

## 相关报告

《宏观点评：政治局会议释放积极信号：加强逆周期调节和政策储备》 2023-07-25

《宏观点评：稳中求进，强化金融风险防控》 2022-02-26

《宏观点评：中原证券-宏观点评-20211231：经济复苏动能延续扩张》 2021-12-31

联系人：马巍琦

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：

- **【活跃资本市场是年中政治局会议的重要政策目标】**7 月 24 日，政治局会议提出两项重要政策目标：(1)“活跃资本市场，提振投资者信心”；(2)“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。会后一周市场给予了积极反应，特别是券商、房地产、建材、钢铁等板块短时间出现较大涨幅。不过，8 月中上旬公布的多项经济数据弱于预期，人民币贬值至前期低点，市场出现连续数周大幅下跌，上证综指再度逼近 3000 点。
- **【房地产政策明确“认房不认贷”，延续所得税优惠政策】**8 月 25 日，部委出台两项重要房地产政策。(1) 住建部、央行、金融监管总局发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。(2) 财政部、税务总局、住建部发布公告，延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策。自 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
- **【资本市场政策四箭齐发，从投资端、融资端、交易端活跃资本市场】**8 月 26 日财政部调降证券交易印花税，从 0.1% 降至 0.05%。证监会“四箭”齐发：(1) 阶段性收紧 IPO 节奏，对大市值公司大额再融资关注必要性和发行时机，对破发、破净、持续亏损、财务投资比例较高的企业再融资限制融资间隔与规模，严格执行融资间隔期要求，对 IPO 资金是否使用完毕，募投项目是否达到预期收益给予重点关注，房地产企业再融资不受破发、破净和亏损的限制。(2) 规范股东减持，上市公司存在破发、破净，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、实控人不得通过二级市场减持本公司股份。(3) 降低融资保证金比例，融资保证金最低比例由 100% 降低至 80%。(4) 积极引入长线资金，8 月 24 日证监会召开全国社保基金理事会和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会，会议提出在国内经济转型升级、金融市场改革深入推进、长期利率中枢下移的新形势下，养老金、保险资金和银行理财资金等中长期资金加快发展权益投资正当其时。推动建立三年以上的长周期考核机制，着力提高权益投资规模和比重。
- **【央行继续维持宽松政策】**流动性方面，央行继续维持相对宽松政策。央行在 6 月和 8 月两次调低银行间市场关键利率，7 天逆回购利率累计调低 20 个基点至 1.8%，1 年期中期借贷便利 (MLF)

利率累计调低 25 个基点至 2.5%，1 年起 LPR 累计调低 20 个基点至 3.45%，5 年起 LPR 在 6 月调低 10 个基点至 4.2%。

- **【政策相对积极，可以阶段性提振市场信心，但是市场的中长期走向还是依赖于经济基本面（盈利）的改善和估值（风险偏好）的提升】**当前市场有两个支撑因素：（1）市场整体估值较低，处于历史分位数的 30% 以下；（2）政策积极，宏观流动性相对宽裕，上证综指 3000 点是重要的政策底。不过，也存在一些不利因素：（1）经济复苏步伐较慢，进而影响企业盈利增长；（2）地方债务压力较大，2020 年疫情宽信用时期大规模发行的城投债到期，2023 年、2024 年将达城投债到期高峰，截至 2023 年底到期的城投债约 2.6 万亿元，截至 2024 年末累计剩余到期压力合计约 8 万亿元。7 月 24 日政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，如果近期相关政策出台，配合财政的再融资债券，将一定程度上支持城投平台化解当下的流动性风险。
- **【投资建议：短期政策受益板块，长线估值合理、周期底部与硬科技板块】**政治局会议精神的利多政策陆续出台，接下来需要观察是经济数据会不会企稳，从而带动投资者信心的回升。以当前房地产政策的落地来看，二线城市地产销售有所改善，一线城市会不会采用“认房不认贷”政策是重要指标，若采用相信短期对经济有较大的提振作用，投资数据可能回升。海外方面，美国通胀离政策目标还有一段距离，美联储主席鹰派表态，加重市场对再度加息的担心，海外市场可能面临调整进而通过港股间接影响内地市场。当然在估值较便宜的情况下，国内市场下探空间有限，短期市场可能以结构性行情为主。短期资金或追逐政策刺激的方向，如券商、房地产等板块。监管层希望“推动建立三年以上的长周期考核机制，着力提高权益投资规模和比重”，中长期市场要关注长线资金的动向，一是估值合理的消费行业（如食品饮料、医药等），二是周期底部的行业（如电子、养殖等）等可能获得更多资金配置，三是高质量发展方向的科技类公司（如通信、计算机等）。

**风险提示：**（1）政策实施不及预期；（2）外部环境变化超预期；（3）经济数据不及预期。

## 内容目录

1. 活跃资本市场是年中政治局会议的重要政策目标.....	4
2. 房地产政策明确“认房不认贷”，延续所得税优惠政策.....	4
3. 资本市场政策四箭齐发，从投资端、融资端、交易端活跃资本市场.....	4
4. 央行继续维持宽松政策.....	5
5. 政策相对积极，可以阶段性提振市场信心.....	6
6. 投资建议：长线估值合理、周期底部与硬科技板块.....	7
7. 风险提升.....	8

## 图表目录

图 1：30 城商品房每周成交面积（万平方米）.....	4
图 2：我国历次调整证券交易印花税情况.....	5
图 3：LPR 利率调整情况.....	5
图 4：申万 A 股市盈率估值（倍）.....	6
图 5：申万 300 市盈率估值（倍）.....	6
图 6：申万创业板市盈率估值（倍）.....	7
图 7：股债估值对比（%）.....	7
图 8：申万行业估值对比.....	8

## 1. 活跃资本市场是年中政治局会议的重要政策目标

【活跃资本市场是年中政治局会议的重要政策目标】7月24日，政治局会议提出两项重要政策目标：(1)“活跃资本市场，提振投资者信心”；(2)“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。会后一周市场给予了积极反应，特别是券商、房地产、建材、钢铁等板块短时间出现较大涨幅。不过，8月中上旬公布的多项经济数据弱于预期，人民币贬值至前期低点，市场出现连续数周大幅下跌，上证综指再度逼近3000点。

## 2. 房地产政策明确“认房不认贷”，延续所得税优惠政策

【房地产政策明确“认房不认贷”，延续所得税优惠政策】8月25日，部委出台两项重要房地产政策。(1)住建部、央行、金融监管总局发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。(2)财政部、税务总局、住建部发布公告，延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策。自2024年1月1日至2025年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

图1：30城商品房每周成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，中原证券

## 3. 资本市场政策四箭齐发，从投资端、融资端、交易端活跃资本市场

【资本市场政策四箭齐发，从投资端、融资端、交易端活跃资本市场】8月26日财政部调降证券交易印花税，从0.1%降至0.05%。证监会“四箭”齐发：(1)阶段性收紧IPO节奏，对大市值公司大额再融资关注必要性和发行时机，对破发、破净、持续亏损、财务投资比例较高的企业再融资限制融资间隔与规模，严格执行融资间隔期要IPO资金是否使用完毕，募投项目是否达到预期收益给予重点关注，房地产企业再融资不受破发、破净和亏损的限制。(2)规范股东减持，上市公司存在破发、破净，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、实控人不得通过二级市场减持本公司股份。(3) 降低融资保证金比例,融资保证金最低比例由 100%降低至 80%。(4) 积极引入长线资金,8 月 24 日证监会召开全国社保基金理事会和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会,会议提出在国内经济转型升级、金融市场改革深入推进、长期利率中枢下移的新形势下,养老金、保险资金和银行理财资金等中长期资金加快发展权益投资正当其时。推动建立三年以上的长周期考核机制,着力提高权益投资规模和比重。

图 2: 我国历次调整证券交易印花税情况

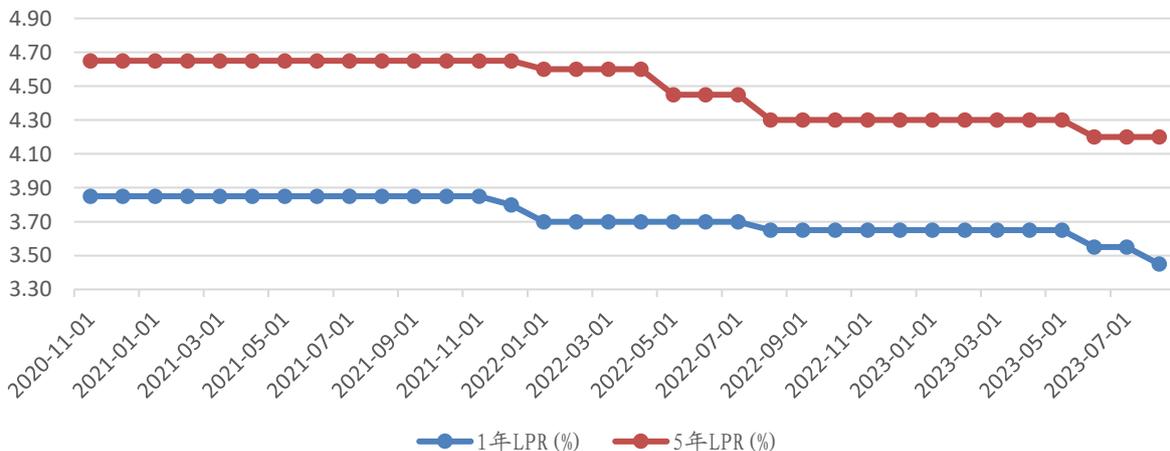


资料来源: Wind, 中原证券

#### 4. 央行继续维持宽松政策

【央行继续维持宽松政策】宏观流动性方面,央行继续维持相对宽松政策。央行在 6 月和 8 月两次调低银行间市场关键利率,7 天逆回购利率累计调低 20 个基点至 1.8%,1 年期中期借贷便利(MLF)利率累计调低 25 个基点至 2.5%,1 年起 LPR 累计调低 20 个基点至 3.45%,5 年起 LPR 在 6 月调低 10 个基点至 4.2%。

图 3: LPR 利率调整情况

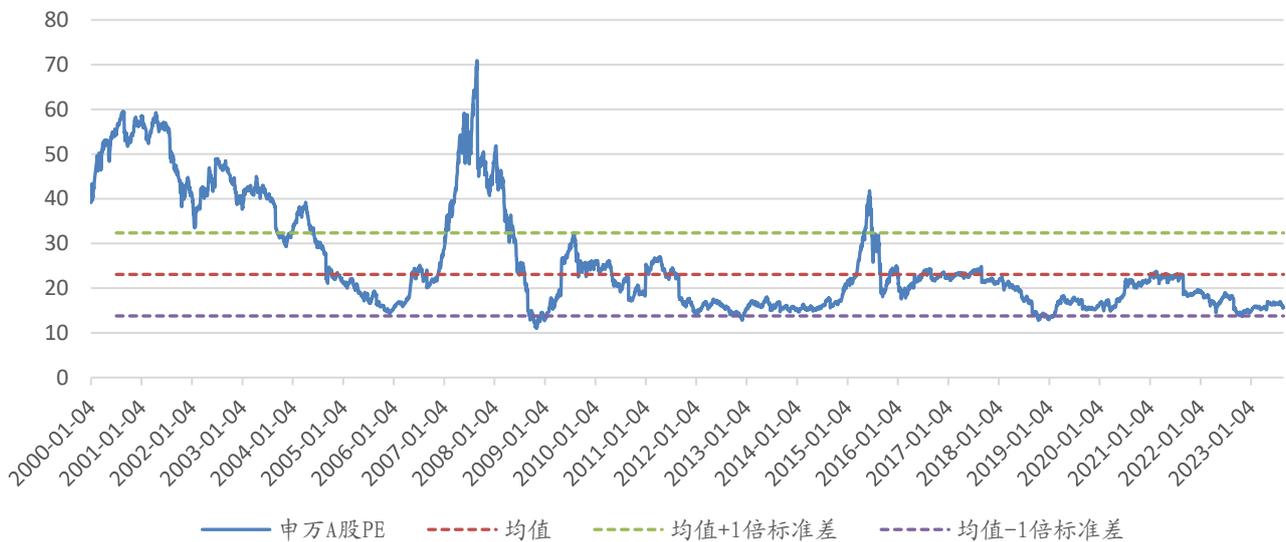


资料来源: Wind, 中原证券

## 5. 政策相对积极，可以阶段性提振市场信心

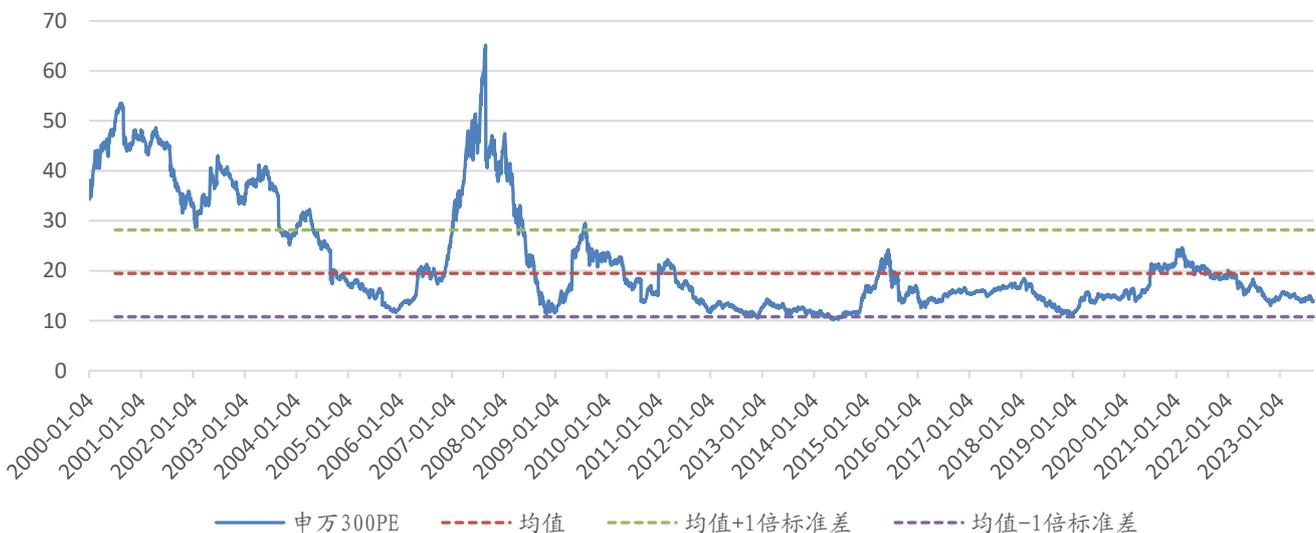
【政策相对积极，可以阶段性提振市场信心，但是市场的中长期走向还是依赖于经济基本面（盈利）的改善和估值（风险偏好）的提升】当前市场有两个重要支撑因素：（1）市场整体估值较低，处于历史分位数的30%以下；（2）政策积极，宏观流动性相对宽裕，上证综指3000点是重要的政策底。不过，也存在一些不利因素：（1）经济复苏步伐较慢，进而影响企业盈利增长；（2）地方债务压力较大，2020年疫情宽信用时期大规模发行的城投债到期，2023年、2024年将达城投债到期高峰，截至2023年底到期的城投债约2.6万亿元，截至2024年末累计剩余到期压力合计约8万亿元。7月24日政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，如果近期相关政策出台，配合财政的再融资债券，将一定程度上支持城投平台化解当下的流动性风险。

图4：申万A股市盈率估值（倍）



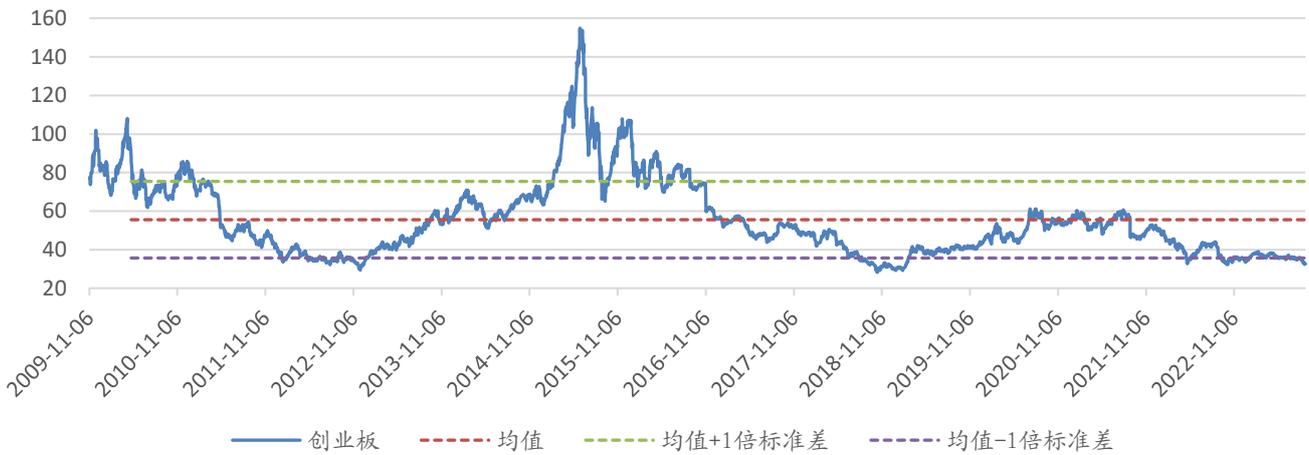
资料来源：Wind，中原证券

图5：申万300市盈率估值（倍）



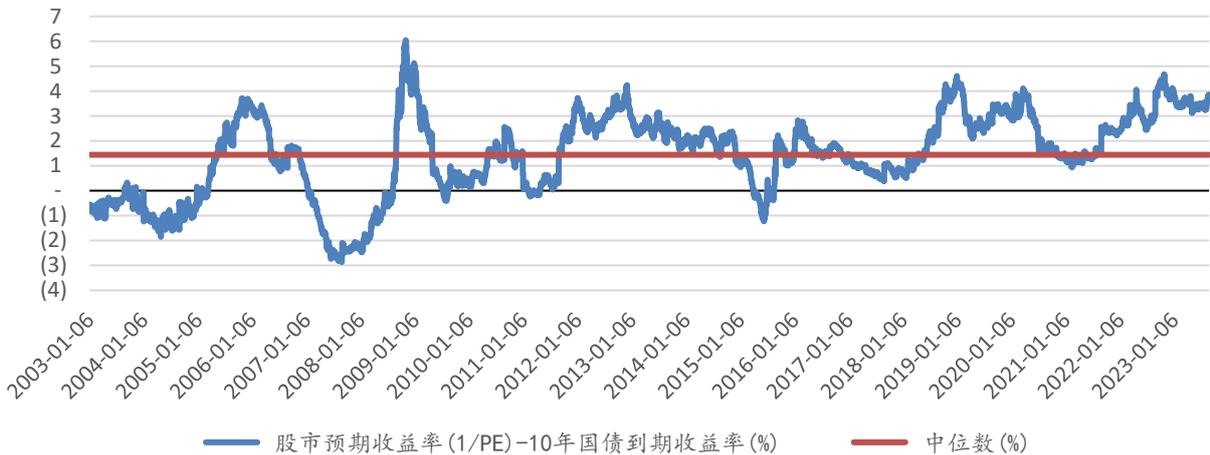
资料来源：Wind，中原证券

图 6：申万创业板市盈率估值（倍）



资料来源：Wind，中原证券

图 7：股债估值对比（%）



资料来源：Wind，中原证券

## 6. 投资建议：长线估值合理、周期底部与硬科技板块

**【投资建议：短期政策受益板块，长线估值合理、周期底部与硬科技板块】** 政治局会议精神的利多政策陆续出台，接下来需要观察是经济数据会不会企稳，从而带动投资者信心的回升。以当前房地产政策的落地来看，二线城市地产销售有所改善，一线城市会不会采用“认房不认贷”政策是重要指标，若采用相信短期对经济有较大的提振作用，投资数据可能回升。海外方面，美国通胀离政策目标还有一段距离，美联储主席鹰派表态，加重市场对再度加息的担心，海外市场可能面临调整进而通过港股间接影响内地市场。当然在估值较便宜的情况下，国内市场下探空间有限，短期市场可能以结构性行情为主。短期资金或追逐政策刺激的方向，如券商、房地产等板块。监管层希望“推动建立三年以上的长周期考核机制，着力提高权益投资规模和比重”，中长期市场要关注长线资金的动向，一是估值合理的消费行业（如食品饮料、医药等），二是周期底部的行业（如电子、养殖等）等可能获得更多资金配置，三是高质量发展方向的科技类公司（如通信、计算机等）。

图 8：申万行业估值对比

行业性质	申万行业	最新市盈率	上期市盈率	环比变化	历史分位数	历史中位数	历史平均数	历史最高	历史最低
金融	银行	4.8	4.9	-1.9%	3.4%	7.5	15.1	75.2	4.3
金融	非银金融	15.5	16.4	-5.4%	19.9%	20.3	40.2	298.8	10.8
金融	房地产	15.4	15.8	-2.3%	36.4%	19.9	26.5	120.0	6.8
科技	电力设备	19.6	21.9	-10.6%	1.5%	40.9	41.1	100.0	17.3
科技	通信	30.4	33.7	-9.8%	22.0%	38.0	39.5	96.3	9.2
科技	国防军工	51.9	54.9	-5.6%	28.3%	62.1	70.2	245.8	17.8
科技	传媒	43.1	46.5	-7.4%	36.2%	50.9	52.8	172.2	19.5
科技	电子	39.7	44.9	-11.6%	36.3%	46.0	49.1	118.1	20.3
科技	机械设备	28.5	31.2	-8.6%	41.3%	30.3	36.5	136.1	11.8
科技	计算机	61.1	69.5	-12.1%	79.7%	49.6	51.4	159.7	18.6
其他	综合	34.6	37.0	-6.4%	19.7%	48.5	53.8	176.7	20.7
消费	交通运输	12.9	13.6	-5.1%	6.2%	21.2	23.4	58.6	10.0
消费	医药生物	25.0	25.7	-2.9%	8.2%	38.0	39.5	99.4	20.3
消费	家用电器	13.6	14.5	-5.9%	11.6%	19.5	23.4	89.5	10.6
消费	农林牧渔	28.0	29.8	-5.8%	17.7%	46.0	50.5	157.0	15.0
消费	纺织服装	23.9	24.9	-3.9%	28.3%	30.0	31.7	98.3	13.1
消费	食品饮料	29.5	31.1	-5.2%	33.3%	33.1	35.7	101.0	16.6
消费	轻工制造	29.4	31.0	-5.3%	39.2%	33.5	35.7	113.3	14.0
消费	公用事业	23.4	24.7	-5.1%	41.4%	24.8	27.2	74.4	13.8
消费	商贸零售	34.4	37.7	-8.7%	55.6%	32.0	33.9	96.2	13.1
消费	美容护理	42.4	45.4	-6.5%	56.9%	38.8	44.2	164.1	11.8
消费	汽车	28.8	31.7	-9.1%	69.1%	21.5	24.0	70.0	7.9
消费	社会服务	78.4	84.3	-7.0%	80.7%	54.5	59.8	209.7	24.9
周期	有色金属	12.6	13.8	-8.5%	0.0%	38.5	44.6	140.3	12.5
周期	煤炭	6.0	5.9	0.8%	0.4%	15.6	21.7	87.3	5.7
周期	建筑装饰	9.3	10.1	-7.4%	7.0%	19.3	25.4	92.8	7.9
周期	基础化工	16.6	17.5	-5.2%	11.6%	27.6	30.5	76.6	12.5
周期	环保	22.1	22.3	-1.1%	12.8%	38.2	38.4	96.4	14.7
周期	石油石化	14.3	14.5	-1.5%	16.7%	20.2	22.9	77.5	9.0
周期	建筑材料	18.8	19.5	-3.9%	32.2%	26.8	30.8	124.6	10.0
周期	钢铁	23.9	25.0	-4.4%	68.5%	20.0	29.0	153.7	4.7

资料来源：Wind，中原证券

## 7. 风险提升

- (1) 政策实施不及预期；
- (2) 经济复苏不及预期；
- (3) 风险事件冲击流动性。

### 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%；  
观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-5% 至 5%；  
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 5% 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。