

逆周期调节加码，高质量发展升级

——8月4日四部委联合发布会点评

核心内容：

8月4日，国家发展改革委、财政部、中国人民银行、国家税务总局联合召开新闻发布会，国家发展改革委副秘书长、综合司司长袁达、财政部税政司副司长魏岩、人民银行货币政策司司长邹澜、国家税务总局总会计师罗天舒介绍了“打好宏观政策组合拳，推动经济高质量发展”有关情况。

1.从出席新闻发布会的人员和会议主要内容来看，此次会议的目的是促进政策协同、推进政策落实，以及动员地方政府因城施策出台消费、房地产等本地化的政策。例如财政部指导地方财税部门落实落细支持小微企业和个体工商户发展的税费政策，就直接指向地方落实。

2.相比7月24日中央政治局会议的部署，此次会议只涉及一部分内容，很多政策没有涉及。尤其是“活跃资本市场”、“适时调整优化房地产政策”、“推动城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”、“制定实施一揽子化债方案”等更受关注的政策，可能仍有专题推进会议。

3.货币政策层面，人民银行货币政策司司长邹澜出席此次新闻发布会，并回应了市场对于货币政策的两大关切。一是总量货币工具的使用；二是结构性货币政策工具的发力方向。总体上我们对于下半年的政策预期比市场预期更进一步。总量层面可能会有2次共50BP的降准，并释放约1万亿以上资金。对于普遍预期的4季度才会出现的降息也可能提前。结构性工具层面，地方政府债务化解和房地产市场的平稳运行可能需要结构性工具更快推出，除了可能增加的保交楼专项基金2000亿，可能会新设平稳市场风险的金融工具，以及政策性金融工具。

4.财政政策方面。本次会议主要提及“将小微企业和个体工商户作为减税降费支持重点”。我们发现相比一次性大规模减税降费而言，对关键税收政策的持续性优惠更有助于企业预期修复。如2016年“营改增”试点，虽然全年仅有5700亿减税规模，但企业信心修复明显；2018年我国又降低制造业等行业的增值税率，扩大享受税收优惠的小微企业范围，也再次明显提升当年制造业景气度。此外，城中村改造与基础设施均需配套资金支持，政策性金融工具有望加码。

5.房地产与促消费方面：房地产政策的基础口径仍与7月24日中央政治局会议吻合，对于需求侧的关注高于供给方。从6月以来的一系列政策可以看到，汽车、家居消费、电子产品消费是已经施行的政策，对于住宅刚需和改善性需求也持有积极态度。

6.从A股投资的视角来看，8月4日四部门联合新闻发布会主要涉及大消费、交通基础设施、房地产、科技创新、国企改革、民营经济、地方债与金融等领域。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：(8610) 8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：吕雷、于金潼

风险提示：

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.政策时滞的风险

目 录

一、此次会议聚焦政策落实，关注部门协同与本地化	3
(一) 货币政策延续“充裕”基调	3
1. 降准主要是锚定狭义流动性.....	3
2. 降息要兼顾经济增长、汇率、金融风险.....	5
3. 进一步推动降低存款利率.....	6
4. 结构性工具保持支持房地产市场平稳运行.....	6
(二) 税费政策结构性优化，准财政政策值得期待	7
1. 税收优惠政策.....	7
2. 城中村改造与基础设施均需配套资金支持，政策性金融工具有望加码.....	9
(三) 房地产进一步明确了需求侧的重心	10
(四) 消费政策已密集出台，此次会议强调监督实施	11
二、政策进入落实利好 A 股市场，建议把握主线投资机会	13
(一) 消费领域.....	13
(二) 国产替代科技创新领域.....	14
(三) “中特估”板块	16
(四) 房地产行业.....	17
(五) 民营经济.....	18
(六) 交通基础设施.....	20

一、此次会议聚焦政策落实，关注部门协同与本地化

8月4日，国家发展改革委、财政部、中国人民银行、国家税务总局联合召开新闻发布会，介绍“打好宏观政策组合拳，推动经济高质量发展”有关情况。

发展改革委介绍了六个方面内容：包括积极扩大国内需求、做强做优实体经济、推动高水平科技自立自强、持续深化改革开放、切实保障改善民生、防范化解重点领域风险。

财税方面：指导地方财税部门落实落细支持小微企业和个体工商户发展的税费政策。严禁征收“过头税费”、违规揽收收费、虚增收入等违法违规行为；坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派问题。税务总局研究延续优化完善税费优惠政策的政策；便利税费优惠申报享受；及时响应经营主体的合理诉求，促进广大经营主体及时知晓和享受政策红利。

人民银行：下一阶段将发挥好货币政策总量和结构双重功能，继续实施好存款工具，对结构性矛盾仍然突出领域，延续实施期限，多措并举巩固政策成效，必要时可再创设新的工具，持续支持普惠金融、绿色低碳等重点领域和薄弱环节。

（一）货币政策延续“充裕”基调

人民银行货币政策司长邹澜出席此次新闻发布会，并回应了市场对于货币政策的两大关切：1.未来总量货币工具的使用；2.结构性货币政策工具的发力方向。讲话总体上延续了7月中央政治局会议的定调和央行下半年工作会议的部署，并强调“有充足的政策空间、丰富的政策工具，有信心、有条件、有能力应对好各类风险挑战”，表明央行当前对货币政策工具箱使用保持积极态度，货币政策放松可以预见。我们提示应对下半年社会融资和信贷增速的提升更为乐观。尤其是强调重点领域的结构性货币政策工具的继续实施和必要时新设工具，市场预期较为强烈的降准和降息下半年可能会如期到来。

我们对于下半年的政策预期比市场预期更进一步，地方政府债务化解和房地产市场的平稳运行可能需要央行的结构性便利工具更快推出。也就是，除了可能增加的保交楼专项基金（2000亿），也可能推出更多的平稳市场风险的金融工具，尤其是政策性金融工具的加大实施。另外，降准力度的实施可能超过预期，也即是为了配合政策性金融工具的使用，2次共50bps的降准力度，释放约1万亿以上资金是可以期待的。对于普遍预期的4季度才会出现的降息可能提前，尤其是在央行对汇率容忍度加大以及对外汇市场密切关注、预期引导的基础上，3季度走在市场之前的降息也有一定的概率。

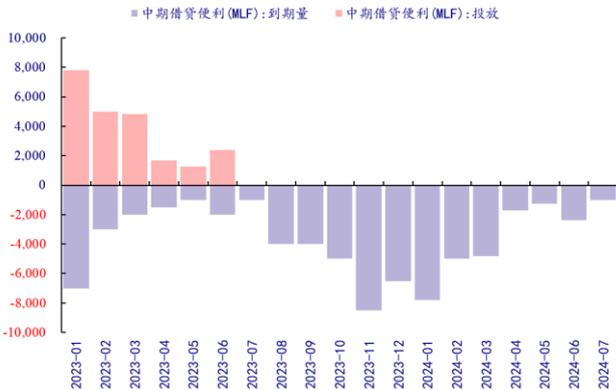
1.降准主要是锚定狭义流动性

会上强调降准作为央行投放流动性的工具之一，要与公开市场操作、中期借贷便利，以及各类结构性货币政策工具互相配合使用，目标是“保持银行体系流动性的合理充裕”。在此目标下预计下半年狭义流动性将保持充裕。而观测狭义流动性的紧张程度，以及其他流动性投放工具的使用情况，将决定央行使用降准工具的时点。

首先，部分MLF需要用降准资金置换。央行从年初至今一直在呵护长期资金，重视中长期资金的投放，针对中期借贷便利MLF一直实行超量续作，因此一直推高MLF余额，3月以来MLF期末余额持续在5万亿之上，根据历史惯例，央行倾向于在MLF余额

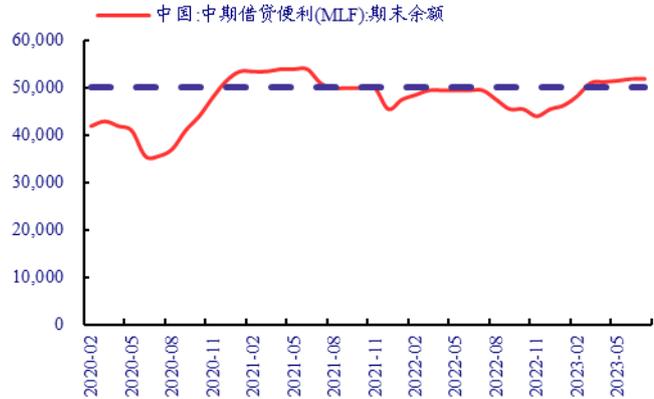
突破 5 万亿元时启动降准置换部分 MLF。因此推测置换部分 MLF 是央行未来降准资金可能的用途。从而降低银行负债端成本，有利于信贷投放，增强金融持续支持实体经济的能力，这也是本次会议重点强调的一个方向。

图 1: MLF 年初至今一直超量续作



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

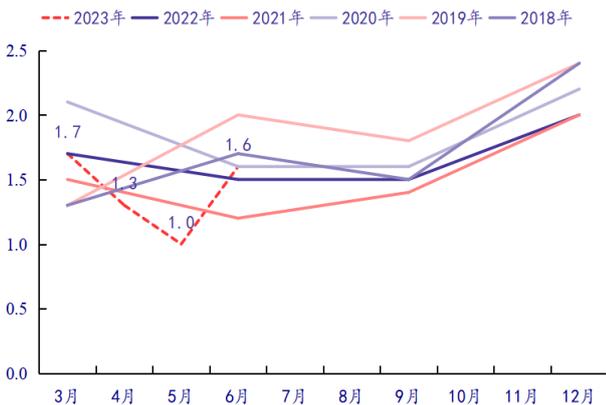
图 2: 3 月以来 MLF 期末余额持续在 5 万亿之上 (亿)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

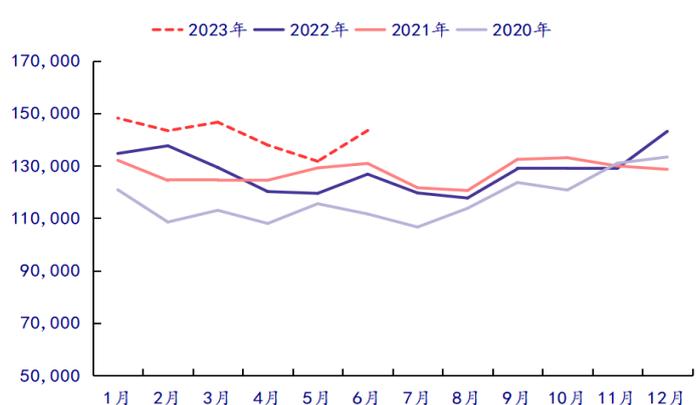
其次，8 月狭义流动性边际收紧，可能是降准的时间窗口。预计超储率 8 月份下降，狭义流动性偏紧。根据历史经验值，超储率具有比较强的季节性特征，通常在二、四季度偏高，一、三季度偏低。因此超储率在三季度有季节性回落压力，狭义流动性将边际收紧。超储率的变化主要受央行投行、政府存款、货币发行等因素的影响。2023 年上半年各月的央行投放均高于过去三年历史同期水平，特别是 6 月份央行投放 14.3 万亿，环比增加 1.2 万亿，同比增加 1.7 万亿。二季度货币政策例会上强调“保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳”，预计三季度央行投放将回归平稳，边际收紧。

图 3: 超储率 (%)



资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究院整理

图 4: 央行投放 (亿)



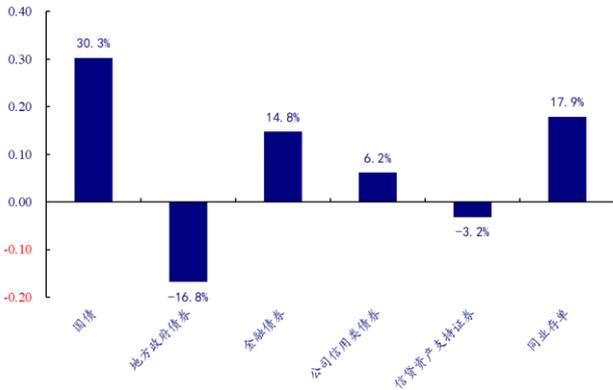
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

最后，政府存款预计在 8 月份环比增加。今年上半年地方政府债券发行累计同比下滑 16.8%，与 2022 年相比今年地方政府债的发行节奏偏慢，但已连续两个月回升。7 月中央政治局会议强调发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用，预计 8 月份地方政府的债券发行将提速，从而使政府存款增加。根据中国债券信息网，截止 2023 年 7 月 31 日公开披露的 20 个省市的地方政府债券发行计划，20 个省市三季度预计发行 1.6

万亿政府债券，其中专项债 1.2 万亿，占比 76.5%。20 个省市 8 月份预计发行 7658 亿政府债券，8 月份发行预计提速。

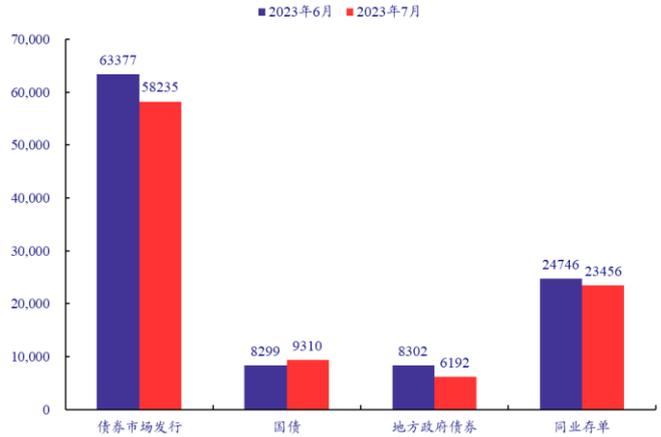
综上所述，央行投放收紧叠加政府存款和货币发行的上升，使得 8 月的狭义流动性偏紧，存在流动性缺口，有使用降准工具的可能性。

图 5：上半年债券累计发行增速（%）



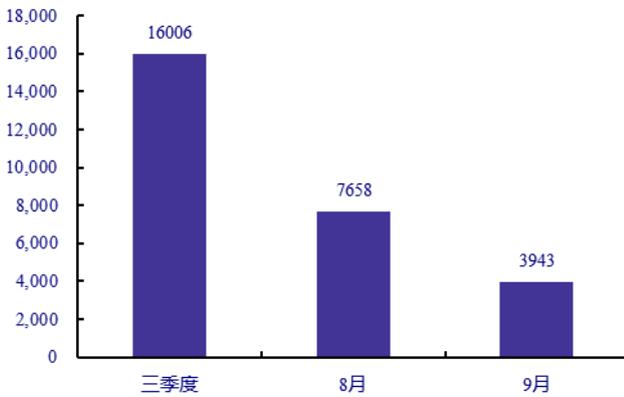
资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

图 6：7 月债券市场发行预测（亿）



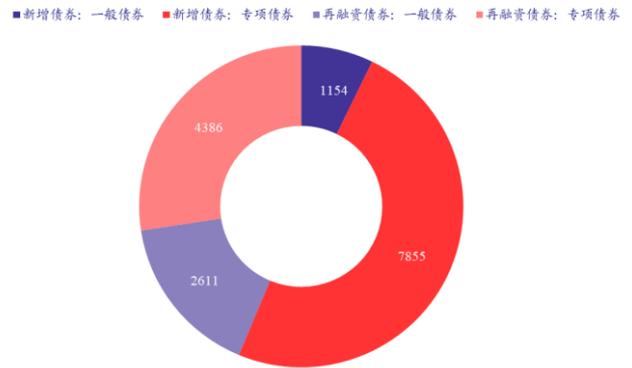
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 7：部分省市三季度政府债券发行计划（亿元）



资料来源：中国债券信息网，中国银河证券研究院整理

图 8：部分省市三季度政府债券发行计划结构（亿元）



资料来源：中国债券信息网，中国银河证券研

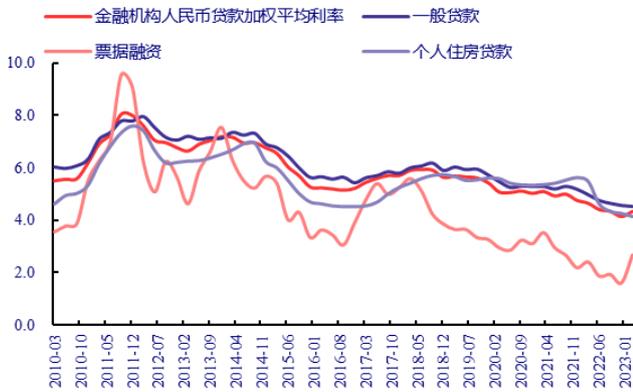
2. 降息要兼顾经济增长、汇率、金融风险

央行回应市场对于降息的关切，强调逆周期调节要“适时适度”。提出兼顾“内部与外部的平衡”，表明央行在降息工具使用决策仍然关注其对人民币汇率可能产生的压力。

从实际操作来看，政策利率调整为 LPR 时期，央行利率变动较为缓慢。同时，长期政策利率倾向于低于潜在 GDP 水平，而对于潜在 GDP 的确定并未充分考虑疫情的影响。首先，央行的政策制定对于疫情的影响考虑偏弱，从利率水平的下行来看，自 2020 年以来我国 1 年期贷款利率 LPR 降低 60bps，无论力度和速度均弱于以往。这与央行的理论依据相符，根据央行潜在增长率的测定来看，利率水平的下滑应该是平稳。其次，从历史水

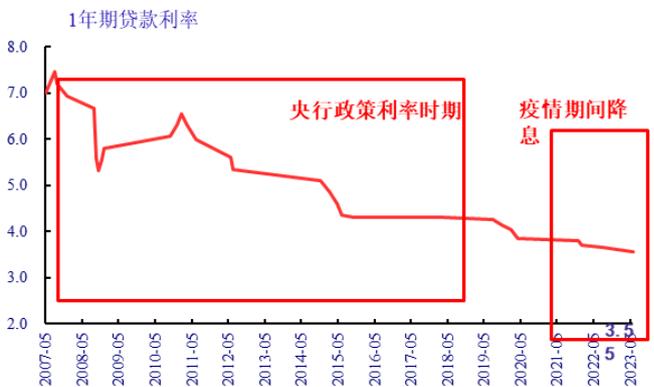
平来看，政策利率平均低于潜在增长率 250bps 左右，也就意味着，即使潜在增速在 5.5%，名义政策利率水平更可能下滑至 3.1% 左右。

图 9：金融机构平均贷款利率 (%)



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 10：1 年期贷款利率预期 (%)

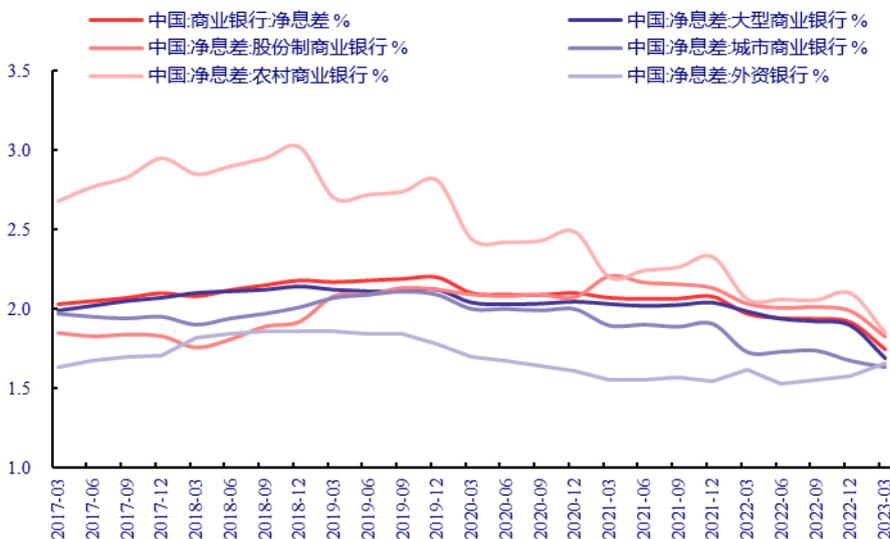


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

3. 进一步推动降低存款利率

会上明确提出要支持银行合理管控负债成本，增强银行经营稳健性，我们认为央行会加快推进存款利率市场化调整机制，进一步推动降低存款利率，降低银行的负债端成本，然后再选择降息。

图 11：商业银行净息差 (%)



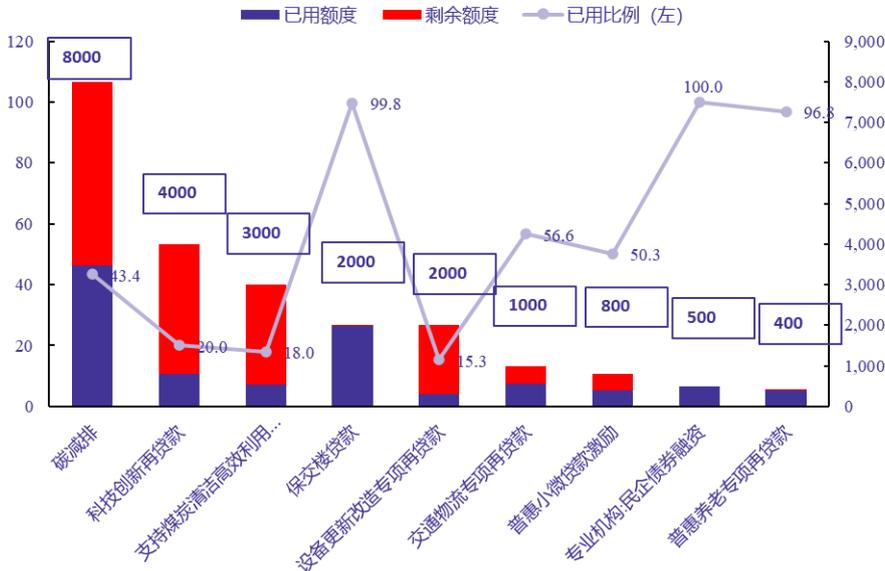
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

4. 结构性工具保持支持房地产市场平稳运行

会上指出结构性货币政策工具在结构性矛盾仍然突出领域，将延期使用，必要时“再创设新的工具”。现阶段科技创新、碳减排、普惠小微的结构性工具使用额度分别为 20%、

43%和 50%，剩余额度仍然较多，督促现有额度的使用是重点。央行结构化保交楼贷款 2000 亿已经使用完毕，未来可能会再次释放保交楼额度。

图 12：结构性货币政策工具使用情况（亿元，%）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（二）税费政策结构性优化，准财政政策值得期待

1. 税收优惠政策

关于税收优惠政策，本次会议主要提及“将小微企业和个体工商户作为减税降费支持重点”，主要是对 7 月 31 日国常会涉及小微企业和个体工商户的 10 项税收优惠政策进行落实，10 项政策时间均延长至 2027 年，并对其中的 4 项减税降费政策扩大了范围、提高了力度，如表 1 所示。

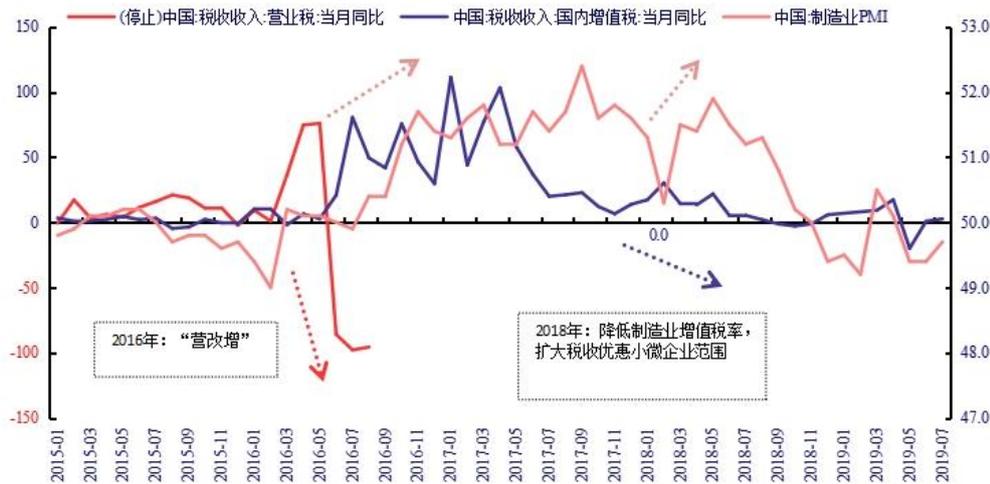
表 1：对小微企业和个体工商户的减税降费政策支持

政策优惠方式	减税降费项目内容
4 项政策优化完善基础上，延续至 2027 年底	将个体工商户减半征收个人所得税的范围，由年应纳税所得额不超过 100 万元调整为不超过 200 万元
	对增值税小规模纳税人、小型微利企业和个体工商户减征资源税、城市维护建设税、房产税、城镇土地使用税、印花税、契税、教育费附加，由过去 50% 的税额幅度内减征调整为统一减半征收。
	对自主就业退役士兵从事个体经营的，依次增值税等税费的限额，由每年 1.2 万元调整为 2 万元
	对应届高校毕业生等重点群体从事个体经营的，扣减增值税等税费限额，由每年 1.2 万元调整为 2 万元
6 项政策延续执行至 2027 年底	小规模纳税人税收优惠：免征增值税，增值税小规模纳税人适用 3% 征收率的应税销售收入减按 1% 征收，适用 3% 预征率的预缴项目减按 1% 预缴
	小额贷款税收优惠：向小微企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，给予增值税、企业所得税优惠
	三是融资担保及再担保税收优惠：纳税人为小型、微型企业及个体工商户借款、发行债券提供融资担保取得的担保费收入，免征增值税
	四是借款合同税费优惠：对金融机构与小微企业签订的借款合同，免征印花税
	小微企业所得税优惠：对小型微利企业减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税
创业投资税收优惠：创投企业和天使投资个人投资于初创科技型企业，按照投资额 70% 抵免应纳税所得额	

资料来源：财政部、国家税务总局，中国银河证券研究院

去年我国减税降费及退税缓税总额超 4.2 万亿元，其中增值税留抵退税 2.64 万亿元，规模超过了 2021 年全年的 3.8 倍，这更多是针对过去受疫情影响的企业提供短期流动性支持，而今年年初以来伴随企业复工复产，税收优惠的主要作用将更多体现在预期引导上。

图 13：营业税、增值税收入增速与制造业 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院绘制

相对于一次性的大规模减税降费而言，我们认为对关键税收政策的持续性优惠是影响企业经营预期的关键变量，长期的税收政策优惠更有助于企业预期的修复。例如 2016 年的“营改增”试点全面推广当年，虽然全年也仅实现了 5700 亿的减税规模，但对企业经营信心的持续修复效应超过一次性大规模减税降费，2016 年-2017 年我国制造业 PMI 大幅提升。又如 2018 年我国降低制造业等行业增值税率，并扩大了享受税收优惠的小微企业范围，也再次大幅提升了当年制造业 PMI，如图 1、表 2 所示。

表 2：2016 年-2022 年减税降费政策及规模

年份	累计减税金额	主要内容
2016	5700 亿元	中国全面推开营改增试点，试点行业实现总体税负只减不增，全年降低企业税负超 0.57 万亿元
2017	1 万亿元	完善营改增试点政策，全年为企业减负超 1 万亿元
2018	1.3 万亿元	降低制造业等行业增值税税率，扩大享受税收优惠小微企业范围，出台鼓励研发创新等税收政策，全年为企业和个人减税降费约 1.3 万亿元
2019	2.36 万亿元	实施更大规模减税降费，强化阶段性政策与制度性安排相结合，全年新增减税降费 2.36 万亿元
2020	2.5 万亿元	全年新增减税降费超 2.5 万亿元
2021	1.1 万亿元	累计新增减税降费约 1.1 万亿元，企业提前享受研发费用加计扣除政策免税额 3333 亿元
2022	2.64 万亿元	全年退税减税约 2.64 万亿元，其中增值税留底退税 1.64 万亿元

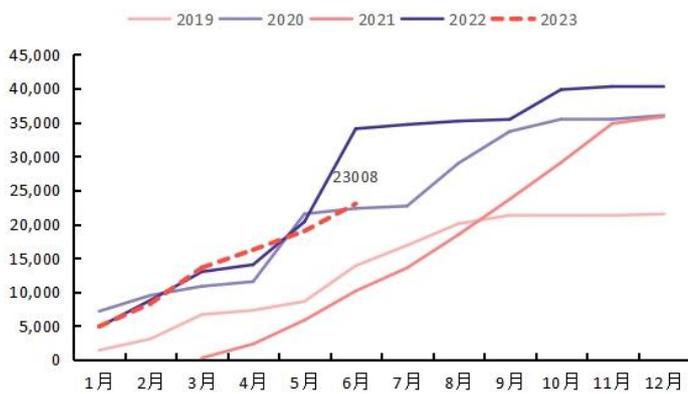
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2.城中村改造与基础设施均需配套资金支持，政策性金融工具有望加码

会议再次提及“推进超大特大城市城中村改造和平急两用公共基础设施建设”，结合近期监管部门提及的9月份前完成2023年全年专项债的发放，我们预计下半年或将有一部分专项债资金投入城中村改造及“平急两用”基础设施建设，一方面需要下半年政策性金融工具配合解决项目资本金问题，另一方面也需要更多社会资本参与。

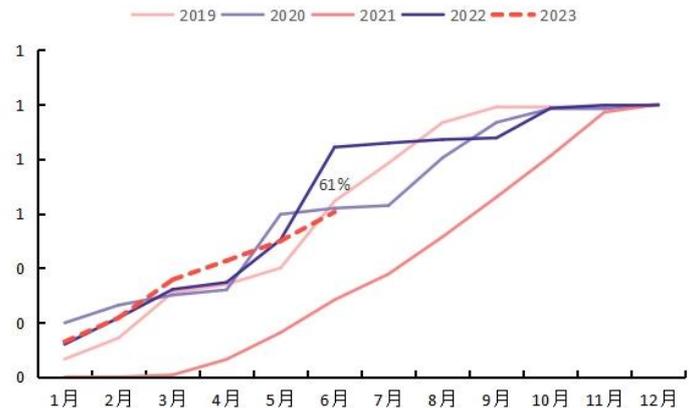
首先，根据当前专项债资金使用规定：专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例不得超过25%，这意味着专项债资本金将至少带动5倍的配套资金。而今年的3.8万亿的专项债额度截止7月底发行了2.36万亿，意味着后续还有1.34万亿额度待发行，考虑到2022年7399亿元的政策性开发性金融工具已使用七成，未来大量开工项目需要更多资本金的支持，下半年政策性金融工具、PSL等储备工具有望出台。

图 14：2023 年上半年专项债完成金额（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15：2023 年上半年专项债完成进度（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

其次，在撬动社会资本方面，头部城市的功能性国有企业和房企有望成为主力。

7月28日召开的“超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议”中提出“城中村改造，必须实行净地出让”。这或将推动当前各地的土地开发政策由“一二级联动开发模式”转向“做地模式”。其实，由于过去两年部分民营房企现金流问题导致的项目烂尾，自今年年初以来已有部分地区先后调整了土地开发方式。

例如，广州市在2023年3月23日出台的《广州市支持统筹做地推进高质量发展工作措施的通知》（做地10条）中明确放弃了土地一二级联动开发，而选择了“做地+土储”的土地开发模式，并将“做地”主体限定在本地实力较强的国有企业，如表1所示。而本次城中村改造主要集中在“超大、特大”城市中，其本地国有企业及地产公司普遍实力较强，从政府的资源调配和企业资金实力方面，本地国有企业、平台公司及头部地产公司有望成为社会资本参与的主力军。

表 3：广州市“做地 10 条”主要内容

要点	主要内容
一、支持先做地后储备	按做地和土地收储相分离的原则，将土地整理各项前期具体工作独立开展，待形成净地后向土地储备机构申请交储。
二、支持做地主体认定	市政府认定国有企业作为做地主体，包括越秀集团、广州建筑、广州地铁、广州城投、广州交投、珠实集团等全资国企。
三、支持做地主体配合政府储备	做地主体筹集资金，配合属地政府在指定范围内开展征收补偿安置工作，实施“七通一平”，将“生地”做成“熟地”交由政府收储。
四、支持做地补偿保障	以新规划用途市场评估价的一定比例向做地主体支付收储补偿款。
五、支持做地主体融资	鼓励金融机构通过贷款、企业债、公司债等其他金融工具对做地主体予以做地资金支持。鼓励社会机构设立做地专项基金，支持做地主体融资。
六、支持带方案招商做地模式	重点城市更新片区可将做地与土地开发建设一并通过公开招商选定做地主体，后续以协议出让方式获取土地使用权，进行开发建设。
七、支持综合开发费共享分摊	轨道交通站场综合体盖板以下轨道交通设施用地综合开发费，取站场立项批文时点办公用途市场评估楼面地价 60% 的 1/3 为计收标准，按用地面积核算。
八、支持探索“点状征收”	已签订搬迁补偿协议的专有部分面积和物业权利人人数占比均超过 95%，政府可探索依法对未签约部分房屋和集体土地实施征收。
九、绿色通道审批提速	优化审批流程，开辟快捷通道，加速做地有关方案和计划审批，简化做地项目报建、用地报批等手续。
十、强化政策支持保障	各相关部门加强支持和指导，抓紧出台支持政策措施及实施细则，强化做地工作法治保障。

资料来源：广州市人民政府，中国银河证券研究院

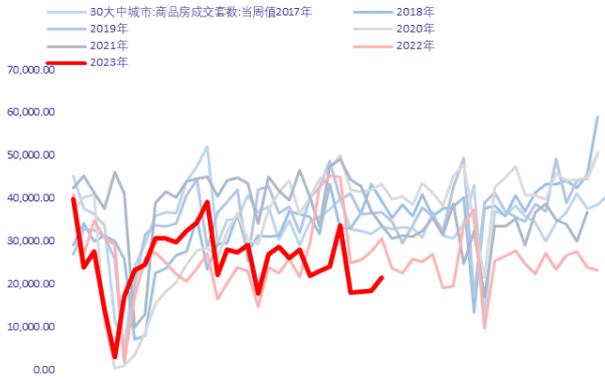
（三）房地产进一步明确了需求侧的重心

房地产政策的基础口径仍与 7 月 24 日中央政治局会议吻合，对于需求侧的关注高于供给方。供给侧主要是在保交楼、住房租赁、城中村改造、保障性住房建设方面给予金融优惠支持。而需求侧近期支持力度持续加大，包括首提引导首付比例下行，调整存量个人住房贷款利率、放宽认房认贷，以及后续的限购完全放开等。这些政策总体是满足刚性和改善性住房需求，并以改善性住房为主，继续因城施策住房信贷政策。

截止 7 月数据，30 城房地产销售同比回落达到了 30% 以上。但政策层面对于房地产供给侧的支持仍然有限，最新一期的前 100 开发商销售下跌了 33.1%，弱势的销售可能会带来了更多房地产开发商的违约。但央行强调保持房地产市场平稳运行，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

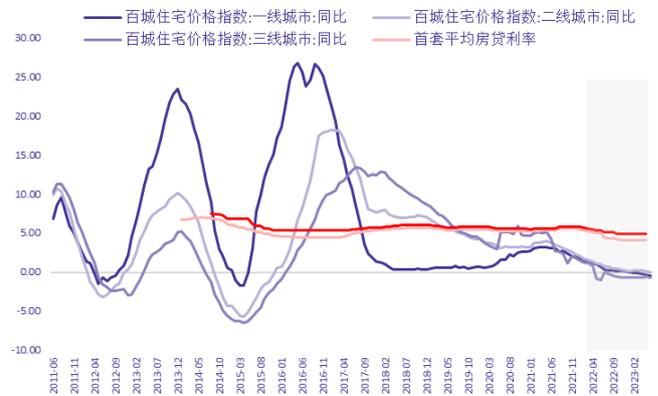
对于居民部门的负债个人住房贷款，除了房屋购买限制外，居民在预期收入和预期回报之间的摇摆也更为重要。在居民收入预期不稳，信心不足背景下，较大的付息压力影响了居民部门的消费需求，同时“理财收益率、房贷利率等价格关系已经发生了变化，居民使用存款或者减少其他投资提前偿还存量贷款的现象大幅增加”。在 2023 年上半年金融统计数据新闻发布会上，央行对这一现象也做出回应，“支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款”也成为稳定居民房地产信贷的手段之一。

图 16: 30 大中城市商品房销售套数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 住房回报率和利率 (%)

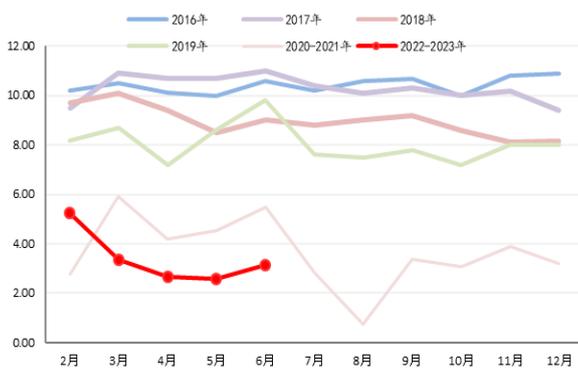


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 消费政策已密集出台, 此次会议强调监督实施

2023 年 2 季度, 两年平均消费增速快速回落。从 2019 年 8% 回落至 2023 年 2 季度的 3.1% (两年平均), 这种回落速度是不正常的, 反映居民对于就业和收入预期的不确定性增强, 对于收入下滑的担心有所加剧。居民消费信心的恢复需要政策层给与重视, 不仅是消费场景的搭建, 更重要的是居民收入的持续修复。在居民收入持续修复的前提下, 高质量的供给才能有效的拉动居民消费。

图 18: 社会消费零售增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 人均可支配收入 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从 6 月以来的一系列政策可以看到, 汽车、家居消费、电子产品消费是已经实行的政策, 对于住宅刚需和改善性需求也持有积极态度。6 月以来各部门联合发布了关于促进消费和促进汽车消费的若干措施, 积极引导促进新型消费, 鼓励金融机构加入到促消费计划, 并从政策上给与消费便利。7 月 24 日的政治局会议也明确当前经济困难主要面临着内需不足的困难, 首先需要保民生、稳就业, 其次通过增加居民收入扩大消费。在此基础上, 7 月 24 日发改委发布了《关于恢复和扩大消费的措施》20 条, 从基础的大宗消费, 到扩大的服务消费, 到优化消费设施和环境, 增加消费研究等全方位的政策措施, 较

为全面的公布了今年下半年政策支持的消费方向。能受到到政策支持的消费方向包括汽车、二手车置换、家电家装、电子产品、餐饮、预制菜、电影、文艺表演、会展、乡村产品、乡村旅游、绿色产品消费，而对于收入端相对涉及偏弱，但是强调了要保障就业、扩大居民收入。

图 20：消费政策已经密集出台

2023年6月29	商务部 联合13个部门	关于促进家居消费的若干措施	支持家居消费和生产智能化、适老化、绿色化；继续支持城镇老旧小区居民提取住房公积金用于加装电梯等自住住房改造，政策支持范围 扩大 到本人及配偶双方父母自住住房加装电梯等改造； 鼓励金融机构在依法合规加强对家居消费的信贷支持。
2023年7月21日	发改委 联合12个部门	关于促进汽车消费的若干措施	鼓励限购地区尽早下达全年购车指标，因地制宜 增加年度购车指标投放 ；支持老旧汽车更新消费，有条件的地区可以开展 汽车以旧换新 ；各地落实取消二手车限迁，便利二手车交易登记等政策措施；加强出口退税的政策辅导和服务， 支持 鼓励达到相关质量要求的 二手车出口 ；加强新能源汽车配套设施建设。高质量充电基础设施体系、支持新能源汽车下乡等政策措施；着力提升农村电网承载能力；落实延续和优化新能源汽车车辆购置税减免的政策措施；推动公共领域增加新能源汽车采购数量；支持适宜地区的机关公务、公交、出租、邮政、环卫、园林等公共领域新增或更新车辆 原则上采购新能源汽车 ；鼓励各地有效扩大停车位供给，合理制定停车收费政策。
2023年7月21日	国家发改委、住建部等7部门	关于促进电子产品消费的若干措施	加快电子产品技术创新；推广家庭安防、智慧厨房、智能睡眠、健康卫浴、空气净化等应用场景；优化“声控+语义识别”功能，降低使用门槛；持续推动家电下乡。 可对绿色智能家电下乡、家电以旧换新等予以适当补贴 ；完善电子产品销售配送体系。鼓励有条件的地方， 因地制宜统筹用好县商业建设行动等相关资金 ，改造提升县乡家电销售服务网络；开展绿色智能电子产品展销活动；规范电子产品回收制度。积极推行“互联网+回收”模式，引导邮政、快递、物流企业 阶段性降低个人寄递、回收二手电子产品成本 ；合理保障电子产品回收临时场地需求；加强隐私保护；完善质量标准体系；营造绿色消费氛围。
2023年7月24日	政治局会议		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。加大民生保障力度，把稳就业提高到战略高度通盘考虑，扩大中等收入群体。 通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给 ，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。
2023年7月31日	发改委	关于恢复和扩大消费的措施	1、稳定大宗消费。优化汽车限购措施、畅通二手车市场流通、加强汽车消费金融支持。支持刚性和改善性住房需求，提升家装家居和电子产品消费； 2、扩大服务消费。扩大餐饮服务、培育“种养殖基地+中央厨房+冷链物流+餐饮门店”模式， 挖掘预制菜市场潜力，加快推进预制菜基地建设 ； 3、丰富文旅消费。 全面落实带薪休假制度 ，鼓励错峰休假、弹性作息，促进假日消费； 4、促进文体体育会展消费。加快审批等工作进度，持续投放优秀电影作品和文艺演出。增加戏剧节、音乐节、艺术节、动漫节、演唱会等大型活动供给。鼓励各地加大对商品展销会、博览会、交易会、购物节、民俗节、品牌展、特色市集等活动的政策支持力度； 5、提升健康服务消费。坚持 中西医并重 ，发展“互联网+医疗健康”，逐步将符合条件的“互联网+”医疗服务纳入医保支付范围； 6、促进农村消费。绿色产品下乡、农村电子商务配送体系、推动特色产品进城、发展乡村旅游、保护优秀乡土文化； 7、拓展新型消费。推进数字消费基础设施建设，促进 电子商务、直播经济、在线文娱等数字消费 规范发展； 8、推广绿色消费。积极发展绿色低碳消费市场，健全绿色低碳产品生产和推广机制，促进居民耐用消费品绿色更新和品质升级； 9、完善消费设施。培育多层次消费中心、培育发展一批区域消费中心和地方特色消费中心，着力补齐消费基础设施短板； 10、优化消费环境。 加强金融对消费领域的支持 ，加大对住宿餐饮、文化旅游、体育健康、养老托育、家政服务等的综合金融支持力度， 合理优化小额消费信贷和信用卡利率、还款期限、授信额度 ； 11、持续提升消费服务质量水平，探索建立消费动态大数据监测平台系统、开展消费前瞻指数研究和编制、加快消费信用体系建设，促进不同地区和行业标准、规则、政策协调统一。
2023年8月4日	国新办新闻 发布会	打好政策组合拳	实施好恢复和扩大消费的系列政策，促进汽车等大宗消费；促进二手车消费等阶段性政策；更好满足居民刚性和改善性住房需求。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、政策进入落实利好 A 股市场，建议把握主线投资机会

从 A 股投资的视角来看，8 月 4 日四部门联合新闻发布会主要涉及大消费、交通基础设施、房地产、科技创新、国企改革、民营经济、地方债与金融等领域，利好 A 股市场。

图 21. 国家发改委“宏观政策组合拳”涉及的行业及方向



资料来源：新华社 中国银河证券研究院

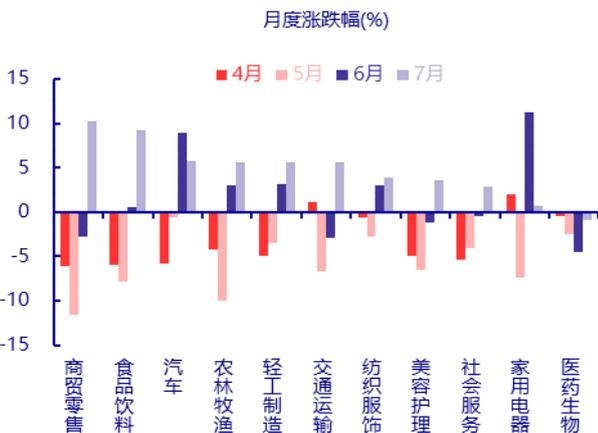
(一) 消费领域

二季度以来，随着促消费政策逐步出台和落实，消费行业不断提振，整体社会消费潜力逐步释放。2023 年 4-7 月，多数细分行业有所下跌，仅汽车、家用电器和纺织服饰保持小幅增长，体现出一定发展潜力和增长韧性。7 月，受暑期因素拉动，居民消费进一步释放，商贸零售表现最佳，食品饮料、农林牧渔和交通运输涨幅均在 1% 以上。

7 月政治局会议提出积极扩大国内需求，重点提出提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。本次新闻发布会中，国家发改委再次强调了积极扩大国内需求，实施好恢复和扩大消费的系列政策，促进汽车等大宗消费，大力激发民间投资活力，加快推进“十四五”规划 102 项重大工程及其他经济社会发展重大项目，延续实施支持交通基础设施项目建设、促进二手车消费等阶段性政策。结合近期出台的《关于恢复和扩大消费的措

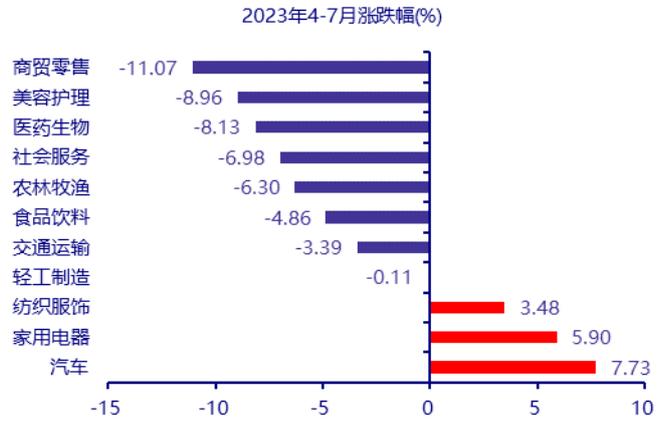
施》等利好政策，预计随着政策和制度设计的优化，消费潜力进一步释放，持续看好消费行业主线投资机会。

图 22. 2023 年 4-7 月消费行业整体先跌后有所回升



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 23. 2023 年 4-7 月消费行业多数下跌



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从估值及其分位数来看，8 月以来，消费行业估值及其分位数略有回调。截至 8 月 3 日，医药生物和交通运输行业处在较为明显的估值底部区间，存在一定投资价值。结合会议和相关政策，医药行业需求确定性加强，板块有望估值抬升，可重点关注受益于政策边际放松的细分板块创新药和有望迎来新一轮发展机遇的中药板块。此外，农林牧渔和家用电器估值也处在 30% 分位数以下，随着促消费政策的逐步落实，预计也将存在较大投资机会。

表 5. 消费行业 PE (TTM) 及其分位数

证券简称	PE(TTM)						PE 估值分位数 (%) (2010 年以来)					
	3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月3日	3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月3日
医药生物	23.95	24.44	28.27	26.92	26.75	26.71	3.62	5.36	12.48	10.21	9.91	9.79
纺织服装	24.03	23.93	24.59	25.19	25.79	25.43	35.20	34.14	38.94	43.18	46.27	44.58
食品饮料	35.58	33.10	28.65	28.80	31.47	31.32	68.77	59.89	32.82	33.61	49.82	48.94
家用电器	14.50	14.63	13.33	14.83	14.70	14.53	29.39	31.68	14.98	34.67	32.79	30.15
美容护理	57.28	52.54	45.50	44.95	46.73	45.65	88.64	81.11	64.70	62.17	69.23	65.33
农林牧渔	98.03	36.94	27.66	28.65	30.27	29.68	93.67	42.03	19.00	20.73	26.24	24.29
社会服务	122.90	109.15	85.05	84.34	85.62	84.12	95.09	91.36	85.09	84.24	85.58	83.80
交通运输	12.38	12.71	12.82	12.76	13.93	13.82	5.82	7.24	7.89	7.50	14.15	13.39
汽车	30.79	29.26	27.84	30.40	32.08	31.64	86.36	80.98	76.48	84.39	89.59	88.38
商贸零售	38.27	38.46	35.66	34.63	38.18	37.99	80.65	80.97	71.85	69.50	80.33	79.91
轻工制造	31.09	28.30	29.19	30.15	31.61	31.49	43.35	35.06	37.03	40.23	45.17	44.82

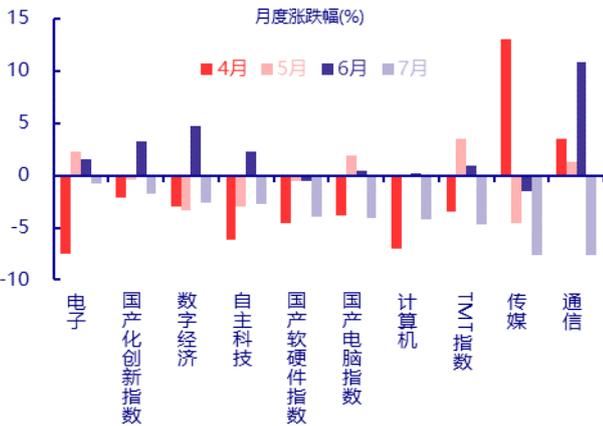
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 国产替代科技创新领域

在科技强国背景下，中国高科技产业已经成为国家经济发展的重要支柱和创新引擎。自美国政府于 2018 年开始对华为实施制裁并限制芯片出口以来，中美贸易摩擦不断，地缘政治冲突事件持续升级，中国高科技产业面临前所未有的挑战。这些限制反而促进了中国高科技产业的发展，以芯片为首的国产替代已成为大势所趋，同时也为整个 TMT 板块带来了投资机会。随着科技的进步和社会的变革，TMT 板块将继续发挥重要的作用，研究 TMT 板块的结构性机会对把握 A 股市场投资主线具有重要意义。

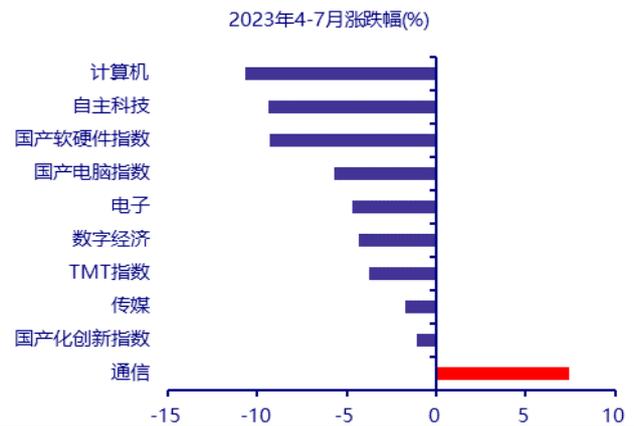
从行情来看，4-7月，除通信行业外，以计算机、自主科技为代表的其他行业均呈现下跌态势。7月单月来看，TMT板块各细分均出现不同程度的回调，其中通信行业下跌7.66%，传媒行业下跌7.57%。

图 24. 2023 年 7 月 TMT 板块出现阶段性回调



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 25. 2023 年 4-7 月 TMT 板块大多数行业下跌



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从估值来看，二季度以来，多数行业估值整体上升，但近期，国产软硬件指数等部分行业出现小幅下调。从当前估值分位数来看，TMT板块各细分表现相对分化，国产软硬件指数、计算机和数字经济等处于估值相对高位，通信和国产化创新指数等处估值相对低位。结合政策倾向，TMT板块预计将迎来较大投资机会。

表 6. TMT 板块 PE (TTM) 及其分位数

证券简称	PE(TTM)						证券简称	PE估值分位数%(2010年以来)					
	3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月3日		3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月3日
国产化创新指	23.34	23.30	22.28	23.04	23.05	22.67	国产化创新指	32.50	23.33	17.24	28.46	28.72	22.31
国产软硬件指	99.41	108.64	106.90	112.81	105.98	107.05	国产软硬件指	95.04	99.75	97.55	99.31	96.98	97.61
国产电脑指数	58.23	72.23	72.88	72.96	69.61	70.18	国产电脑指数	41.27	59.87	61.79	62.02	56.50	57.46
自主科技	37.88	42.54	41.18	44.65	43.40	43.51	自主科技	32.87	36.92	41.09	51.97	46.76	47.34
TMT指数	39.10	41.92	41.62	41.76	39.96	39.89	TMT指数	21.35	24.84	27.07	27.43	23.05	22.92
电子(申万)	34.24	35.92	43.67	44.76	44.52	44.78	电子	19.47	24.36	42.79	46.24	45.30	46.30
计算机(申万)	65.15	69.41	69.46	69.69	67.16	67.35	计算机	78.12	83.76	83.85	84.26	80.48	80.64
传媒(申万)	42.54	46.90	48.19	47.55	45.37	44.69	传媒	52.82	61.64	64.05	62.80	57.80	56.20
通信(申万)	31.12	30.78	31.34	34.77	32.94	33.04	通信	9.09	8.47	9.48	21.95	13.12	13.47
数字经济	40.32	47.70	46.01	48.09	46.75	46.95	数字经济	59.11	67.98	79.80	95.57	84.24	87.19

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

7月24日的中央政治局会议指出，“要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业”“要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展”。本次新闻发布会上，发改委提到，“强化国家战略科技力量，加强创新能力建设，发挥科技型骨干企业引领支撑作用”，进一步明晰国产科技替代创新的投资主线。

此外，本次发改委重点提出支持突破“卡脖子”问题。2018年，我国被“卡脖子”的核心技术主要有35项，主要集中在半导体、芯片、航空航天等领域。截至2022年，我国已有过半技术实现国产自研，但有些技术仅突破了其中的某个细分领域，或尚未实现规模性应用。在相关政策的持续支持和鼓励下，关键技术有望在未来取得突破。

表 7. 我国被“卡脖子” 35 项关键技术概况

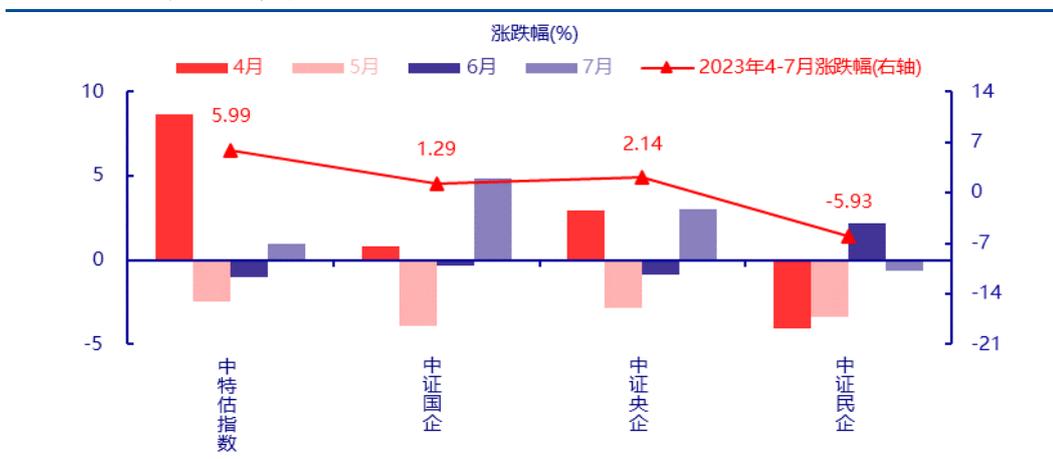
序号	卡脖子技术 (2018 年)	进展	序号	卡脖子技术 (2018 年)	进展
1	芯片 (28nm)	部分突破	19	高压柱塞泵	突破
2	高端电容电阻	突破	20	高压共轨系统	突破
3	核心算法	部分突破	21	燃料电池关键材料	
4	高端轴承钢	突破	22	超精密抛光工艺	
5	掘进机主轴承	突破	23	扫描电镜	
6	微球	突破	24	光刻机	
7	铣刀	部分突破	25	航空发动机短舱	
8	水下连接器	突破	26	iCLP 技术	
9	锂电池隔膜	突破	27	适航标准	
10	数据库管理系统	部分突破	28	核心工业软件	
11	环氧树脂	突破	29	航空钢材	
12	自研操作系统	部分突破	30	航空设计软件	
13	触觉传感器	突破	31	光刻胶	
14	真空蒸镀机	突破	32	透射式电镜	
15	手机射频器件	部分突破	33	高端焊接电源	
16	重型燃气轮机	部分突破	34	医学影像设备元器件	
17	激光雷达	突破	35	高强度不锈钢	
18	ITO 靶材	突破			

资料来源：科技日报, 中国银河证券研究院整理

(三) “中特估” 板块

中国特色估值重塑主题主要涉及能源、基建、房地产产业链等，其成分股均为中央国有企业。4-7 月中特估板块整体呈现先涨后跌再回升的趋势，中证国企和中证央企 7 月涨跌幅均超 3%，表明市场对中特估相关行业的不断认可。

图 26. 2023 年 4-7 月中特估板块涨跌幅



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

本次新闻发布会中，国家发改委指出，持续深化改革开放，加快国有经济布局优化和结构调整，延续实施深化国有企事业单位改革、支持重大外贸展会等阶段性政策。预计随着国企改革持续深化，中特估板块将迎来新一轮投资机会。

从估值来看，自中国特色估值体系提出开始，中证央企和中证国企 PE 估值稳步提升，表明估值体系的不断搭建和完备。2023 年 3-7 月，中特估指数整体处于估值低位区间，中证国企和中证央企估值变动趋势相近，4 月底估值最高，而后逐步回落，目前处在 31%-32% 估值区间。中证民企 3-5 月估值分位数相对较高，6-7 月估值回落至 40% 分位数区间。相较于民营企业，国央企等与中国特色估值体系相关的企业估值水平相对较低，具有一定投资机会，应予以持续关注。

表 8. 中特估板块 PE (TTM) 及其分位数

证券简称	PE(TTM)						证券简称	PE 估值分位数%(2010年以来)					
	3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月3日		3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月3日
中特估指数	7.04	7.81	7.64	7.55	7.63	7.53	中特估指数	17.77	28.39	25.33	24.33	25.12	24.15
中证国企	11.99	12.48	11.89	11.93	12.40	12.34	中证国企	35.41	46.63	32.34	33.51	45.83	44.45
中证央企	9.92	10.58	10.16	10.19	10.41	10.37	中证央企	28.97	44.80	33.21	34.07	40.06	38.58
中证民企	39.82	42.08	40.73	36.61	36.37	36.24	中证民企	52.94	56.94	56.30	39.36	38.64	38.21

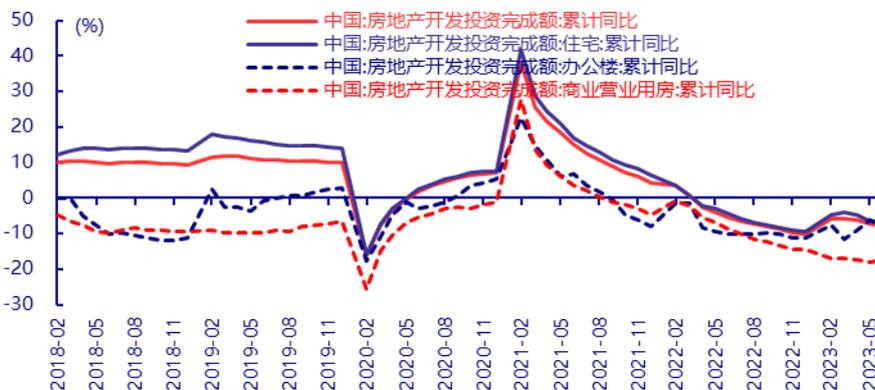
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(四) 房地产行业

7 月中央政治局会议删除了“房住不炒”的表述，改为了“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，同时推动城中村改造和“平急两用”。本次新闻发布会上，发展改革委进一步提到更好满足居民刚性和改善性住房需求，稳妥处置化解房地产等领域风险隐患，延续实施支持“保交楼”工作等。

今年上半年房地产开发投资处于低位运行。2023 年 1-6 月全国房地产开发投资 58,550 亿元，同比下降 7.9%，降幅较 1-5 月扩大 0.7 个百分点。其中，上半年住宅投资 44,439 亿元，下降 7.3%；办公楼投资 2,332 亿元，下降 7.6%；商业营业用房投资 4,205 亿元，下降 17.4%。

图 27. 房地产开发投资完成额累计同比

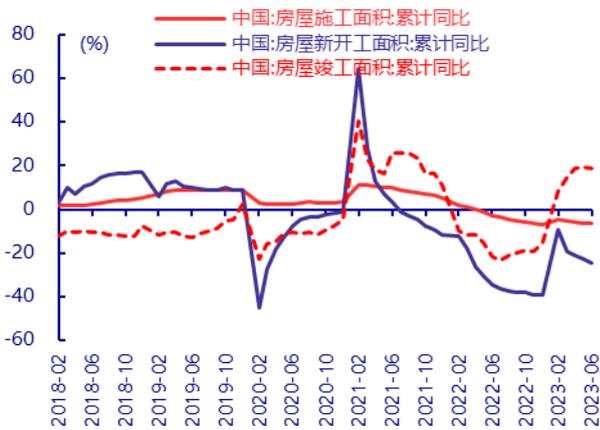


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

新开工和施工面积持续下行，而受“保交房”政策支持，竣工增速维持高位。2023年1-6月房地产开发企业房屋施工面积791,548万平方米，同比下降6.6%。其中，住宅施工面积557,083万平方米，下降6.9%。房屋新开工面积49,880万平方米，同比下降24.3%。其中，住宅新开工面积36,340万平方米，下降24.9%。房屋竣工面积33,904万平方米，同比增长19.0%。其中，住宅竣工面积24,604万平方米，增长18.5%。

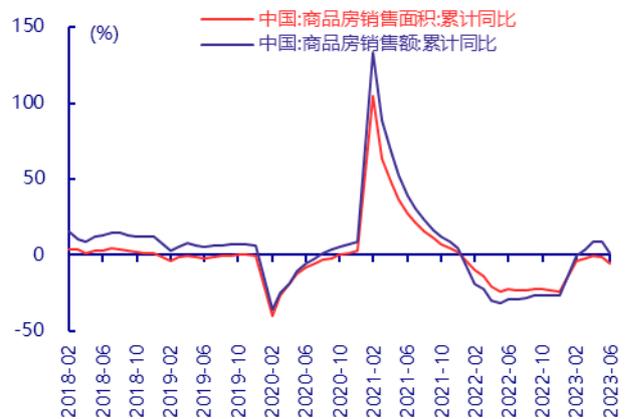
商品房销售下降，市场需求偏弱。2023年1-6月商品房销售面积59,515万平方米，同比下降5.3%，降幅较1-5月扩大4.4个百分点，其中住宅销售面积下降2.8%。商品房销售额63,092亿元，同比增长1.1%，涨幅较1-5月回落7.3个百分点，其中住宅销售额增长3.7%。

图 28. 房屋施工、新开工及竣工面积累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 29. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从估值层面来看，二季度以来，房地产上下游产业链修复，行业估值均有不同程度的回升，呈现出较好的态势。下一阶段，随着供需两端政策力度持续加大，市场预期有望逐步改善，房地产市场企稳回升，地产链也将迎来新一轮上涨机会。

表 9. 房地产行业 PE (TTM) 及其分位数

证券简称	PE(TTM)						证券简称	PE估值分位数%(2010年以来)					
	3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月3日		3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月3日
钢铁	17.88	19.49	22.51	23.13	25.26	25.56	钢铁	42.21	45.74	54.86	57.08	64.83	65.11
建筑材料	16.94	17.47	17.96	18.15	20.02	19.92	建筑材料	43.08	46.03	48.42	49.44	54.32	54.03
建筑装饰	9.76	11.23	9.81	9.65	10.27	10.20	建筑装饰	19.56	42.32	20.91	17.08	28.98	27.52
机械设备	31.60	30.02	29.89	32.06	31.36	31.26	机械设备	61.83	52.15	51.24	63.53	60.52	59.85
房地产	13.97	14.36	13.82	13.88	16.17	16.48	房地产	50.71	53.61	49.23	49.98	64.98	67.61
家用电器	14.50	14.63	13.33	14.83	14.70	14.53	家用电器	29.39	31.68	14.98	34.67	32.79	30.15
轻工制造	31.09	28.30	29.19	30.15	31.61	31.49	轻工制造	43.35	35.06	37.03	40.23	45.17	44.82

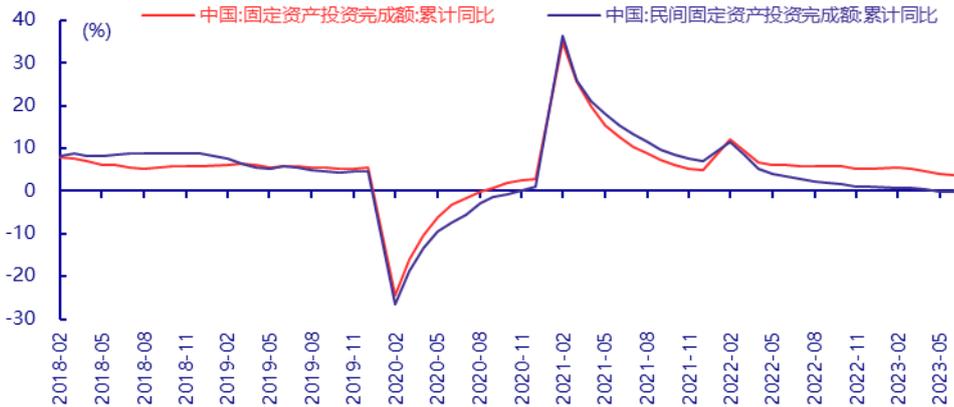
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

此外，值得关注的是，随着房地产行业政策的持续优化，相关风险有望得到有效化解，叠加地方债相关政策的陆续出台，以中小银行为代表的金融机构风险也将逐步释放，带动市场对于金融领域预期的好转。

(五) 民营经济

长期以来，民营经济在稳定增长、促进创新、增加就业、改善民生等方面发挥了积极的作用，已经成为推动经济持续健康发展的重要力量。截至5月底，全国登记在册的个体工商户超过1.18亿户，民营企业数量超过5000万户，民营企业在企业中的占比高达92.4%。但受需求恢复偏缓、企业信心偏弱影响，今年上半年，全国固定资产投资增速呈现回落态势，民间投资同比下降0.2%。

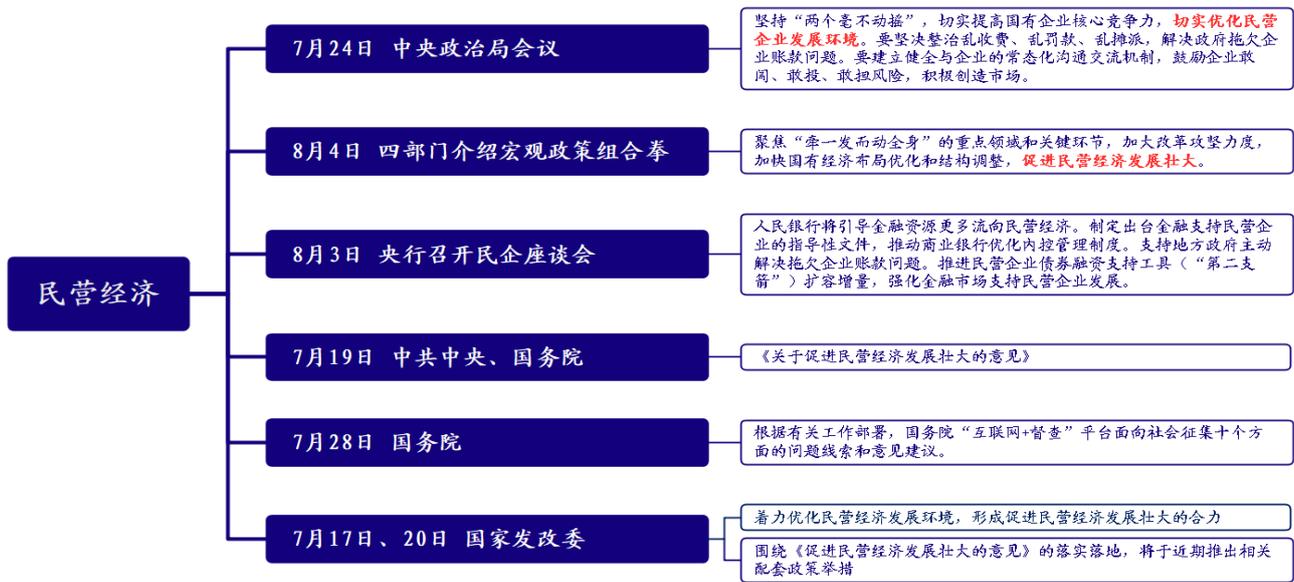
图 30. 固定资产投资完成额和民间投资完成额累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

为了推动民营企业发展，7月19日，《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》对民营经济定位作出重要表述，首次提出“生力军”。7月24日，中央政治局会议提及“切实优化民营企业发展环境”。8月3日，人民银行党委书记、行长潘功胜主持召开金融支持民营企业发展座谈会，强调引导金融资源更多流向民营经济。本次新闻发布会上，发改委进一步巩固“促进民营经济发展壮大”的概念。政策力度的持续加大，有助于民营企业实现长期发展，民营经济也将逐步壮大。

图 31. 民营企业相关政策汇总



资料来源: 新华社, 中国银河证券研究院

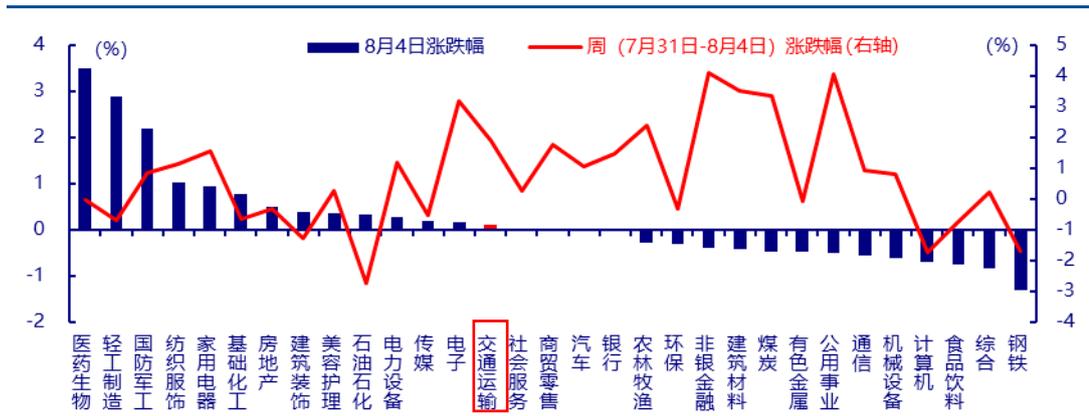
（六）交通基础设施

本次会议还提到了基建行业的发展建设，着重强调了延续实施支持交通基础设施项目建设。结合7月PMI数据来看，制造业PMI指数小幅回升至49.3%。受暑期消费带动，旅游出行有所增加，铁路运输和航空运输等交通运输行业商务活动指数均位于55.0%以上，处在较高景气区间。

日前，国家统计局发布数据显示，今年上半年，全国固定资产投资（不含农户）243,113亿元，同比增长3.8%。其中，基础设施投资同比增长7.2%，对固定资产投资的拉升作用较为明显。上半年，我国交通投资高位运行，完成交通固定资产投资1.83万亿元，同比增长9.1%。分方式看，铁路完成投资3049亿元，同比增长6.9%；公路完成投资13830亿元，同比增长8.9%，其中，高速公路、普通国省道、农村公路同比分别增长7.5%、13.6%和9.8%；水路完成投资936亿元，同比增长26.7%；民航完成投资462亿元，同比增长0.2%。

本周交通运输行业表现相对较好，周度涨跌幅为1.89%，在31个一级行业中位列第7位，表明基建的稳步恢复和向好发展。8月4日，交通运输行业日涨跌幅为0.10%，保持小幅上涨。随着本次会议的政策利好逐步传导，预计交通运输板块将持续走高。

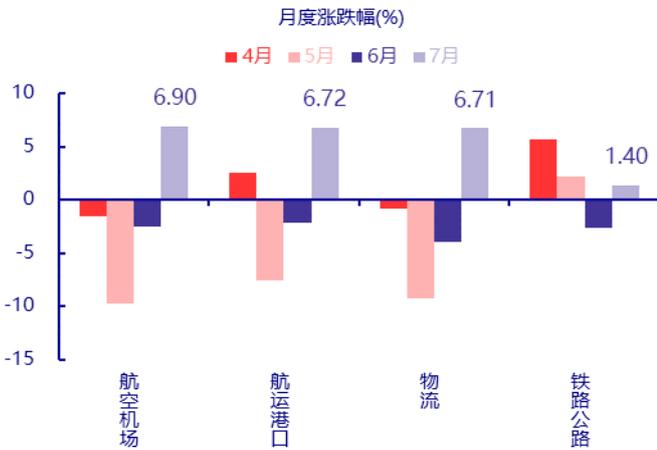
图 32. 交通运输行业涨跌幅



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

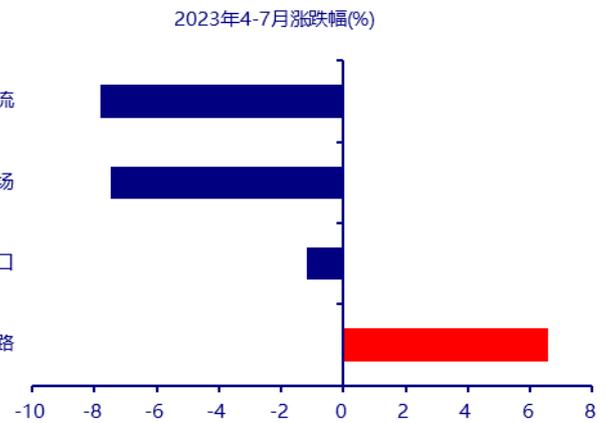
交通运输行业包括铁路公路、物流、航空机场和航运港口四类细分行业。2023年上半年，受疫情防控政策优化的影响，交通运输相关基础设施建设逐步恢复。二季度交通运输各细分行业除铁路公路外均有所下跌，7月均有较大提振，主要受暑期出行和消费恢复影响。7月铁路公路涨幅1.40%，低于其他三个细分行业。会议着重强调了延续实施支持交通基础设施项目建设，对铁路公路的针对性更强，预计后续将有较大提振。

图 33. 2023 年 7 月交通运输细分行业涨幅回升



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 34. 2023 年 4-7 月交通运输细分行业多数下跌



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从估值层面来看, 4-7 月交通运输行业 PE 均较低, 分位数处于估值底部区间, 7 月底略有抬升, 但整体估值仍较低, 结构性投资机会相对较大。细分行业中, 航运港口同样处在估值低点, 铁路公路二季度以来 PE 较高, 且处在增长区间, 应持续关注后续相关政策的出台和利好程度。

表 10. 交通运输行业 PE (TTM) 及其分位数

证券简称	PE(TTM)						证券简称	PE估值分位数%(2010年以来)					
	3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月3日		3月底	4月底	5月底	6月底	7月底	8月3日
交通运输	12.38	12.71	12.82	12.76	13.93	13.82	交通运输	5.82	7.24	7.89	7.50	14.15	13.39
物流	16.23	16.37	14.83	14.23	15.18	15.12	物流	27.66	29.39	12.79	8.93	15.70	14.91
铁路公路	16.99	19.38	18.35	18.66	19.16	19.06	铁路公路	67.46	84.33	75.89	78.74	83.16	82.54
航空机场	1,739.99	1,607.04	1,251.76	1,269.51	1,544.51	1,526.26	航空机场	99.61	97.18	93.57	93.79	96.70	96.54
航运港口	5.09	5.26	5.65	5.58	5.91	5.85	航运港口	4.20	4.82	7.49	6.79	9.91	9.46

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

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。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

杨超：策略分析师，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，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念。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。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

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

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn