

“组合拳”逐步落地，A股布局可期

核心要点：

- **政策“组合拳”梳理：**继上周证监会一揽子政策出台后，本周“组合拳”再度落地，主要内容涉及证券交易印花税实施减半征收、优化IPO、再融资监管、进一步规范股份减持行为、融资保证金最低比例由100%降低至80%等。
- **证券交易印花税下调：**8月27日，财政部、税务总局公告，为活跃资本市场、提振投资者信心，自8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。本次证券交易印花税下调，是自2008年调整以来的首次下调。历史上看，证券交易印花税先后经历了七轮下调。通过复盘历次降低证券交易印花税后的市场表现，可以发现，证券交易印花税下调对于活跃资本市场具有积极作用，短期内有助于提振A股市场表现。长期来看，A股市场仍需更多政策组合发力。短期内关注非银金融、煤炭、石油石化、国防军工等行业，主要涉及“中特估”主线。
- **优化IPO、再融资监管：**8月27日，证监会提出将阶段性收紧IPO节奏、加强再融资监管和限制，但房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。自1994年以来，我国A股共经历了9次IPO暂停，期间全A指数5次上涨、3次下跌，全A指数的月均涨跌幅平均值为0.74%，表明暂停IPO并不一定能够促进股市上涨，但停发新股对提振二级市场具有“稳定军心”的作用。期间，传媒、国防军工、计算机行业月均涨跌幅均值遥遥领先于其他行业，房地产、通信、电力设备、非银金融、机械设备、美容护理、商贸零售等行业表现相对靠前。
- **进一步规范股份减持行为：**8月27日，证监会提出，上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。从严控制减持，有助于放缓资金流出股市，减少市场波动，稳定市场行情。2023年上半年，重要股东二级市场资本净减持金额约2194.81亿元，净减持122.56亿股，高于2022年同期，与2021年同期基本持平，但低于2020年同期。
- **调降融资保证金最低比例：**2023年8月27日，交易所发布通知，投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%，此调整将自2023年9月8日实施。融资交易的杠杆率从1倍提高至1.25倍，有利于提高交易流动性，活跃资本市场。TMT板块、金融板块、地产板块对融资保证金比例调整较为敏感，此次融资保证金比例调降，有望促进相关行业上涨。
- **风险提示：**国内经济复苏不及预期风险，国内政策落实不及预期风险，海外加息及经济衰退风险。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

相关研究

2023-08-19，“一揽子”活跃资本市场举措，提振A股市场信心

2023-08-12，7月通胀及金融数据解读：降准降息预期升温，坚守A股市场投资主线

2023-07-25，7月中央政治局会议解读：提振A股市场，把握主线投资机会

2023-07-22，国内“稳预期”政策密集出台，基金加仓“大主线”

2023-07-16，策略周观察：A股市场蓄势上行，美国通胀超预期降温

2023-07-03，2023年A股市场中期投资展望：时蕴新生，秉纲执本

2023-06-19，投资环境的边际变化与多重政策合力催化A股市场颠簸上行

2023-5-21，可持续高质量发展专题：中国特色估值体系重塑“中国元素”与投资逻辑再审视

2023-5-21，房地产行业专题：周期未变，市场竞争格局在动

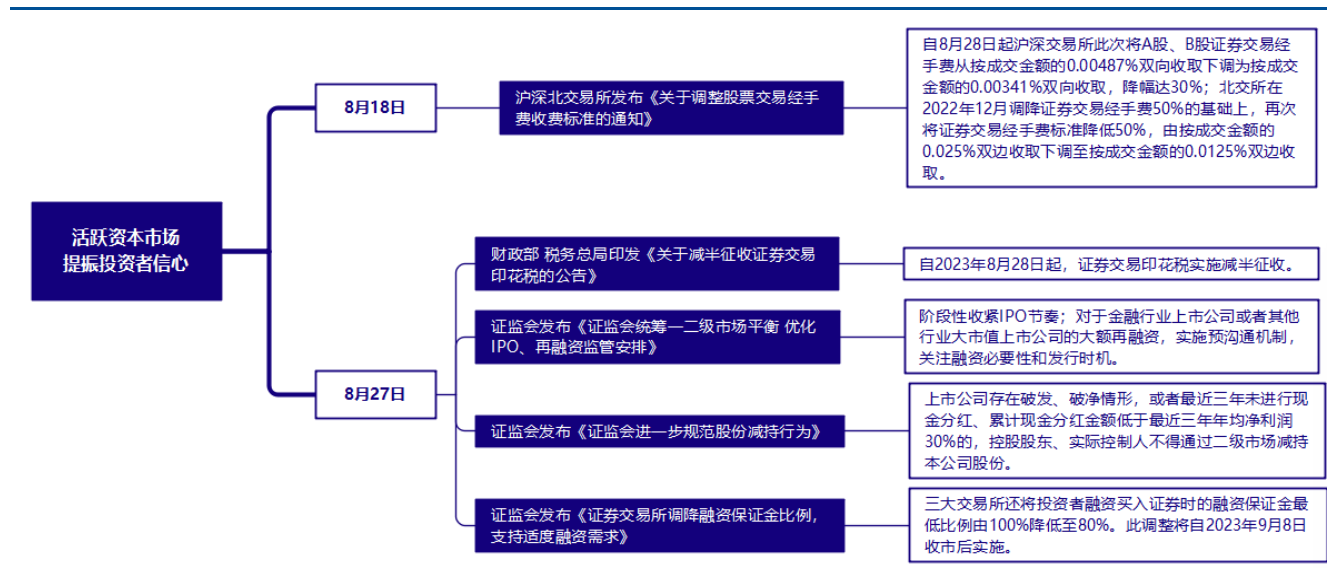
目 录

一、政策“组合拳”梳理	3
二、证券交易印花税下调	3
(一) 历次降低证券交易印花税回顾	3
(二) 历次降低印花税后 A 股市场表现复盘	5
三、IPO、再融资	11
(一) 历史上 9 次暂停 IPO	11
(二) 宽基指数表现	13
(三) 一级行业指数表现	14
四、减持、融资保证金比例	15
(一) 减持	15
(二) 融资保证金	16
四、风险提示	19
插图目录	20

一、政策“组合拳”梳理

继上周证监会一揽子政策出台后，本周“组合拳”再度落地。8月27日，财政部、税务总局公告，自8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。同日，证监会一连发布三条公告《证监会统筹一二级市场平衡 优化 IPO、再融资监管安排》《证监会进一步规范股份减持行为》《证券交易所调降融资保证金比例，支持适度融资需求》，主要内容涉及优化 IPO、再融资监管、进一步规范股份减持行为、融资保证金最低比例由 100%降低至 80%等。如图 1 所示。

图 1. “活跃资本市场，提振投资者信心”政策梳理



资料来源：新华社，中国银河证券研究院

二、证券交易印花税下调

(一) 历次降低证券交易印花税回顾

8月27日，财政部、税务总局公告，为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。本次证券交易印花税下调，是自2008年调整以来的首次下调，有助于提振A股市场信心。

历史上看，证券交易印花税先后经历了七轮下调。1990年末股票成交量急剧下滑，为了稳定A股市场，1991年10月10日，深圳市政府宣布将印花税税率由6‰下调至3‰。为促进证券市场的健康发展，1998年6月11日，国务院决定从6月12日起，将印花税税率从5‰下调到4‰。2001年11月15日，财政部决定从11月16日起，将证券交易印花税税率下调到2‰。2005年1月23日，财政部决定从1月24日起，印花税税率从2‰调整为1‰。2008年全球金融危机冲击下，A股市场持续下跌，2008年4月23日，财政部、国家税务总局决定从4月24日起，调整证券交易印花税税率，由3‰调整为1‰，同年9月18日，经国务院批准，财政部、国家税务总局决定从9月19日起，将证券交易印花税的双边征收调整为单边征收，税率仍为1‰，对买方不再征收印花税。本轮财政部、税务总局再度公告，证券交易印花税实施减半征收。如表1所示。

对比本轮与 2008 年证券交易印花税调整时期的发展环境和政策目标等，随着我国综合实力持续壮大，经济发展不断面临着新的困难和挑战，财政政策和货币政策也不断调整。今年以来，经济恢复动能偏弱，消费复苏不及预期，7 月 24 日中央政治局强调“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，但“我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变”。如表 2 所示。

表 1. 2008 年与当前发展环境和政策目标对比

	2008 年国务院政府工作报告	2008 年 7 月中央政治局会议	2023 年 7 月中央政治局会议
经济形势	各级政府和全国各族人民齐心协力，顽强拼搏，积极应对复杂多变的国际环境，努力克服经济社会发展中的各种困难，战胜了突如其来的严重非典疫情和历史罕见的低温雨雪冰冻等特大自然灾害，改革开放和现代化建设取得了举世瞩目的重大成就。	农业保持良好发展势头，经济发展协调性增强，发展质量和效益进一步提高，改革开放迈出新步伐，改善民生取得积极成效。总的来看，国际经济不利因素和严重自然灾害没有改变我国经济发展的基本面，国民经济继续朝着宏观调控预期方向发展，成绩来之不易。	国民经济持续恢复、总体回升向好，高质量发展扎实推进，产业升级厚积薄发，粮食能源安全得到有效保障，社会大局保持稳定，为实现全年经济社会发展目标打下良好基础。
困难挑战	经济社会发展和政府工作中还存在不少问题，国内外形势发展变化使我们面临诸多新的挑战 and 风险。	当前，国际环境中不确定不稳定因素增多，国内经济运行中的一些矛盾也比较突出，保持经济平稳较快发展面临的挑战和困难增大。	当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。 疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。
目标任务	更加重视加强和改善宏观调控，更加重视推进改革开放和自主创新，更加重视调整经济结构和提高发展质量，更加重视节约资源和保护环境，更加重视改善民生和促进社会和谐，推进社会主义经济建设、政治建设、文化建设、社会建设，加快全面建设小康社会进程。	要深入贯彻落实科学发展观，把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，把抑制通货膨胀放在突出位置。继续加强和改善宏观调控，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，着力解决经济运行中的突出矛盾和问题，增强宏观调控的预见性、针对性、灵活性，把握好调控重点、节奏、力度；深化改革开放，着力推进经济结构调整和发展方式转变，提高经济发展质量和效益，切实加强节能减排和生态环境保护；更加注重改善民生，促进经济社会又好又快发展。	做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。
财政政策	继续实行稳健的财政政策 ，就是要保持财政政策的连续性和稳定性，充分发挥财政促进结构调整和协调发展的重要作用，增加对薄弱环节、改善民生、深化改革等方面的支出；同时，进一步减少财政赤字和长期建设国债。	--	继续实施积极的财政政策 ，延续、优化、完善并落实好减税降费政策。
货币政策	实行从紧的货币政策 ，主要是考虑当前固定资产投资反弹压力较大，货币信贷投放仍然偏多，流动性过剩矛盾尚未缓解，价格上涨压力明显，需要加强金融调控，控制货币供应量和信贷过快增长。	--	要继续实施稳健的货币政策 ，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

资料来源：新华社，中国银河证券研究院

表 2. 证券交易印花税历次调整

日期	证券交易印花税调整内容
1990/6/28	深圳市人民政府规定从 1990 年 7 月 1 日起对证券出让方征收 6% 的印花税。
1990/11/23	深圳市对买入方也开征 6% 的印花税。
1991/10/10	深圳市政府宣布将印花税率由 6% 下调至 3%，上海市也开始对证券交易买卖双方征收 3% 的印花税。
1997/5/12	印花税率从 3% 提高到 5%。
1998/6/12	印花税率从 5% 下调到 4%。
2001/11/16	印花税率从 4% 下调到 2%。
2005/1/24	印花税率从 2% 下调到 1%。
2007/5/30	印花税率从 1% 提高到 3%。
2008/4/24	印花税率从 3% 下调到 1%。
2008/9/19	由双边征收改为单边征收，税率保持 1%。
2023/8/28	证券交易印花税实施减半征收

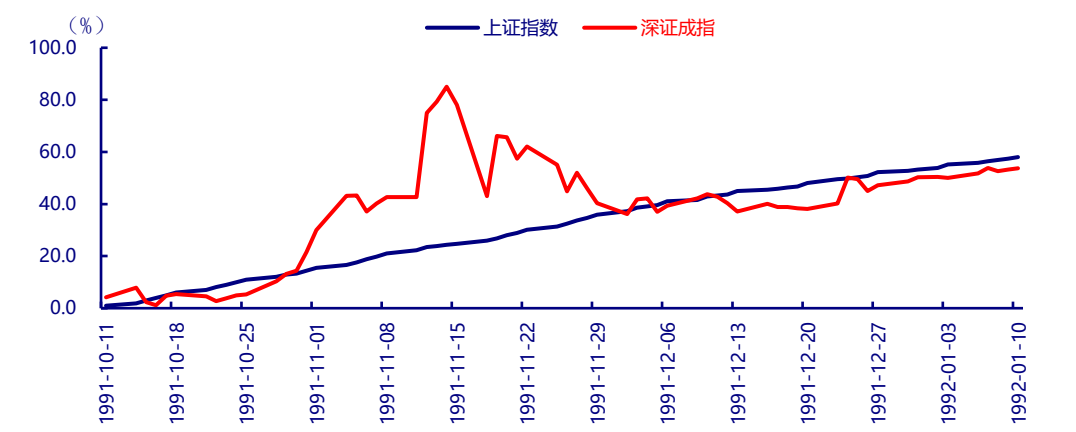
资料来源：新华社，中国银河证券研究院

（二）历次降低印花税后 A 股市场表现复盘

1. 1991 年 10 月

为了稳定 A 股市场表现，1991 年 10 月 10 日，深圳市政府宣布将印花税率由 6% 下调至 3%。该轮降低证券交易印花税对于沪深两市有明显的提振效果，其中公告发布后 25 个交易日日内，深证成指累计涨幅达 85.04%。如图 2 所示。

图 2. 1991 年 10 月降低印花税后指数表现

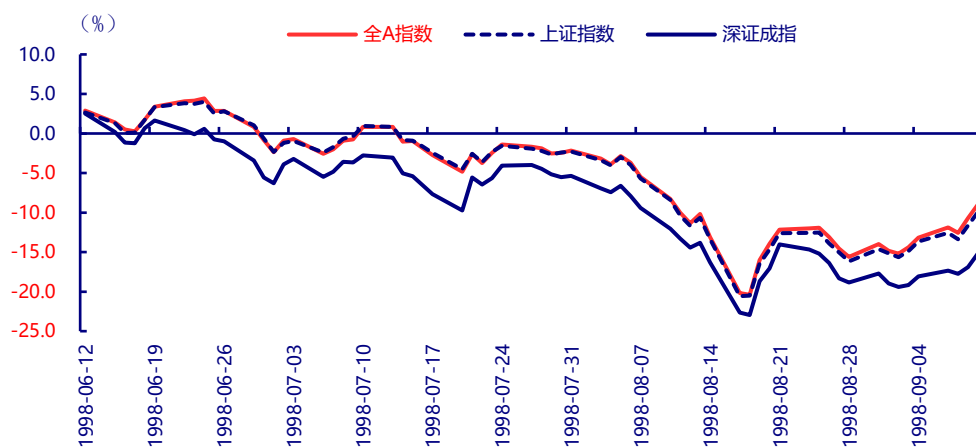


资料来源：wind，中国银河证券研究院

2. 1998 年 6 月

为促进证券市场的健康发展，1998 年 6 月 11 日，国务院决定从 6 月 12 日起，将印花税率从 5% 下调到 4%。此次公告发布后，A 股市场略有上涨。其中，证券交易印花税下调首日，全 A 指数上涨 2.91%，上证指数、深证成指分别上涨 2.65% 和 2.52%。如图 3 所示。

图 3. 1998 年 6 月降低印花税后指数表现

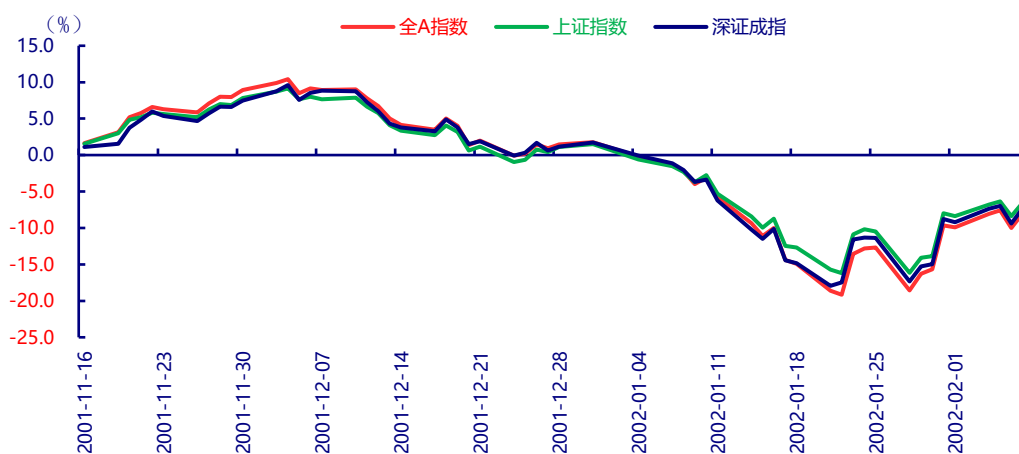


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 2001 年 11 月

2001 年 11 月 15 日, 财政部决定从 11 月 16 日起, 将证券交易印花税税率下调到 2‰。该轮证券交易印花税下调对于 A 股市场的提振效果明显, 其中, 下调后前 13 个交易日内, 全 A 指数累计涨幅达 10.41%, 上证指数、深证成指分别上涨 9.15% 和 9.61%。如图 4 所示。

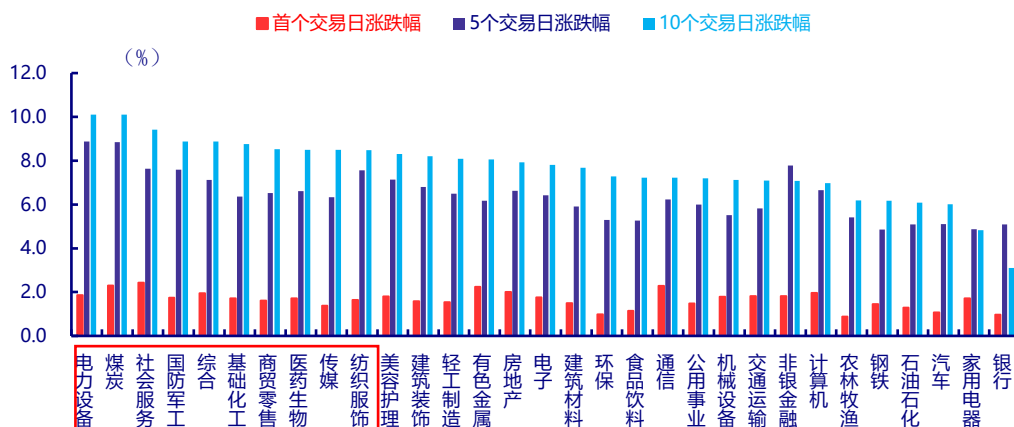
图 4. 2001 年 11 月降低印花税后指数表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分行业来看, 证券交易印花税下调后前 10 个交易日内, 电力设备(10.11%)、煤炭(10.11%)、社会服务(9.41%)、国防军工(8.87%)、综合(8.87%)等行业涨幅靠前, 而银行(3.10%)、家用电器(4.83%)、汽车(6.01%)等行业涨幅相对靠后。如图 5 所示。

图 5. 2001 年 11 月降低印花税后行业表现

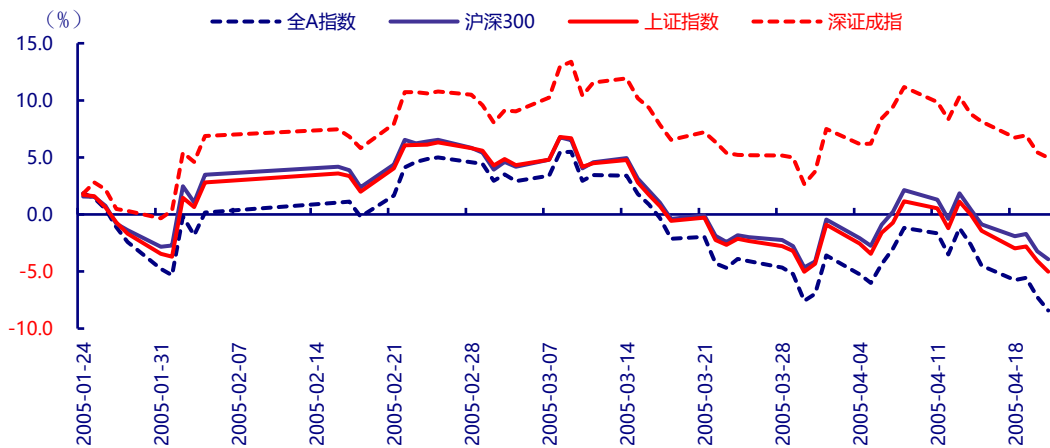


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4. 2005 年 1 月

为进一步恢复投资者的信心, 2005 年 1 月 23 日, 财政部决定从 1 月 24 日起, 印花税税率从 2% 调整为 1%。此轮降低证券交易印花税税率对于 A 股市场有短期的刺激效应。证券交易印花税下调首日, 全 A 指数上涨 1.84%, 沪深 300、上证指数、深证成指分别上涨 1.58%、1.73% 和 1.82%。如图 6 所示。

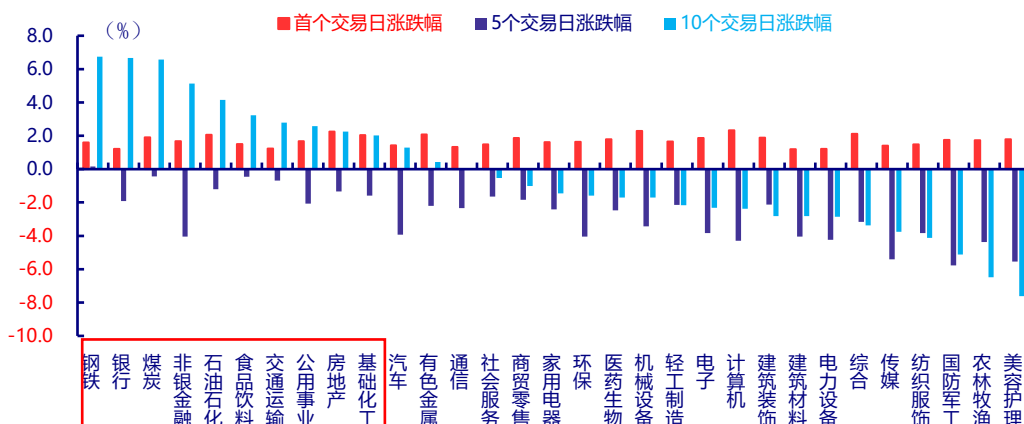
图 6. 2005 年 1 月降低印花税后指数表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分行业来看, 证券交易印花税下调首日, 31 个以及行业均出现上涨。而从下调后前 10 个交易日来看, 钢铁 (6.75%)、银行 (6.67%)、煤炭 (6.57%)、非银金融 (5.13%)、石油石化 (4.15%) 等行业涨幅较大, 美容护理 (-7.62%)、农林牧渔 (-6.49%)、国防军工 (-5.12%) 等行业显著回调。如图 7 所示。

图 7. 2005 年 1 月降低印花税后行业表现

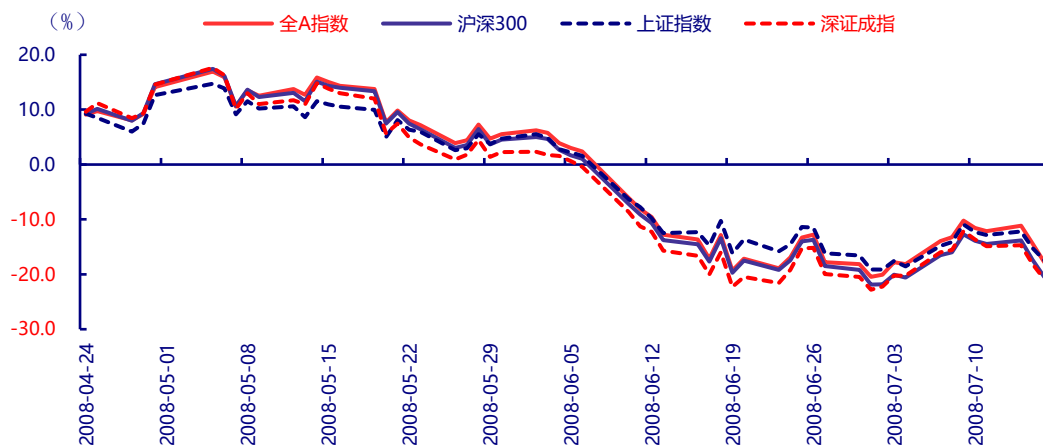


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

5. 2008 年 4 月

2008 年金融危机冲击 A 股市场, 2008 年 4 月 23 日, 财政部、国家税务总局决定从 4 月 24 日起, 调整证券交易印花税税率, 由 3‰调整为 1‰。此轮降低证券交易印花税税率后, A 股市场受到显著提振。其中, 证券交易印花税下调后前 6 个交易日, 全 A 指数上涨 16.93%, 沪深 300、上证指数、深证成指分别上涨 17.43%、14.72%和 17.62%。如图 8 所示。

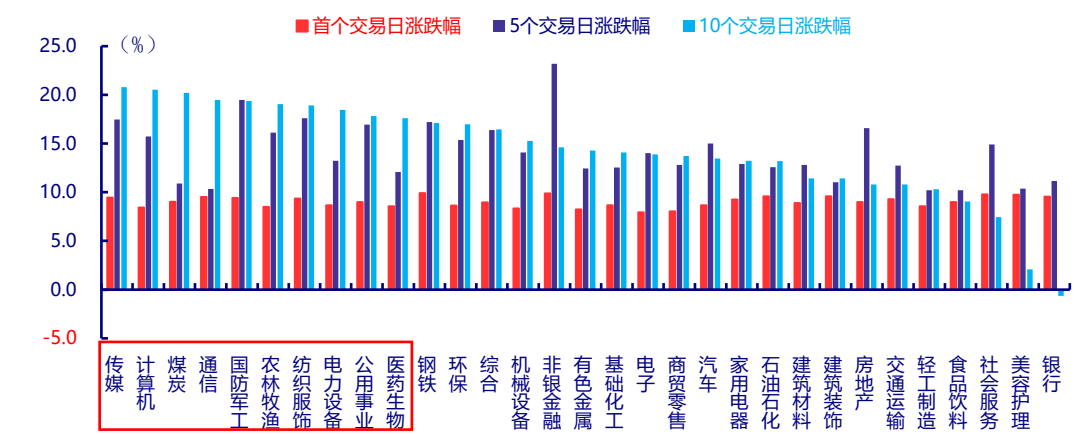
图 8. 2008 年 4 月降低印花税后指数表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分行业来看, 下调后前 10 个交易日内, 传媒(20.80%)、计算机(20.53%)、煤炭(20.19%)、通信(19.46%)、国防军工(19.39%)等行业显著上涨, 而美容护理(2.08%)涨幅较小, 银行(-0.62%)略有下跌。如图 9 所示。

图 9. 2008 年 4 月降低印花税后行业表现

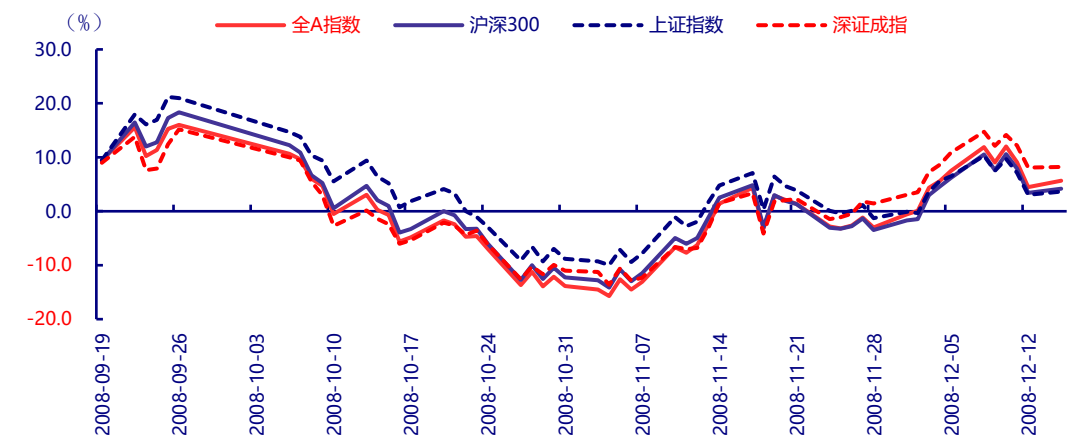


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

6. 2008 年 9 月

2008 年 9 月 18 日，经国务院批准，财政部、国家税务总局决定从 9 月 19 日起，将证券交易印花税的双边征收调整为单边征收，税率仍为 1‰，对买方不再征收印花税。这是继 2008 年 4 月 24 日下调证券交易印花税税率后，又一次对该税率进行重大调整，也是自 1991 年以来中国股市首次单边征收证券交易印花税。这一政策极大地调动投资者情绪，提振市场信心。政策实行后 6 个工作日内，全 A 指数上涨 16.01%，沪深 300、上证指数、深证成指分别上涨 18.34%、20.99%和 15.18%。如图 10 所示。

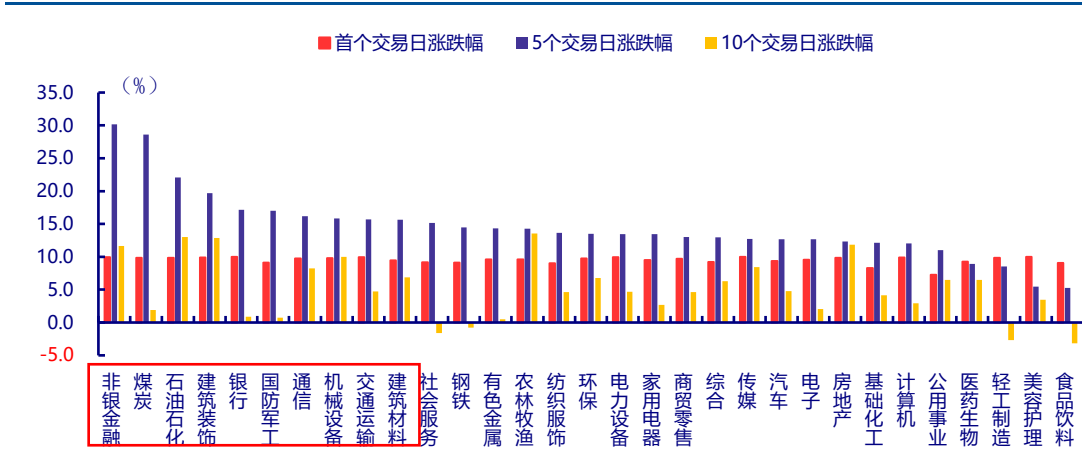
图 10. 2008 年 9 月印花税调整后指数表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分行业来看，证券交易印花税调整后前 5 个工作日内，各一级行业涨幅更为显著。其中，非银金融（30.16%）、煤炭（28.58%）、石油石化（22.08%）、建筑装饰（19.70%）、银行（17.15%）等行业显著上涨，而食品饮料（5.26%）、美容护理（5.44%）、轻工制造（8.52%）、医药生物（8.93%）等行业涨幅相对靠后。如图 11 所示。

图 11. 2008 年 9 月印花税调整后行业表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

7. 总结展望

通过复盘历次降低证券交易印花税后的市场表现,可以发现,证券交易印花税下调对于活跃资本市场具有积极作用,短期内有助于提振 A 股市场表现。长期来看, A 股市场仍需更多政策组合发力。短期内关注非银金融、煤炭、石油石化、国防军工等行业,主要涉及“中特估”主线。如表 3、4 所示。

表 3. 历次降低印花税后行业表现总结 (%)

行业	首个交易日 平均涨跌幅	5 个交易日 平均涨跌幅	10 个交易日 平均涨跌幅	首月平均 涨跌幅	行业	首个交易日 平均涨跌幅	5 个交易日 平均涨跌幅	10 个交易日 平均涨跌幅	首月平均 涨跌幅
非银金融	5.83	14.27	9.62	2.85	传媒	5.56	7.78	8.49	2.15
煤炭	5.77	11.98	9.69	5.43	有色金属	5.54	7.68	5.82	-0.21
石油石化	5.69	9.64	9.11	6.54	商贸零售	5.31	7.62	6.47	2.02
国防军工	5.52	9.58	5.96	1.60	通信	5.72	7.60	8.73	5.84
钢铁	5.52	9.17	7.31	3.76	建筑材料	5.26	7.58	5.79	2.10
社会服务	5.71	9.01	3.68	-0.99	环保	5.25	7.53	7.35	2.09
建筑装饰	5.73	8.85	7.42	6.44	计算机	5.66	7.53	7.01	3.47
纺织服饰	5.37	8.74	6.98	1.95	基础化工	5.17	7.36	7.26	3.81
房地产	5.78	8.54	8.21	5.13	电子	5.28	7.32	5.35	0.67
交通运输	5.57	8.39	6.35	1.55	汽车	5.13	7.22	6.38	1.09
综合	5.56	8.33	7.06	2.66	家用电器	5.52	7.20	4.82	0.39
机械设备	5.55	8.00	7.67	3.80	医药生物	5.34	6.29	7.72	5.71
公用事业	4.85	7.97	8.52	6.32	轻工制造	5.40	5.77	3.38	-1.06
银行	5.43	7.87	2.51	0.13	食品饮料	5.18	5.08	4.09	-0.42
农林牧渔	5.18	7.86	8.08	3.14	美容护理	5.83	4.35	1.55	-1.14
电力设备	5.41	7.84	7.60	4.79					

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 4. 历次降低印花税后指数表现总结 (%)

上证指数	首日涨跌幅	五日涨跌幅	十日涨跌幅	首月涨跌幅	深证成指	首日涨跌幅	五日涨跌幅	十日涨跌幅	首月涨跌幅
1991/10/10	0.96	4.97	9.98	21.05	1991/10/10	4.14	4.79	4.92	42.63
1998/6/12	2.65	1.71	2.55	0.96	1998/6/12	2.52	0.67	-0.75	-2.79
2001/11/16	1.57	5.83	6.84	3.34	2001/11/16	1.12	5.98	6.59	3.79
2005/1/23	1.73	-1.69	2.80	6.08	2005/1/23	1.82	0.32	6.88	10.71
2008/4/24	9.29	12.65	10.22	5.94	2008/4/24	9.59	14.60	11.00	3.67
2008/9/19	9.46	21.19	9.43	1.84	2008/9/19	9.00	12.40	2.97	-5.39
均值	4.28	7.44	6.97	6.53	均值	4.70	6.46	5.27	8.77

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

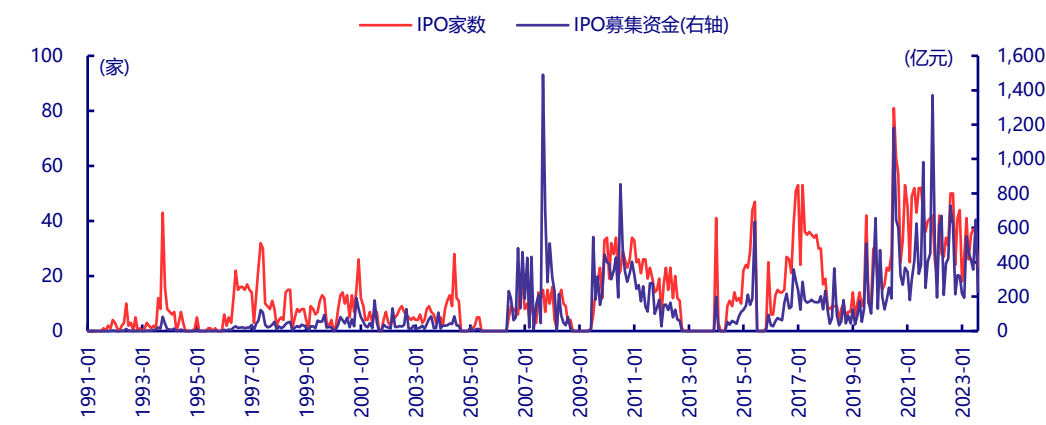
三、IPO、再融资

(一) 历史上 9 次暂停 IPO

8 月 27 日, 证监会充分考虑当前市场形势, 完善一二级市场逆周期调节机制, 围绕合理把握 IPO、再融资节奏, 作出以下安排: (1) 根据近期市场情况, **阶段性收紧 IPO 节奏**, 促进投融资两端的动态平衡; (2) 对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资, **实施预沟通机制, 关注融资必要性和发行时机**; (3) 突出扶优限劣, 对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资, **适当限制其融资间隔、融资规模**; (4) 引导上市公司合理确定再融资规模, 严格执行融资间隔期要求; (5) 严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务, 严限多元化投资; (6) **房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制**。

按发行日来看, 2023 年 7 月, A 股 IPO 家数 37 家、募集资金 647.656 亿元, 1-7 月共有 221 家企业 IPO 上市、募集资金 2834.852 亿元, IPO 数量高于去年同期, 但募资金额低于去年同期。2022 年 1-7 月有 207 家 IPO、募集资金 3021.083 亿元。如图 12 所示。

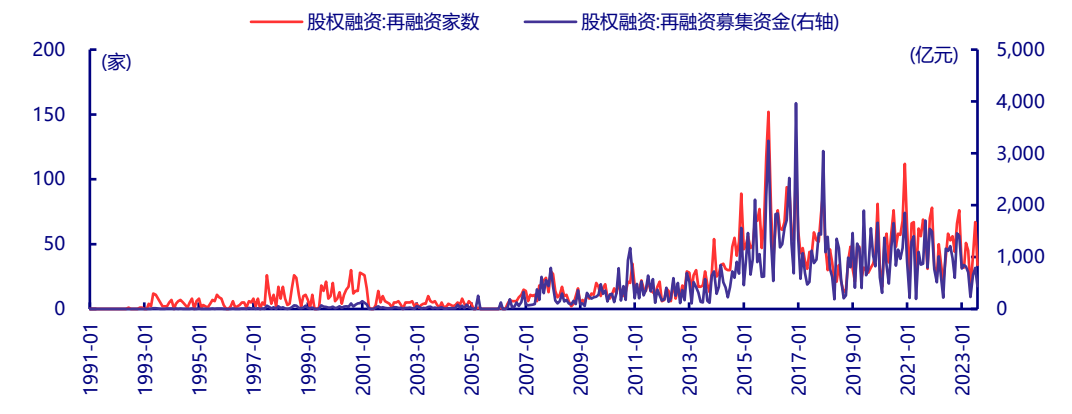
图 12. A 股市场 IPO 家数与募集资金数量 (按发行日)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从再融资来看，2023 年 1-7 月，有 284 家公司进行股权再融资，募集资金 4832 亿元。2022 年同期为 262 家、募集资金 5407.662 亿元，即 2023 年再融资规模有所下降。如图 13 所示。

图 13. A 股市场股权再融资家数与募集资金数量（按发行日）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 5. A 股历史上 9 次暂停 IPO

开始时间	结束时间	持续时长(月)	背景
1994-07-21	1994-12-07	4.6	股市低迷行情持续一年半，市场信心极度涣散。7 月 30 日，监管层出台“三大救市政策”：年内暂停新股发行与上市；严格控制上市公司配股规模；扩大入市资金范围。
1995-01-19	1995-06-09	4.7	1995 年年初，市场资金多集中在国债期货上，股市因为缺乏资金，延续了 1994 年末尾的消沉。3 月，国债期货市场爆发了震惊全国的“3·27 事件”。IPO 也在重启后仅 1 个月即告再度暂停。
1995-07-05	1996-01-03	6.1	1995 年 8 月，上市公司首次出现业绩亏损。市场的低迷让新股发行停止。
2001-07-31	2001-11-02	3.1	2001 年 6 月 22 日，国务院五部委联合发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》。该办法第五条规定：股份有限公司首次发行和增发股票时，均应按融资额的 10% 出售国有股，且减持的价格执行市场定价。10 月 22 日，证监会宣布办法暂停。
2004-08-26	2005-01-23	5.0	2004 年 12 月，中国证监会发布了《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，而在方案正式出台前，IPO 被暂停。
2005-05-25	2006-06-02	12.4	由于股权分置改革，IPO 暂停一年。
2008-09-16	2009-07-10	9.9	美国次贷危机引发国际金融危机，A 股也于 2008 年 9 月 18 日最低见 1802.33 点。在此背景下，IPO 暂停。
2012-11-16	2013-12-30	13.6	从 2009 年 8 月开始，A 股连续 3 年成为主要经济体表现最差市场。监管层一直没有明确表态，但期间开展了号称史上最严的 IPO 公司财务大检查，事实表明，IPO 确实是处于暂停状况。
2015-07-04	2015-11-06	4.2	从 2015 年 6 月中旬开始，A 股出现不稳定性暴跌，短短 20 天的时间内，由 5100 多点跌至 3800 点附近。监管层出台多种振市措施，暂停 IPO 为其中之一。

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

自 1994 年以来，我国 A 股共经历了 9 次 IPO 暂停，暂停原因包括：股市低迷、市场信心不足、上市公司业绩亏损、股权分置改革、公司监管严格等等。暂停 IPO、延缓再融资等措施

可以通过延缓股市资金需求，直接减少股市资金流出，一定程度上可防止上市公司在资本市场“圈钱”，保护投资者利益，促进市场平稳运行。如表 5 所示。

(二) 宽基指数表现

9 次暂停 IPO 期间，全 A 指数 5 次上涨、3 次下跌；上证指数 5 次上涨、4 次下跌，深证成指 4 次上涨，5 次下跌。上述事实表明，暂停 IPO 并不一定能够促进股市上涨，但停发新股对提振二级市场具有“稳定军心”的作用。如表 6 所示。

表 6. 暂停 IPO 期间宽基指数区间涨跌幅(%)

开始时间	结束时间	持续时长 (月)	万得全 A	上证 50	沪深 300	上证指数	深证成指	中证 1000
1994-07-21	1994-12-07	4.6	-	-	-	65.75	31.00	-
1995-01-19	1995-06-09	4.7	16.13	-	-	18.36	-6.94	-
1995-07-05	1996-01-03	6.1	-12.80	-	-	-12.60	-6.69	-
2001-07-31	2001-11-02	3.1	-14.61	-	-	-13.57	-16.58	-
2004-08-26	2005-01-23	5.0	-6.91	-6.99	-6.91	-7.86	-3.45	0.63
2005-05-25	2006-06-02	12.4	66.46	48.85	60.07	55.46	48.49	65.58
2008-09-16	2009-07-10	9.9	69.35	47.15	63.55	49.73	83.21	94.20
2012-11-16	2013-12-30	13.6	16.22	-1.01	4.82	3.31	-2.28	40.88
2015-07-04	2015-11-06	4.2	2.21	-3.44	-2.38	-2.63	0.22	2.89

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

由于每次暂停持续时长差异较大，通过计算月均涨跌幅提高可比性。历次 IPO 暂停期间，全 A 月均涨跌幅平均值为 0.74%，其余宽基指数的月均涨跌幅平均值也均为正值。其中，中证 1000 指数月均涨跌幅平均值为 2.89%，领涨；上证指数为 1.58%，沪深 300 为 1.46%，上证 50 为 0.98%，深证成指为 0.72%。如表 7 所示。

表 7. 暂停 IPO 期间宽基指数月均涨跌幅(%)

开始时间	结束时间	持续时长(月)	万得全 A	上证 50	沪深 300	上证指数	深证成指	中证 1000
1994-07-21	1994-12-07	4.6	-	-	-	11.61	6.05	-
1995-01-19	1995-06-09	4.7	3.23	-	-	3.65	-1.52	-
1995-07-05	1996-01-03	6.1	-2.22	-	-	-2.18	-1.13	-
2001-07-31	2001-11-02	3.1	-4.97	-	-	-4.59	-5.68	-
2004-08-26	2005-01-23	5.0	-1.42	-1.44	-1.42	-1.62	-0.70	0.12
2005-05-25	2006-06-02	12.4	4.19	3.26	3.87	3.62	3.24	4.15
2008-09-16	2009-07-10	9.9	5.47	3.98	5.09	4.16	6.31	6.93
2012-11-16	2013-12-30	13.6	1.11	-0.07	0.35	0.24	-0.17	2.55
2015-07-04	2015-11-06	4.2	0.52	-0.83	-0.57	-0.63	0.05	0.68
平均值		7.1	0.74	0.98	1.46	1.58	0.72	2.89

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 一级行业指数表现

表 8. 暂停 IPO 期间一级行业月均涨跌幅(%)

开始时间	2001-07-31	2004-08-26	2005-05-25	2008-09-16	2012-11-16	2015-07-04	行业区间月均
结束时间	2001-11-02	2005-01-23	2006-06-02	2009-07-10	2013-12-30	2015-11-06	涨跌幅: 平均
持续时长(月)	3.1	5.0	12.4	9.9	13.6	4.2	值
传媒	-4.77	3.48	4.30	4.83	5.74	0.74	2.39
国防军工	-4.92	-2.37	9.17	6.97	3.07	2.13	2.34
计算机	-2.72	1.15	3.18	5.31	4.35	0.83	2.02
房地产	-5.19	-0.74	4.17	10.23	0.38	0.53	1.56
通信	-1.87	0.02	1.18	5.74	2.81	1.33	1.54
电力设备	-6.59	-1.34	6.34	7.88	2.55	0.36	1.53
非银金融	-0.81	-1.88	6.42	4.90	0.95	-0.90	1.45
机械设备	-3.60	-1.36	5.12	6.36	1.41	0.14	1.34
美容护理	-5.06	-1.88	5.78	5.77	1.78	0.89	1.21
商贸零售	-4.92	-0.94	5.68	5.01	1.37	1.05	1.21
环保	-5.48	-3.14	3.33	6.23	4.02	2.26	1.20
社会服务	-6.35	0.23	4.84	5.63	1.60	1.26	1.20
汽车	-4.30	-4.29	4.49	8.44	2.18	0.49	1.17
电子	-4.72	-0.20	3.16	5.10	3.12	-0.19	1.04
医药生物	-5.07	-0.77	3.10	6.01	2.41	0.46	1.02
综合	-6.00	-0.90	3.89	6.67	1.47	0.12	0.88
纺织服饰	-3.80	-2.73	3.26	5.22	1.09	1.86	0.82
银行	-0.83	-3.17	3.70	5.06	0.74	-0.86	0.77
建筑装饰	-5.13	-1.62	4.77	4.68	0.19	1.49	0.73
建筑材料	-5.96	-3.05	4.30	8.23	0.53	0.25	0.72
家用电器	-2.75	-2.83	2.41	6.51	3.17	-2.37	0.69
有色金属	-6.82	-1.58	7.00	7.98	-1.97	-0.48	0.69
轻工制造	-4.90	-1.17	3.00	4.28	2.13	-0.04	0.55
食品饮料	-4.22	0.16	5.51	3.46	-0.96	-0.88	0.51
农林牧渔	-8.65	-2.06	4.21	4.97	1.86	2.17	0.42
交通运输	-4.40	0.52	1.73	3.06	1.15	0.40	0.41
公用事业	-3.67	-3.17	2.35	3.87	1.34	-0.01	0.12
基础化工	-5.63	-2.46	4.14	3.53	1.05	-0.21	0.07
煤炭	-6.32	-0.57	2.95	8.66	-3.20	-2.26	-0.12
石油石化	-5.90	-3.22	4.55	3.57	0.80	-3.65	-0.64
钢铁	-4.81	0.17	2.59	3.72	-0.83	-4.93	-0.68
平均值	-4.71	-1.35	4.21	5.74	1.49	0.06	0.91

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从行业来看，一级行业指数自 2000 年始有数据，至今经历了 6 次 IPO 暂停。从所有行业月均涨跌幅的均值来看，6 次 IPO 暂停期间，有 4 次录得正的收益，2 次录得负的收益。其中，2005 年 5 月 25 日至 2006 年 6 月 2 日，一级行业平均每月上涨 4.21%；2008 年 9 月 16 日至 2009 年 7 月 10 日，一级行业平均每月上涨 5.74%；2012 年 11 月 16 日至 2013 年 12 月 30 日，一级行业平均每月上涨 1.49%；2015 年 7 月 4 日至 2015 年 11 月 6 日，一级行业平均每月上涨 0.06%。最近的四次 IPO 暂停对行业行情的提振作用逐次下降。如表 8 所示。

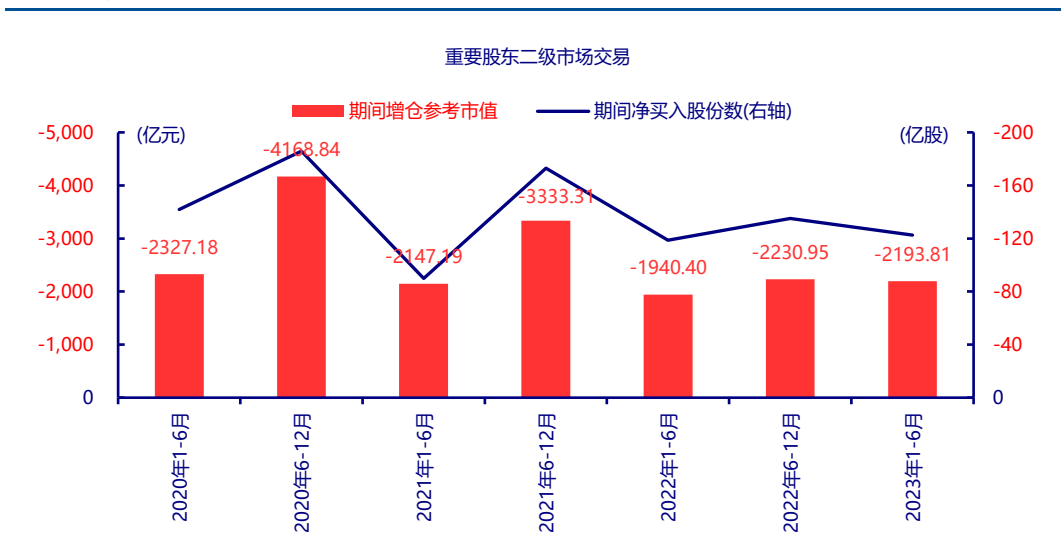
通过计算各行业所有 IPO 暂停期间月均涨跌幅的平均值，以发现超额收益相对较高的行业。结果显示，31 个一级行业中，有 28 个一级行业月均涨跌幅的均值为正。其中，**传媒**（历次 IPO 暂停期间月均涨跌幅均值：2.39%，下同）、**国防军工**（2.34%）、**计算机**（2.02%）涨幅超 2%，遥遥领先于其他行业。其次，月均涨跌幅均值排名前 10 的行业还有**房地产**、**通信**、**电力设备**、**非银金融**、**机械设备**、**美容护理**、**商贸零售**等行业；而**钢铁**、**石油石化**、**煤炭**分别录得-0.68%、-0.64%、-0.12%的月均涨跌幅均值，**基础化工**、**公用事业**、**交通运输**等行业表现也相对靠后。如表 8 所示。

8 月 27 日，证监会表示：“房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制”。在收紧市场总体 IPO 节奏、放缓再融资进程的同时，对房地产格外优待。而历次 IPO 暂停期间，房地产行情表现居前，因此，未来房地产行业有望取得较好收益。

四、减持、融资保证金比例

（一）减持

图 14. 全部 A 股重要股东二级市场资本净减持情况



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

8 月 27 日，证监会充分考虑市场关切，认真研究评估股份减持制度，现就进一步规范相关方减持行为，作出以下要求：**上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30% 的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。**控股股东、实际控制人的一致行动人比照上述要求执行；上市公司披露为

无控股股东、实际控制人的，第一大股东及其实际控制人比照上述要求执行。同时，从严控制其他上市公司股东减持总量，引导其根据市场形势合理安排减持节奏；鼓励控股股东、实际控制人及其他股东承诺不减持股份或者延长股份锁定期。

上述减持制度落实后，不符合要求从而不能减持的上市公司股东将增多，未来大股东随意减持、高位套现的行为将会受到约束。从严控制减持，有助于放缓资金流出股市，减少市场波动，稳定市场行情。2023年上半年，重要股东二级市场资本净减持金额约2194.81亿元，净减持122.56亿股，高于2022年同期的净减持1940.40亿元、净减持118.80亿股；与2021年同期基本持平，但低于2020年同期。如图14所示。

（二）融资保证金

所谓融资保证金比例，是指投资者融资买入时交付的保证金与融资交易金额的比例。根据《融资融券试点交易实施细则》，投资者融资买入证券时，融资保证金比例不得低于50%。证券公司在不超过上述交易所规定比例的基础上，可以根据融资买入标的证券在计算保证金金额时所适用的折算率标准，自行确定相关融资保证金比例。

融资保证金比例决定了客户融资买入交易的杠杆率。当融资保证金比例为50%时，客户用100万元的保证金最多可以向证券公司融资200万元买入证券，该笔融资交易的杠杆率为2倍。而当融资保证金比例提高至100%时，客户用100万元的保证金最多只能向证券公司融资100万元买入证券，此时融资交易的杠杆率为1倍。

1. 2015年11月23日，融资保证金最低比例由50%提高至100%

2015年11月13日，经中国证监会批准，上海证券交易所（上证所）、深圳证券交易所（深交所）对融资融券交易实施细则进行了修改，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由50%提高至100%。此调整将自2015年11月23日起实施。

在2015年11月23日之前，融资保证金比例是50%。

2. 2023年9月8日，融资保证金最低比例由100%降低至80%

8月27日，上交所、深交所、北交所发布通知，修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。此调整将自2023年9月8日收市后实施。

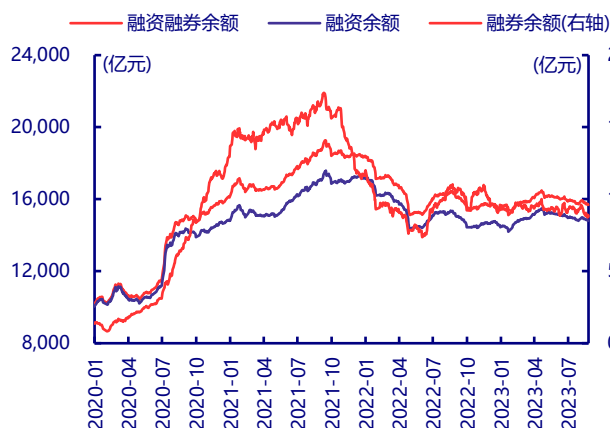
当融资保证金比例为100%时，投资者用100万元的保证金最多可以向证券公司融资100万元买入证券。而当融资保证金比例降低至80%时，客户用100万元的保证金最多可以向证券公司融资125万元买入证券。因此，此次融资保证金最低比例调整后，融资交易的杠杆率从1倍提高至1.25倍，有利于提高交易流动性，活跃资本市场。在杠杆风险总体可控的基础上，适度放宽融资保证金比例，有利于促进融资融券业务功能发挥，盘活存量资金。本次调整同时适用于新开仓合约及存量合约，投资者不必了结存量合约即可适用新的保证金比例。

截至2023年8月25日，场内融资融券余额15678.52亿元，其中，融资余额为14792.02亿元，融券余额为886.50亿元；上年末，场内融资融券余额15403.92亿元，其中，融资余额为14445.11亿元，融券余额为958.81亿元。因此，年初至今，融资融券余额小幅下降，融资

余额小幅上升，而融券余额小幅下降，总体窄幅波动，表明市场交易活跃度较低。如图 15 所示。

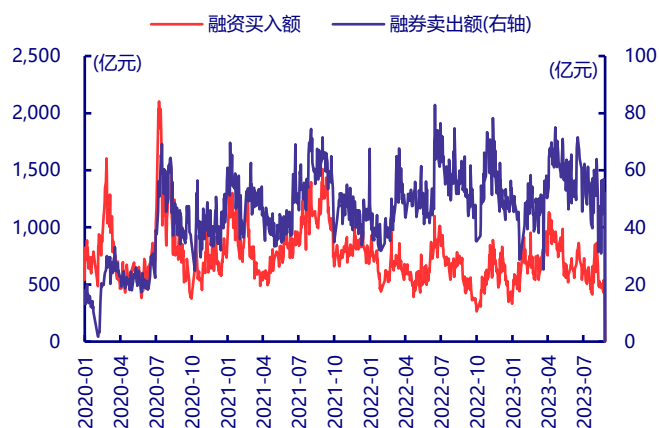
从每日融资买入额、融券卖出额来看，2023 年年初至今，两者均先升后降，4 月以来持续下降，即交易活跃度持续降低。而保证金比例下调，将有望促进两融交易额水平抬升。如图 16 所示。

图 15. A 股市场融资融券余额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16. A 股市场融资融券交易额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2015 年融资保证金最低比例提高后，市场杠杆率下降，政策发布后开盘的第一个交易日，全 A 上涨 1.63%，主要宽基指数纷纷上涨；政策发布后的一周，宽基指数也纷纷上涨。但政策实施后的第一天，全 A 下跌 0.79%，主要宽基指数纷纷下跌；政策实施后的第一周，宽基指数均收跌，全 A 跌 5.33%，跌幅较大。上述事实表明，政策实施后市场行情反应较大，且杠杆率下降时，市场普跌。因此，2023 年 9 月 8 日融资保证金比例下调政策实施后，有望促进市场行情上涨。如表 9 所示。

表 9. 2015 年融资保证金最低比例由 50% 提高至 100% 后宽基指数行情(%)

政策发布后	开始时间	结束时间	万得全 A	上证 50	沪深 300	上证指数	深证成指	创业板指	中证 1000
一天	2015-11-16	2015-11-16	1.63	-0.02	0.48	0.73	1.76	3.21	2.62
一周	2015-11-16	2015-11-20	2.98	0.78	0.75	1.39	2.42	3.32	5.09
一月	2015-11-16	2015-12-16	1.31	-2.91	-1.62	-1.81	0.88	1.95	4.42
政策实施后									
一天	2015-11-23	2015-11-23	-0.79	-0.40	-0.56	-0.56	-0.91	-1.06	-0.95
一周	2015-11-23	2015-11-27	-5.33	-5.36	-5.76	-5.35	-5.83	-5.38	-4.85
一月	2015-11-23	2015-12-23	2.54	1.47	2.44	0.15	2.41	-0.58	1.89

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从行业来看，2015 年 11 月 23 日融资保证金比例上调政策实施后，31 个一级行业中，有 27 个行业下跌，为普跌行情。其中，政策实施后一天，跌幅较大的行业有通信（涨跌幅：-1.93%，下同）、有色金属（-1.87%）、环保（-1.73%）、电子（-1.73%）、计算机（-1.38%）等行业，行业主要集中在 TMT 板块；政策实施一周后，所有一级行业均收跌，其中跌幅较大的行业有

国防军工 (-7.93%)、非银金融 (-6.94%)、建筑装饰 (-6.84%)、环保 (-6.48%)、电力设备 (-6.44%)、公用事业 (-6.26%)、钢铁 (-6.16%)、机械设备 (-6.03%) 等行业，周跌幅均超 6%，行业主要集中在金融板块和地产板块。如表 10 所示。

表 10. 2015 年融资保证金最低比例由 50% 提高至 100% 后一级行业指数行情(%)

	政策发布后			政策实施后		
	一天	一周	一个月	一天	一周	一个月
开始时间	2015/11/16	2015/11/16	2015/11/16	2015/11/23	2015/11/23	2015/11/23
结束时间	2015/11/16	2015/11/20	2015/12/16	2015/11/23	2015/11/27	2015/12/23
通信	2.97	5.43	5.89	-1.93	-4.15	1.09
有色金属	1.92	3.31	3.75	-1.87	-5.13	1.20
环保	2.63	2.45	-2.13	-1.73	-6.48	-2.82
电子	3.35	7.83	6.97	-1.73	-5.02	0.96
计算机	3.11	3.95	2.82	-1.48	-5.19	0.04
综合	2.95	5.54	7.13	-1.39	-2.71	5.35
电力设备	2.01	3.10	-1.72	-1.36	-6.44	-2.10
煤炭	1.29	1.77	-3.96	-1.20	-5.90	-2.49
钢铁	0.77	0.91	-6.16	-1.17	-6.16	-3.82
国防军工	1.38	4.35	-8.23	-1.15	-7.39	-10.88
机械设备	3.21	5.32	1.00	-0.98	-6.03	-1.87
交通运输	0.38	0.21	-5.80	-0.96	-5.55	-2.79
非银金融	-0.73	-2.12	-3.43	-0.86	-6.94	4.29
汽车	1.09	1.18	0.84	-0.84	-4.19	2.99
社会服务	0.32	2.77	5.83	-0.78	-4.99	8.12
公用事业	0.56	0.60	-4.93	-0.75	-6.26	-3.04
建筑材料	1.90	3.59	4.25	-0.66	-5.25	5.45
石油石化	1.41	1.89	-1.65	-0.61	-5.52	-0.58
房地产	1.73	4.79	9.78	-0.45	-5.40	13.80
医药生物	1.49	1.75	0.68	-0.39	-4.09	3.85
农林牧渔	1.22	3.31	2.73	-0.36	-3.62	3.78
基础化工	1.82	3.60	4.36	-0.29	-3.23	3.51
家用电器	0.93	3.06	5.10	-0.23	-3.68	9.43
银行	0.23	2.31	-0.23	-0.22	-4.63	2.60
建筑装饰	1.62	1.88	-6.08	-0.18	-6.84	-4.32
食品饮料	0.79	1.90	1.47	-0.11	-3.59	7.55
轻工制造	1.71	4.21	3.09	-0.10	-2.90	0.50
传媒	2.38	2.85	3.24	0.05	-5.03	0.83
商贸零售	1.26	1.75	0.51	0.33	-4.33	4.37
纺织服饰	1.66	3.48	3.68	0.34	-4.13	3.22
美容护理	1.05	2.48	4.03	0.74	-3.38	7.93

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

上述事实表明，TMT 板块对降杠杆反应相对较快，而金融板块、地产板块一周后反应程度相对较深。上述行业均对融资保证金比例调整较为敏感，此次融资保证金比例调降，有望促进相关行业上涨。

五、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

插图目录

图 1. “活跃资本市场，提振投资者信心”政策梳理	3
图 2. 1991 年 10 月降低印花税后指数表现	5
图 3. 1998 年 6 月降低印花税后指数表现	6
图 4. 2001 年 11 月降低印花税后指数表现	6
图 5. 2001 年 11 月降低印花税后行业表现	7
图 6. 2005 年 1 月降低印花税后指数表现	7
图 7. 2005 年 1 月降低印花税后行业表现	8
图 8. 2008 年 4 月降低印花税后指数表现	8
图 9. 2008 年 4 月降低印花税后行业表现	9
图 10. 2008 年 9 月印花税调整后指数表现	9
图 11. 2008 年 9 月印花税调整后行业表现	10
图 12. A 股市场 IPO 家数与募集资金数量（按发行日）	11
图 13. A 股市场股权再融资家数与募集资金数量（按发行日）	12
图 14. 全部 A 股重要股东二级市场资本净减持情况	15
图 15. A 股市场融资融券余额	17
图 16. A 股市场融资融券交易额	17

表格目录

表 1. 证券交易印花税历次调整	5
表 2. 2008 年与当前发展环境和政策目标对比	4
表 3. 历次降低印花税后行业表现总结（%）	10
表 4. 历次降低印花税后指数表现总结（%）	11
表 5. A 股历史上 9 次暂停 IPO	12
表 6. 暂停 IPO 期间宽基指数区间涨跌幅(%)	13
表 7. 暂停 IPO 期间宽基指数月均涨跌幅(%)	13
表 8. 暂停 IPO 期间一级行业月均涨跌幅(%)	14
表 9. 2015 年融资保证金最低比例由 50%提高至 100%后宽基指数行情(%)	17
表 10. 2015 年融资保证金最低比例由 50%提高至 100%后一级行业指数行情(%)	18

分析师简介及承诺

分析师：杨超，清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn