组合拳稳定预期 投资端持续优化

——政策研究

相关研究报告
1.《国元证券宏观研究-全球市场周报：财报利好和加息降温，主导市场走势》
2.《国元证券宏观研究-全球市场周报：地缘冲突升级，AI 带动主要股指下行》

报告作者
分析师 刘乐
执业证书编号 S0020524070001
电话 021-51097188
邮箱 liule@gyzq.com.cn

联系人 李卿
邮箱 liqing3@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

- **事件**

11 月 2 日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会召开支持资本市场两项工具座谈会，优化互换便利和股票回购增持再贷款政策。之后证监会有关部门负责人就近期稳市场稳预期相关工作答记者问，并推出上市公司股份回购、主动 ETF 产品供给和融资融券逆周期调节等多项政策工具。此次政策组合拳长短兼顾，短期稳定市场预期，长期着眼投资端持续优化。

- **优化存量政策、积极回馈投资者**

1）流动性托底，夯实投资端改革。互换便利方面，降低了操作门槛，非银机构管理流动性的余地更大。截至今年 10 月底，已开展的两批次操作共有 28 家证券公司和基金管理公司参与，合计金额 1050 亿元；经机构申请有 31 家证券公司、基金管理公司获准开展第三批操作，申请额度超过 1000 亿元。此次，扩大互换便利业务的范围和金额，主要解决非银机构的流动性约束，证券公司、基金公司等以持有的资产与央行置换高流动性资产，不必卖出持仓就能满足资金需求，有效应对“被动减仓”。证监会同时明确，后续将进一步增加机构数量、适当降低互换费率、优化质押和操作模式。回购再贷款方面，由阶段性安排转为长期制度性政策。回购增持再贷款能缓解上市公司及其股东的现金流约束，增加主动买盘回馈中小股东。同时，贷款利率从 1.25%降到 1%之后，资金成本进一步降低，上市公司回购在经济上变得可行。目前，全市场已有 902 家上市公司披露 1110 单回购增持贷款公告，后续规模有望继续扩大。两项工具中，前者压缩市场大幅波动的空间，后者稳定市场预期，减少市场对“托底”的担忧，可以视作深化投资端改革的一环。

2）优化护盘式回购机制。回购作为提升市场投资价值的重要手段，是本次政策组合拳的关键部分，可以理解为降低门槛、加强约束、锁定资金的组合，意在把护盘式回购从临时应对转为制度安排。此次答记者问，证监会以监管要求的形式给出四方面安排。一是新增触发条件。当股价“破发”，可以开展护盘式回购，规定护盘式回购不适用“公司股票上市已满六个月”的限制，取消护盘式回购中开盘和收盘集合竞价阶段不得申报的限制；二是兑现市值管理承诺。要求上市 36 个月内的上市公司，当股价触及护盘式回购情形时，严格履行上市承诺中的稳定股价措施；三是超募资金可用于回购。要求存在超募资金的上市公司在触及护盘式回购时及时实施回购；四是新设回购专项基金。要求上市公司在年度现金分红计划中明确一定比例资金纳入回购专项基金，同时，要求公司通过集中竞价卖出护盘式回购股份的所得收益纳入回购专项基金。下一步将抓紧修订《上市公司股份回购规则》，增强护盘式回购的约束力；规则正式修订前，鼓励重要指数成份股公司、龙头科技股公司先行实施。

- **增量政策加码，重启逆周期调节**

1）增量资金加速入场。本次增量资金通过指数化的方式入市，一方面用真金白银稳定市场，改善投资者预期；另一方面，明确产品的供给方向，推出更多指数 ETF、丰富场外中低波动产品，并鼓励发行更多浮动费率基金，强化管理人与持有人的利益绑定。首批 18 只主动 ETF 于 10 月 19 日注册，截至 11 月 2 日合计募集超过 350 亿元，已有 16 只达到 20 亿元的单只募集规模上限并结束募集。证监会将引导鼓励已完成募集的基金加快开展投资建仓。对市场而言，这批资金的特点是“必须在规定时间内买完”，属于确定性较高的增量买盘。对公募而言，主动 ETF 更能区分出管理机构投资能力的优劣，通过市场化方式推动资源向绩优的管理人集中。

2）再启市场化逆周期调节政策。两融指标的逆周期调节，有助于市场情绪回升。年初根据市场形势，沪深北交易所将融资保证金比例由 80%提高至 100%，旨在减缓杠杆风险在顺周期过程中的积累，并促进理性交易。但 10 月以来融资余额、交易活跃度和上证指数均有所回落，市场需要外部力量打破下行趋势。证监会明确表示，下一步将会同证券交易所指导证券公司，对融资保证金比例、可充抵保证金证券折算率、维持担保比例等风险控制指标进行统筹研究、进一步优化，保持弹性；在风险总体可控的基础上，根据法定的逆周期调节安排，适度释放融资空间，盘活存量资金，提升市场流动性。

3）从增资金、降门槛、促回购到逆调节，多渠道深化投资端改革。此次政策组合拳协同并进，兼顾短期流动性和长期机制优化。政策逻辑上，人民银行提供低成本资金和流动性背书，证监会明确参与主体、业务规则与监管约束，上市公司回购或注销制度化，公募基金用增量资金建仓，券商在两融端承接交易需求。传导机制上，资金价格信号先行（再贷款利率 1.25%降至 1%、互换费率适当降低），随后是股份供给收缩（回购或注销）和增量资金入场（350 亿元主动 ETF 建仓），同时修复交易活跃度（两融指标优化）。政策发力点分别对应供给、成本、机制和活跃度，主要落在资本市场自身的工具箱里，属于定向稳市安排，而非新一轮估值扩张的开始。

- **投资建议**

投资策略方面，建议把握三条投资主线：一是券商。交易活跃度的提升，配合两融业务的增加，可以增强券商盈利能力；二是科技板块中现金流相对较优的个股。护盘式回购有利于托底股价，同时盈利能力支撑现金流恢复；三是高股息的红利板块。在利率中枢处于低位的环境下，股债利差仍具吸引力，尤其是回购注销对每股收益的增厚，会进一步强化这类资产的红利属性。

- **风险提示**

政策落地不及预期；行业基本面持续恶化风险；政策理解偏差。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100029