



中信证券研究部

核心观点



李世豪  
策略分析师

S1010520070004



秦培景  
首席策略师

S1010512050004



裴翔  
联席首席策略师

S1010518080002

各部门活跃资本市场政策频出，A 股市场流动性缺口有望得到显著缓解。静态测算下，A 股市场的资金需求压力减少约一半左右。证监会拟定的减持新规预计将显著降低未来 A 股解禁减持的分流效果，引导上市公司注重股东回报。

■ **相关事项：**2023 年 8 月 27 日，财政部、税务总局发布公告（2023 年第 39 号）称，自 2023 年 8 月 28 日起，证券交易印花税实施减半征收。同日证监会宣布阶段性收紧 IPO 节奏、进一步规范股份减持行为、降低投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例等。

■ **测算原理：**我们以 2017-2023H2 这一阶段的资金供需数据为基础。资金供给端包括“权益类公募产品新发规模（主动+被动）”、“权益类公募产品存量净申购规模（主动+被动）”、“北向资金净买入”、“融资余额净买入”等；资金需求端包括“IPO 规模”、“再融资规模”（含增发、配股、可转债等）、“印花税”、“重要股东净减持规模”等。供给端和需求端的轧差理论上对应着个人投资者以及其他不可测算的机构投资者（如私募、险资等）的资金净流入/出，通过可比口径下“缺口”的变化来刻画静态情况下的相关政策的推出效果。

■ **静态测算下，A 股市场的资金需求压力减少约一半左右。**

1) **2017-2023H1 的实际资金供需情况：**年化平均后（下同），供给端方面，权益类公募基金新发规模为 7821 亿元，权益类公募基金净申购为-1644 亿元，北向资金净流入为 2708 亿元，融资余额净买入为-839 亿元，资金供给端合计 8046 亿元。需求端方面，印花税为 1679 亿元，IPO 规模为 3750 亿元，再融资规模为 12061 亿元，重要股东减持为 3525 亿元，资金需求端合计 21015 亿元。供需两端轧差为-12969 亿元。

2) **政策组合下 2017-2023H1 的静态模拟资金供需情况：**供给端方面，融资余额保证金比例调整的政策更多是给杠杆额度松绑（释放 25%左右的增量空间），但具体融资余额增量流入还是取决于市场节奏，此处我们不做增量假设。需求端方面，印花税下调 50%，对应规模变为 839 亿元；IPO 规模注册制前后变化加大，假设 2017-2019 年（注册制推行前）的规模不变、2019-2023H1（注册制逐步推行后）（年化平均，下同）的规模减少 50%，由此得到 IPO 规模相应变为 2860 亿元，较实际规模下滑 23.8%；再融资规模注册制前后变化不大，假设 2017-2023H1 整体下滑 30%，由此得到再融资规模相应为 8443 亿元；重要股东减持规模以证监会公布的标准，按照 2017-2023H1 的“重要股东增持”实际数据筛选，保留增持部分，剔除掉不符合减持新规要求公司的减持，得到重要股东净减持对应规模为 1715 亿元，下滑 51.4%。由此我们得到静态测算下，假设 2017-2023H1 供给端不变，需求端合计为 13856 亿元，供需两端轧差为-5810 亿元，较实际“缺口”（绝对值）减少了 55.2%。

■ **证监会拟定的减持新规或可显著降低减持压力。**根据证监会发布的《证监会进一步规范股份减持行为》，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%。以 2023 年 8 月 25 日市值统计，我们测算（剔除地产）不满足上述条件的公司为 2245 家，占总样本公司数的 45.3%，这意味着即便后续迎来解禁，原先限售及重要股东持有的股票（即“非自由流通股”）中约 60.7%在新规下也无法减持，目前这部分股票占全部股本的比例为 32.3%。传统金融周期板块受影响较大，银行、石油石化、建筑、钢铁、商贸零售、交运等行业受影响股票市值占“非自由流通市值”的比例超过 50%；而食品饮料、家电、通信、军工、非银、电新等行业占比不超过 30%。

■ **风险因素：**1) 相关政策推进不及预期。2) 资金供需假设大幅偏离实际情况。

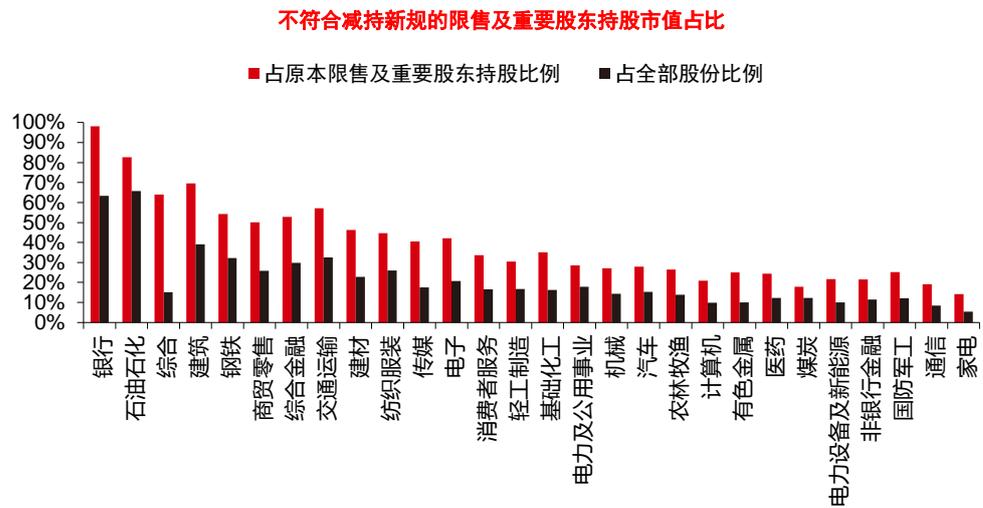
## 本期热图

表 1：以 2017-2023H1 为观察区间的 A 股资金供需变化静态测算（单位：亿元）

2017-2023H1 (年化平均)	权益类公募 新发	权益类公募净 申购	北向资金	杠杆资金	合计		
资金供给	7821	-1644	2708	-839	8046		
	印花税	IPO 规模	再融资规模	重要股东减持	合计	供需轧差	“缺口”变化
资金需求（政策前）	1679	3750	12061	3525	21015	-12969	
资金需求（政策后）	839	2860	8443	1715	13856	-5810	-55.2%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 1：按照新减持规定要求的限售股市值占比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算。注：以 2023 年 8 月 25 日市值为准。地产公司按照证监会拟规定不受限制。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑与中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2023 版权所有，保留一切权利。**