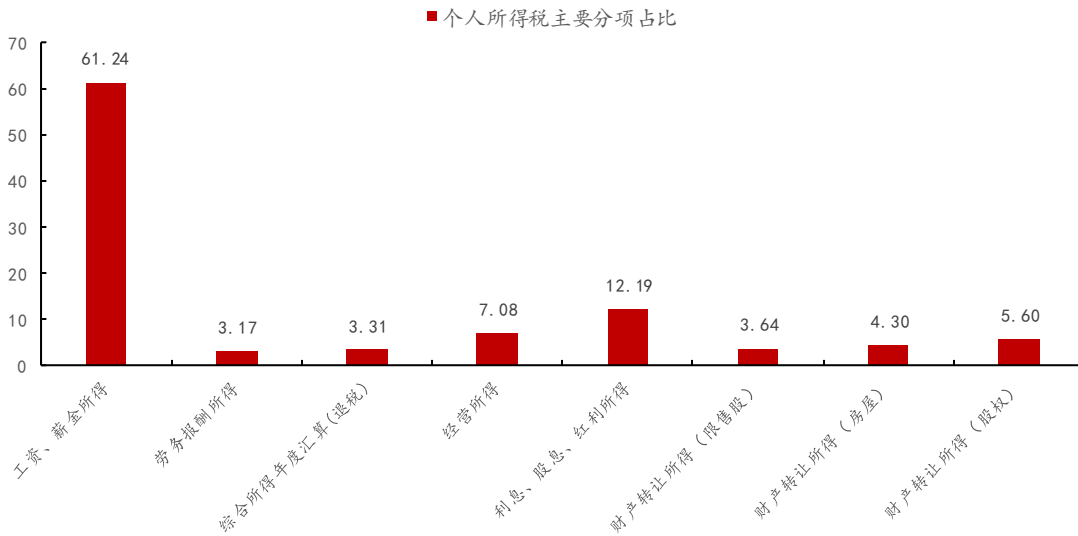
2023/8/24	财政部、税务总局、证监会《关于继续实施创新企业境内发行存托凭证试点阶段有关税收政策的公告》	政策延续至 2027 年 12 月 31 日
2023/8/23	财政部、税务总局《关于延续实施上市公司股权激励有关个人所得税政策的公告》	居民个人取得股票期权、股票增值权、限制性股票、股权激励等股权激励符合相关条件的，不并入当年综合所得，全额单独适用综合所得税率表。政策延续至 2027 年 12 月 31 日
2023/8/23	财政部、税务总局、发改委、证监会《关于延续实施创业投资企业个人合伙人所得税政策的公告》	创业投资企业个人合伙人所得税政策延续至 2027 年 12 月 31 日
2023/08/02	财政部、税务总局《关于进一步支持小微企业和个体工商户发展有关税费政策的公告》	对个体工商户年应纳税所得额不超过 200 万元的部分，减半征收个人所得税。政策延续至 2027 年 12 月 31 日

资料来源：国务院、财政部，华西证券研究所

延期减税规模或在 1500 亿元左右。2021 年中国政府网援引经济参考报指出，年终奖单独计税、个税综合所得汇算清缴以及股权激励单独计税等三项政策预计一年可减税 1100 亿元¹。这三项对应的个人所得税分项分别为工资、薪金所得、综合所得年度汇算、财产转让所得（限售股），占个人所得税总额的约 68.19%。

而本次延期的减税政策除了上面提到的三项外，还涉及到购房、资本市场、个体经营等方面，覆盖范围更广，减税规模也会有所增加。结合这些分项占个人所得税的比例，我们推断本次延期减税规模或在 1500 亿元左右。

图 1 个人所得税主要分项占比



资料来源：《中国税务年鉴 2022》，华西证券研究所

三项专项附加扣除标准提高或新增减税规模约 800-1000 亿元。本次专项附加扣除主要针对“一老一小”。具体来看，3 岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人专项附加扣除标准分别提高 1000 元。

假定婴幼儿照护、子女教育抵扣父母平摊，则平均每人抵扣额度最多增加 2000 元。（婴幼儿照护 500+子女教育 500+赡养老人 1000）。

¹ 延续实施部分个税优惠政策 预计一年减税 1100 亿 https://www.gov.cn/zhengce/2021-12/30/content_5665560.htm

个人所得税公式为：应纳税所得额=月度综合所得-依法免征额度（5000元）-基本扣除（三险一金）-附加扣除-其他法定扣除

按照这一公式，月度综合所得收入在1万元及以下的基本不用缴纳个人所得税（10000-5000-2000-3000=0）。

根据李实等人测算，2021年我国月收入在1万元以上的人口为3300万人²。假设这部分人全部可以享受抵扣，按照边际税率为10%和20%，每月额外增加的2000元抵扣分别可以减少缴税792亿元和1584亿元（2000*10%*12*3300=792亿元）。

2023年4月6日，国新办新闻发布会上表示“今年个税汇算首月最新数据显示，专项附加扣除减税已经达到1500多亿元，在这其中‘上有老下有小’这部分群体实现减税近1100亿元。”

综合考量，我们估计本次三项专项附加扣除标准提高或新增减税规模约在800-1000亿元左右。

表4 专项附加扣除调整前后细则

专项附加扣除	调整前	调整后
子女教育	每月1000元（每年12000元）	每月 2000 元（每年24000元）
继续教育	学历教育每月400元（每年4800元）；继续教育每年3600元	学历教育每月400元（每年4800元）；继续教育每年3600元
大病医疗	个人负担医药费超过15,000元部分，在80,000元限额内据实扣除。	个人负担医药费超过15,000元部分，在80,000元限额内据实扣除。
住房贷款利息	每月1000元（每年12000元）	每月1000元（每年12000元）
住房租金	直辖市、省会、计划单列市等每月1500元（每年18000元），100万以上人口城市每月1100元（每年13200元），100万以下人口城市每月800元（每年9600元）。	直辖市、省会、计划单列市等每月1500元（每年18000元），100万以上人口城市每月1100元（每年13200元），100万以下人口城市每月800元（每年9600元）。
赡养老人	每月2000元（每年24000元）	每月 3000 元（每年36000元）
3岁以下婴幼儿照护	每月1000元（每年12000元）	每月 2000 元（每年24000元）

资料来源：《个人所得税专项扣除暂行办法》，华西证券研究所

表5 个人所得税税率表

级数	全年应纳税所得额	税率（%）	速算扣除数
1	不超过36000元的	3	0
2	超过36000元至144000元的部分	10	2520
3	超过144000元至300000元的部分	20	16920
4	超过300000元至420000元的部分	25	31920
5	超过420000元至660000元的部分	30	52920
6	超过660000元至960000元的部分	35	85920
7	超过960000元的部分	45	181920

资料来源：国家税务局，华西证券研究所

2 月收入1万以上的人群到底有多少 <https://m.163.com/money/article/H70NE3LL00258J1R.html>

抵扣更多利好“上有老下有小”的中产群体，尤其是抵扣后应纳税所得额对应税率降低等级的群体，享受的优惠更多。

假设纳税人A年薪20万元，有两个上学孩子，父母年满60岁，不考虑社保缴税等其他因素，调整前每年需要缴税约6680元，调整后需要缴税3080元，可少缴约3600元³。

假设纳税人B年薪27万元，有两个上学孩子，父母年满60岁，不考虑社保缴税等其他因素，调整前每年需要缴税约15480元，调整后需要缴税10080元，可少缴约5400元⁴。

2. 日均客流较春运翻倍，近五年最火“黄金周”来袭

铁路日均客流为春运两倍，航空运输国内旅客较2019年国庆增加约17%。铁路部门在9月15日的售票量达到2287.7万张，其中铁路12306网站(含客户端)售票量达到2095万张，均创单日售票量历史新高，铁路部门预计“十一黄金周”期间将发送旅客1.9亿人次。铁路日均客流量将接近1600万人次，约为春运期间日均客流量的两倍⁵。

民航局运输司预计今年“十一黄金周”将有2100万余名旅客乘机出行，保障航班13.7万班，日均超过1.7万班，其中日均保障国内客运航班1.4万班、运输国内旅客196万人次，分别比2019年国庆假期增长18%、17%。

表6 交通运输部门对“双节”客流量的预测

时间	机构或会议	主要内容
2023/9/15	中国民用航空局举行例行新闻发布会	预计将有2100万余名旅客乘机出行，保障航班13.7万班，日均超过1.7万班。其中，日均保障国内客运航班1.4万班、运输国内旅客196万人次，分别比2019年国庆假期增长18%、17%。
2023/9/16	中国国家铁路集团有限公司	9月15日售票量达到2287.7万张，其中铁路12306网站(含客户端)售票量达到2095万张，均创单日售票量历史新高，预计在“十一黄金周”期间将发送旅客1.9亿人次。

资料来源：中国民航局、央视等，华西证券研究所

多方数据显示，今年“双节”黄金周旅游产品预订远超2019年同期，或将成为近5年最火黄金周。

境内游方面，携程发布的《中秋国庆旅游预测报告》显示，截至9月13日，国内旅游产品“十一”预订量环比前一周增长88%，同比去年增长超4倍；跨省游订单占比达到73%，较2022年同期提升十个百分点，近20%用户选择连住3天及以上。

春秋旅游和飞猪把今年的“十一”和2019年的进行了对比，数据均表明预订双节期间酒店、跟团游、景区门票、租车等多个国内旅游项目的人次已经远超2019年同期，2023年“十一”或将成为近五年最火的“十一”。

出境游方面，亦迎来井喷式增长。多个旅游预订平台的数据表明，“十一”期间整体订单同比去年增长近20倍，出境机票搜索热度同比2019年同期恢复近100%，出境游的热门国家包括泰国、韩国、马来西亚、新加坡、澳大利亚和英国等。

3 变化前 200000-60000 (免征)-48000 (孩子教育、老人赡养)=92000 元，符合 10%税率，需缴税 92000*10%-2520=6680 元

变化后 200000-60000 (免征)-84000 (孩子教育、老人赡养)=56000 元，符合 10%税率，需缴税 56000*10%-2520=3080 元

4 变化前 270000-60000 (免征)-48000 (孩子教育、老人赡养)=162000 元，符合 20%税率，需缴税 162000*20%-16920=15480 元

变化后 270000-60000 (免征)-84000 (孩子教育、老人赡养)=126000 元，符合 10%税率，需缴税 126000*10%-2520=10080 元

5 国庆假期铁路日均客流量预计约为春运两倍 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1777418036417724491&wfr=spider&for=pc>

表 7 旅游票务平台在“双节”期间的旅游产品搜索及预订情况

时间	平台或报告	主要内容
2023/9/12	同程旅行发布《2023 中秋国庆旅游消费趋势预测报告》	新疆、西藏、青海、宁夏、黑龙江等以长线游为主的目的地相关旅游产品热度同比涨幅均超过 300%，其中，新疆相关旅游产品搜索热度同比增长超过 10 倍。中国香港、泰国、韩国是目前旅游搜索热度最高的出境游目的地，其中中国香港通过多轮免费机票发放吸引内地游客，9 月以来中国香港旅游搜索热度环比上涨 169%。
2023/9/14	携程发布《中秋国庆旅游预测报告》	截至 9 月 13 日，“十一”国内游、出境游双双火爆，机票、景区、酒店、跟团游等产品已进入预订高峰期。国内旅游产品“十一”预订量环比前一周增长 88%，同比去年增长超 4 倍。跨省游订单占比达到 73%，较 2022 年同期提升十个百分点，近 20% 用户选择连住 3 天及以上。出境游亦迎来井喷式增长，“十一”期间整体订单同比去年增长近 20 倍。出境游的热门国家包括泰国、韩国、马来西亚、新加坡、澳大利亚、英国等。
2023/9/14	春秋旅游	截至目前，预订双节期间国内游产品的人次已超 2019 年同期。在长线游方面，春秋目前涵盖“中秋+国庆”假期的欧洲游产品，已经全部售罄。
2023/9/15	飞猪平台	截至 9 月 13 日，中秋国庆假期的国内产品预订量同比增长近 6 倍，酒店、跟团游、景区门票、租车等多个国内旅游类目预订量均已远超 2019 年同期。

资料来源：环球网、光明网等公开资料整理，华西证券研究所

酒店预订较 2019 年同期增长约 120%，热门酒店较 2019 年增长近 500%。携程数据显示，住宿行业的火爆程度在大交通之上，假期境内酒店市场搜索热度已达 2022 年“十一”同期 4 倍以上，相较 2019 年“十一”同期增长近 120%。

去哪儿平台数据显示，国内热门酒店预订量同比 2019 年增长 514%，其中，北京、杭州、武汉、上海、重庆、成都、长沙、西安、南京、广州“十一”酒店提前预订量同比 2019 年增长超 3 倍。

表 8 旅游票务平台在“双节”期间的酒店预订与搜索情况

时间	平台	主要内容
2023/9/8	携程	住宿行业的火爆程度尤在大交通之上，假期境内酒店市场搜索热度已达 2022 年十一同期 4 倍以上，相较 2019 年十一同期增长近 120%。
2023/9/15	去哪儿平台	截至 9 月 15 日，在去哪儿平台上，国内热门酒店预订量同比 2019 年增长 514%。其中，北京、杭州、武汉、上海、重庆、成都、长沙、西安、南京、广州“十一”酒店提前预订量同比 2019 年增长超 3 倍，北京居于首位，增幅达 5.4 倍，杭州、武汉增幅达 4.8 倍、4.5 倍居于二三名。
2023/9/18	飞猪	国庆节假期景德镇、佛山等众多二三线城市纷纷举办草莓音乐节等活动城市国庆节假期的酒店累计预订量同比去年增长近 5 倍，远超全国大盘平均增速，不少音乐节周边酒店的热门房型甚至已被预订一空。

资料来源：央视网、中国青年网等公开资料整理，华西证券研究所

其它产品在“双节”期间同样是热度不减。在观影方面，猫眼电影预计今年国庆档期上映影片的最终票房总和（包括国庆档内及后续的票房）区间在 54.9-77.4 亿元，今年国庆档票房有望超越 2019 年档期最高值 44.6 亿元。

在演艺赛事方面，驴妈妈旅游网数据显示，文博场馆、旅游演艺、夜游、节庆赛事等相关产品咨询及预订人次的增幅最为明显，相比 2019 年同期最高达 128%。

在租车方面，截至 9 月 15 日，订单同比 2022 年增长已超过 300%，同比 2019 年增长也超过 70%，基本达到了历史新高的水平。

表 9 平台在“双节”期间的其它产品预测与预订情况

时间	平台	主要内容
2023/9/11	猫眼电影	据目前超前预测票房数据，今年国庆档期上映影片的最终票房总和（包括国庆档内及后续的票房）区间在 54.9-77.4 亿元，2023 年国庆档票房有望超越 2019 年档期最高值 44.6 亿元。
2023/9/17	驴妈妈旅游网	文博场馆、旅游演艺、夜游、节庆赛事表现突出，相关产品咨询及预订人次增幅最为明显，相比 2019 年同期最高达 128%。
2023/9/18	一嗨租车	截至 9 月 15 日订单同比 2022 年增长已超过 300%，同比 2019 年增长也超过 70%，基本达到了历史新高的水平。

资料来源：中国新闻网等公开资料整理，华西证券研究所

3. 回顾复盘近十年长假前后股债表现

从主要指数来看，大致呈现国庆前震荡，国庆后上扬的特征。我们梳理了过去 10 年上证指数与创业板指在节前 10 个、5 个交易日以及节后 5 个、10 个交易日的表现情况，发现基本呈现节前震荡，节后上扬的特征，其中创业板指的弹性更大。沪深 300 和中证 1000 也基本符合这一特征。

表 10 近 10 年长假前后上证指数与创业板指表现情况

年份	上证指数				创业板指			
	节前 10 个交易日	节前 5 个交易日	节后 5 个交易日	节后 10 个交易日	节前 10 个交易日	节前 5 个交易日	节后 5 个交易日	节后 10 个交易日
2013	-2.97	-0.78	2.90	2.51	12.06	6.07	1.88	2.42
2014	1.06	3.23	-0.19	-1.02	0.97	3.88	-0.11	-1.52
2015	1.58	-4.17	6.87	8.78	15.86	0.19	10.68	12.58
2016	-0.62	-1.24	1.97	2.87	0.19	-0.85	2.06	1.45
2017	-0.67	-0.26	1.24	0.89	-0.65	-0.31	3.17	0.71
2018	6.22	3.31	-7.60	-9.60	1.84	1.36	-10.13	-11.44
2019	-4.16	-3.37	3.53	1.19	-4.85	-4.55	3.18	1.04
2020	-2.36	-1.72	3.55	2.93	-0.79	0.75	6.34	3.84
2021	-3.96	-1.66	-0.28	0.75	1.58	2.54	-0.89	1.07
2022	-5.49	-2.72	1.57	0.48	-5.58	-1.31	6.35	4.64
平均值	-1.14	-0.94	1.36	0.98	2.06	0.78	2.25	1.48

资料来源：WIND，华西证券研究所

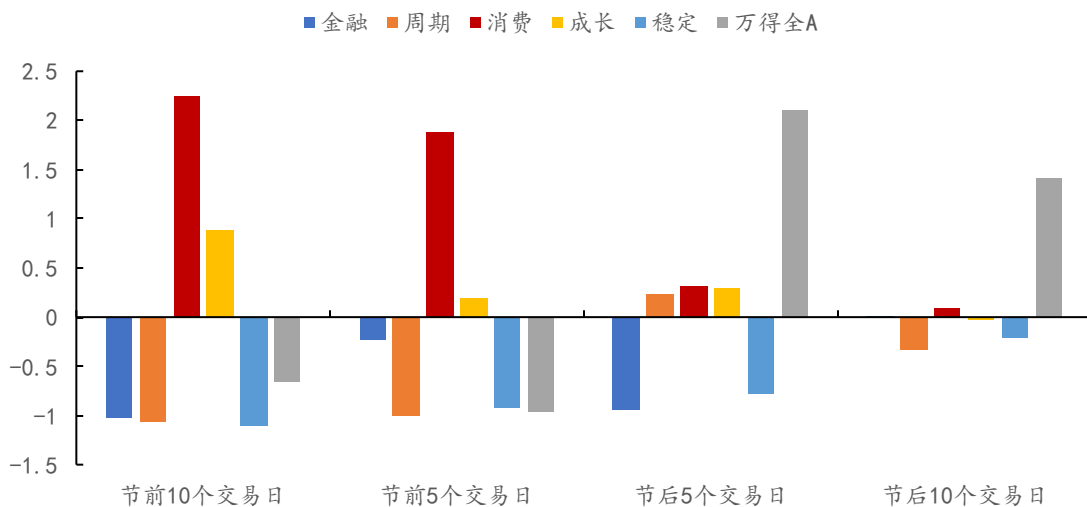
表 11 近 10 年长假前后沪深 300 与中证 1000 表现情况

年份	沪深 300				中证 1000			
	节前 10 个交易日	节前 5 个交易日	节后 5 个交易日	节后 10 个交易日	节前 10 个交易日	节前 5 个交易日	节后 5 个交易日	节后 10 个交易日
2013	-2.97	-0.96	2.64	2.59	3.51	2.39	4.37	4.55
2014	0.57	3.03	-0.18	-1.02	3.46	5.26	1.25	-0.39
2015	1.61	-4.08	6.34	8.78	9.85	-1.95	10.45	10.54
2016	-0.22	-1.15	1.62	2.87	0.05	-1.24	2.92	3.26
2017	0.17	-0.03	2.20	0.89	-0.94	-0.56	1.66	-1.16
2018	7.40	3.82	-7.80	-9.60	1.37	0.35	-11.22	-14.96
2019	-3.97	-3.08	3.64	1.19	-6.45	-5.83	4.27	0.28
2020	-2.16	-1.04	4.61	2.93	-3.84	-2.91	4.68	2.34
2021	-2.51	0.93	0.97	0.75	-6.82	-4.68	-0.85	1.32
2022	-5.52	-1.67	0.99	0.48	-7.47	-5.59	4.60	5.02
平均值	-0.76	-0.42	1.50	0.98	-0.73	-1.48	2.21	1.08

资料来源：WIND，华西证券研究所

从主要风格来看，节前节后消费、成长相对占优。从不同风格的平均超额收益来看，节前消费明显占优，成长次之；节后，消费、成长仍能取得一定的超额收益，金融、稳定整体偏弱。今年有近 3500 亿元政策红包加持，消费表现或好于往年。

图 2 2013-2022 年不同风格相对万得全 A 的超额收益

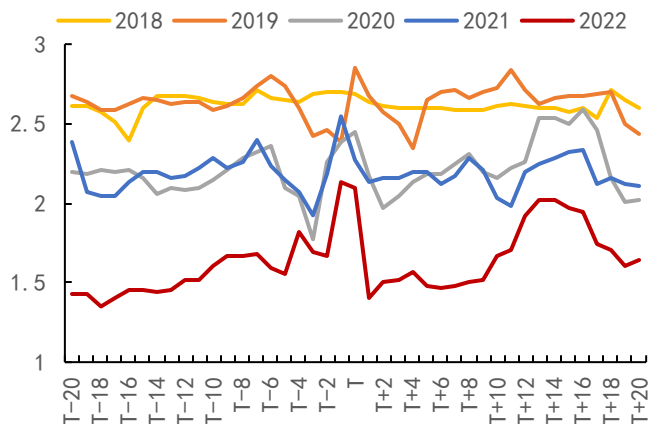


资料来源：WIND，华西证券研究所（其中各风格为相对万得全 A 的超额收益）

债券市场，资金面相对紧张，10Y 国债收益率小幅上行。国庆假期前，由于临近月末叠加居民过节取现需求增多，资金面整体相对紧张，DR007 或有 50-80bp 的上涨空间，节后则逐步回落。不过，今年节前央行全面降准 25bp，释放长期资金超过 5000 亿元，叠加 MLF 超量续作 1910 亿元，或将在一定程度上缓解流动性偏紧的局面。

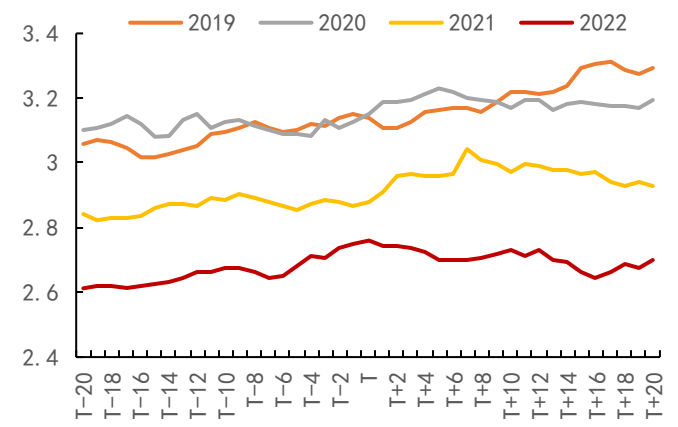
10Y 国债收益率节前小幅回升，节后变动情况与国庆消费成色以及 9 月经济数据表现密切相关。8 月国内经济已经出现企稳迹象，如果国庆长假以及后续公布的 9 月数据继续向好，10Y 国债收益率或将回升至 2.7% 附近。

图 3 DR007 月末明显上扬 (%)



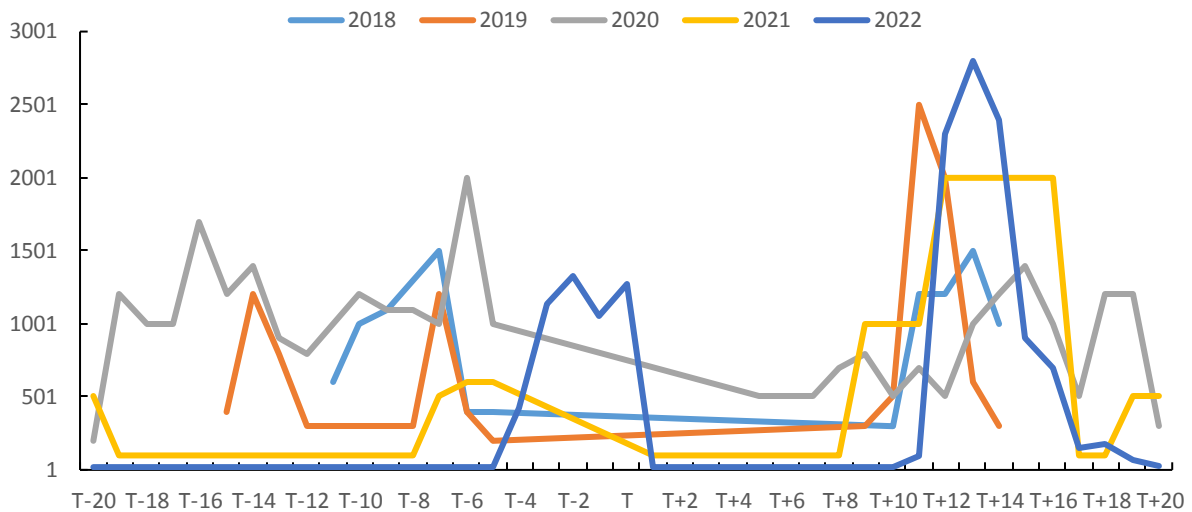
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 10Y 国债收益率小幅上行 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 7 天逆回购投放量在节前会逐步增加 (亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

4. 风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。