分析师：李泽森
登记编码：S0730523080001
lizs1@ccnew.com 021-50586702

政策牛市启动，市场有望全面反弹

——月度策略

证券研究报告-月度策略　　发布日期：2024 年 10 月 07 日

相关报告

《月度策略：经济运行总体平稳，市场有望企稳反弹》 2024-08-31

《月度策略：稳增长预期增强，市场有望企稳反弹》 2024-08-01

《月度策略：景气度有待提升，市场维持震》 2024-06-30

联系人：马崴琦
电话： 021-50586973
地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
邮编： 200122

投资要点：

- **【中央政治局会议释放重磅信号，经济有望企稳回升】**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。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。本次政治局会议召开时点不寻常。一般来讲，以经济工作为主题的政治局会议在 4 月、7 月、10 月和 12 月召开，本次提前召开政治局会议，体现出高层对当前经济形势的重视，以及对促经济、稳增长政策发力的紧迫性。本次会议对于当前经济运行出现的新情况和问题均提出针对性的方向指引，大幅提振民众信心，后续随着货币政策、财政政策、其他稳增长政策等逐步推进落地，经济有望企稳回升。

- **【央行、金融监管总局、证监会同时推出多项重磅政策】**由于美联储开启降息周期，首次超预期降息 50 个基点，我国央行货币政策空间打开，宽松预期增强，市场流动性增加；伴随美联储降息的推进，外资可能也会部分回流国内资本市场。在此节点上，国务院新闻办公室 9 月 24 日上午举行新闻发布会，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会主要负责人介绍了金融支持经济高质量发展有关情况。多项重磅政策同时推出，进一步支持经济稳增长，助力资本市场企稳回升。

- **【9 月制造业 PMI 有所回升】**9 月我国官方制造业采购经理指数（PMI）为 49.8%，较上月上升 0.7 个百分点。制造业 PMI 连续五个月处于收缩区间。从企业规模分项看，大型企业 PMI 为 50.6%，较上月上升 0.2 个百分点；中、小型企业 PMI 分别为 49.2%和 48.5%，分别较上月上升 0.5 和 2.1 个百分点，中小企业经营压力有所改善。从生产端分项来看，PMI 生产分项为 51.2%，较上月上升 1.4 个百分点，连续四个月下滑后首次回升，重回荣枯线之上。需求端来看，PMI 新订单分项为 49.9%，较上月上升 1.0 个百分点，制造业市场需求有所回升；PMI 新出口订单分项为 47.50%，较上月回落 1.2 个百分点，出口量情况走弱，但出口价格指数为 93.70，连续两个月回落后首次回升，出口价减情况有所改善。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 45.10%和 44.00%，分别较上

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

月上升 1.9 和 2.0 个百分点。受到以旧换新政策等因素影响，9 月 PMI 供需两端有所改善，但整体需求仍有待提振，出口情况有待继续观察，随着国内宏观调控预期增强以及促增长政策的持续推进，经济有望逐步企稳回升。

- **【美联储 9 月超预期降息 50 个基点】**2024 年 9 月 19 日，美联储将联邦基金利率下调 50 个基点至 4.75%~5.00%，降息幅度超出市场预期。这是美联储四年来首次降息。政策声明显示，通胀虽已向 2%目标取得进一步进展，但仍处于“略高”水平，就业和通胀目标面临的风险处于平衡状态。此外，点阵图显示，美联储预计今年还会降息 50 基点。在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储的经济预测摘要中没有任何内容表明其急于完成降息，数据将推动货币政策选择，降息将根据需要加快、放慢或暂停；美联储没有处于任何预设模式，将继续逐次会议地做决定；所有人都不应当认为降息 50 个基点是新速度。虽然美联储降息周期开启，首次超预期降息 50 个基点，但鲍威尔表态偏鹰，后续降息力度有待观察。利率决议后，美股和黄金冲高回落并最终小幅收跌，美债收益率先抑后扬、美元跌幅收窄。美联储下调 2024 年美国 GDP 增长预期至 2.0%，下调美国 2024 年核心 PCE 通胀预期至 2.6%，上调 2024 年美国失业率预期至 4.4%。美联储点阵图显示，2024 年至 2026 年联邦基金利率预期中值分别为 4.4%、3.4%、2.9%。

- **【政策牛市启动，市场有望全面反弹】**中央政治局会议释放重磅信号，后续推出一系列财政措施和其他支持性政策预期显著增强。央行、金融监管总局、证监会同时推出多项重磅政策，经济有望企稳回升。美国非农就业数据超预期，经济仍具一定韧性，11 月降息 25 个基点概率增强。随着国内宏观调控、促增长政策持续落地推进，市场有望全面反弹，建议关注芯片、医药、非银金融、消费、新能源汽车、有色等板块。

- **风险提示：**政策及经济数据不及预期，风险事件冲击市场流动性。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

内容目录

1. 经济运行总体平稳，稳中有进 5
1.1. 中央政治局会议释放重磅信号，经济有望企稳回升 5
1.2. 央行、金融监管总局、证监会同时推出多项重磅政策 7
1.3. A 股近 3 次牛市特征简析 10
1.4. 9 月制造业 PMI 有所回升 16
1.5. 出口同比增速保持较高增长，进口有所回落 17
1.6. CPI 继续回升，PPI 有所回落 18
1.7. 社会消费品零售总额同比增长，环比回落 19
1.8. 基建、制造业投资同比保持增长，房地产投资相对偏弱 20
1.9. 社融同比增长，政府债券与企业债为主要支撑 21
1.10. 工业生产保持增长 23
1.11. 多措并举，促进经济稳步回升 24
1.12. 美联储 9 月超预期降息 50 个基点 26
1.13. 美国通胀数据粘性超预期 27
1.1. 美国 8 月 ISM 制造业 PMI、非农就业数据均不及预期 28
1.2. 策略建议：政策牛市启动，市场有望全面反弹 29
2. 市场回顾 30
2.1. 指数涨跌 30
2.2. 行业涨跌 31
3. 资金跟踪 32
3.1. 融资资金 32
3.2. 资管市场 33
3.3. 一级市场股权融资 33
4. 估值跟踪 34
4.1. 指数估值 34
4.2. 行业估值 36
5. 市场情绪 37
5.1. 风险偏好 37
5.2. 换手率 38
5.3. 投资者数量（数据暂未更新） 39
6. 风险提示 39

图表目录

图 1：2005-2007 年 A 股牛市 10
图 2：2005 年 6 月-2007 年 10 月 A 股牛市中各行业涨跌幅 11
图 3：2008-2009 年 A 股牛市 12
图 4：2008 年 10 月-2009 年 8 月 A 股牛市中各行业涨跌幅 13
图 5：2014-2015 年 A 股牛市 14
图 6：2014 年 3 月-2015 年 6 月 A 股牛市中各行业涨跌幅 15
图 7：我国制造业 PMI 及部分分项走势（%） 16
图 8：我国制造业 PMI 及分项 16
图 9：进出口累计同比增速(%) 17
图 10：进出口当月同比增速(%) 17
图 11：CPI 与农产品批发指数同比(%) 18

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 12：PPI 与生产资料价格指数同比(%) 18
图 13：社零及部分分项累计同比增速 19
图 14：社零及部分分项当月同比增速 19
图 15：固定资产投资累计同比(%) 20
图 16：商品房销售额与销售面积累计同比(%) 20
图 17：民间固定资产投资累计完成额及同比(%) 20
图 18：房地产开发资金来源同比(%) 20
图 19：M2、社融、贷款增速（%） 21
图 20：社融及分项数据（亿元） 22
图 21：新增信贷及分项数据（亿元） 22
图 22：全国规模以上工业增加值及分项 23
图 23：美国联邦基金利率（%） 26
图 24：美国 CPI 及核心 CPI 同比 27
图 25：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI（%） 28
图 26：上证综指及 13 日均线（点） 29
图 27：全球主要指数涨跌幅(%) 30
图 28：A 股主要指数涨跌幅(%) 30
图 29：沪深两市月度日均成交金额（亿元） 30
图 30：A 股行业板块月度涨跌幅（%） 31
图 31：上月万得概念板块涨跌幅位居前 10 位（%） 31
图 32：上月万得概念板块涨跌幅位居后 10 位（%） 31
图 33：月度融资余额增减（亿元）及环比增速 32
图 34：资管市场存续规模（亿元） 33
图 35：一级市场股权融资规模（亿元） 33
图 36：申万 A 股市盈率（倍） 34
图 37：申万 300 市盈率（倍） 34
图 38：申万创业板市盈率（倍） 35
图 39：申万创业板市盈率/申万 300 市盈率对比 35
图 40：申万行业市盈率对比 36
图 41：股债相对回报率 37
图 42：A 股市盈率（倍）和 10 年国债收益率倒数对比 37
图 43：主要指数换手率（%） 38
图 44：上交所每月新增开户数量（户） 39

表 1：主要指数换手率变化 38

1. 经济运行总体平稳，稳中有进

1.1. 中央政治局会议释放重磅信号，经济有望企稳回升

【中央政治局会议释放重磅信号，经济有望企稳回升】 中共中央政治局 9 月 26 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

会议认为，今年以来，以习近平同志为核心的党中央团结带领全国各族人民攻坚克难、沉着应对，加大宏观调控力度，着力深化改革开放、扩大国内需求、优化经济结构，经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，民生保障扎实有力，防范化解重点领域风险取得积极进展，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。

会议指出，我国经济的基本面及市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变。同时，**当前经济运行出现一些新的情况和问题**。要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。要抓住重点、主动作为，**有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务**。

会议强调，**要加大财政货币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。**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，支持盘活存量闲置土地。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，推动构建房地产发展新模式。**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。要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。要加大引资稳资力度，抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施，进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境。

会议强调，要守住兜牢民生底线，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。要加强低收入人口救助帮扶。要抓好食品和水电气热等重要物资的保供稳价。要切实抓好粮食和农业生产，关心农民增收，抓好秋冬生产，确保国家粮食安全。

会议要求，各地区各部门要认真贯彻落实党中央决策部署，**干字当头、众志成城，充分激发全社会推动高质量发展的积极性主动性创造性，推动经济持续回升向好**。广大党员、干部要勇于担责、敢于创新，在攻坚克难中长本领、出业绩。**要树好选人用人风向标，认真落实“三**

个区分开来”，为担当者担当、为干事者撑腰。要支持经济大省挑大梁，更好发挥带动和支柱作用。

会议还研究了其他事项。

本次政治局会议召开时点不寻常。一般来讲，以经济工作为主题的政治局会议在 4 月、7 月、10 月和 12 月召开，本次提前召开政治局会议，体现出高层对当前经济形势的重视，以及对促经济、稳增长政策发力的紧迫性。

本次政治局会议释放重磅信号。会议指出，要正视困难，坚定信心，有效落实存量政策，加力推出增量政策。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；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；调整住房限购政策，降低存量房贷利率；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。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。会议要求，干字当头、众志成城，充分激发全社会推动高质量发展的积极性主动性创造性，推动经济持续回升向好；要树好选人用人风向标，认真落实“三个区分开来”，为担当者担当、为干事者撑腰。本次会议对于当前经济运行出现的新情况和问题均提出针对性的方向指引，大幅提振民众信心，后续随着货币政策、财政政策、其他稳增长政策等逐步推进落地，经济有望企稳回升。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1.2. 央行、金融监管总局、证监会同时推出多项重磅政策

【央行、金融监管总局、证监会同时推出多项重磅政策】由于美联储开启降息周期，首次超预期降息 50 个基点，我国央行货币政策空间打开，宽松预期增强，市场流动性增加；伴随美联储降息的推进，外资可能也会部分回流国内资本市场。在此节点上，国务院新闻办公室 9 月 24 日上午举行新闻发布会，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会主要负责人介绍了金融支持经济高质量发展有关情况。多项重磅政策同时推出，进一步支持经济稳增长，助力资本市场企稳回升。

央行表示：

（1）降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行

降低存款准备金率和政策利率。**近期将下调存款准备金率 0.5 个百分点**，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；在今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率 0.25-0.5 个百分点；降低中央银行的政策利率，**即 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。

（2）降低存量房贷利率，统一房贷最低首付比例

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**；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%**；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；将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件**延期到 2026 年底**。

（3）创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展

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。**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。

证监会表示：

（1）推动构建“长钱长投”的政策体系、发布促进并购重组的措施

突出增强资本市场内在稳定性。树立回报投资者的鲜明导向，提高上市公司质量和投资价值。加快投资端改革，推动构建“长钱长投”的政策体系。我们将发布关于推动中长期资金入市的指导意见。我们还将进一步完善政策工具箱，守牢风险底线。

突出服务实体经济回升向好和经济高质量发展。聚焦服务新质生产力等重点领域，用好股票、债券、期货等多种资本市场工具，多措并举活跃并购重组市场，还将发布关于促进并购重组的六条措施。同时努力会同各方面畅通私募股权创投基金“募投管退”各环节循环。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

突出保护中小投资者合法权益。坚决打击财务造假、操纵市场等违法违规行为，同时在代表人诉讼、先行赔付等方面争取落地更多示范性案例。

（2）推动中长期资金入市，重点提出三方面举措

当前资本市场中长期资金总量不足、结构不优、引领作用发挥不够充分等问题依然比较突出，“长钱长投”的制度环境还没有完全形成。

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。打通影响保险资金长期投资的制度障碍，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。完善全国社保基金、基本养老保险资金投资政策制度，鼓励企业年金基金根据持有人不同年龄和风险偏好探索开展不同类型的差异化投资。

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为，塑造中长期资金“愿意来、留得住、发展得好”的良好市场生态。

（3）促进并购重组六条举措

证监会在前一阶段广泛调研、听取各方意见的基础上，研究制定了并购六条，也就是《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用。意见的主要内容包括：

一是大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级。证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购，以及有助于补链强链、提升关键核心技术水平的未盈利资产收购，引导更多的资源要素向新质生产力方向集聚。

二是积极鼓励上市公司加强产业整合。对于上市公司之间的整合需求，将通过**大幅简化审核程序**等方式来给予支持。同时，通过锁定期“反向挂钩”等一些安排，鼓励私募投资基金积极参与并购重组。

三是进一步提高监管包容度。对重组估值、业绩承诺、同业竞争、关联交易等事项，进一步根据实际情况提高包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用。

四是下大力气提升重组市场交易效率。证监会将支持上市公司根据交易安排的具体需要，采用分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资等方式，进一步提高交易灵活性和资金使用效率。同时，**建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。**

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

此外，活跃并购重组市场离不开中介结构的功能发挥。证监会将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。证监会也将依法做好监管工作，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。

金融监管总局表示：

（1）优化“无还本续贷”政策 阶段性扩大到中型企业

2014 年，原银监会发布了小微企业的续贷政策，俗称“36 号文”，明确符合条件的小微企业，贷款到期后仍有融资需求的，可以申请续贷。也就是说，小微企业贷款到期无须偿还本金即可接续融资，该业务也被称为“无还本续贷”。三个方面对续贷政策进一步优化。

一是将续贷对象由原来的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，同时又存在资金困难的小微企业，符合条件的均可申请续贷支持。

二是将续贷政策阶段性扩大到中型企业，期限暂定为三年，也就是对 2027 年 9 月 30 日前到期的中型企业流动资金贷款，都可以参照小微企业的续贷政策。

三是调整风险分类标准，对依法合规、持续经营、信用良好企业的贷款办理续期，不因续贷单独下调风险分类。

（2）对六家大型商业银行增加核心一级资本

为巩固提升大型商业银行稳健经营发展的能力，更好地发挥服务实体经济的主力军作用，经研究，国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本，将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路，有序实施。我们也将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。

（3）扩大试点城市范围至北京等 18 个城市

前期，大型商业银行下设的金融资产投资公司已在上海开展股权投资试点，已经具备扩大试点的条件。一是扩大试点城市的范围。将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。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1.3. A 股近 3 次牛市特征简析

（1）政策+基本面牛市：2005 年 6 月 6 日-2007 年 10 月 16 日

区间涨幅：513%，上证指数从 998.23 点上涨到 6124.04 点

持续时间：575 个交易日

牛市启动及持续的原因：股权分置改革、上市公司基本面强劲。2005 年 5 月，股权分置改革启动展开，开放式基金大量发行，人民币升值预期增强，大量资金流入股市，GDP 增速处于过去 20 年最快的阶段，上市公司盈利普遍高增，基本面强劲，A 股开启历史上最大的一次牛市，上证指数达到历史最高点 6124.04。

牛市结束的原因：美国次贷危机，国内政策收紧。A 股在过度上涨后受到美国经济危机、国内 A 股大小非减持，印花税上调，基金停发等因素影响，开启了历史上最大的一次熊市，在不到一年的时间里，上证指数从最高点 6124.04 点跌到 1665 点。

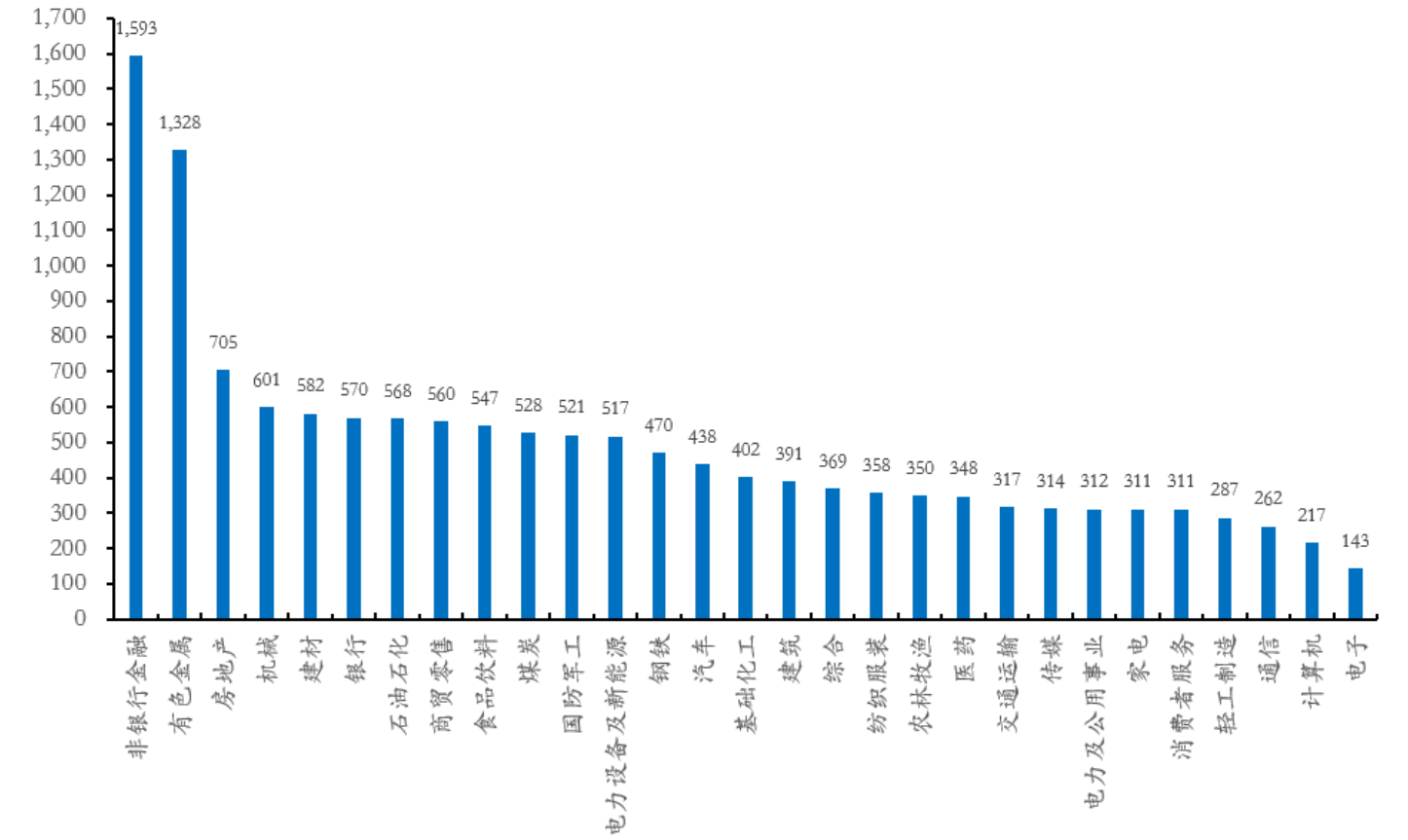
图 1：2005-2007 年 A 股牛市



资料来源：Wind，中原证券研究所

从 2005 年 6 月 6 日-2007 年 10 月 16 日行业涨跌幅情况来看，非银行金融、有色金属、房地产、机械、建材行业涨幅居前，涨幅分别为 1593.5%、1327.8%、705.0%、601.3%、581.9%；消费者服务、轻工制造、通信、计算机、电子行业涨幅居后，涨幅分别为 310.6%、287.3%、262.1%、217.3%、143.2%。

图 2：2005 年 6 月-2007 年 10 月 A 股牛市中各行业涨跌幅



资料来源：Wind，中原证券研究所

（2）政策牛市：2008 年 10 月 28 日-2009 年 8 月 4 日

区间涨幅：108%，上证指数从 1664 点上涨到 3478 点

持续时间：190 个交易日

牛市启动及持续的原因：“4 万亿投资”政策刺激经济。为应对全球性的经济下行，国家投入 4 万亿资金来刺激经济，A 股开启“政策牛市”，随着经济的快速发展，A 股在不到 10 个月的时间里，涨幅高达 108%。

牛市结束的原因：国内政策收紧。2009 年 7 月 27 日为确保银行信贷资金不被挪作他用、真正进入实体经济，银监会发布《固定资产贷款管理暂行办法》，随着宏观政策的逐步收紧，A 股开启了持续时间长达 5 年的熊市，而货币基金、银行理财等品种开始蓬勃发展。

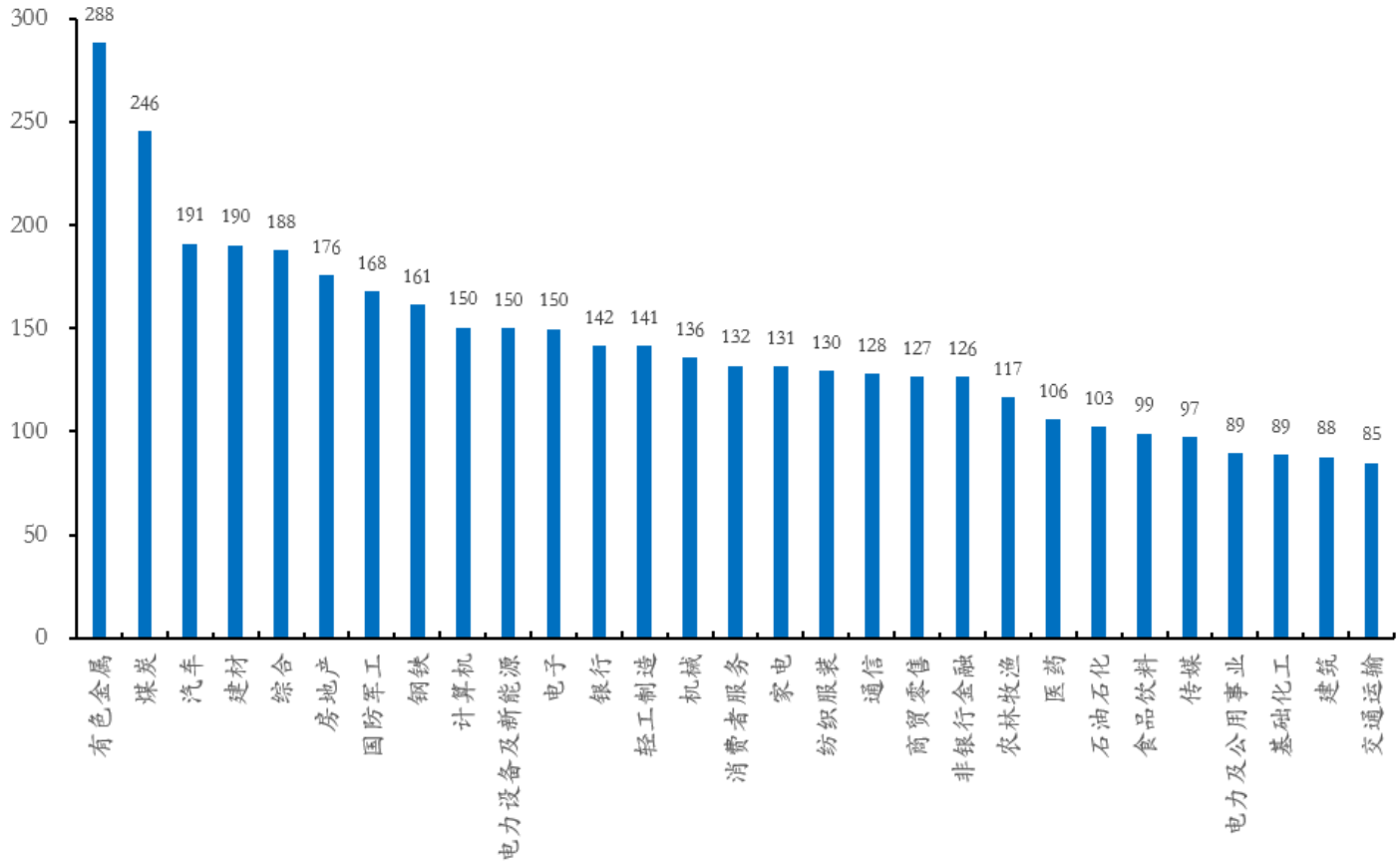
图 3：2008-2009 年 A 股牛市



资料来源：Wind，中原证券研究所

从 2008 年 10 月 28 日-2009 年 8 月 4 日行业涨跌幅情况来看，有色金属、煤炭、汽车、建材、综合行业涨幅居前，涨幅分别为 288.4%、245.6%、191.1%、190.3%、188.0%；传媒、电力及公用事业、基础化工、建筑、交通运输行业涨幅居后，涨幅分别为 97.2%、89.4%、88.9%、87.8%、84.9%。

图 4：2008 年 10 月-2009 年 8 月 A 股牛市中各行业涨跌幅



资料来源：Wind，中原证券研究所

（3）资金牛市：2014 年 3 月 12 日-2015 年 6 月 12 日

区间涨幅：160.7%，上证指数从 1986.07 点上涨到 5178.19 点

持续时间：482 个交易日

牛市启动及持续的原因：降准降息带来的“资金牛市”。银行降准降息，市场流动性充足，大量资金通过场外配资加杠杆的方式进入 A 股，从而推动股市快速上涨，在 2015 年 6 月 12 日到最高的 5178.19 点，而此时上市公司基本面普遍并没有很强。

牛市结束的原因：清理配资，去杠杆。随着 A 股快速上涨，杠杆资金的疯狂引起了监管的关注，为了防范系统性风险，遏制泡沫越吹越大，监管开始对场外配资展开整顿清理行动。6 月 13 日，A 股开启暴跌模式，上证指数在两个月内大跌 45%，千股跌停的现象多次出现，最后各路资金开始入场救市，上证指数跌到 3000 点附近才开始逐步企稳。

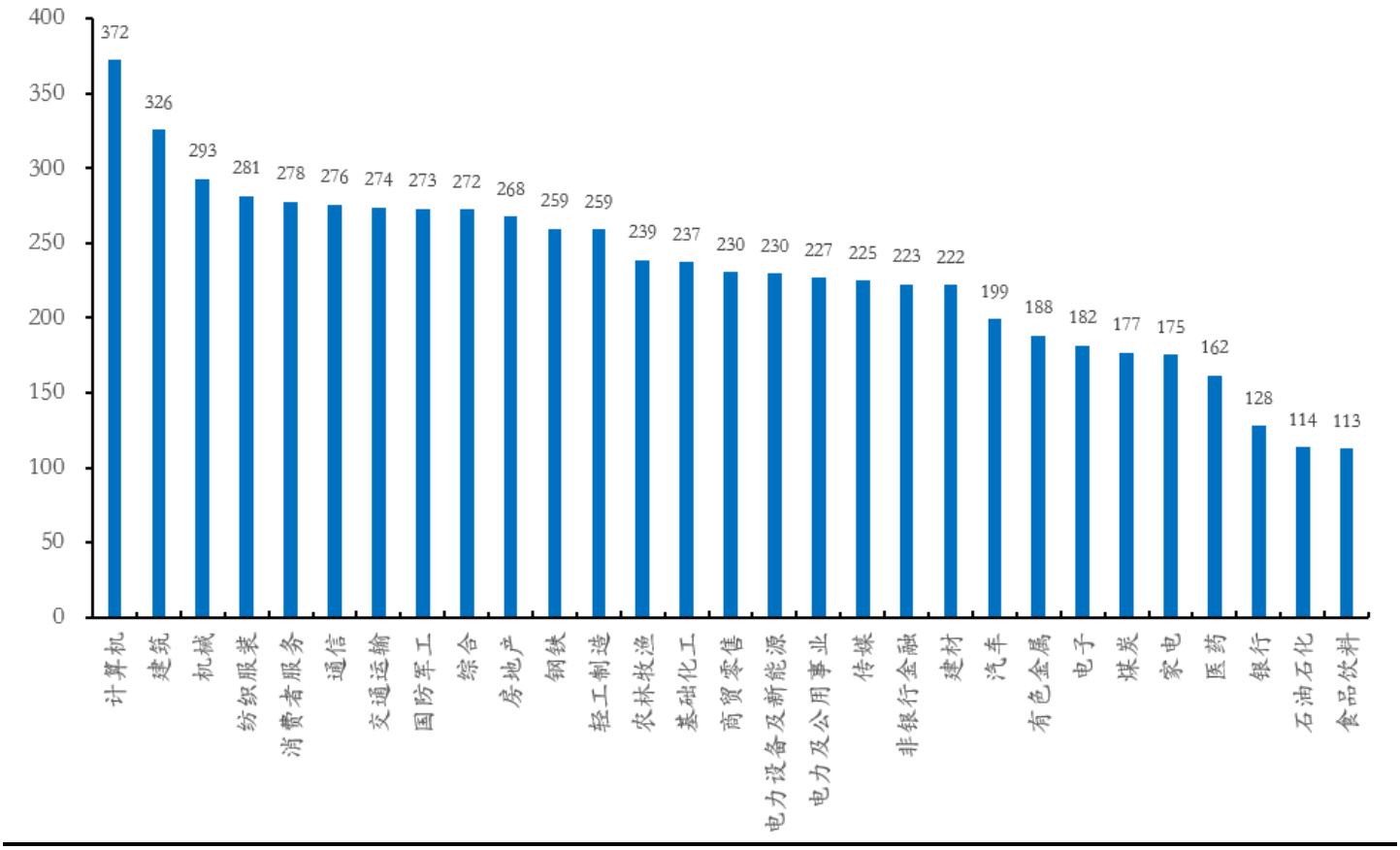
图 5：2014-2015 年 A 股牛市



资料来源：Wind，中原证券研究所

从 2014 年 3 月 12 日-2015 年 6 月 12 日行业涨跌幅情况来看，计算机、建筑、机械、纺织服装、消费者服务行业涨幅居前，涨幅分别为 372.3%、325.9%、293.0%、281.5%、277.7%；家电、医药、银行、石油石化、食品饮料行业涨幅居后，涨幅分别为 175.2%、161.6%、127.6%、113.5%、112.9%。

图 6：2014 年 3 月-2015 年 6 月 A 股牛市中各行业涨跌幅



资料来源：Wind，中原证券研究所

从 A 股历史近 3 次牛市中我们可以看到

1、牛短熊长：A 股近期 3 次牛市，最长维持的时间为 575 个交易日，最短的为 190 个交易日，而熊市周期时间比牛市周期时间长。

2、每一次牛市启动都是有重大利好政策：近期 3 次牛市每次启动之前都有重大利好政策出台刺激股市上涨，当牛市来临后，市场资金会快速推动指数上涨。

3、熊市开启原因基本相似：熊市的原因一般为股市上涨过多严重脱离基本面、宏观政策开始收紧。由于 A 股每次牛市都是开始后快速上涨，市场估值上升太快，泡沫变大，导致政策开始收紧，然后股市开始下跌。

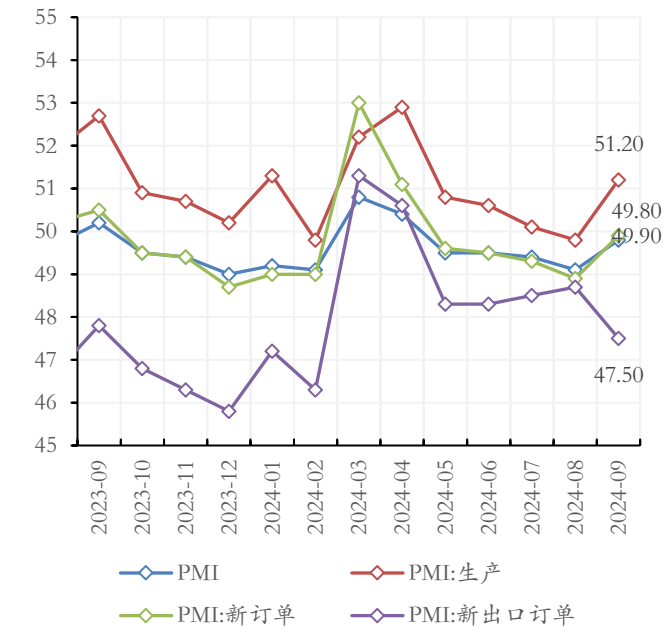
9 月 23 日到 9 月 30 日，A 股持续走强，具备和过往牛市相似的基本条件：市场低位，重大利好政策支持。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1.4. 9 月制造业 PMI 有所回升

【9 月制造业 PMI 有所回升】9 月我国官方制造业采购经理指数（PMI）为 49.8%，较上月上升 0.7 个百分点。制造业 PMI 连续五个月处于收缩区间。从企业规模分项看，大型企业 PMI 为 50.6%，较上月上升 0.2 个百分点；中、小型企业 PMI 分别为 49.2%和 48.5%，分别较上月上升 0.5 和 2.1 个百分点，中小企业经营压力有所改善。从生产端分项来看，PMI 生产分项为 51.2%，较上月上升 1.4 个百分点，连续四个月下滑后首次回升，重回荣枯线之上。需求端来看，PMI 新订单分项为 49.9%，较上月上升 1.0 个百分点，制造业市场需求有所回升；PMI 新出口订单分项为 47.50%，较上月回落 1.2 个百分点，出口量情况走弱，但出口价格指数为 93.70，连续两个月回落后首次回升，出口价减情况有所改善。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 45.10%和 44.00%，分别较上月上升 1.9 和 2.0 个百分点。受到以旧换新政策等因素影响，9 月 PMI 供需两端有所改善，但整体需求仍有待提振，出口情况有待继续观察，随着国内宏观调控预期增强以及促增长政策的持续推进，经济有望逐步企稳回升。

图 7：我国制造业 PMI 及部分分项走势（%）



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 8：我国制造业 PMI 及分项

	2024-09	2024-08	环比
中国制造业PMI	49.80	49.10	0.7
PMI:生产	51.20	49.80	1.4
PMI:新订单	49.90	48.90	1.0
PMI:新出口订单	47.50	48.70	-1.2
PMI:在手订单	44.00	44.70	-0.7
PMI:产成品库存	48.40	48.50	-0.1
PMI:采购量	47.60	47.80	-0.2
PMI:进口	46.10	46.80	-0.7
PMI:出厂价格	44.00	42.00	2.0
PMI:主要原材料购进价格	45.10	43.20	1.9
PMI:原材料库存	47.70	47.60	0.1
PMI:从业人员	48.20	48.10	0.1
PMI:供货商配送时间	49.50	49.60	-0.1
PMI:生产经营活动预期	52.00	52.00	-
PMI:大型企业	50.60	50.40	0.2
PMI:中型企业	49.20	48.70	0.5
PMI:小型企业	48.50	46.40	2.1

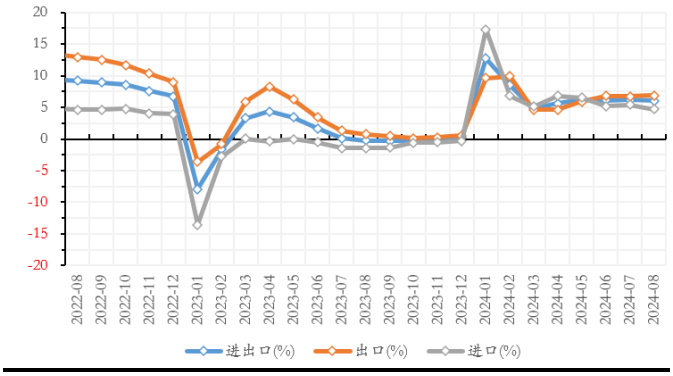
资料来源：Wind，中原证券研究所

1.5. 出口同比增速保持较高增长，进口有所回落

【出口同比增速保持较高增长，进口有所回落】以人民币计，2024 年 1-8 月，我国进出口总值 28.58 万亿元人民币，同比增长 6.0%；其中，出口 16.45 万亿元，增长 6.9%；进口 12.13 万亿元，增长 4.7%；贸易顺差 4.32 万亿元，扩大 13.6%。8 月中国进出口总值 3.75 万亿元，同比增长 4.8%；出口 2.20 万亿元，同比增长 8.4%；进口 1.55 万亿元，同比增长 0.0%；贸易顺差 6493.4 亿元。以美元计，2024 年 1-8 月，我国进出口总值 4.02 万亿美元，增长 3.7%。出口 2.31 万亿美元，增长 4.6%；进口 1.71 万亿美元，增长 2.5%；贸易顺差 6084.9 亿美元，扩大 11.2%。8 月我国当月进出口总值 5262.7 亿美元，同比增长 5.2%；出口 3086.5 亿美元，同比增长 8.7%；进口 2176.3 亿美元，同比增长 0.5%；贸易顺差 910.2 亿美元。以人民币计，1-8 月我国对主要贸易伙伴东盟、欧盟、美国、韩国出口额增速分别为 10.0%、1.1%、4.4%、8.0%。结合 8 月我国 PMI 数据来看，PMI 新出口订单分项为 48.70%，较上月回升 0.2 个百分点，出口量情况小幅改善，但出口价格指数为 93.10，连续两个月回落，一定程度上表明出口量升价减。此外，近期美国非农就业数据、制造业 PMI 等数据均超预期回落，衰退预期有所增强，或对我国出口造成一定扰动。东盟经济景气度较高，对我国出口形成支撑。虽然部分国家的贸易壁垒政策存在不确定性、美国经济衰退预期增强等因素对我国进出口造成一定扰动，但我国产品竞争力强，进出口或继续保持增长。

图 9：进出口累计同比增速(%)

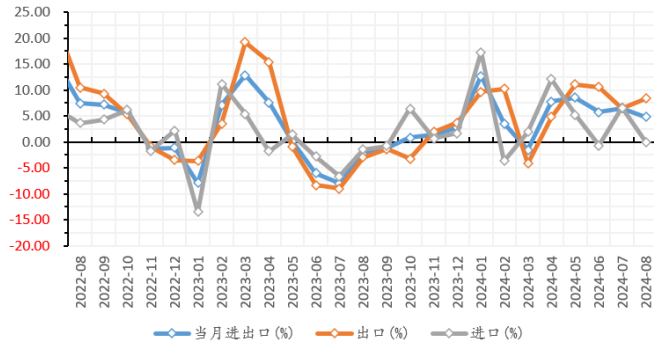
人民币累计同比	2024-08	2024-07	环比
进出口(%)	6.00	6.20	-0.2
出口(%)	6.90	6.70	0.2
进口(%)	4.70	5.40	-0.7



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 10：进出口当月同比增速(%)

当月值	2024-08	2024-07	环比
进出口(%)	4.80	6.50	-1.7
出口(%)	8.40	6.50	1.9
进口(%)	0.00	6.60	-6.6

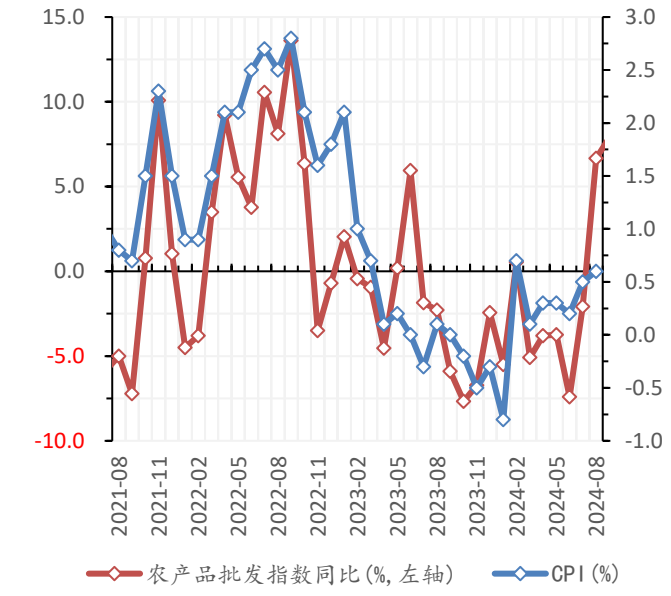


资料来源：Wind，中原证券研究所

1.6. CPI 继续回升，PPI 有所回落

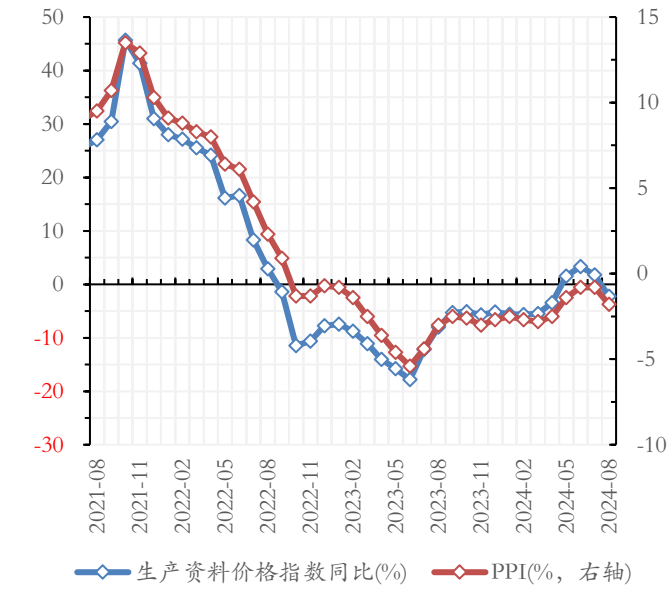
【CPI 继续回升，PPI 有所回落】2024 年 8 月我国 CPI 同比增长 0.6%，预期值为 0.7%，前值为 0.5%；CPI 环比增长 0.4%，前值为 0.5%。从分项数据来看，鲜菜、鲜果、蛋类分项分别环比增长 18.1%、3.8%和 2.8%，主要原因为部分地区高温、强降雨导致供给端偏紧；猪肉分项环比增长 7.3%，主要原因为供给端偏紧及看涨预期偏强，较前值 2.0%大幅增长。8 月 PPI 同比增长-1.8%，预期值为-1.4%，前值为-0.8%；PPI 环比增长-0.7%，前值为-0.2%。从分项数据来看，上游煤炭、石油和天然气、黑色金属采选环比分别增长-1.2%、-4.3%、-2.0%，为采矿分项主要拖累项，主要原因为需求偏弱。中游原材料价格大多环比走弱，黑色金属加工、化学原料制造、有色金属加工、非金属矿制品、石油及煤炭、金属制品、橡胶和塑料制品分项环比分别为-2.0%、-0.9%、-0.2、-0.3%、-0.7%、-4.4%、-2.3%，主要原因为地产产业链依旧偏弱。中下游制造类分项大多环比持平或走弱。随着促消费政策力度加大，内需进一步稳固，CPI 有望温和抬升。随着宏观政策持续落地推进，建材、化工等产品价格有望逐步回升；随着经济逐步稳中向好，PPI 有望逐步企稳回升。

图 11：CPI 与农产品批发指数同比(%)



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 12：PPI 与生产资料价格指数同比(%)

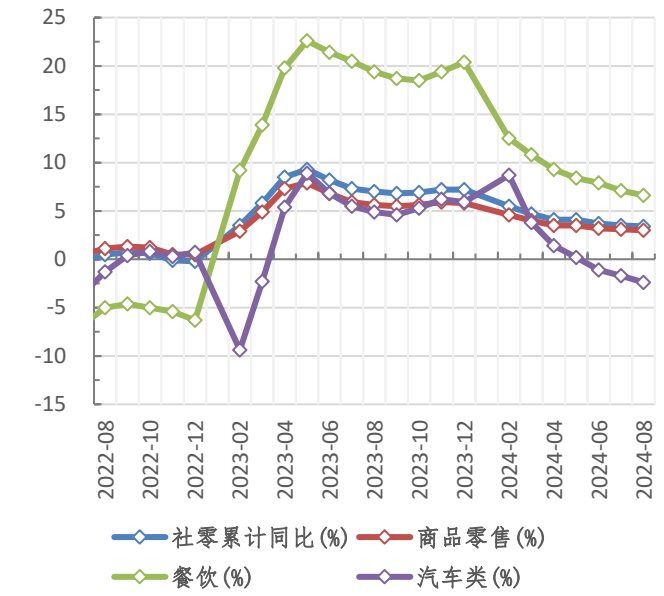


资料来源：Wind，中原证券研究所

1.7. 社会消费品零售总额同比增长，环比回落

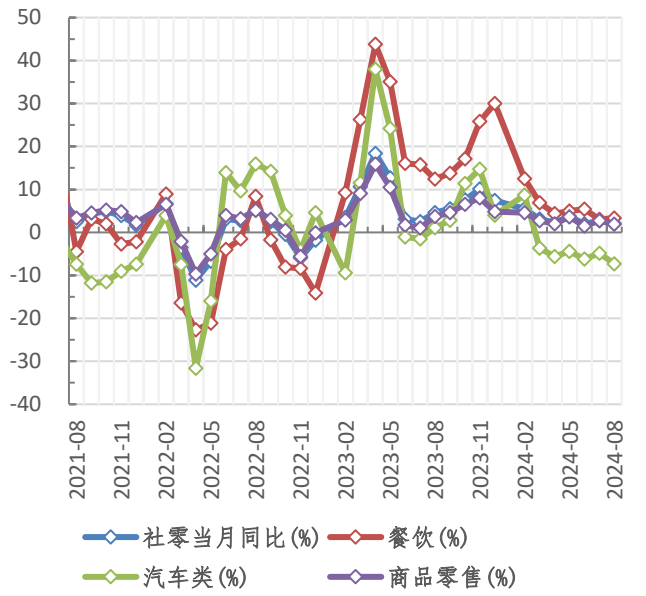
【社会消费品零售总额同比增长，环比回落】8 月份，社会消费品零售总额 38726 亿元，同比增长 2.1%，预期为 2.7%，前值为 2.7%；环比下降 0.01%。家电和音像器材类、通讯器材类分项表现较好，分别同比增长 3.4%、14.8%，分别较上月增长 5.8%、2.1%。汽车类分项同比增长-7.3%，较上月回落 2.4%，表现较弱。非必选消费类表现较弱，化妆品类、金银珠宝类分项分别同比增长-6.10%、-12.0%。建材类分项同比增长-6.7%，主要为地产产业链依旧偏弱。随着加快推动消费品以旧换新等促消费政策落实落细，消费市场热度有望逐步企稳回升。

图 13：社零及部分分项累计同比增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 14：社零及部分分项当月同比增速



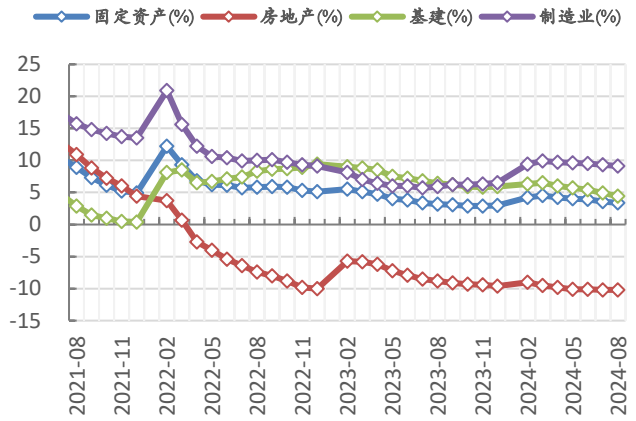
资料来源：Wind，中原证券研究所

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1.8. 基建、制造业投资同比保持增长，房地产投资相对偏弱

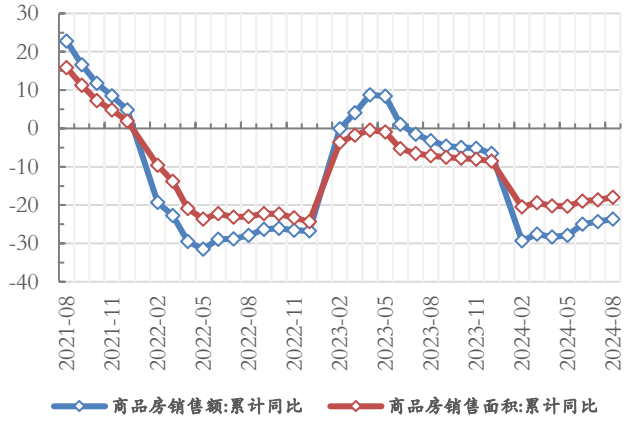
【基建、制造业投资同比保持增长，房地产投资相对偏弱】1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）329385 亿元，同比增长 3.4%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 7.7%。分领域看，基础设施投资同比增长 4.4%，制造业投资增长 9.1%，房地产开发投资下降 10.2%。70 个大中城市中，一、二、三线城市二手住宅价格指数同比分别下降 9.4%、8.6%、8.5%，同比降幅略有扩大。分产业看，第一产业投资同比增长 2.9%，第二产业投资增长 12.1%，第三产业投资下降 0.8%。民间投资同比下降 0.2%；扣除房地产开发投资，民间投资增长 6.3%。高技术产业投资同比增长 10.2%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 9.6%、11.7%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长 34.4%、10.0%；高技术服务业中，专业技术服务业、电子商务服务业投资分别增长 27.7%、16.8%。固定资产投资主要依赖制造业和基建投资，但本月狭义基建投资增速回落较明显，随着超长期限特别国债和地方政府专项债券发行使用进度加快，有助于拉动基建投资持续的增长。房地产投资相对偏弱，在地产政策组合拳的推动下，房地产投资有望逐步企稳。

图 15：固定资产投资累计同比(%)



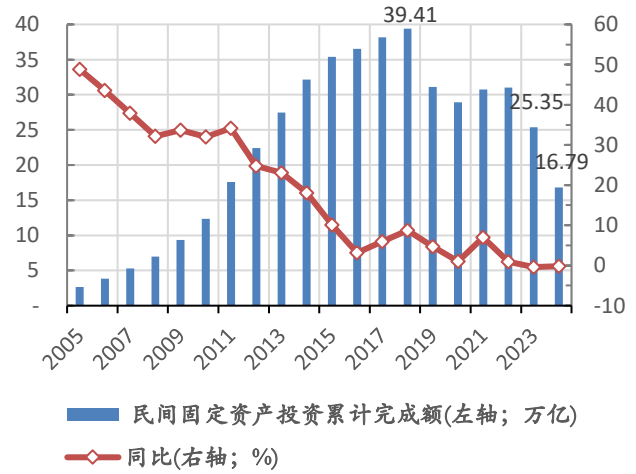
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 16：商品房销售额与销售面积累计同比(%)



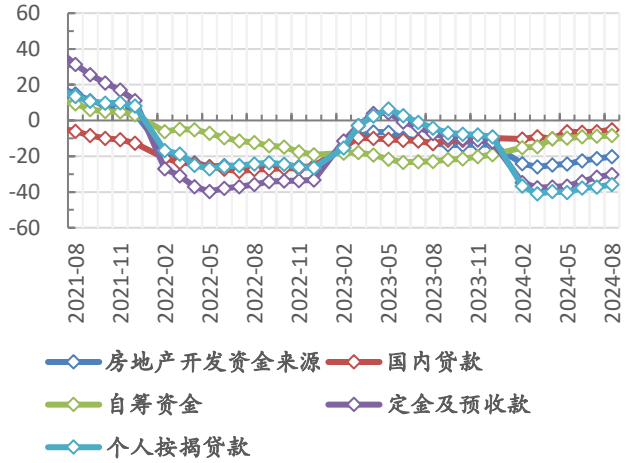
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 17：民间固定资产投资累计完成额及同比(%)



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 18：房地产开发资金来源同比(%)

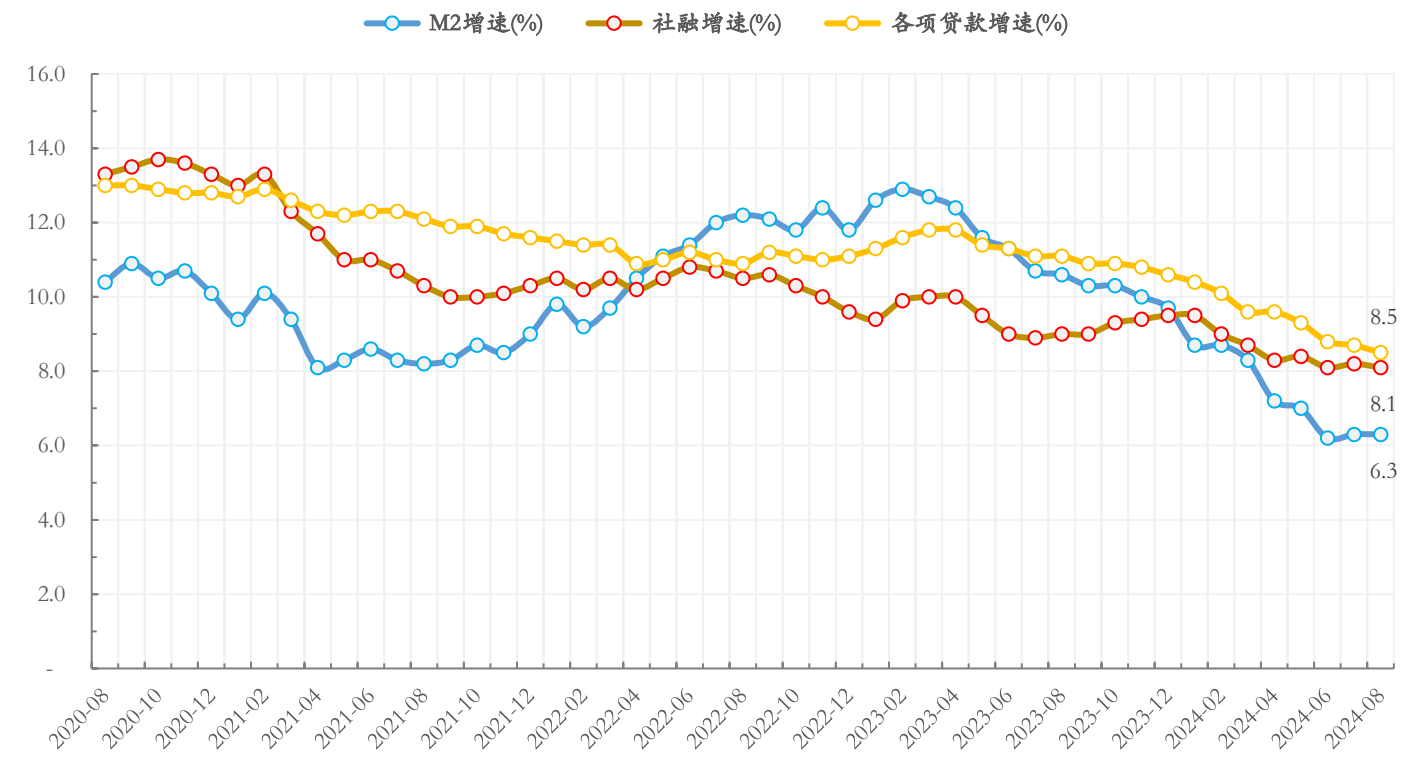


资料来源：Wind，中原证券研究所

1.9. 社融同比增长，政府债券与企业债为主要支撑

【社融同比增长，政府债券与企业债为主要支撑】央行数据显示，8 月 M2 余额 305.05 万亿元，同比增长 6.3%；M1 余额 63.02 万亿元，同比下降 7.3%；M0 余额 11.95 万亿元，同比增长 12.2%。2024 年 1-8 月净投放现金 6028 亿元。2024 年 8 月末社会融资规模存量为 398.56 万亿元，同比增长 8.1%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 248.89 万亿元，同比增长 8.1%。2024 年前 8 个月社会融资规模增量累计为 21.9 万亿元，比上年同期少 3.32 万亿元。8 月社融存量同比增长主要为去年同期低基数，政府债与企业债为主要支撑。8 月政府债融资为 16177 亿元，同比增长 4418 亿元，政府债发行明显加快。企业和居民融资需求偏弱，居民和企业短期贷款分别新增 716 亿元和-1900 亿元，分别同比减少 1604 亿元和 1499 亿元；居民中长期贷款增加 1200 亿元，同比减少 402 亿元；企业中长期贷款增加 4900 亿元，同比下降 1544 亿元，企业未来投资意愿偏弱。从央行表态来看，目前总量上有望加大逆周期调节力度，降准仍有空间，四季度由于 MLF 将有约 3.7 万亿到期，流动性压力较大，四季度降准概率较大；在目前银行息差偏低的情况下，央行对降息态度偏谨慎，降息尚待观察。

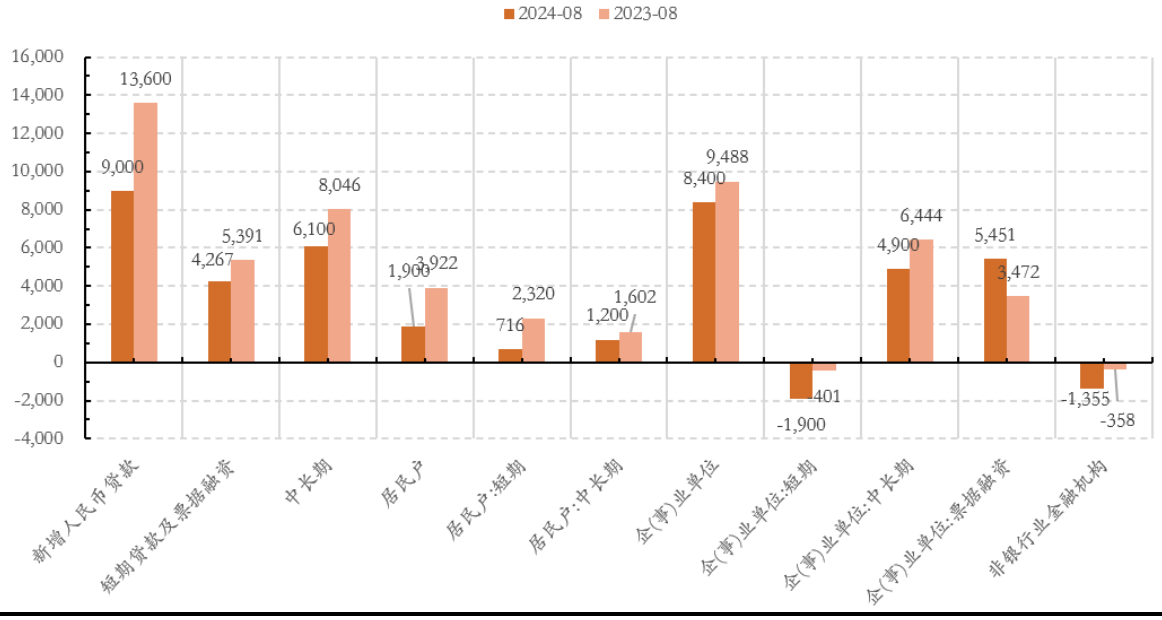
图 19：M2、社融、贷款增速（%）



资料来源：Wind，中原证券

图 20：社融及分项数据（亿元）

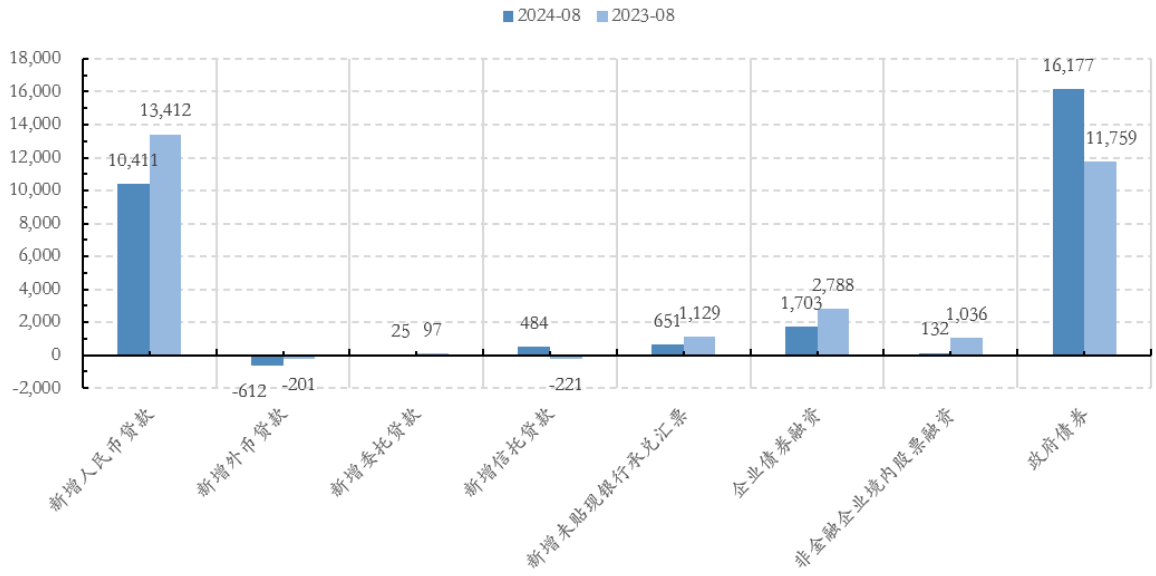
	新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	中长期	居民户	居民户：短期	居民户：中长期	企(事)业单位	企(事)业单位：短期	企(事)业单位：中长期	企(事)业单位：票据融资	非银行业金融机构
2024-08	9,000	4,267	6,100	1,900	716	1,200	8,400	-1,900	4,900	5,451	-1,355
2023-08	13,600	5,391	8,046	3,922	2,320	1,602	9,488	-401	6,444	3,472	-358
同比(亿元)	-4,600	-1,124	-1,946	-2,022	-1,604	-402	-1,088	-1,499	-1,544	1,979	-997



资料来源：Wind，中原证券

图 21：新增信贷及分项数据（亿元）

	新增人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销	**社会融资规模：当月值**
2024-08	10,411	-612	25	484	651	1,703	132	16,177	-466	758	**30,311**
2023-08	13,412	-201	97	-221	1,129	2,788	1,036	11,759	-135	596	**31,279**
同比(亿元)	-3,001	-411	-72	705	-478	-1,085	-904	4,418	-331	162	-968

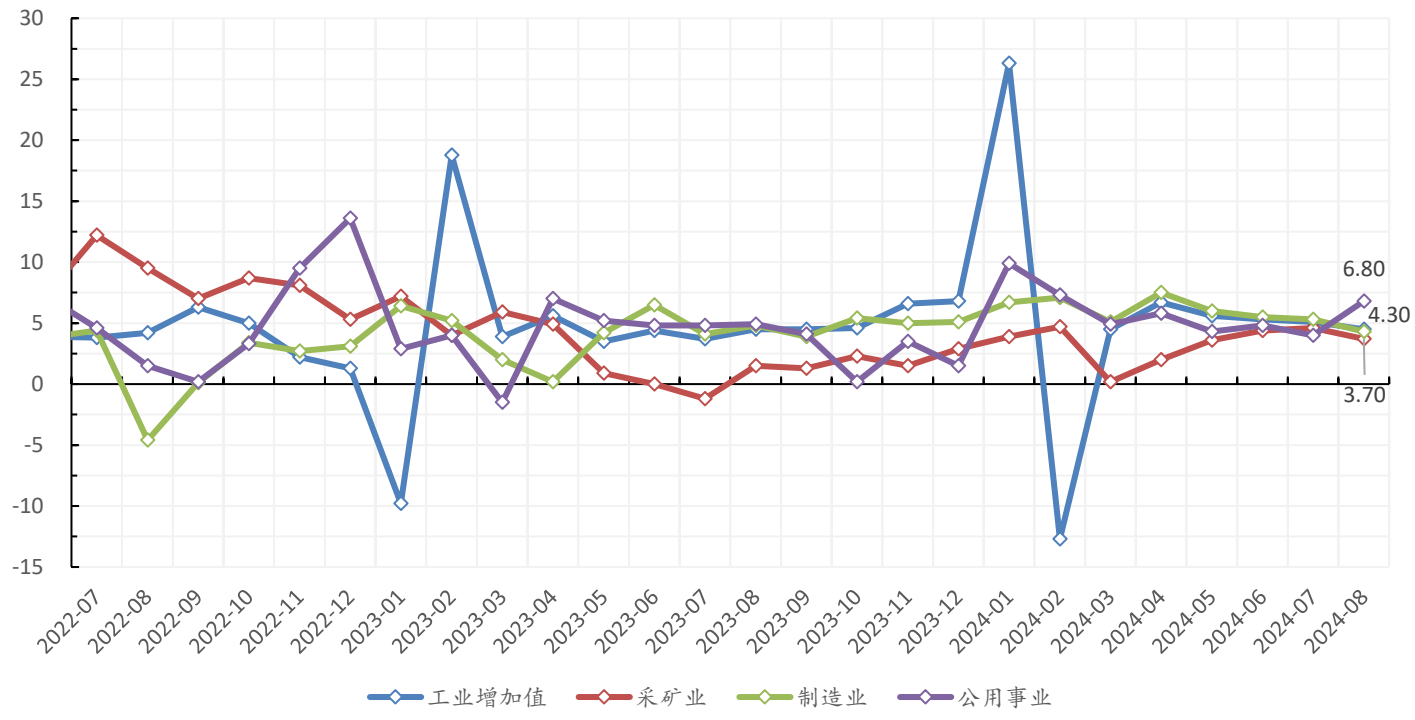


资料来源：Wind，中原证券

1.10. 工业生产保持增长

【工业生产保持增长】8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%；环比增长 0.32%，剔除季节性因素之后，规模以上工业增加值环比增长 0.32%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 3.7%，制造业增长 4.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.8%。超八成行业和地区、近六成产品实现增长。装备制造业增加值同比增长 6.4%，高技术制造业增加值增长 8.6%，分别快于全部规模以上工业增加值 1.9 和 4.1 个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 3.6%；股份制企业增长 5.0%，外商及港澳台投资企业增长 2.8%；私营企业增长 4.5%。分产品看，新能源汽车、服务机器人、集成电路产品产量同比分别增长 30.5%、20.1%、17.8%。1-8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%。8 月份，制造业采购经理指数为 49.1%，企业生产经营活动预期指数为 52.0%。稳增长政策对工业经济增长支撑力继续加大，8 月份工业生产保持增长，但也要看到，市场需求不足、外部环境复杂、企业盈利水平较低等困难仍然存在，随着稳增长政策落实落细，工业经济有望实现质的有效提升和量的合理增长。

图 22：全国规模以上工业增加值及分项



资料来源：Wind，中原证券研究所

1.11. 多措并举，促进经济稳步回升

【国家主席习近平在中非合作论坛北京峰会开幕式上表示，未来 3 年，中方愿同非方开展中非携手推进现代化十大伙伴行动】中方愿主动单方面扩大市场开放，决定给予包括 33 个非洲国家在内的所有同中国建交的最不发达国家 100%税目产品零关税待遇。中方愿在非洲实施 30 个基础设施联通项目，携手推进高质量共建“一带一路”。中国政府愿提供 3600 亿元人民币额度的资金支持，包括提供 2100 亿元人民币信贷资金额度和 800 亿元人民币各类援助、推动中国企业对非投资不少于 700 亿元人民币。（新华社）

【中央金融办、证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》】中央金融办、证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，主要举措包括三个方面：**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**。《指导意见》提出，丰富公募基金可投资产类别，建立 ETF 指数基金快速审批通道。建立健全商业保险资金、各类养老金等中长期资金的三年以上长周期考核机制。打通影响保险资金长期投资的制度障碍，丰富商业保险资金长期投资模式。完善全国社保基金、基本养老保险基金投资政策制度，支持具备条件的用人单位放开企业年金个人投资选择，鼓励企业年金基金管理人探索开展差异化投资。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场。（证券时报）

【证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》】证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》提出，支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组。通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募投资基金积极参与并购重组。建立重组股份对价分期支付机制，试点配套募集资金储架发行制度。建立重组简易审核程序，通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式支持上市公司间整合。证监会和交易所修订《上市公司重大资产重组管理办法》等规则，同步公开征求意见。（证监会）

【证监会召开党委（扩大）会议强调，要扭住改善资金供给这个关键，大力发展权益类公募基金】证监会召开党委（扩大）会议强调，要扭住改善资金供给这个关键，大力发展权益类公募基金。要分类施策打通各类中长期资金加大入市力度的堵点，加快完善“长钱长投”的政策体系。抓紧出台上市公司市值管理指引。要强化跨部委协同，积极配合推进证券基金保险公司互换便利、股票回购增持专项再贷款等相关货币政策工具落地。在投资端、资产端、中小投资者保护等方面进一步谋划并适时推出更多务实管用的政策措施。（证监会）

【支持“两新”工作的 3000 亿元国债资金已全面下达】国家发改委、央行、财政部就“两新”工作情况介绍，支持“两新”工作的 3000 亿元国债资金已全面下达；目前推送的设备更新项目已基本实现融资对接和尽调的“全覆盖”，累计签约贷款金额 2300 亿元，财政部安排设备更新贷款贴息资金 200 亿元。（国家发改委、央行、财政部）

【财政部、国家税务总局发布《关于企业改制重组及事业单位改制有关印花税政策的公告》】财政部、国家税务总局发布《关于企业改制重组及事业单位改制有关印花税政策的公告》，自

2024 年 10 月 1 日起执行至 2027 年 12 月 31 日。《公告》中提到了多种免税情况，对经国务院批准实施的重组项目中发生的债权转股权,债务人因债务转为资本而增加的实收资本(股本)、资本公积合计金额，免征印花税；对企业改制、合并、分立、破产清算以及事业单位改制书立的产权转移书据，免征印花税；对同一投资主体内部划转土地使用权、房屋等建筑物和构筑物所有权、股权书立的产权转移书据，免征印花税。(财政部、国家税务总局)

【时隔 10 年国务院再出保险业改革发展顶层设计】国务院印发《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》提出，依法从严审批新设保险机构；推动保险销售人员分级分类管理；加强产品适当性监管；大力发展商业保险年金；加大战略性新兴产业、先进制造业、新型基础设施等领域投资力度；以新能源汽车商业保险为重点，深化车险综合改革；支持合格境外机构投资入股境内保险机构。意见还首次提出发展浮动收益型的保险。(国务院)

【十四届全国人大常委会第十一次会议在京举行】会议审议了国务院关于提请审议关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定草案的议案。专家表示，延迟退休是为了积极应对人口老龄化推出的重大改革，有助于我国人力资源的充分利用。据预测，2035 年左右，我国 60 岁及以上老年人将突破 4 亿，占比超过 30%，进入重度老龄化阶段。到 2050 年前后，我国老年人口规模和比重将达到峰值。(中国政府网)

【证券业有史以来首次官方集中展示保代撤否情况】中证协官网公布保荐代表人分类名单 A（综合执业信息）撤否信息，共有 8720 名保代的撤否信息可以查阅。这也是证券业有史以来首次官方集中展示保代撤否情况。其中，1589 名保代没有撤否项目，1039 名撤否率为 100%，499 名撤否率为 50%，5128 名保代没有项目因此未披露撤否比率。(腾讯新闻)

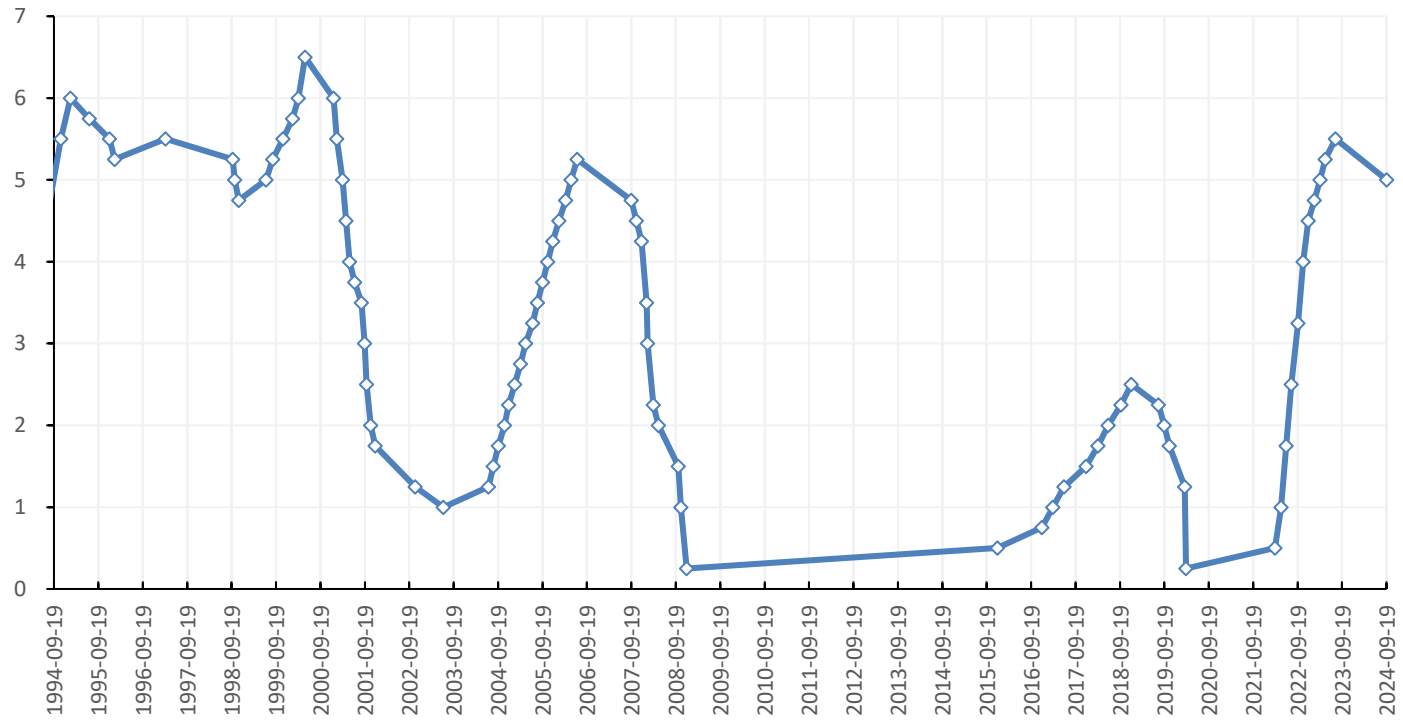
【银行理财市场规模突破 30 万亿元】截至 8 月末，银行理财市场存续规模约为 30.06 万亿元，环比增长 0.37%，日均存续规模达 30.28 万亿元，环比增长 1.33%。这是资管新规后，银行理财规模再度站上 30 万亿元大关。(中国基金报)

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1.12. 美联储 9 月超预期降息 50 个基点

【美联储 9 月超预期降息 50 个基点】2024 年 9 月 19 日，美联储将联邦基金利率下调 50 个基点至 4.75%~5.00%，降息幅度超出市场预期。这是美联储四年来首次降息。政策声明显示，通胀虽已向 2%目标取得进一步进展，但仍处于“略高”水平，就业和通胀目标面临的风险处于平衡状态。此外，点阵图显示，美联储预计今年还会降息 50 基点。在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储的经济预测摘要中没有任何内容表明其急于完成降息，数据将推动货币政策选择，降息将根据需要加快、放慢或暂停；美联储没有处于任何预设模式，将继续逐次会议地做决定；所有人都不应当认为降息 50 个基点是新速度。虽然美联储降息周期开启，首次超预期降息 50 个基点，但鲍威尔表态偏鹰，后续降息力度有待观察。利率决议后，美股和黄金冲高回落并最终小幅收跌，美债收益率先抑后扬、美元跌幅收窄。美联储下调 2024 年美国 GDP 增长预期至 2.0%，下调美国 2024 年核心 PCE 通胀预期至 2.6%，上调 2024 年美国失业率预期至 4.4%。美联储点阵图显示，2024 年至 2026 年联邦基金利率预期中值分别为 4.4%、3.4%、2.9%。

图 23：美国联邦基金利率（%）

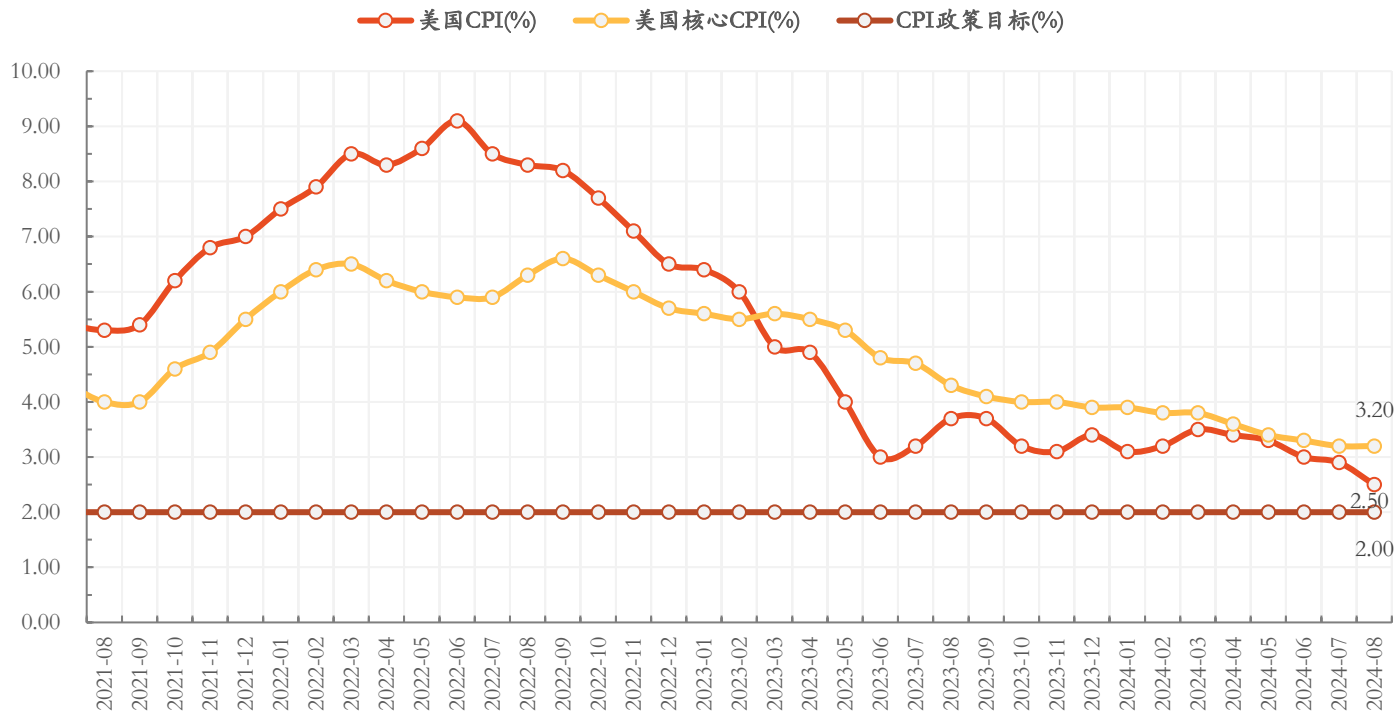


资料来源：Wind，中原证券研究所

1.13. 美国通胀数据粘性超预期

【美国通胀数据粘性超预期】美国 8 月 CPI 同比上涨 2.5%，较前值 2.9%明显下降，为连续第五个月放缓，并创 2021 年 2 月以来最低水平，环比上涨 0.2%，持平预期和前值。核心 CPI 同比上涨 3.2%，较前值持平，此前已经连续四个月放缓，环比上涨 0.3%，略高于预期和前值的 0.2%，为四个月来最大涨幅。美国 8 月 PPI 同比上涨 1.7%，创 2 月以来最低，前值从 2.2%下修至 2.1%；环比则上涨 0.2%,高于预期 0.1%。8 月核心 PPI 同比增 2.4%，高于前值 2.3%；环比增 0.3%，高于预期 0.2%。核心通胀的粘性超出市场预期。

图 24：美国 CPI 及核心 CPI 同比

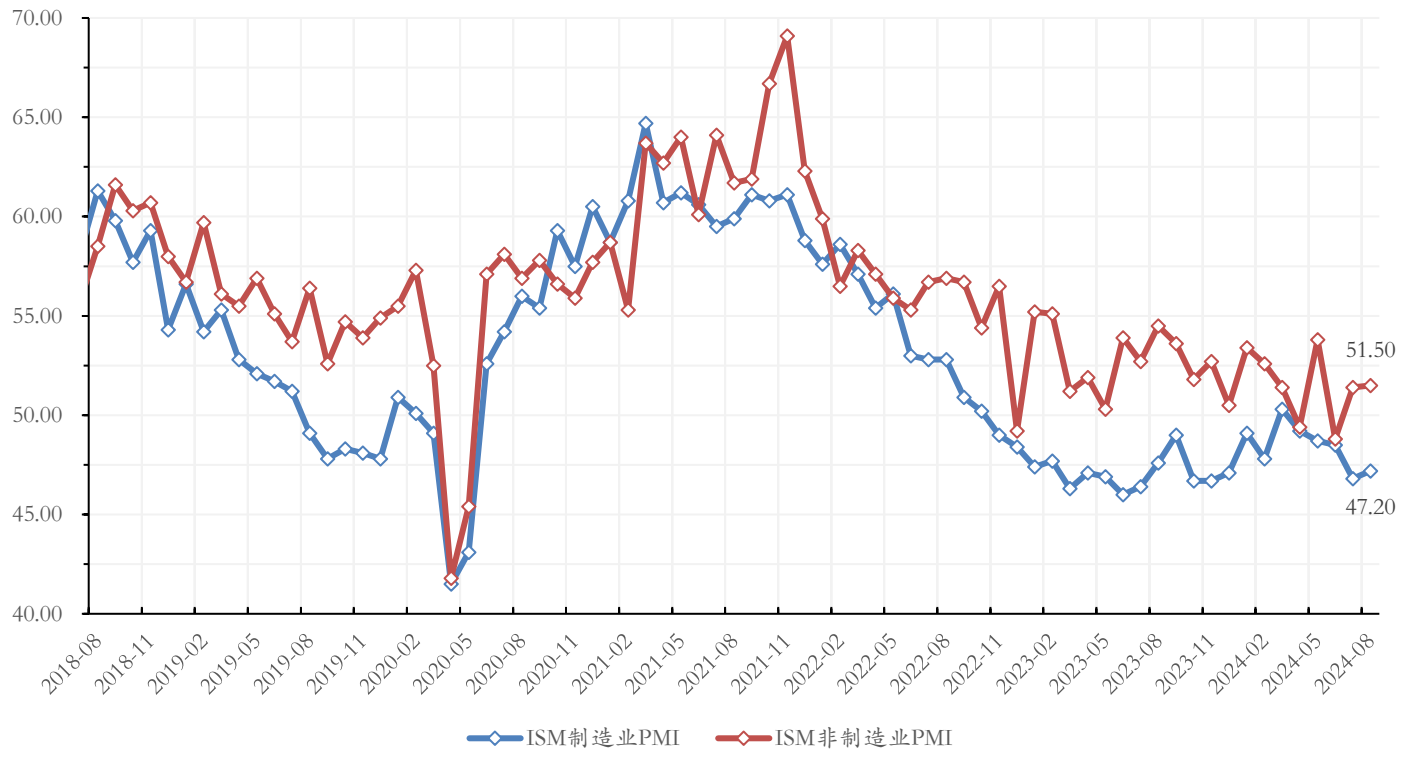


资料来源：Wind，中原证券研究所

1.1. 美国 8 月 ISM 制造业 PMI、非农就业数据均不及预期

【美国 8 月 ISM 制造业 PMI、非农就业数据均不及预期】美国 8 月 ISM 制造业 PMI 为 47.2，预期 47.5，前值 46.8；8 月 ISM 非制造业 PMI 为 51.5，预期 51.1，前值 51.4。美国上周初请失业金人数 22.7 万，预期 23 万人，前值从 23.1 万人修正为 23.2 万人。美国 8 月 ADP 就业人数增 9.9 万人，预期增 14.5 万人，前值从增 12.2 万人修正为增 11.1 万人。美联储褐皮书显示，经济活动在三个地区略有增长，而报告经济活动持平或下降的地区数量从上个时期的五个增加至当前时期的九个。美国 8 月季调后非农就业人数增加 14.2 万人，预期 16 万人，6 月和 7 月新增就业人数合计较修正前低 8.6 万人。8 月失业率录得 4.2%，符合市场预期，创今年 6 月来新低，为连续四个月上升以来首次下降。数据公布后，萨姆规则最新指标升至 0.57%，继续触发 0.5%的临界值。

图 25：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI（%）

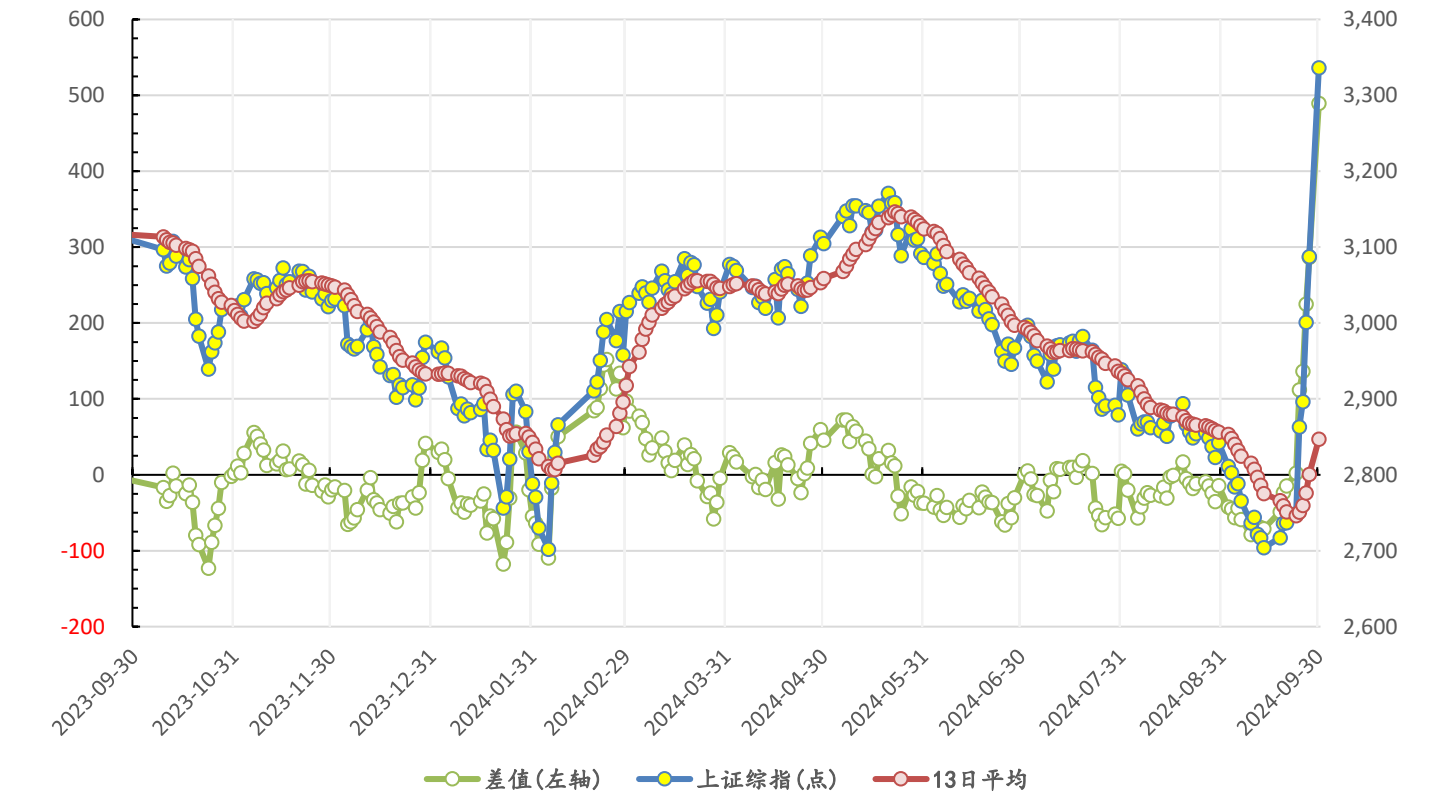


资料来源：Wind，中原证券研究所

1.2. 策略建议：政策牛市启动，市场有望全面反弹

【政策牛市启动，市场有望全面反弹】中央政治局会议释放重磅信号，后续推出一系列财政措施和其他支持性政策预期显著增强。央行、金融监管总局、证监会同时推出多项重磅政策，经济有望企稳回升。美国非农就业数据超预期，经济仍具一定韧性，11 月降息 25 个基点概率增强。随着国内宏观调控、促增长政策持续落地推进，市场有望全面反弹，建议关注芯片、医药、非银金融、消费、新能源汽车、有色等板块。

图 26：上证综指及 13 日均线（点）



资料来源：Wind，中原证券研究所

2. 市场回顾

2.1. 指数涨跌

9 月，全球主要指数涨跌不一，道指上涨 1.85%，纳指上涨 2.68%，法国指数下跌 2.00%，恒指上涨 2.43%。

国内指数普遍大涨，上证指数上涨 17.39%，深证成指上涨 26.13%，创业板上涨 37.62%，科创 50 上涨 25.67%。

9 月，沪深两市日均成交额 7,932 亿元，较上月环比+33.5%，成交额大幅提升。

图 27：全球主要指数涨跌幅(%)

2024/9/30	周涨跌	月涨跌	2024年涨跌
道琼斯工业指数	0.04	1.85	12.31
纳斯达克指数	0.38	2.68	21.17
标普500	0.42	2.02	20.81
英国富时100	-1.01	-1.67	6.51
法国CAC40	-2.00	0.06	1.23
德国DAX	-0.76	2.21	15.36
日经225	-4.80	-1.88	13.31
韩国综合指数	-2.13	-3.03	-2.34
恒生指数	2.43	17.48	23.97
澳洲标普200	0.70	2.20	8.95
印度SENSEX30	-1.49	2.35	16.69
巴西指数	-0.69	-3.08	-1.77
上证指数	8.06	17.39	12.15
深证成指	10.67	26.13	10.55
台湾加权指数	-2.62	-0.20	23.95

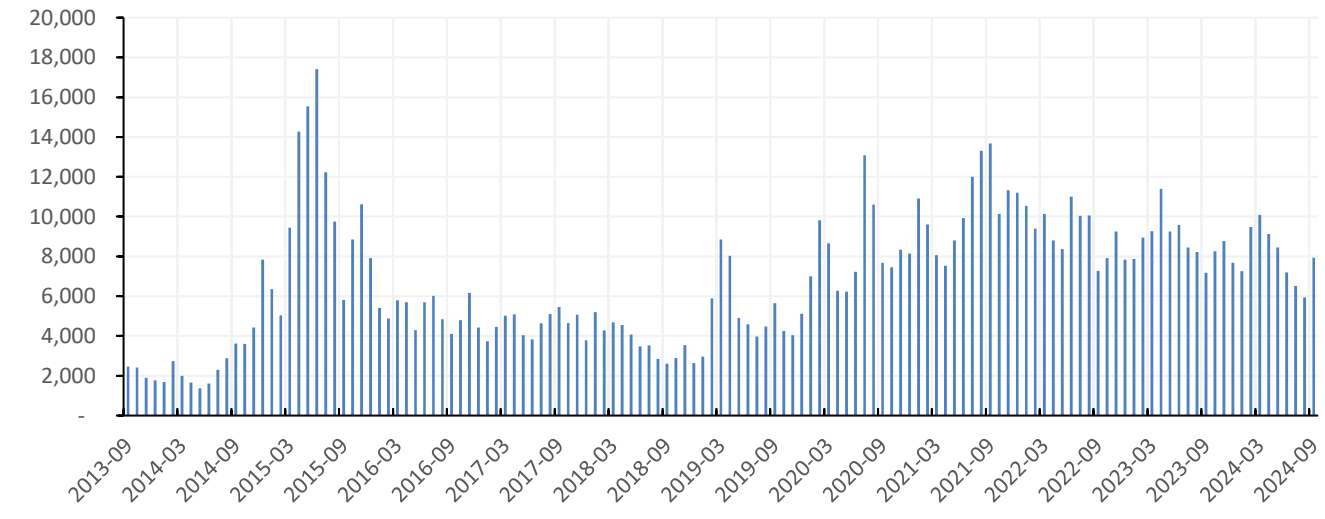
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 28：A 股主要指数涨跌幅(%)

2024/9/30	周涨跌	月涨跌	2024年涨跌
上证指数	8.06	17.39	12.15
深证成指	10.67	26.13	10.55
创业板指	15.36	37.62	15.00
沪深300	8.48	20.97	17.10
上证50	7.17	17.99	18.45
科创50	17.88	25.67	2.39
创业板50	15.55	40.53	21.30
万得全A	9.71	22.21	8.25
中小板指	8.69	20.46	8.13
上证180	7.59	18.25	17.97
上证380	9.19	20.12	5.27
中证100	8.39	20.82	18.34
中证500	10.41	23.80	5.78
中证800	8.96	21.67	14.05
中证1000	11.14	23.32	-3.03

资料来源：Wind，中原证券研究所

图 29：沪深两市月度日均成交金额（亿元）



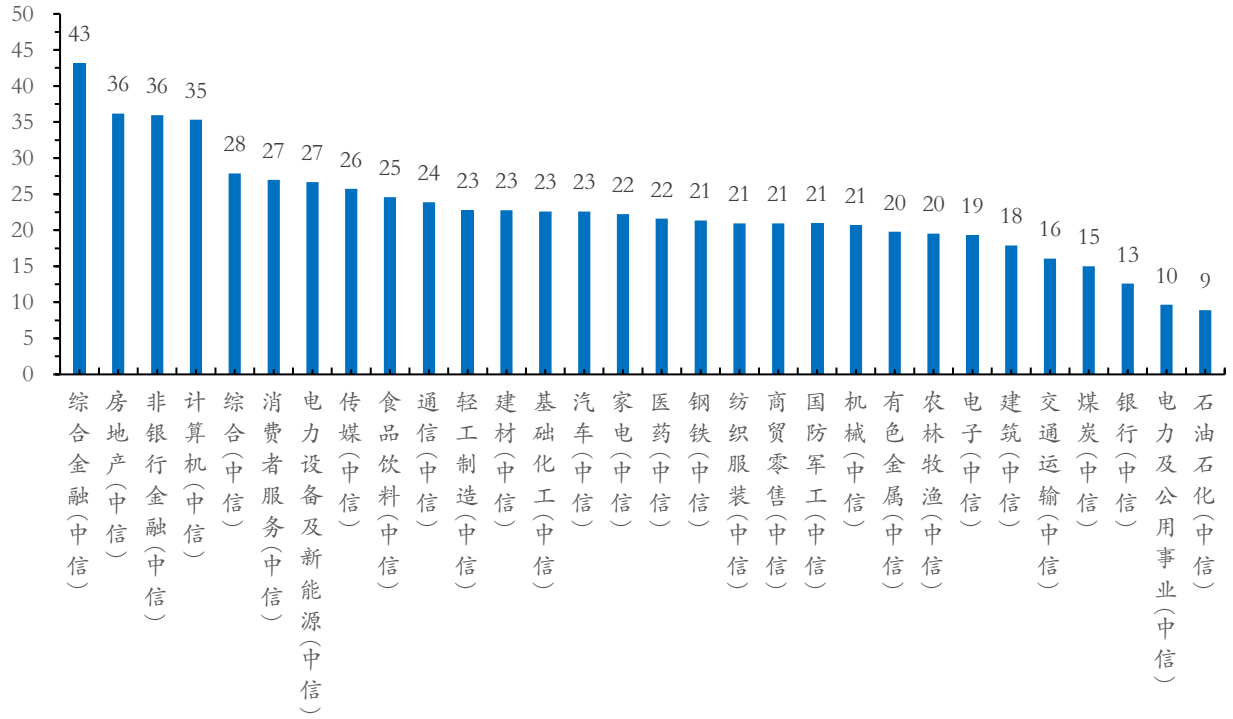
资料来源：Wind，中原证券研究所

2.2. 行业涨跌

9 月，30 个行业上涨，0 个行业下跌；综合金融、房地产、非银行金融、计算机、综合等行业表现相对抗跌；交通运输、煤炭、银行、电力及公用事业、石油石化等行业表现较弱。

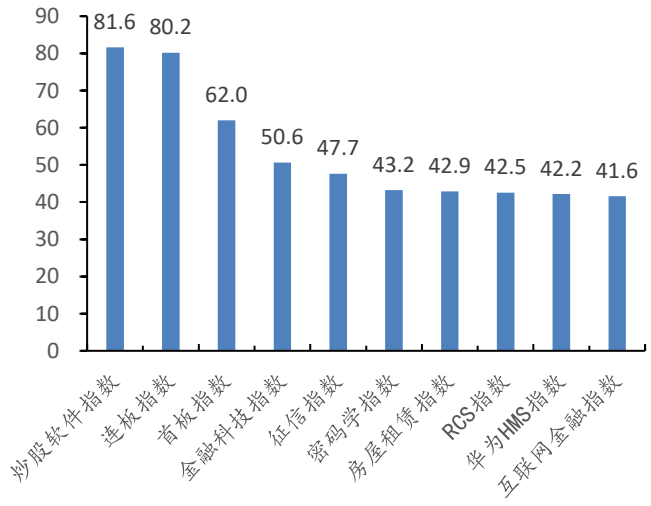
概念方面，炒股软件指数、连板指数、首板指数、金融科技指数、征信指数等概念涨幅居前；高速公路精选指数、港口精选指数、光大证券金股指数、国金证券金股指数、水务股精选指数等概念跌幅居前。

图 30：A 股行业板块月度涨跌幅（%）



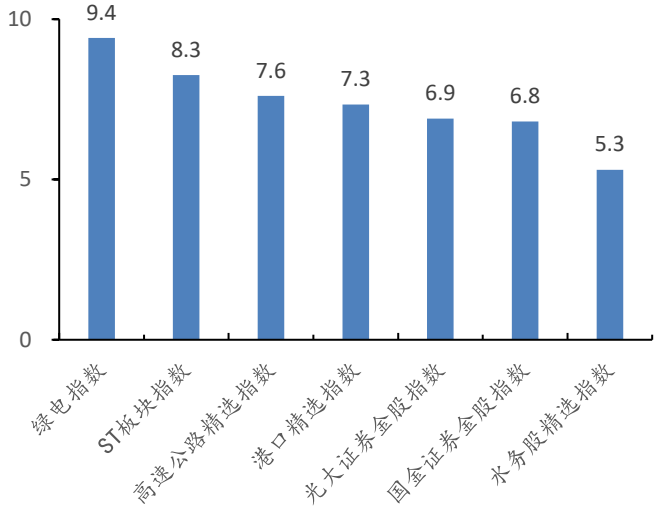
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 31：上月万得概念板块涨跌幅位居前 10 位（%）



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 32：上月万得概念板块涨跌幅位居后 10 位（%）



资料来源：Wind，中原证券研究所

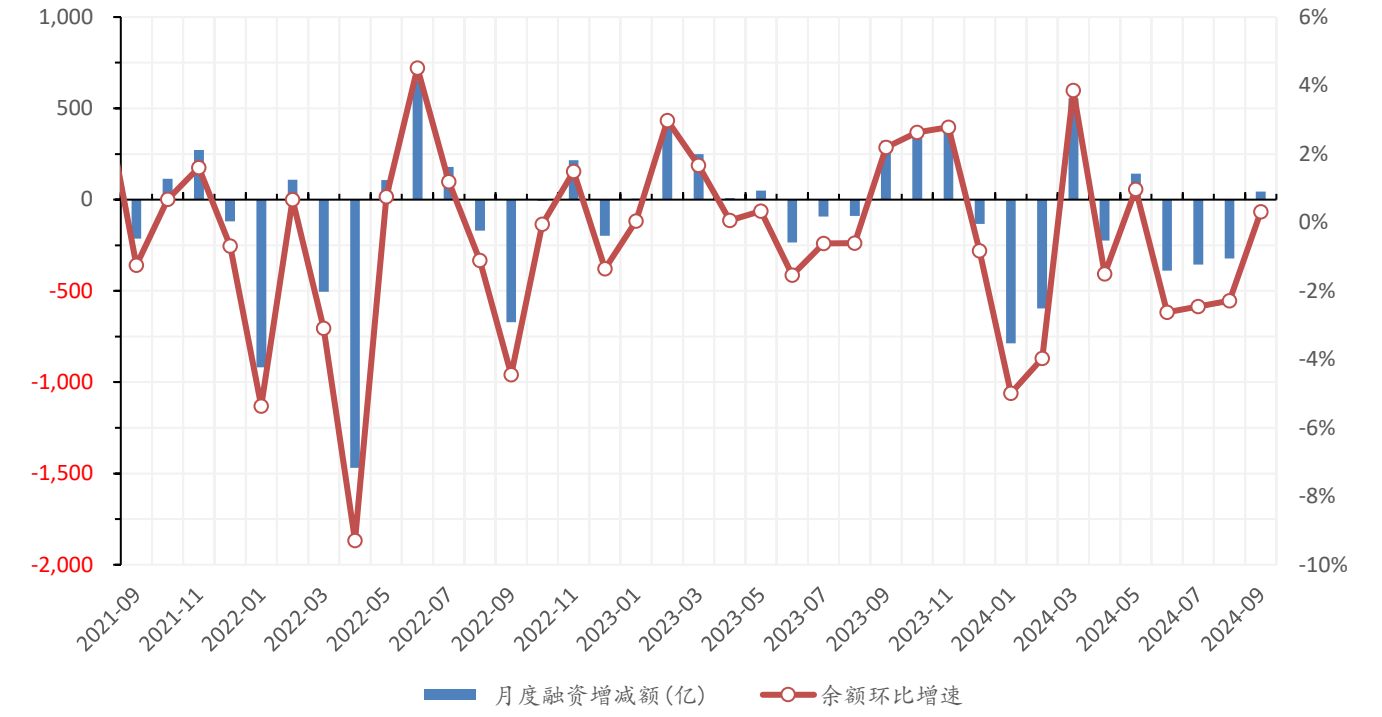
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

3. 资金跟踪

3.1. 融资资金

9 月末，融资余额为 13,858 亿元，较前月末+43 亿元。

图 33：月度融资余额增减（亿元）及环比增速

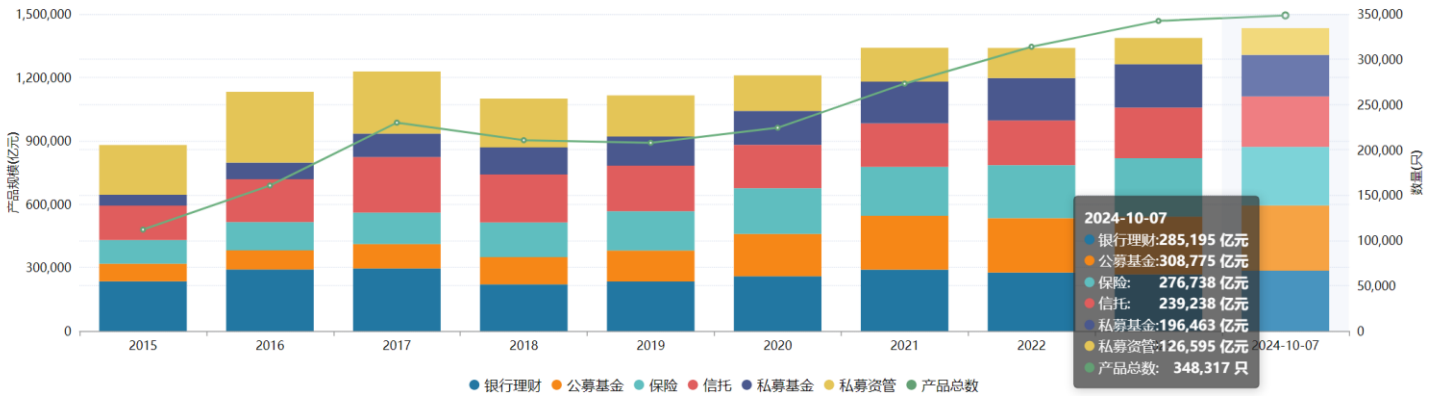


资料来源：Wind，中原证券研究所

3.2. 资管市场

截至 10 月 7 日，资管存续规模为 143.30 万亿元。

图 34：资管市场存续规模（亿元）

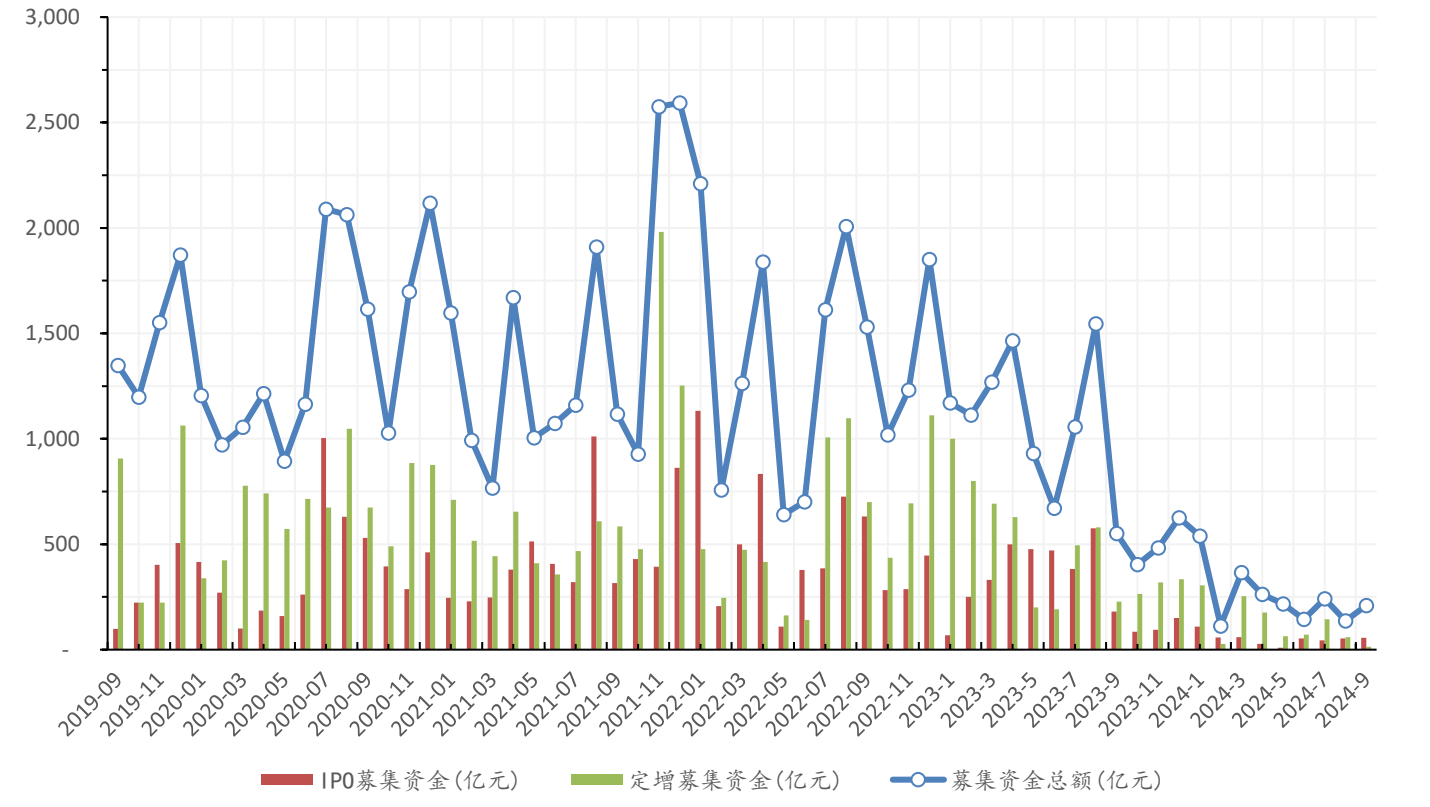


资料来源：Wind，中原证券研究所

3.3. 一级市场股权融资

9 月，一级市场股权融资（IPO+定增+配股+优先股+可转债+可交换债）规模 209 亿元，环比+53%。其中，IPO 融资 56 亿，环比+5%；定向增发融资 14 亿元，环比-76%。

图 35：一级市场股权融资规模（亿元）



资料来源：Wind，中原证券研究所

4. 估值跟踪

4.1. 指数估值

申万 A 股最新市盈率为 17.3 倍，处于 2014 年以来历史分数 40.3%。

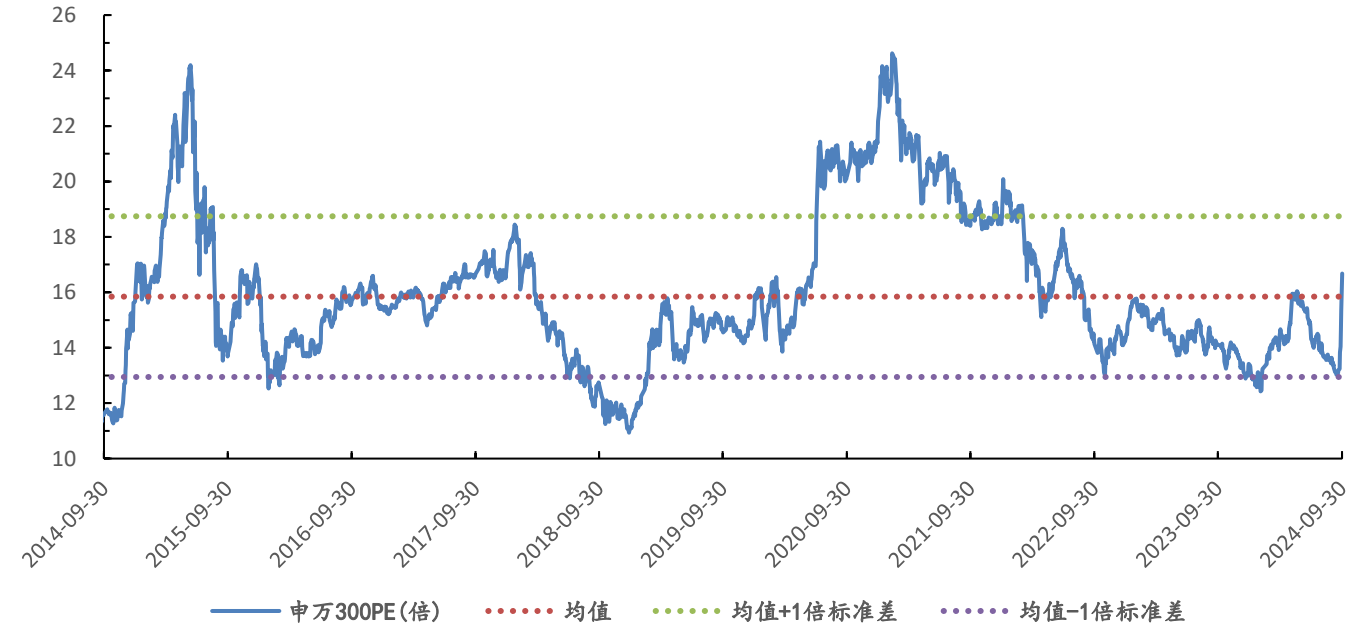
图 36：申万 A 股市盈率（倍）



资料来源：Wind，中原证券研究所

申万 300 最新市盈率为 16.7 倍，处于 2014 年以来历史分数 70.9%。

图 37：申万 300 市盈率（倍）

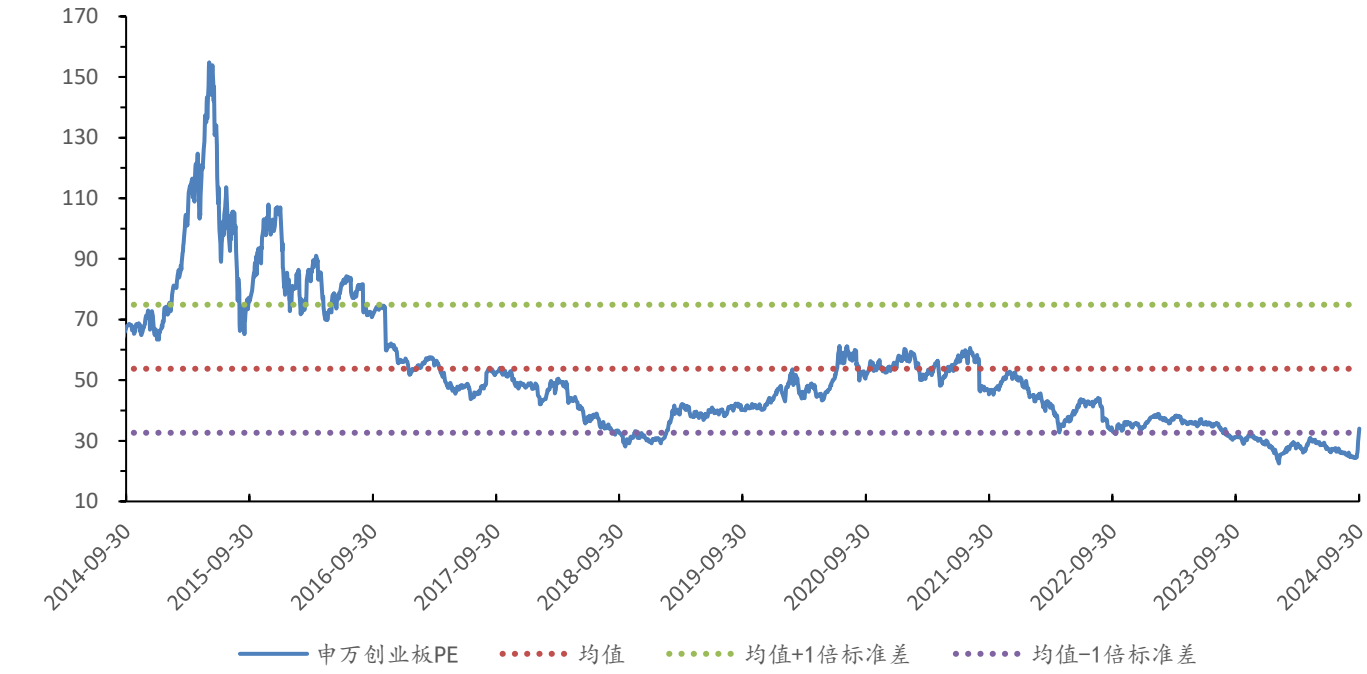


资料来源：Wind，中原证券研究所

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

申万创业板最新市盈率为 34.0 倍，处于 2014 年以来历史分数 12.3%。

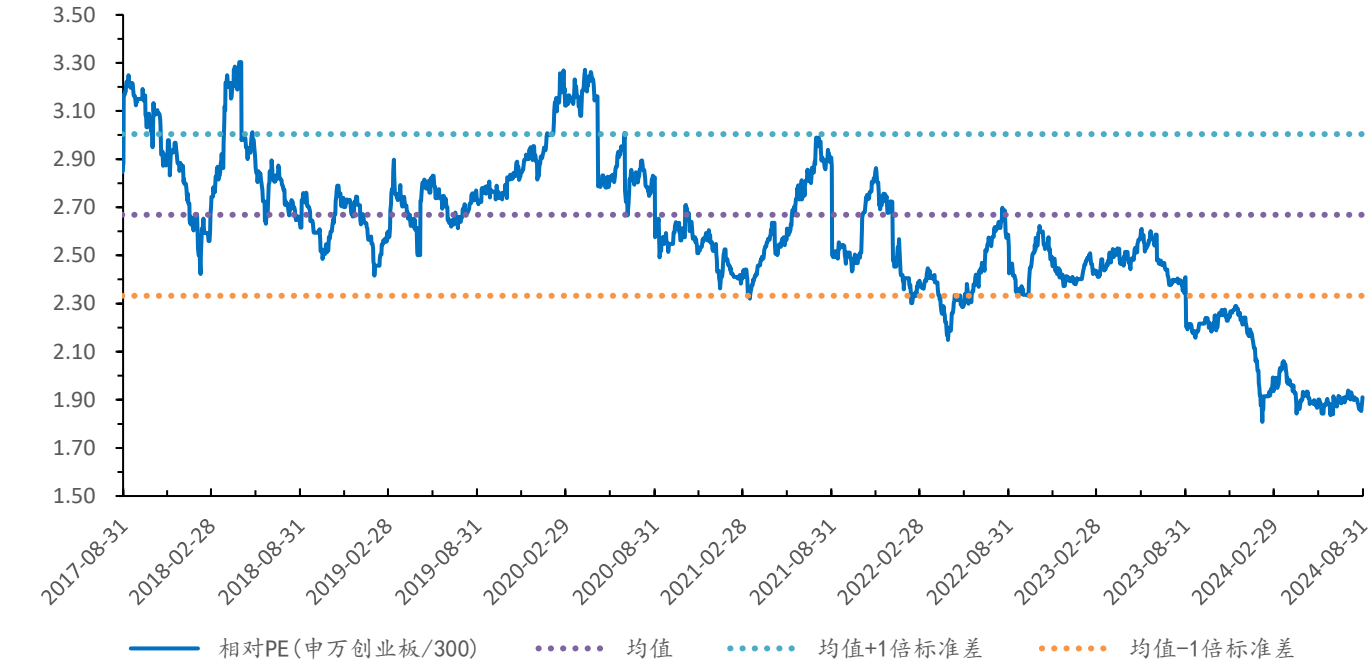
图 38：申万创业板市盈率（倍）



资料来源：Wind，中原证券研究所

申万创业板/申万 300PE 比率为 2.04，处于 2017 年以来历史分数 8.9%。

图 39：申万创业板市盈率/申万 300 市盈率对比



资料来源：Wind，中原证券研究所

4.2. 行业估值

图 40：申万行业市盈率对比

申万行业	市盈率(倍)	近10年分位数(%)	申万行业	市盈率(倍)	近10年分位数(%)
基础化工	23.5	48.4%	医药生物	32.4	33.5%
钢铁	20.7	59.4%	公用事业	18.0	10.6%
有色金属	20.9	19.1%	交通运输	16.9	40.0%
建筑材料	22.1	69.2%	房地产	38.3	99.9%
建筑装饰	9.1	19.1%	电子	49.7	64.4%
电力设备	29.9	26.9%	计算机	60.1	61.6%
机械设备	29.3	41.3%	传媒	34.6	37.9%
国防军工	59.4	36.2%	通信	32.2	21.6%
汽车	24.5	57.8%	银行	5.7	27.6%
家用电器	15.2	39.6%	非银金融	20.6	85.6%
纺织服饰	18.6	3.6%	综合	56.1	72.0%
轻工制造	22.3	22.6%	煤炭	12.9	64.2%
商贸零售	32.0	60.1%	石油石化	15.6	42.1%
农林牧渔	41.1	50.9%	环保	22.3	39.7%
食品饮料	22.9	9.2%	美容护理	35.2	40.8%
社会服务	23.3	2.7%			

资料来源：Wind，中原证券研究所

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

5. 市场情绪

5.1. 风险偏好

目前申万全 A 预期收益率（PE 的倒数）和 10 年国债收益率的差值为 3.62%，处于历史分位数 88.0%。

图 41：股债相对回报率



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 42：A 股市盈率（倍）和 10 年国债收益率倒数对比



资料来源：Wind，中原证券研究所

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

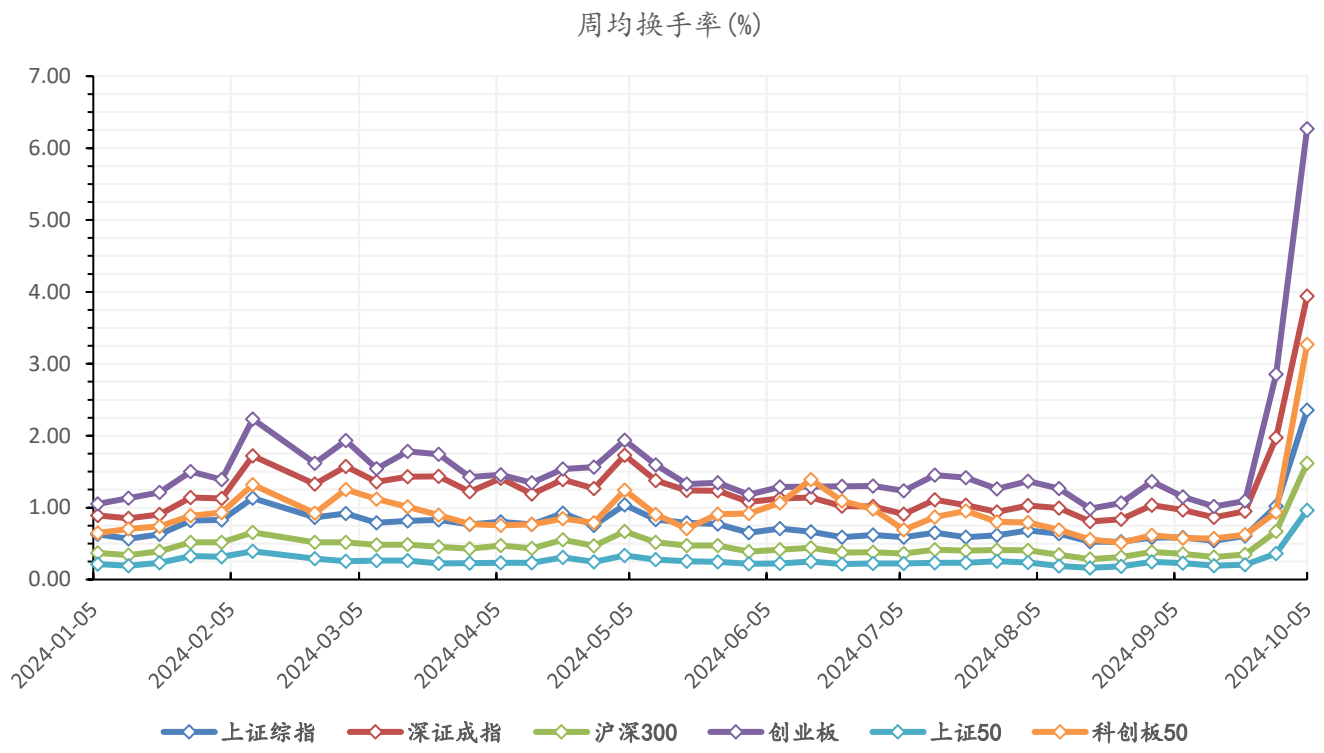
5.2. 换手率

表 1：主要指数换手率变化

	上证综指	深证成指	沪深 300	创业板指	上证 50	科创板 50
最新换手率	2.36	3.94	1.62	6.27	0.96	3.27
上期换手率	1.02	1.97	0.67	2.85	0.36	0.94
环比	131.1%	99.6%	141.6%	119.7%	165.9%	248.9%

资料来源：Wind，中原证券研究所

图 43：主要指数换手率（%）

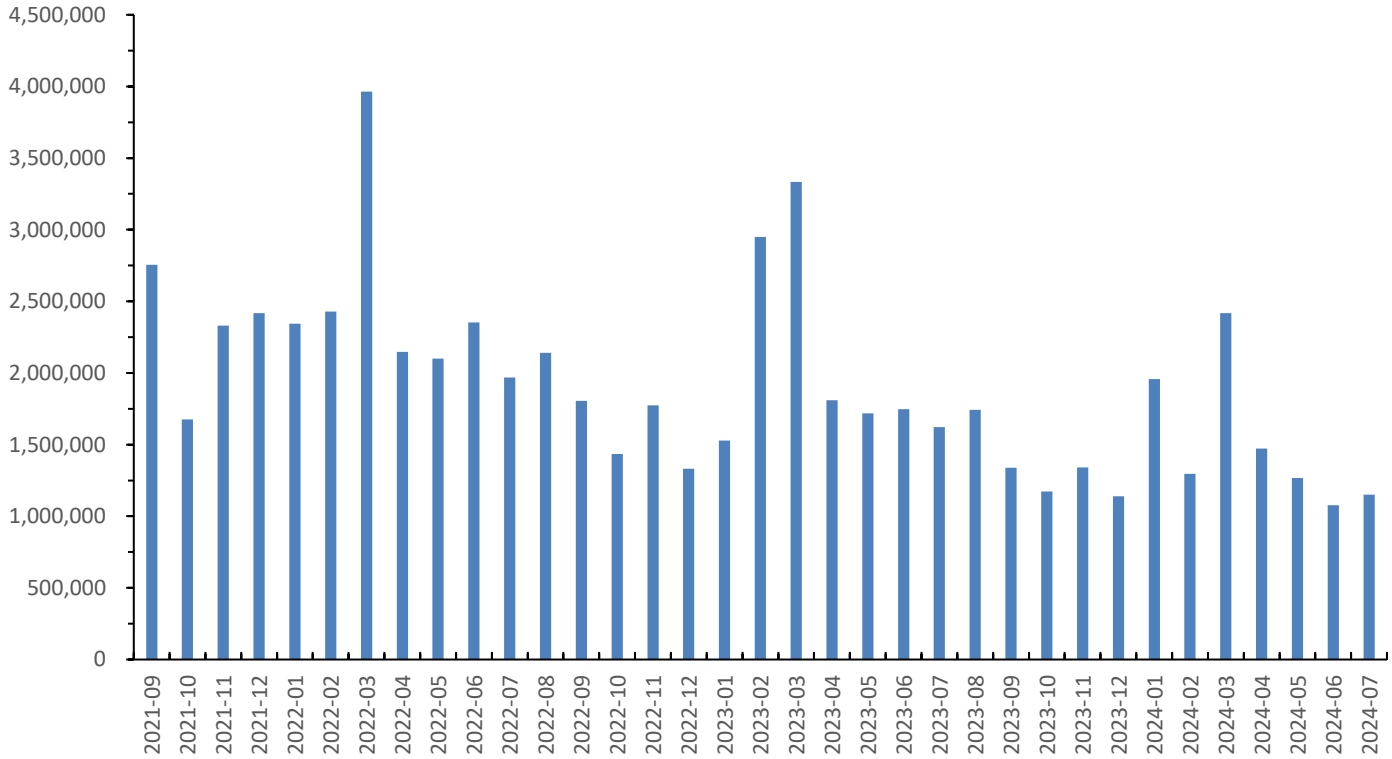


资料来源：Wind，中原证券研究所

5.3. 投资者数量（数据暂未更新）

2024 年 7 月上交所新增开户 115.14 万户，环比 7.0%。

图 44：上交所每月新增开户数量（户）



资料来源：Wind，中原证券研究所

6. 风险提示

（1） 政策及经济数据不及预期。

（2） 风险事件冲击市场流动性。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10%至 10%之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；
增持：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 5%至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-10%至 5%；
减持：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-15%至-10%；
卖出：　　未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。