2023 年 08 月 27 日

讨论反弹中高弹性的方向

—— 申万宏源策略 827 活跃资本市场政策组合拳点评

相关研究

《A 股如何摆脱困局？-申万宏源策略一周回顾展望(23/08/21-23/08/26)》——2023/8/26

证券分析师
傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
黄子函 A0230520110001
huangzh2@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持
韦春泽 A0230122050003
weicz@swsresearch.com

联系人
韦春泽
(8621)23297818×
weicz@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **一、活跃资本市场既有中长期布局，又有短期刺激：818 活跃资本市场答记者问重点是发展机构投资者、提升上市公司质量、发展衍生品等中长期政策。但市场更期待短期刺激，心理落差犹存。827 政策组合拳(印花税减半征收，IPO、再融资、减持政策优化，两融政策放松应有尽有)，弥补了短期刺激缺失。低预期 + 低仓位 + 政策强催化，反弹行情有望启动。**
- 活跃资本市场的政策布局正趋于完备：8 月 18 日证监会活跃资本市场答记者问着眼于中长期政策布局，在发展机构投资者、提升上市公司质量、发展衍生品做了一系列重磅政策展望。只讨论中长期活跃资本市场，我们认为，8 月 18 日的答记者问是有力的、超预期的。但近期市场更期待活跃资本市场的短期刺激，此前的政策市场是存在一定心理落差的。而 8 月 27 日政策再次兑现组合拳，弥补了活跃资本市场短期刺激的缺失。印花税减半征收，IPO、再融资、减持政策优化，两融政策放松应有尽有，都是近期市场最期待的政策，政策心理落差不复存在。
- 所以，短期“低预期 + 低仓位 + 政策强催化”，市场对后续政策持续催化的预期也将上修，反弹行情有望启动。
- **二、减持和再融资政策优化，也处处体现鼓励分红，提升上市公司质量的中长期导向。中特估“分红成长投资”顺应政策趋势。**
- 减持和再融资政策优化的方向，与中长期活跃资本市场的政策布局一脉相承，处处体现了鼓励分红，提升上市公司质量的导向。我们继续提示，中特估的本质是“分红成长投资”，重点寻找分红比例提升，稳定分红预期从无到有的“新长江电力”，这依然是中短期政策趋势最明确的主题方向之一。
- **三、反弹结构：交易活跃资本市场短期刺激，券商再续动量行情。“在路上的政策”永远比“已兑现的政策”更重要，房地产仍是后续有“政策想象空间”的方向，政策推动的长期主题(中特估、数据要素)，风险偏好迎来直接修复。**
- 首先，交易活跃资本市场短期刺激，券商可能直接受益于交易性资金活跃度提升，再续动量行情。在路上的政策”永远比“已兑现的政策”更重要。政策预期修复，后续仍有“政策想象空间”的房地产，也有望成为高弹性的方向。涨价周期交易稳增长政策后续加码，核心消费与房地产中期是“同一个 beta”，都可能成为轮动和跟涨的方向。
- 中特估政策密集催化，运营商中期高分红验证；国内数据要素主题近期也有政策回补。活跃资本市场短期刺激兑现，是市场政策预期修复最直接的催化因素。中特估和数据要素，在风险偏好的核心驱动因素上，与市场总体其实相同(都是总体政策信心)，短期风险偏好直接修复可期，也有望成为高弹性的方向。
- 短期市场反弹，后续也有望回归相对稳定的震荡区间，自下而上挖掘格局优化结构的有效性将提升。这方面，我们提示，新能车产业链是供给增速回落确定，自下而上选股机会可能正在增加。
- **风险提示**：政策进度不及预期

图表目录

图 1：历史上，下调印花税对短期行情的刺激作用明显 3

图 2：新规之下，不符合减持条件的公司(剔除房地产)，共 2203 家，数量占比 42.1%，市值 29 万亿，占比 35.5% 4

图 3：2016 年以来实控人减持规模共 4338 亿，模拟新的减持限制将使得 2016 年以来的历史实控人减持减少 18% 4

图 4：机械设备、电子、医药等行业不符合减持条件的公司数量占比最高，银行、电子、医药生物市值占比最高 5

一、活跃资本市场既有中长期布局，又有短期刺激：818 活跃资本市场答记者问重点是发展机构投资者、提升上市公司质量、发展衍生品等中长期政策。但市场更期待短期刺激，心理落差犹存。827 政策组合拳(印花税减半征收，IPO、再融资、减持政策优化，两融政策放松应有尽有)，弥补了短期刺激缺失。低预期 + 低仓位 + 政策强催化，反弹行情有望启动。

活跃资本市场的政策布局正趋于完备：8 月 18 日证监会活跃资本市场答记者问着眼于中长期政策布局，在发展机构投资者、提升上市公司质量、发展衍生品做了一系列重磅政策展望。只讨论中长期活跃资本市场，我们认为，8 月 18 日的答记者问是有力的、超预期的。但近期市场更期待活跃资本市场的短期刺激，此前的政策市场是存在一定心理落差的。而 8 月 27 日政策再次兑现组合拳，弥补了活跃资本市场短期刺激的缺失。印花税减半征收，IPO、再融资、减持政策优化，两融政策放松应有尽有，都是近期市场最期待的政策，政策心理落差不复存在。

历史上，下调印花税对短期行情的刺激作用明显，且通常不会立刻出现冲高回落的情况。

图 1：历史上，下调印花税对短期行情的刺激作用明显

			历次印花税调整后上证指数的涨跌幅						
发布日期	印花税调整	调整方向	T+1	T+5	T+10	T+30	T+60	T+90	T+180
1997/05/09	3‰→5‰	上调	2.3%	-10.3%	-14.5%	-13.1%	-24.4%	-18.3%	-18.6%
1998/06/11	5‰→4‰	下调	2.6%	1.7%	2.5%	1.0%	-8.4%	-11.6%	-9.2%
2001/11/15	4‰→2‰	下调	1.6%	5.8%	6.8%	3.3%	-8.4%	-7.1%	-0.3%
2005/01/24	2‰→1‰	下调	-0.1%	-5.1%	1.8%	4.3%	-4.0%	-6.9%	-16.7%
2007/05/29	1‰→3‰	上调	-6.5%	-13.1%	-6.1%	-9.7%	0.2%	18.8%	16.1%
2008/04/23	3‰→1‰	下调	9.3%	12.7%	10.2%	5.9%	-13.6%	-13.2%	-39.8%
2008/09/18	双边→单边	下调	9.5%	21.2%	9.4%	1.8%	7.1%	4.3%	17.0%

资料来源：Wind，申万宏源研究

近期市场调整过程中，一些预期已调整到位。比如，政策效果的预期已经明显下修，海外美债收益率上行的影响也阶段性反映充分。同时，确实有一些预期已过度悲观。比如，市场政策兑现的预期也有所下修，股市和汇市的底线思维也被低估。这对应着机构投资者的仓位已出现明显回落。(具体参见我们 8 月 26 日发布的一周回顾与展望报告《A 股如何摆脱困局？》)

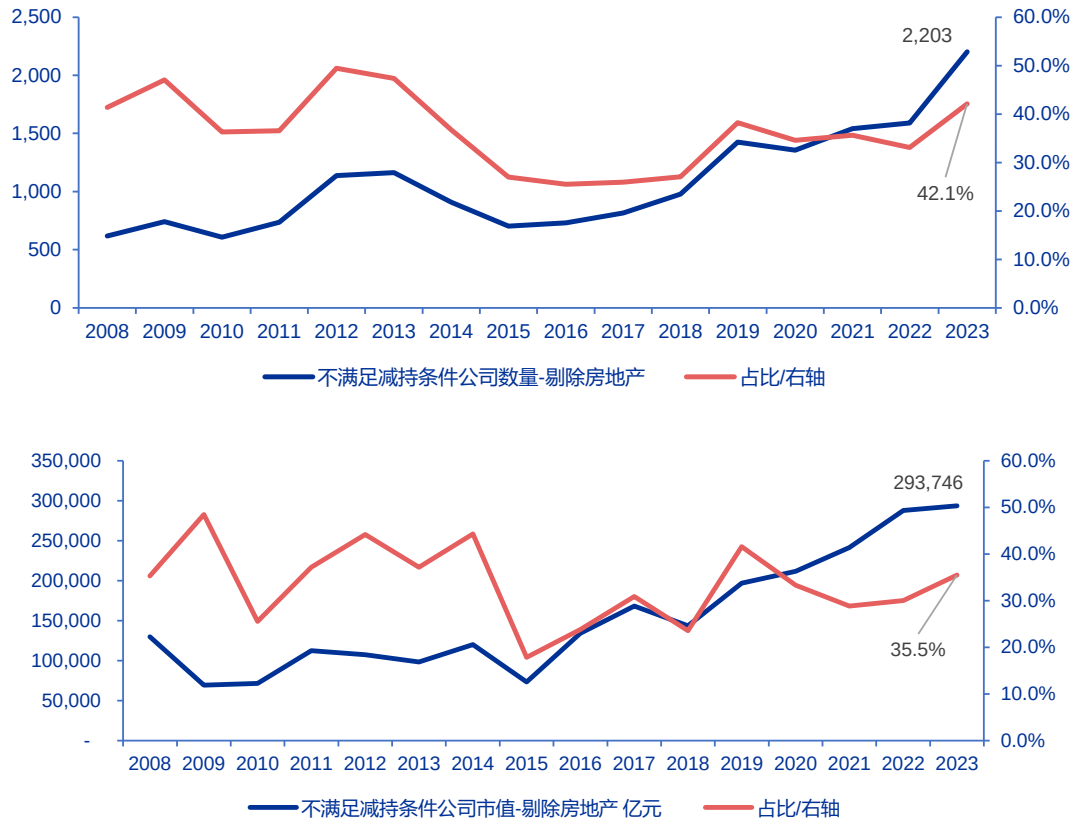
所以，短期“低预期 + 低仓位 + 政策强催化”，市场对后续政策持续催化的预期也将上修，反弹行情有望启动。

二、减持和再融资政策优化，也处处体现鼓励分红，提升上市公司质量的中长期导向。中特估“分红成长投资”顺应政策趋势。

控股股东、实控人减持要求不得破发、破净，且过去 3 年累积分红不低于 3 年平均净利润的 30%。破发、破净、持续亏损和财务性投资比例偏高的上市公司再融资也将被限制规模和频率，一事一议。我们统计了在新规之下，不符合减持条件的公司(剔除房地产)，共 2203 家，数量占比 42.1%，市值 29 万亿，占比 35.5%；其中机械设

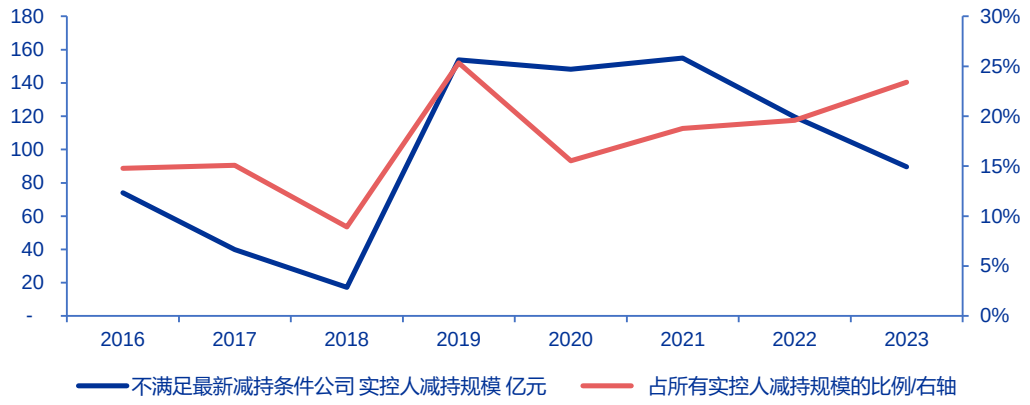
备、电子、医药等行业不符合减持条件的公司数量占比最高，银行、电子、医药生物市值占比最高。回溯历史，2016 年以来实控人减持规模共 4338 亿，模拟新的减持限制将使得 2016 年以来的历史实控人减持减少 18%。

图 2：新规之下，不符合减持条件的公司(剔除房地产)，共 2203 家，数量占比 42.1%，市值 29 万亿，占比 35.5%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2016 年以来实控人减持规模共 4338 亿，模拟新的减持限制将使得 2016 年以来的历史实控人减持减少 18%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：机械设备、电子、医药等行业不符合减持条件的公司数量占比最高，银行、电子、医药生物市值占比最高

一级行业	不满足条件的公司个数	占所有不满足条件的公司比例	占本行业比例	不满足条件的公司市值/亿元	占所有不满足条件的公司比例	占本行业比例
银行	41	1.8%	98%	85,642	28.1%	98%
电子	206	9.1%	45%	23,084	7.6%	41%
医药生物	201	8.9%	41%	18,824	6.2%	26%
电力设备	142	6.3%	40%	16,267	5.3%	23%
石油石化	21	0.9%	46%	16,186	5.3%	73%
非银金融	32	1.4%	37%	14,627	4.8%	29%
交通运输	60	2.6%	48%	14,512	4.8%	48%
建筑装饰	97	4.3%	57%	12,565	4.1%	74%
房地产(供参考)	67	3.0%	61%	11,097	3.6%	72%
基础化工	154	6.8%	38%	10,901	3.6%	30%
机械设备	228	10.0%	42%	8,947	2.9%	26%
汽车	103	4.5%	37%	7,744	2.5%	26%
计算机	135	5.9%	39%	7,722	2.5%	23%
有色金属	51	2.2%	37%	7,328	2.4%	28%
钢铁	25	1.1%	56%	5,231	1.7%	60%
公用事业	50	2.2%	39%	5,102	1.7%	18%
传媒	68	3.0%	52%	4,850	1.6%	42%
商贸零售	58	2.6%	56%	4,050	1.3%	33%
国防军工	49	2.2%	37%	4,025	1.3%	19%
煤炭	24	1.1%	63%	3,794	1.2%	26%
建筑材料	30	1.3%	39%	3,648	1.2%	38%
农林牧渔	44	1.9%	40%	2,847	0.9%	19%
纺织服饰	64	2.8%	58%	2,705	0.9%	44%
轻工制造	76	3.3%	48%	2,535	0.8%	26%
环保	64	2.8%	47%	2,527	0.8%	37%
通信	58	2.6%	44%	2,052	0.7%	13%
社会服务	37	1.6%	48%	1,914	0.6%	35%
食品饮料	28	1.2%	23%	1,454	0.5%	2%
家用电器	35	1.5%	39%	1,426	0.5%	10%
美容护理	10	0.4%	32%	665	0.2%	14%
综合	12	0.5%	55%	573	0.2%	44%
加总	2270	100%		304,843	100%	
加总-除地产	2203			293,746		

资料来源：Wind，申万宏源研究；，财务、市值等数据均截至 2022 年末

此次，减持和再融资政策优化的方向，与中长期活跃资本市场的政策布局一脉相承，处处体现了鼓励分红，提升上市公司质量的导向。我们继续提示，中特估的本质是“分红成长投资”，重点寻找分红比例提升，稳定分红预期从无到有的“新长江电力”，这依然是中短期政策趋势最明确的主题方向之一。

三、反弹结构：交易活跃资本市场短期刺激，券商再续动量行情。“在路上的政策”永远比“已兑现的政策”更重要，房地产仍是后续有“政策想象空间”的方向，政策推动的长期主题(中特估、数据要素)，风险偏好迎来直接修复。

短期反弹没分歧，关键还是结构选择。

首先，交易活跃资本市场短期刺激，券商可能直接受益于交易性资金活跃度提升，再续动量行情。

“在路上的政策”永远比“已兑现的政策”更重要。政策预期修复，后续仍有“政策想象空间”的房地产，也有望成为高弹性的方向。涨价周期交易稳增长政策后续加码，核心消费与房地产中期是“同一个 beta”，都可能成为轮动和跟涨的方向。

中特估政策密集催化，运营商中期高分红验证；国内数据要素主题近期也有政策回补。活跃资本市场短期刺激兑现，是市场政策预期修复最直接的催化因素。中特估和数据要素，在风险偏好的核心驱动因素上，与市场总体其实相同(都是总体政策信心)，短期风险偏好直接修复可期，也有望成为高弹性的方向。

在近期市场交流中，不少投资者反馈因为市场总体弱势，一些自下而上可以看好的个股，短期暂时没有买入。短期市场反弹，后续也有望回归相对稳定的震荡区间，自下而上挖掘格局优化结构的有效性将提升。这方面，我们提示，新能车产业链是供给增速回落确定，自下而上选股机会可能正在增加。

风险提示：政策进度不及预期

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。