

宏观点评 20230903

未完待续的最强“政策加速期”

2023年09月03日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 当前中国在政策出台上正经历着最强的“加速期”！如图 1 所示，我们梳理了历史上与今年 8 月类似的政策密集出台（分别是 2022 年 11-12 月疫情防控调整、2020 年 2-4 月疫情首次冲击、2015 年 6-8 月股市大幅调整、2014 年 9-11 月地产政策转向），并统计了这些时期每周部委及更高层出台影响宏观经济的重大阶段性政策的频次。与上述时期相比，今年 8 月以来政策密集出台的加速确实是最强的！从印花税减半到全国统一下调首付比，这样的政策力度在股市和房地产上已经超过 2014-2015 年，堪比 2008 年。

■ 所谓“开弓没有回头箭”，对于当前的这段政策密集加速出台，我们认为可以抱有更多期待。正如我们此前的报告所述：“房地产政策的优化调整”+“一揽子地方化债方案”+“活跃资本市场一揽子措施”构成了下半年政策发力的主线，往后来看：

■ **房地产政策的优化调整**：我们预计政策下一步将加大建设保障房和保交楼的力度，并且包括限购和限售政策的松动也是政策的备选。

■ **一揽子地方化债方案**：央行 SPV 的“重现江湖”，与财政的特殊再融资打好“配合战”，最终的方案有望在 9 月靴子落地。

■ **活跃资本市场一揽子措施**：在“三支箭”（收紧 IPO 及再融资、调降融资保证金、限制部分减持）后，退市制度和分红导向的完善值得期待。

■ **宏观研究不在多，重在把握基本面的关键节点和政策方向**。回顾今年以来经济和政策的脉络，我们认为此前有三个重要的时点，见证了从“经济拐点”到“政策拐点”，再到“政策加码”的转变：

■ 在 3 月底发表的报告《3 月经济放缓：拐点已至？》中，我们指出经济复苏放缓的拐点已经出现，在两会后的“大兴调查研究之风”下，政策出台可能会有所延后。

■ 在 6 月中旬发表的报告《6 月降息拉开年中稳经济序幕》中，我们指出央行快速出手表明政策已经转向，在货币政策开始“全力”支持实体经济的同时，房地产将成为年中稳经济的重要抓手。

■ 在 7 月底发表的报告《地产政策调整的五个关键问题》中，我们新一轮地产放松不会“挤牙膏”，会自上而下在推动取消“认房又认贷”、降低“二套房首付比例”等方面出台一揽子措施；并且一线城市放开的顺序从广州深圳到北京上海。

■ **政策密集出台之后，我们怎么把握市场的节奏和风向？**政策从转向信号到切实落地需要时间，在《经济“放开 2.0”，这次有何不同？》中我们提出一个转向框架，如图 2，我们认为随着最强政策加速期的到来，我们进入了第三阶段，市场的情绪不妨乐观一点（如图 3）。

当然除了情绪，市场的改变确实也需要切实的增量资金，**外资会是重要的风向标**（今年 A 股的涨跌与北向资金的变动密切相关，如图 4），而**近期政策组合背后的一个重要着眼点可能就是稳定外资**：活跃资本市场+稳定地产+稳定汇率≈稳定外资。

活跃资本市场：向主要国际市场靠拢，吸引外资。例如，其中经过本次调整，印花税仅在卖出环节征收 0.05%，与美国，日本，加拿大等废除印花税的发达市场差异进一步缩小（图 5）。此外，今年在海外流动性收紧的背景下，全球 IPO 活动持续放缓，不过根据安永的数据，上半年中国内地 IPO 数量和筹资额分别占全球的 28%和 50%，稳居全球第一。通过阶段性收紧融资节奏，严格管理股东减持，降低“面加多了”的风险。

地产松绑：外资青睐的复苏逻辑。地产是中国经济当前的支柱产业，这一点可能是外资进行中国交易的基本出发点之一，因此交易中国复苏

相关研究

《美联储“减负”，欧央行“加压”——海外宏观经济周报》

2023-09-03

《8 月非农》

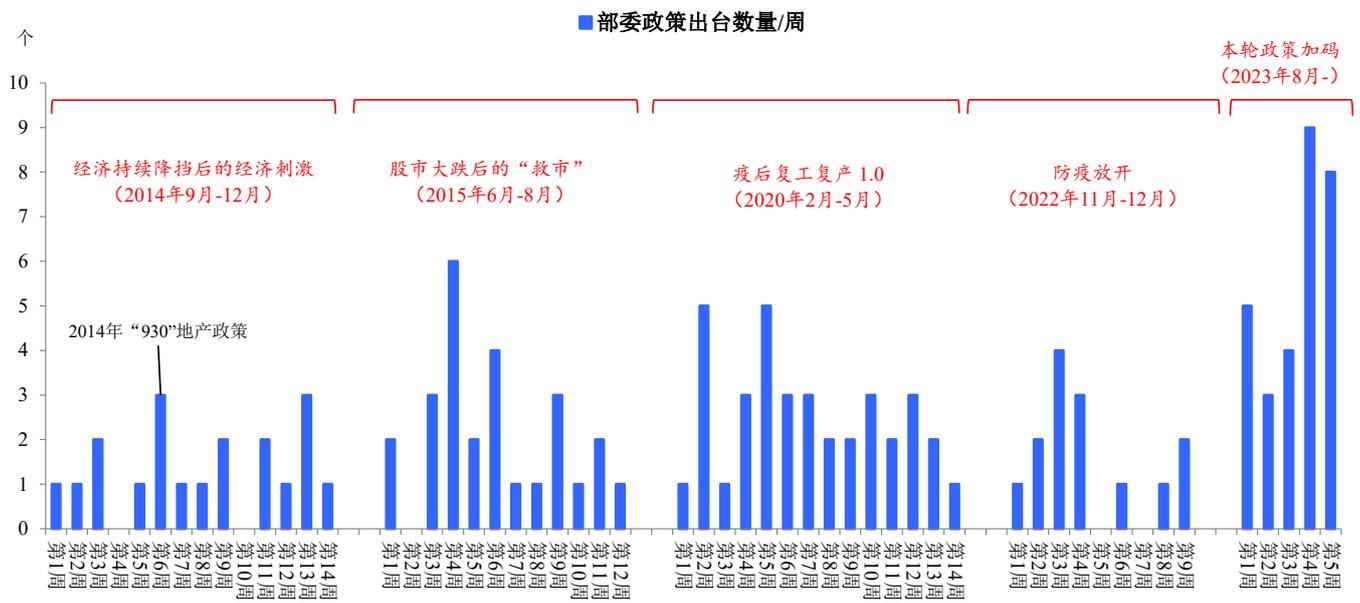
2023-09-02

时，地产上下游的行业总是出现在外资增持的名单中，例如家电、建材、有色等（如图 6、7）。

稳定汇率：不仅仅是降低外资的投资风险。周五央行在汇率贬值压力并不突出的情况下，再次祭出下调外汇存款准备金的工具，稳定汇率的意图十分明确：一方面，人民币汇率的稳定有利于降低外资投资中国的汇率敞口风险；另一方面，可能更深层次是，从历史上看汇率也是股市情绪和顺周期资产的重要风向标（图 8）。

- **风险提示：**地产政策出台时间不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩。

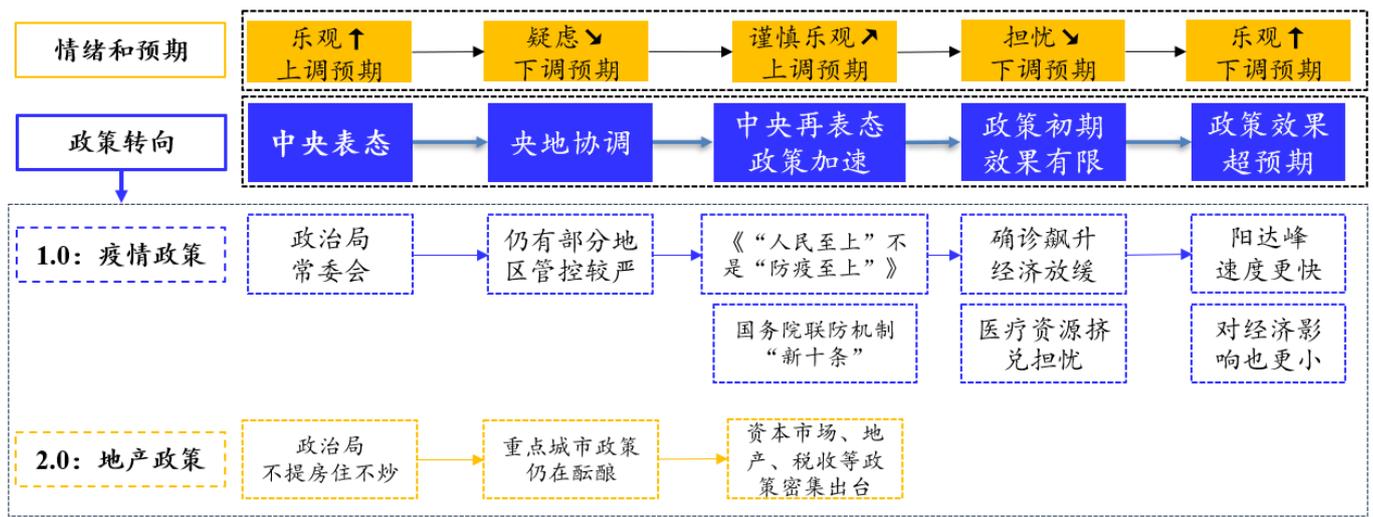
图1：2014年以来政策密集出台期对比：2023年8月下旬政策出台速度最快



注：我们梳理了历史上与今年8月类似的“政策密集期”（分别是2022年11-12月疫情防控调整、2020年2-4月疫情首次冲击、2015年6-8月股市大幅调整、2014年9-11月地产政策转向），并统计了这些时期每周各部委出台影响宏观经济的主要政策数量（选取国务院、发改委、央行、财政部、住建部、证监会、卫健委、金融监管总局），部委之间相同政策予以剔除。

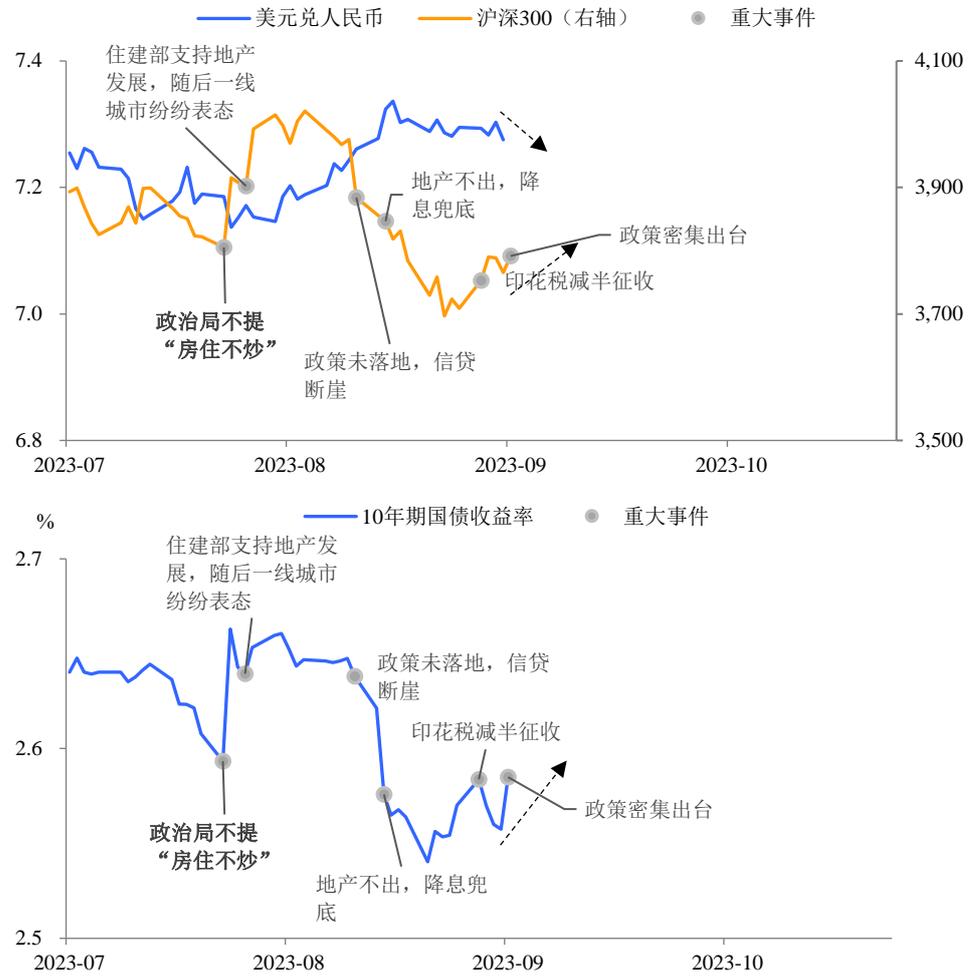
数据来源：中国政府网，各部委官方网站，东吴证券研究所

图2：政策转向的“五阶段”思考：我们正处在第三阶段



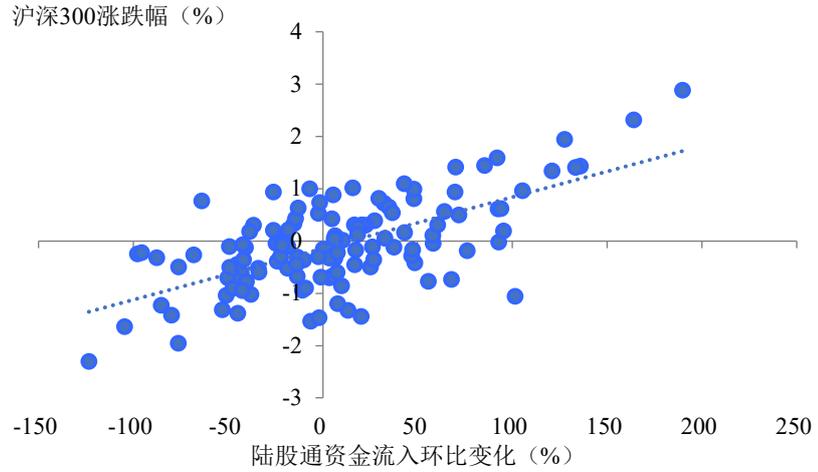
数据来源：新华社，中国政府网，东吴证券研究所绘制

图3: 放开 2.0 下的股债汇资产的走势: 进入第三阶段



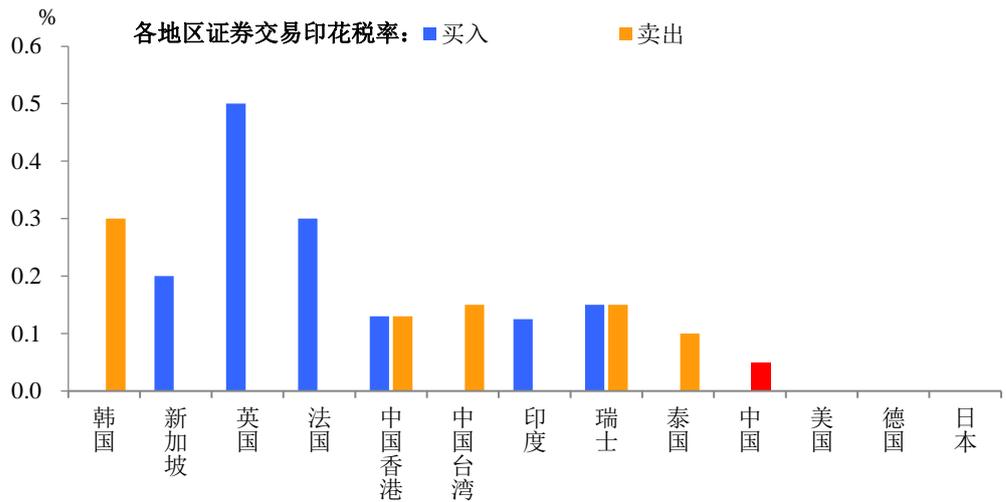
资料来源: Wind, 新华社, 中国政府网, 东吴证券研究所

图4：2023年以来A股涨跌和北向资金流入的变化密切相关



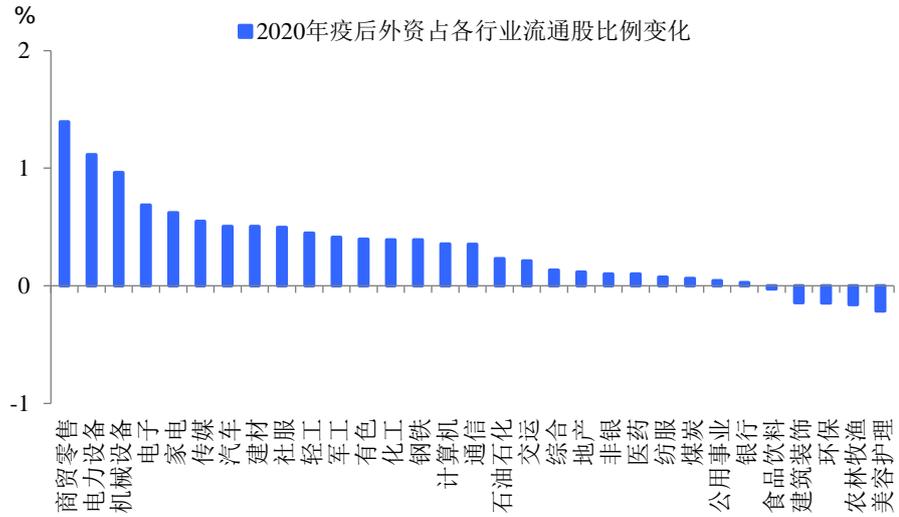
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：经过此次调整，中国印花税正在向美日等发达经济体靠拢



数据来源：纽约梅隆银行、各地区证券交易所，东吴证券研究所

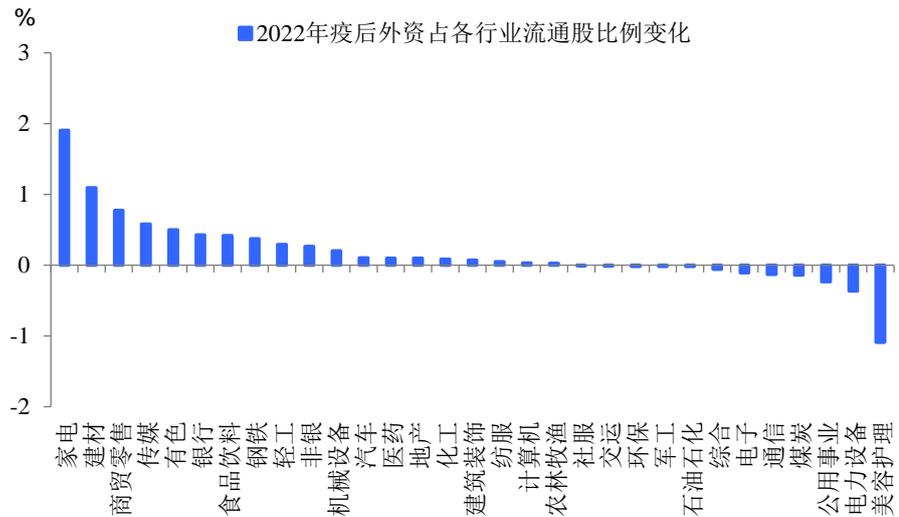
图6：2020年疫情后经济复苏阶段外资投资A股的变化



注：选取时间为2020年3月下旬至7月初。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2022年疫情放开阶段外资投资A股的变化



注：选取时间为2022年10月底至2022年12月底。

数据来源：东吴证券研究所

图8：人民币汇率和股市：拐点相近



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>