

活跃市场重拳出击，市场筑底更进一步——关于8月
27日资本市场政策组合的点评

点石成金

郁泓佳

期货投资咨询号 Z0017641

从业资格号 F03098473

沈卓飞

期货投资咨询号 Z0014628

从业资格号 F3035508

【事件】2023年8月27日下午公布了一系列重磅政策组合拳如下：

财政部：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。

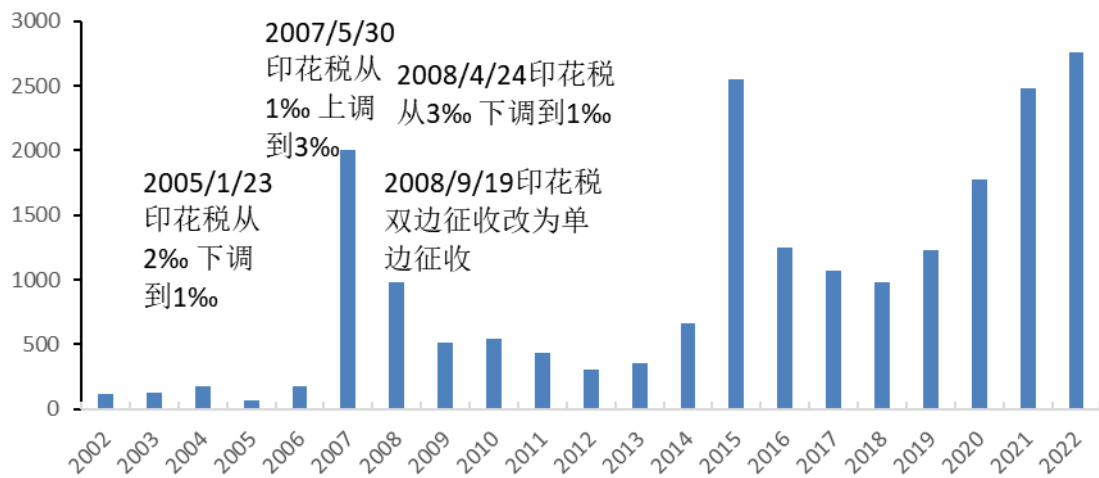
经中国证监会批准上交所、深交所、北交所发布通知，修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。此调整将自2023年9月8日收市后实施。

证监会充分考虑市场形势，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，作出系列安排；同时认真研究评估股份减持制度，进一步规范相关方减持行为。

一、财政部与证监会携手合作政策组合重拳出击

在市场的殷切期待下，财政部宣布于2023年8月28日起，减半征收证券交易印花税。我们回顾了有较完整数据的2002年以来年度证券交易印花税如下图，并标注了2005年以来印花税调整的时间节点。上次调整印花税，还是在2008年，当年4月印花税率从3%下调到1%，同年9月印花税由双边征收改为单边征收。按截止8月27日最新的印花税率来计算，今年8月28日起，证券交易印花税将降至0.5%。使用过去四年（2019-2022）9月至12月的合计印花税收入平均值（约450亿元）来预估本次印花税减半征收可能带来的年度向投资者“让利”的体量规模，大约为近700亿元。这样的“让利”或可以从证券需求端活跃资本市场，当然若能吸引更多的投资者参与A股市场交易的话，随着市场成交总额的提升上述“让利”规模有望更加可观。

图：2005 年来印花税调节时间点与年度证券交易印花税收入额（亿元）



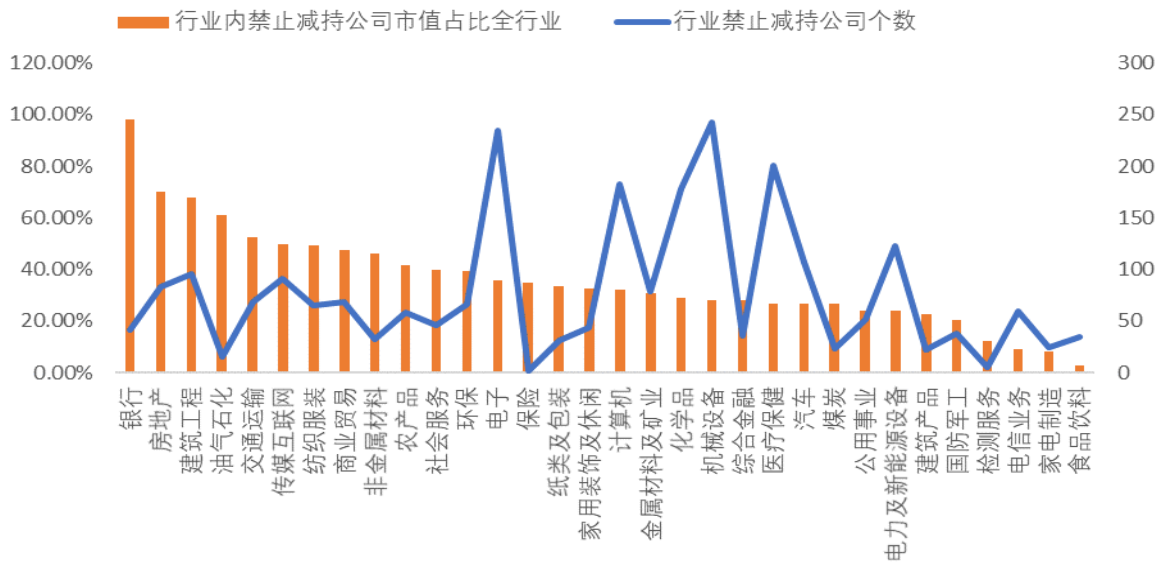
资料来源: wind, 国投安信期货

与此同时证监会三箭齐发，分别针对证券市场的供需两端进行调节。供应端通过调节 IPO、再融资、减持节奏来调控供给端压力；需求端调降融资保证金比例，适度支持融资需求，提升市场活跃度。

其中尤其值得我们关注的是对减持的最新要求：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。

通过分析上市公司财务数据，我们对可能受到减持新规影响而不能被减持的上市公司进行了筛选，预计受此影响的上市公司家数超两千家，其市值占全市场总市值近 40%。按行业划分，受减持新要求影响而不能被减持的上市公司市值合计占全行业总市值比排名居前的有：银行、房地产、建筑工程等。相反，受减持新要求影响市值占比较小的行业有：食品饮料、家电制造、电信业务等。具体行业市值占比与上市公司家数统计见下图。

图：长江一级行业受减持新规影响情况

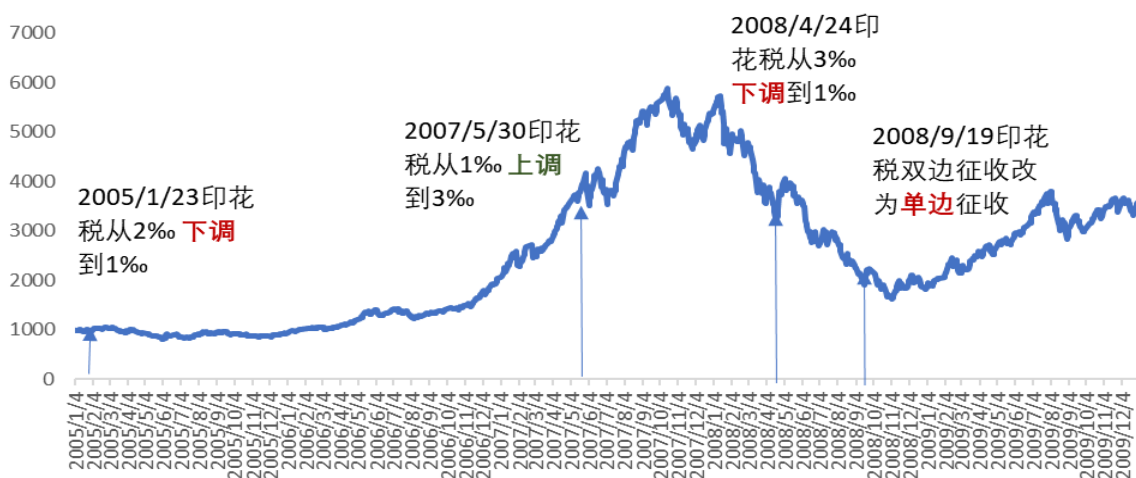


资料来源: wind, 国投安信期货

二、此次政策“组合拳”对股指以及股指期货影响——支持我们中期看好 A 股市场观点，期指基差中枢或延续走强

本次政策“组合拳”由财政部和证监会合作发力，期望整体上从供需两端进行调节，供应端通过调节 IPO、再融资、减持节奏，来调控供给端压力；需求端通过降低印花税、调降融资保证金比例适度支持融资需求，来提升市场活跃度。

图：沪深 300 收盘价与历史上 2005 年后调节印花税节点



资料来源: wind, 国投安信期货

图：沪深 300 指数走势与近年来重要政策节点



资料来源：wind，国投安信期货

回顾历次调整印花税后 A 股市场的走势，以及公布重要政策节点后市场的中期走势如上两图。我们认为本次政策“组合拳”给出的政策端信号积极，7 月政治局会议确认的“政策底”逐步夯实。在基本面和政策面的共振利好下，既政策预期的逐步落地叠加企业将迎来利润修复窗口，我们维持中期对 A 股市场的积极看法。

不过从短期节奏上，“市场底”经常要晚于“政策底”。从 8 月 28 日市场的走势来看早盘几大宽基指数多数高开超过 5%，期指各主力合约亦高开超 5%，随后股指和期指均震荡回落，收盘涨幅均在 1%左右。虽然这个走势和一些投资者预期的有所出入，但是仍然还是体现了市场筑底更进一步。目前海内外确实还有一些投资者比较担心的压力，比如美联储的政策节奏给汇率和全球流动性带来的压力，较直观的体现于 A 股市场上代表外资情绪的北向资金仍在净流出。另外地产端政策、和化债进程的推进等仍值得我们进一步关注。但是即使短期节奏上可能还有一定的曲折，鉴于我们前文的分析，中期对于 A 股市场其实不用太悲观。

从市场结构来看，今日市场对受减持新要求影响而不能被减持的上市公司市值合计占全行业总市值比排名居前的行业更加青睐，涨幅居前的行业有：房地产、煤炭、非银金融、建筑等。

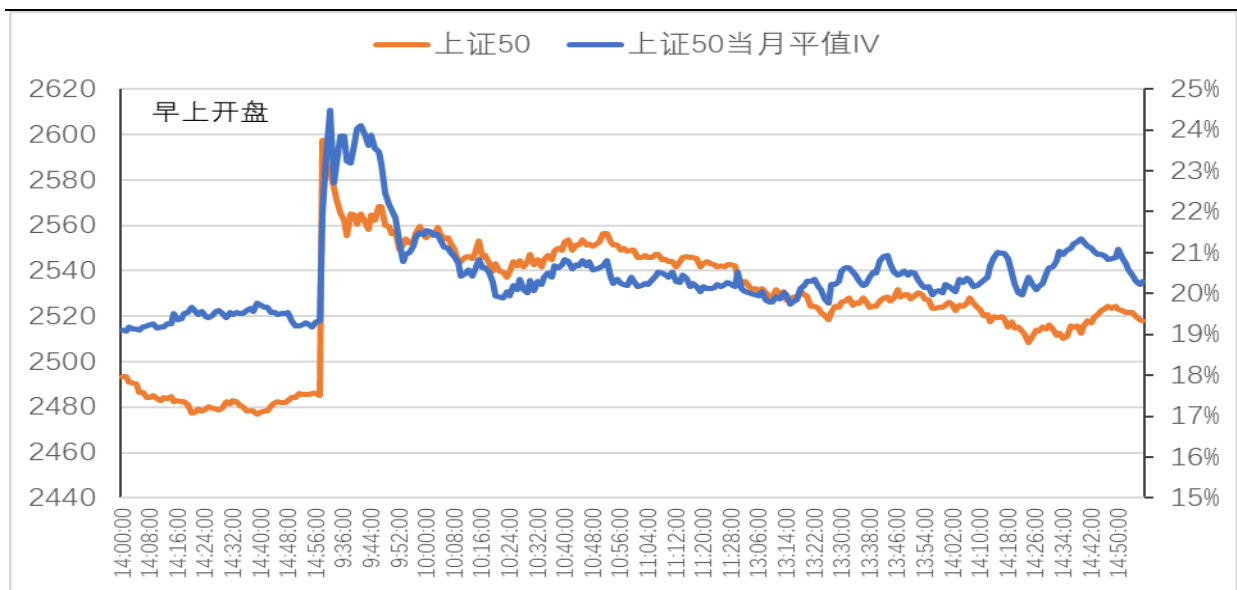
对于股指期货基差走势来看，今年以来各品种的基差中枢有较明显的上移，尤其 IC 和

IM 品种更加明显，后续随着市场情绪的好转基差中枢或有望延续走强趋势。另外从期限结构来看，IH 和 IF 呈现较明显的远月升水结构，说明在期指市场上，投资者对中期观点尤其是上证 50 和沪深 300 为代表的价值蓝筹中期观点并不悲观。

三、此次政策“组合拳”对股指期权的影响——波动率曲面抬升，市场活跃度增加

周末财政部与证监会携手推出多项活跃市场的组合政策，信号意义十分明显，利好市场中期走势。早盘开盘主要宽基指数大幅高开，期权隐波（IV）也大幅拉升，上证 50、沪深 300 指数期权 IV 快速上升至接近 25%，而且同行权价的看涨期权 IV 显著高于看跌期权 IV，显示市场在开盘之初有较强的做多效应，高开的指数吸引较多投资者参与买看涨期权。不过开盘之后指数高开低走，至收盘主要宽基指数涨幅已大幅收窄至 1%左右，市场短期观望情绪依然较强，北向资金继续大额流出，显示市场反弹难度较大。当前环境下指数仍大概率保持低位震荡格局，不过在连续政策托底之下，继续大幅下跌空间有限。

图：上证 50 指数与上证 50 股指期权当月平值 IV 走势对比

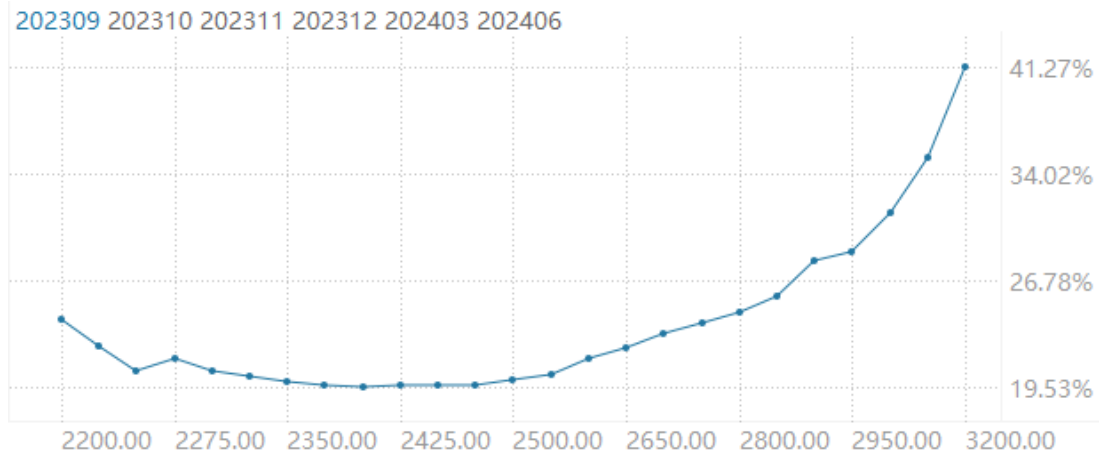


资料来源: wind, 国投安信期货

从期权市场的波动率反应来看，近期股指的波动明显放大，期权市场供需压力加大，大部分股指品种的期权隐波（IV）曲面显著抬升。周一由于指数跳空高开期权 IV 继续上升，上证 50ETF、沪深 300ETF 期权当月平值 IV 均大幅上升，开盘时接近 25%，不过由于指数高开低走，盘中期权 IV 快速回落，目前仍处于 20%以上，科创 50ETF、创业板期权 IV 也上升至 25%以上。对主要股指期权来说，目前虚值看涨期权有更多的波动率溢价。短时间内期权 IV 上升较明显，显示市场可能存在部分挤兑的情况，期权价格有一定

溢价成分，卖期权性价比升高。当下市场有较大的流动性挤压压力，新推出的活跃市场组合政策也存在较强的信号指导意义，整体的波动率水平在多空要素的交织影响下，可能会在较高的波动率水平持续一段时间。

图：上证 50 股指期权 9 月合约隐波微笑



资料来源：wind, 国投安信期货

期权策略展望方面，在多项政策组合拳之下，指数中期走势有望上移，但短期外资持续流出下市场流动性挤压明显，同时短期负面消息较多，A 股反弹难度较大，不宜过于乐观，指数大概率仍将保持低位震荡。近期指数波动放大，目前期权 IV 有一定上升，短期可以考虑在期权 IV 较高的品种上卖出跨式策略获得波动率溢价。目前的组合政策更多利好上证 50 指数、沪深 300 指数，且虚值看涨期权有更多的波动率溢价，中期看多的投资者建议使用看涨期权的牛市价差策略或卖出浅虚值 ETF 看跌期权，如果指数价格继续回落，可以考虑低位接货，降低持仓成本。

四、静候政策组合拳的破局——宏观大类资产的后续展望

进入到 8 月份之后，国内市场仍然面临着外部宏观流动性的约束，美债收益率继续维持震荡上移的格局，美元震荡偏强延续。美债发行带来的对于全球美元流动性的“虹吸”效应较为显著，北上资金流出显著，人民币汇率的波动率再度抬升。

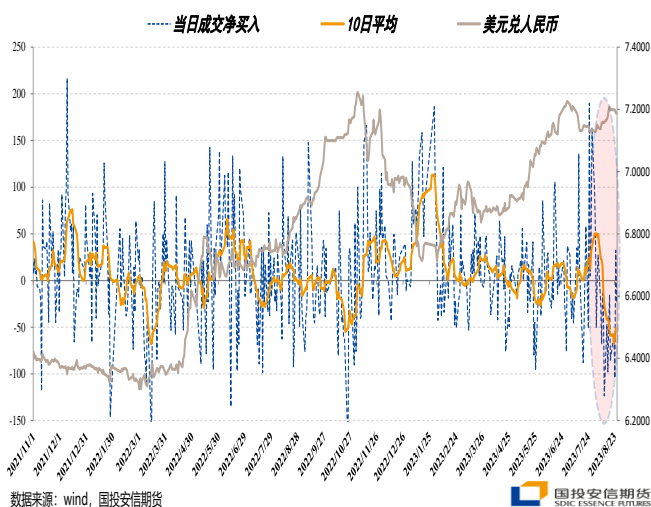
这种宏观流动性的约束，给国内政策目前稳增长、化债以及稳定资产价格三重目标带来了显著的约束。在这个阶段，化解存量债务的工作更为重要，因各个经济主体资产负债表的修复对于后续的支出增加和投资者信心的修复有着重要传导意义。在总量流

动性有约束的背景下，此前城投债和地产债有一定的分化，地产信用风险担忧并未得到有效缓解，从而压制了国内的风险偏好，而全面的打开政府债务融资上限，又不利于短期稳增长和长期调结构目标的平衡。

而当前的经济政策正在有针对性地推动国内政策目标继续向前推进，首先在稳定股票市场方面，面临着资金外流的压力，证监会的政策组合拳一方面限制了当期股票的“供给”（控制 IPO 和再融资、约束减持），同时另一方面提升国内资金加杠杆的能力（调降融资保证金比例），与此同时配合着证券印花税 50% 的调降提振投资者信心，能够缓解外资流出带来国内资本市场的资金流出压力，有利于市场由探底向筑底的转变。另外，面对房地产基本面的弱势，落实购买首套房贷款“认房不用认贷”的政策，也有助于提振房地产市场的景气度，有助于缓解房地产金融的压力。

需要看到的是，从鲍威尔在 Jacksonhole 年会上的讲话来看，仍然基本维持了 7 月份下旬议息会议的基调：坚守 2% 的通胀目标，核心通胀仍然存在韧性，经济和就业市场的降温不及预期，年内的利率政策选择数据导向，但不排除年内再度加息。市场仍然做略偏鹰派的解读，美元维持了震荡向上的格局。后续来看，在美债收益率仍在测试高点的背景下，国内稳汇率、稳定股票市场、松绑房地产市场的组合拳会短期带来中国资产的一定提振，中期继续关注国内地方政府债务化债方案的推进，同时跟踪地产债务风险的变化，在中期乐观的背景下短期保持战术上的耐心。

图：8 月份之后，北上资金转为持续流出，流出的力度是强于 5-6 月份人民币贬值时的力度，施压国内市场的资金面

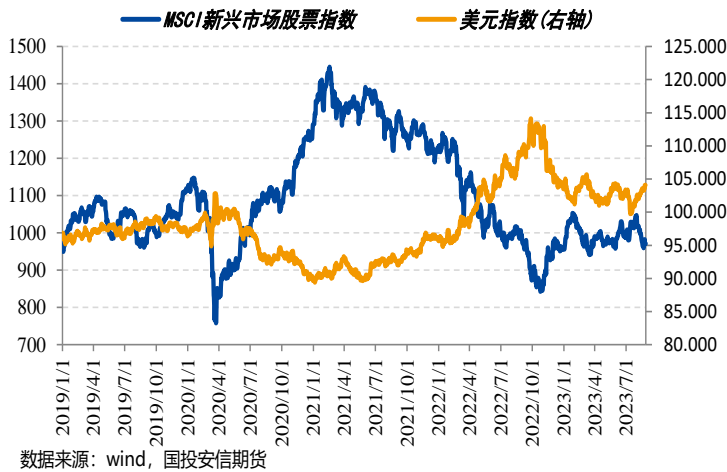


图：和今年 3 月份硅谷银行冲击时期相比，当前阶段 A 股面临的相对压力更大，上证 50 隐波上行幅度较大



图：美联储维持7月份议息会议基调，美债的发行带来了美元流动性的虹吸效应，整个EM股指在8月份重新回归弱势

图：8月份人民币汇率隐含波动率有明显的抬升，国内的金融条件相对于发达市场而言出现了明显的走弱



免责声明

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有,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。如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。