

## 专题策略报告

# “调结构”先破后立，“大安全”主线回归

## ——“大安全当立”系列报告（六）

方正证券研究所证券研究报告

### 分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

### 相关研究

《中报预告：如何寻找“盈利优势”？——A股23年中报预告分析》2023.07.15

《边界计划：AI涌现的系统论视角——“大安全当立”系列报告（三）》2023.07.10

### 报告摘要：

#### ● 引言：阳光总在风雨后，“大安全主线”当立！

18年“紧信用”导致年末市场情绪“冰点”，但“调结构”政策主线未变，“激发资本市场活力”19年A股反转，并孕育出半导体+新能源车链19-21年“扩产”新周期；

23年“大安全”也导致当前市场情绪“冰点”，但我们判断：“调结构”仍将是政策主线，预计“活跃资本市场”下半年A股反弹/反转，并将孕育出新能源车链+AI算力基建+中特估的“扩表”新黎明。

#### ● 似曾相识燕归来：当前的底部特征类似于18年末的“市场底”

“政策底”一般滞后“市场底”1-2个月，且和“估值底”基本同时出现。当前A股估值处于历史均值附近，原因在于19年以来的科技制造市值扩张导致“估值底”被动抬升。分位数法调整后（详见正文），当前A股的实际估值接近18年末的“估值底”。同时，中美缓和与小周期，国内政策调结构等，也与18年末-19年初非常类似。

#### ● 18-19年“先破后立”：“调结构-紧信用”方向未变，科技制造结构性“宽信用”

18年金融去杠杆“紧信用”，导致民企现金流接近断裂，但政策未走地产/基建“宽信用”的老路（先破）；18年末“民企纾困”寻找结构性“宽信用”新方向，19-21年半导体和新能源车链开启新一轮“扩产”周期（后立）。

#### ● 23年中“先破后立”：“调结构-大安全”方向不变，高质量主线结构性“宽信用”

23年高质量发展“大安全”，导致A股融资环境及企业融资意愿收缩，但近期调结构政策仍密集，地产大概率“信用托底”（先破）；预计下半年“调结构-大安全”仍将是政策主线，有望孕育出结构性“宽信用”的新抓手：新能源车链+AI算力基建+中特估（后立）。

#### ● 行业配置：券商搭台，成长唱戏，布局高质量“宽信用”新方向

回顾18年末“市场底”：券商搭台，成长唱戏。“激发资本市场活力”政策最大公约数的券商领涨，地产阶段性上涨，而半导体和新能源车链19-21年产能扩张并持续获得显著超额收益！

展望23H2“市场底”：“券商搭台，成长唱戏”有望重现。（1）“活跃资本市场”最大公约数的券商领涨；（2）结构性“宽信用”的高端制造结构性“宽信用”接棒：新能源车链/AI算力基建；（3）中特估-央企重估也是结构性“宽信用”的重要方向。

#### ● 核心假设风险：策略观点不代表行业、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

## 正文目录

1 似曾相识燕归来：18年末“政策底/市场底/估值底”全面比较.....	5
1.1 “市场底”一般滞后“政策底”1-2个月，且和“估值底”同时出现.....	5
1.2 当前A股估值并不低，如何打破“估值幻觉”？.....	6
1.3 23H2和19H1也有很多相似性.....	8
2 18-19年“先破后立”：“调结构-紧信用”方向未变，科技制造结构性“宽信用”.....	10
2.1 18年金融去杠杆“紧信用”，导致民企现金流接近断裂.....	10
2.2 18H2金融去杠杆主线未变，民企纾困结构性“宽信用”.....	12
2.3 先破后立：传统经济“紧信用”，科技制造结构性“宽信用”.....	13
3 23年中“先破后立”：“调结构-大安全”方向不变，高质量主线结构性“宽信用”.....	16
3.1 “调结构-大安全”是贯穿23年的主线，但对融资环境及企业信心形成冲击.....	16
3.2 7.24政治局会议“结构性”转向，高质量发展仍是主线.....	18
3.3 先破后立：地产“信用托底”，高质量-大安全结构性“宽信用”.....	19
4 行业配置：券商搭台，成长唱戏，布局高质量“宽信用”新方向.....	21
4.1 18年末“市场底”：券商搭台，成长唱戏.....	21
4.2 23年“市场底”：“大安全-高质量”结构性“宽信用”.....	22
4.3 “宽信用”新方向之一：券商——“活跃资本市场”的最大公约数.....	22
4.4 “宽信用”新方向之二：新能源车链——油电同价开启，智能驾驶加速落地.....	23
4.5 “宽信用”新方向之三：算力基建——系统搭建早周期“宽信用”强抓手.....	25
4.6 “宽信用”新方向之四：央国企“再加杠杆”.....	26

## 图表目录

图表 1: 2018 年以来万得全 A 政策底领先市场底 1-2 个月出现 .....	5
图表 2: 2018 年末政策底出现后 2.5 个月市场见底 .....	5
图表 3: 2020 年初政策底出现后 1.7 个月市场见底 .....	5
图表 4: 2021 年初政策底出现后 1.1 个月市场见底 .....	6
图表 5: 2022 年初政策底出现后 1.4 个月市场见底 .....	6
图表 6: 2018 年以来市场底和估值底基本同时出现 .....	6
图表 7: 目前 A 股估值并没有处于历史低位 .....	7
图表 8: 电力设备&TMT 的市值占比较 2010 年显著抬升 .....	7
图表 9: 电子、电力设备、医药生物等市值占比显著提升 .....	7
图表 10: 分位数调整 A 股估值后, 目前 A 股估值处于历史绝对地位 .....	8
图表 11: 6 大因素决定 23H2 是 19H1 的“湖光照影” .....	8
图表 12: 中美关系近期阶段性回暖 .....	9
图表 13: 18 年末中美关系也阶段性迎来“缓和小周期” .....	9
图表 14: 近期政策表述整体更偏向“调结构” .....	9
图表 15: 2019 年国内政策以“调结构”为主 .....	9
图表 16: 18 年金融去杠杆的主要政策 .....	10
图表 17: 18 年全年信用紧缩 .....	11
图表 18: 18Q3 民企现金情况接近历史底部 .....	11
图表 19: 18 年下半年“宽货币+宽信用” .....	12
图表 20: 19 年后民企科技行业现金情况阶段性改善 .....	13
图表 21: 19 年后地产行业的现金情况持续恶化 .....	13
图表 22: 18 底至 19 年初, 房地产政策边际放宽 .....	13
图表 23: 房地产“涨价不涨量” .....	13
图表 24: 18-19 “调结构”的“破”与“立” .....	14
图表 25: 19 年初半导体资本开支扩张周期启动 .....	14
图表 26: 19-21 年成长风格占优 .....	14
图表 27: 20-21 年盈利回升周期中, A 股新能源车链实现了“结构性”产能扩张 .....	15
图表 28: 十四大以来“安全”的词频呈指数级上升 .....	16
图表 29: 国务院机构改革, 重点关注三大安全 .....	16
图表 30: 2008 年来, 全球化程度接近停滞 .....	16
图表 31: 中美德商品进出口平均额占 GDP 比重 .....	16
图表 32: 2016 年以来“逆全球化”事件频发 .....	17
图表 33: 23 年 IPO 通过审核但未发行公司较多 .....	17
图表 34: 中小企业投资信心受影响进一步下滑 .....	17
图表 35: 7.24 中央政治局会议以来, “活跃资本市场”以及消费和地产“稳增长”政策频出 .....	18
图表 36: 8.4 四部委发布会关于“调结构”的相关表述 .....	19
图表 37: 7.24 政治局会议后, 针对民企和科技的“调结构”政策持续出台 .....	19
图表 38: 历史上看, 信用大幅扩张总伴随地产投资的扩张 .....	19
图表 39: 信用债违约结构 .....	20
图表 40: 年初以来重大地产违约事件 .....	20
图表 41: “大安全”的“补完计划”与“边界计划” .....	20
图表 42: 18 年 10 月-19 年 4 月金融/地产/科技领涨, 中长期金融/科技制造取得超额收益 .....	21
图表 43: 18 年 10 月-19 年 4 月金融/地产/科技领涨, 中长期金融/科技制造取得超额收益 .....	21
图表 44: 18-19 年“调结构”孕育科技制造结构性“宽信用”; 23 年“调结构”也将孕育高质量发展新方向 .....	22

图表 45: 18 年末中央政治局会议“激发资本市场活力”后的市场走势 .....	22
图表 46: 国内券商杠杆倍数远低于海外 .....	23
图表 47: 券商债券融资的方式 .....	23
图表 48: 历史上鼓励券商加杠杆的政策 .....	23
图表 49: 近期新能源车下乡政策 .....	24
图表 50: 近期新能源车地方补贴政策 .....	24
图表 51: 海外各国家新能源车渗透率仍存较大抬升空间 .....	24
图表 52: 新能源车出口同比维持高位 .....	24
图表 53: 比亚迪规模化效应显现, 单车成本不断下探 .....	25
图表 54: 智能驾驶政策加码, 助力智能驾驶进程加速 .....	25
图表 55: “场景革命”涌现的 4 个阶段 .....	25
图表 56: 数字经济 AI 实现终局目标的四个场景阶段及相关测算 .....	26
图表 57: 国有工业企业的杠杆率上升空间 .....	27
图表 58: 极端条件下, 国企“再加杠杆”能释放 11.34 万亿的信贷空间 .....	27
图表 59: 极端条件下, 上市国企“再加杠杆”有近 15.53 万亿信贷扩张空间 .....	27

## 1 似曾相识燕归来：18年末“政策底/市场底/估值底”全面比较

### 1.1 “市场底”一般滞后“政策底”1-2个月，且“估值底”同时出现

政策底后，市场底的出现并非“立竿见影”，普遍存在1-2个月的滞后。2018年以来，A股市场共经历四次政策底和市场底，政策底均先于市场底1-2个月出现，且在政策底到市场底之间一般有明显跌幅。

图表1:2018年以来万得全A政策底领先市场底1-2个月出现

### 2018年以来万得全A政策底先于市场底1-2个月



政策底	市场底	时间间隔	区间走势情况			市场底后首个高点	市场底到高点时间间隔	市场底到高点区间涨幅
			区间涨跌幅	区间内最大涨幅	区间内最大跌幅			
2018/10/19	2019/1/3	2.5月	0.76%	14.45%	-10.84%	2019/4/19	3.5个月	39.92%
2020/1/31	2020/3/23	1.7月	-8.88%	19.94%	-15.23%	2020/7/13	4个月	32.50%
2021/2/5	2021/3/9	1.1月	-5.94%	3.64%	-12.82%	2021/9/10	6个月	12.78%
2022/3/16	2022/4/26	1.4月	-10.43%	3.37%	-17.04%	2022/7/14	2.5个月	22.37%

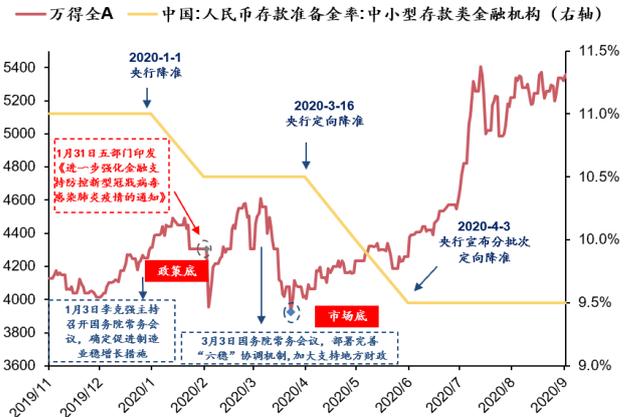
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表2:2018年末政策底出现后2.5个月市场见底



资料来源: 中国政府网等, Wind, 方正证券研究所

图表3:2020年初政策底出现后1.7个月市场见底



资料来源: 中国政府网等, Wind, 方正证券研究所

图表4:2021年初政策底出现后1.1个月市场见底



资料来源: 中国政府网等, Wind, 方正证券研究所

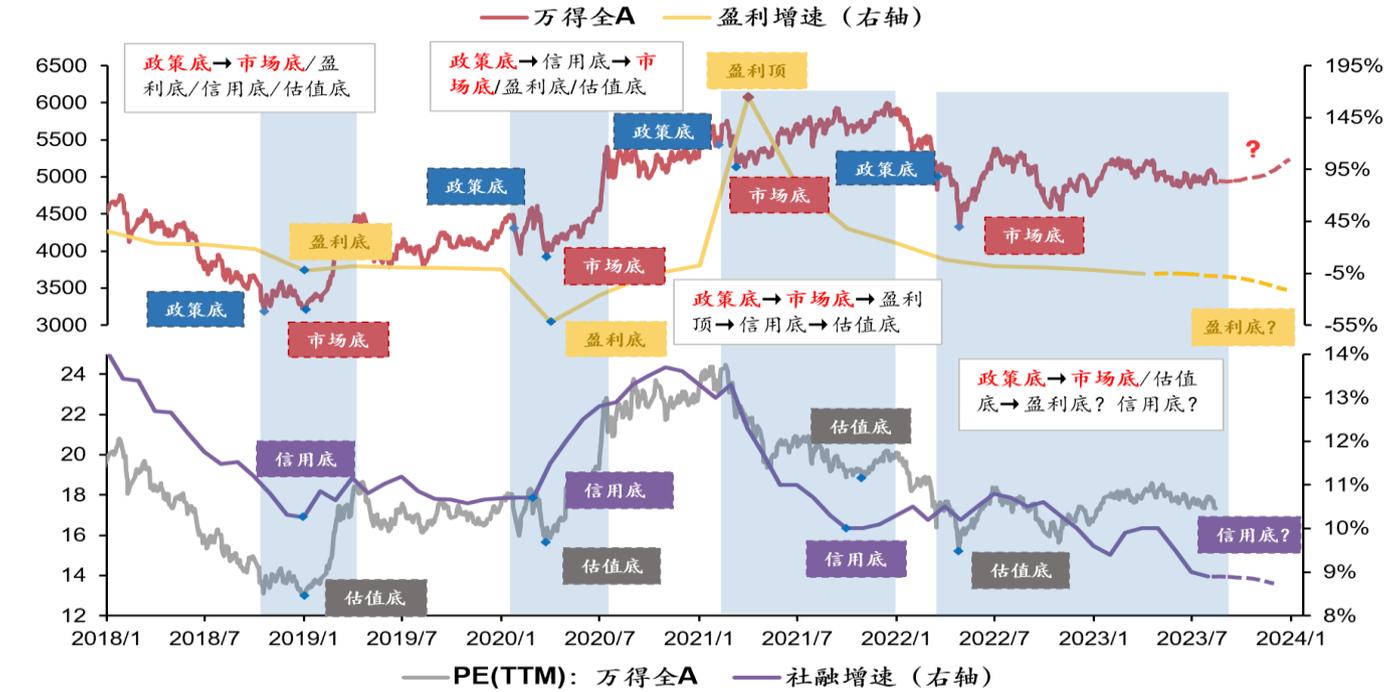
图表5:2022年初政策底出现后1.4个月市场见底



资料来源: 中国政府网等, Wind, 方正证券研究所

市场底和估值底一般会同时出现。18年以来的四次市场底中, 有三次市场底和估值底基本同时出现, 仅在2021年, 市场底先于估值底出现。

图表6:2018年以来市场底和估值底基本同时出现

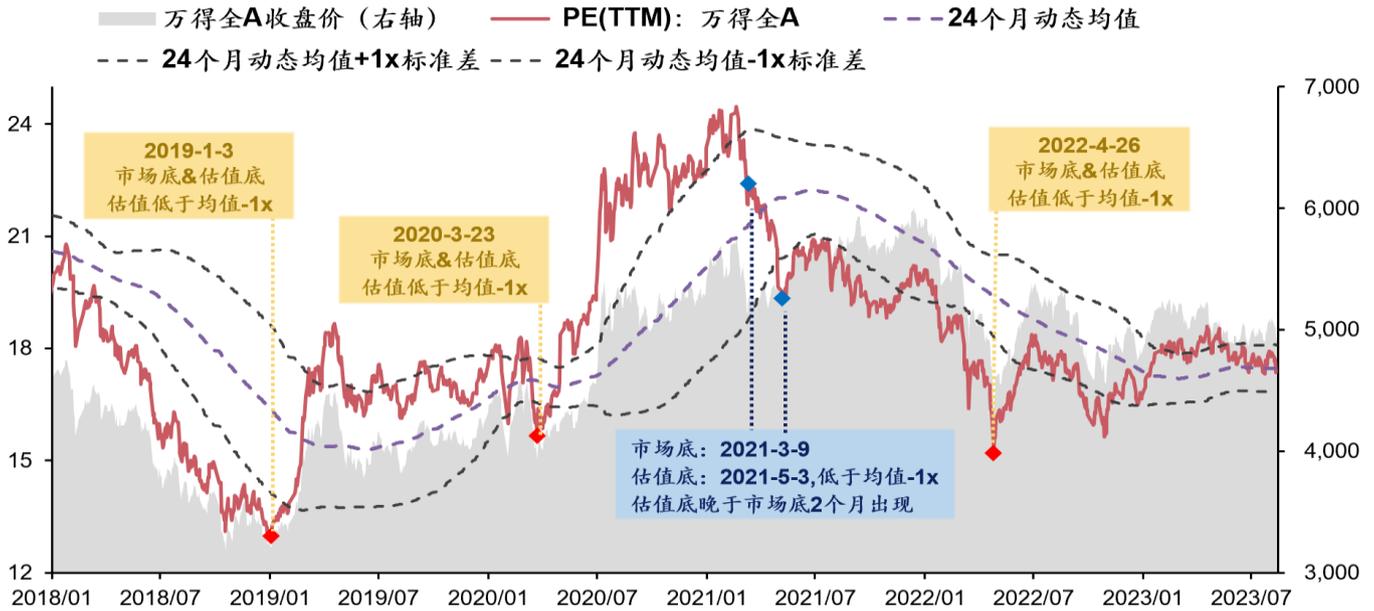


资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 1.2 当前 A 股估值并不低, 如何打破“估值幻觉”?

估值底通常处于均值-1 倍标准差之下, 但当前 A 股估值处于历史均值附近。18 年来的几次估值底, A 股估值均位于均值-1X 标准差 (24 个月滚动计算) 以下。但当前从 PE(TTM) 来看, A 股估值处于 24 个月滚动均值水平, 并未达到-1X 标准差的底部区间。

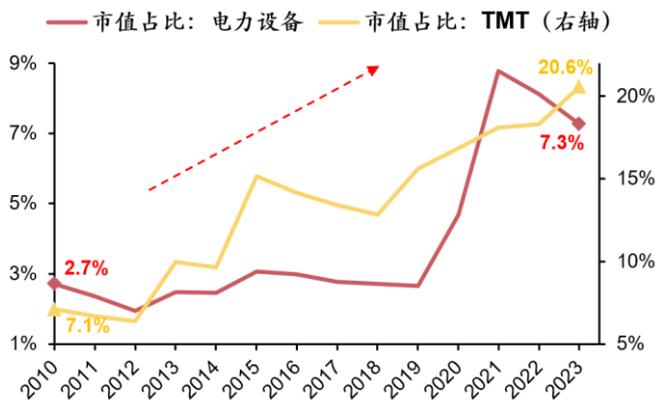
图表7: 目前A股估值并没有处于历史低位



资料来源: Wind, 方正证券研究所

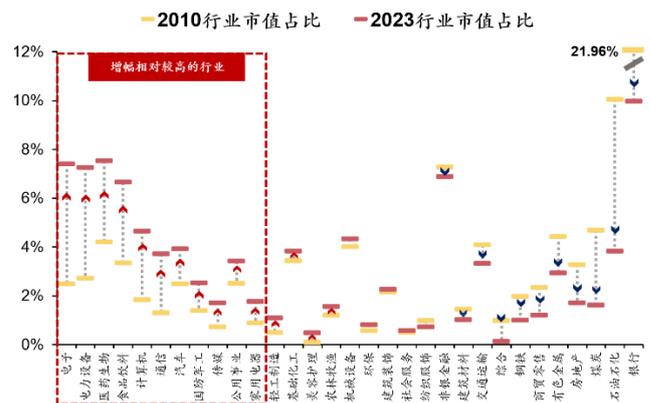
**A股“估值幻觉”源于行业市值结构变化：高估值的科技制造业市值占比扩张。**我们认为A股行业市值结构向高端科技偏移，使得A股的估值中枢上行，造成A股“估值底”失真——2010年A股市值结构中：银行（22%）、石油石化（10%）和非银金融（7.3%）占据前三；2023年A股市值结构中：银行占比明显下降，电子、电力设备、医药生物市值占比涨幅明显，跻身市值结构前列。

图表8: 电力设备&TMT的市值占比较2010年显著抬升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表9: 电子、电力设备、医药生物等市值占比显著提升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

**分位数调整A股估值后：当前A股估值接近18年的“估值底”。**通过计算个股估值分位数，再计算市场估值，可以有效规避市值结构变动带来的影响。根据加权PE分位数计算的A股估值，我们发现：目前A股估值实际处于均值-1X标准差以下，仍处于历史绝对低位。

图表10:分位数调整 A 股估值后，目前 A 股估值处于历史绝对地位



资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 1.3 23H2 和 19H1 也有很多相似性

19H1 与 23H2 存在 6 大相似之处，主要体现在 19 年与 23 年均处于中美缓和与小周期，同时国内的政策始终坚持以“调结构”为主。同时海外经济环境、国内经济形势也较为相似，如海外需求的同样相对韧劲，并同处于美联储加息尾声，国内企业也均位于盈利周期底部。

图表11:6 大因素决定 23H2 是 19H1 的“湖光照影”



资料来源: 方正证券研究所

上述6大因素中，最重要的因素有两点——

(1) 中美缓和与小周期。24年美国大选，跨国资本是民主党的大票仓，大选前中美关系将迎来“缓和与小周期”。18年中美贸易摩擦，“红脖子”是共和党的大票仓，大选时美国“极限施压”，大选后（18年末-19年）中美对等出台一系列减税政策宣告中美贸易战暂时停火，中美关系也迎来一段“缓和与小周期”。

图表12:中美关系近期阶段性回暖

时间	信息来源	事件名称	事件主要内容
2022/12/23	外交部	王毅应约同美国国务卿布林肯通电话	布林肯表示，美方愿同中方探讨两国关系指导原则，负责管理美中关系，在符合双方共同利益的领域开展合作。美方继续奉行一个中国政策，不支持台湾“独立”。
2023/5/10	新华社	王毅同美国总统国家安全事务助理沙利文举行会晤	双方就推动中美关系排除障碍、止跌企稳进行了坦诚、深入、实质性、建设性的讨论。王毅就台湾问题全面阐述了中方严正立场。
2023/6/19	外交部	王毅会见美国国务卿布林肯	王毅要求美方停止炒作“中国威胁论”，取消对华非法单边制裁，放弃对中国科技发展打压，不得肆意干涉中国的内政。布林肯表示美方致力于重回两国元首巴厘岛会晤确定的议程，期待同中方加强沟通，负责任管控分歧，在双方有共同利益的领域开展合作。
2023/6/19	外交部	习近平会见美国国务卿布林肯	习近平指出，中国尊重美国的利益，不会去挑战和取代美国。美方遵守拜登总统作出的承诺，不寻求“新冷战”、不寻求改变中国制度、不寻求通过强化盟友关系反对中国、不支持“台湾独立”、无意同中国发生冲突。

资料来源：外交部，新华社，方正证券研究所

图表13:18年末中美关系也阶段性迎来“缓和与小周期”

时间	参与主体	事件名称	事件主要内容
2018/12/2	美国白宫	白宫宣布美总统将与中方共进工作晚餐	特朗普将对价值2000亿美元的产品保留10%的关税，而不是将关税提高到25%，中国已经同意立即开始向美国购买农产品。
2019/6/29	国家主席习近平	中美两国元首G20大阪峰会会晤	双方同意重启经贸磋商，美方表示不再加征新关税。与此同时，会后特朗普面对媒体宣布，美金将继续向华为供货。
2019/7/9	美国贸易代表办公室USTR	USTR取消部分加征关税	美国贸易代表办公室(USTR)宣布，根据关税排除程序对于之前加征25%关税的110种中国商品取消关税。
2019/8/13	美国贸易代表办公室USTR	USTR取消部分加征关税	宣布将取消部分原定9月1日生效的对中国输美商品加征的关税。
2019/10/11	国务院副总理刘鹤	美国总统特朗普与刘鹤副总理在白宫会面	中国将购买美国400-500亿美元的农产品；美国对2500亿美元输美商品取消加征关税。
2019/12/13	国务院	中美经贸磋商有关进展新闻发布会	中美第一阶段经贸协议达成，美国贸易代表办公室USTR宣布拟将对约1200亿美元中国商品加征的关税下调至7.5%。
2019/12/13	国务院	国务院发布关税税则委员会公告	时原计划于12月15日起加征关税的原产于美国的部分进口商品，暂不征收10%、5%关税。

资料来源：国家金融研究院，方正证券研究所

(2) “调结构”是政策的长期主线。19年调结构是政策主基调，市场成长风格占优；而近期政策表述基调同样是：高质量调结构的优先序更高。习主席指出要坚持“底线思维”和“极限思维”，如果说“托底型稳增长”是“底线思维”，那么“大安全-调结构”就是逆全球化加速大背景下的“极限思维”。

图表14:近期政策表述整体更偏向“调结构”

日期	政策表述
2022.10.16	二十大报告：完善党中央对科技工作统一领导的体制，健全新型举国体制，强化国家战略科技力量。
2023.3.5	政府工作报告：今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右。
2023.4.28	中共中央政治局会议：加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，在短板领域加快突破，也要顺势而为，在优势领域做大做强。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。
2023.4.30	学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想主题教育工作会议：防止换届后容易出现的成绩冲动、盲目蛮干、大干快上以及“换赛道”、“留痕迹”等现象。
2023.5.5	中央财经委会议：把握人工智能等新一轮科技革命浪潮，适应人与自然和谐共生的要求，保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，高效集聚全球创新要素，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。
2023.5.30	中央国家安全委员会会议：要坚持底线思维和极限思维，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。
2023.6.20	中国经济日报观点评论：一系列积极变化表明，对于经济全面恢复要保持战略定力，多一些耐心，既不因短期波动误判中国经济的大势和主流，也不能在压力之下自乱阵脚。

资料来源：外交部，新华社，方正证券研究所

图表15:2019年国内政策以“调结构”为主



资料来源：国家金融研究院，方正证券研究所

## 2 18-19 年“先破后立”：“调结构-紧信用”方向未变，科技制造结构性“宽信用”

### 2.1 18 年金融去杠杆“紧信用”，导致民企现金流接近断裂

18 年出台“资管新规”等政策，旨在“金融去杠杆”。18 年延续 16-17“去杠杆”主基调，由“全面”去杠杆转为“结构”去杠杆，风格从“整顿”转为“新规”。其中 18 年 4 月 27 日发布“资管新规”开启去杠杆新框架。18 年 6 月 27 日中央又首次明确了“结构性去杠杆”思路，并加快推进降低企业杠杆。

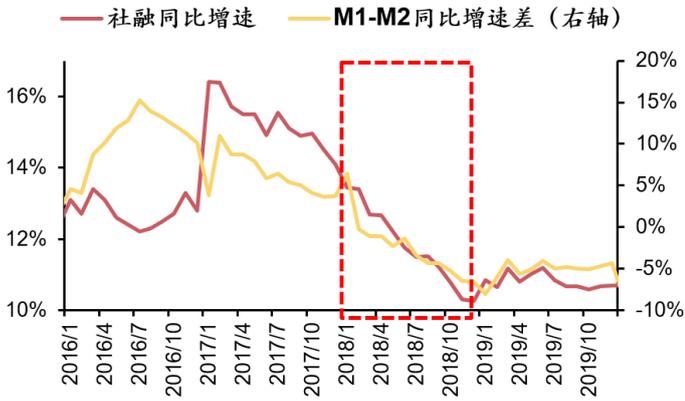
图表 16: 18 年金融去杠杆的主要政策

时间	发布单位	政策/会议	主要内容
2018/12/22	中共中央	中央经济工作会议	明确了“巩固、增强、提升、畅通”的“八字方针”，即巩固“三去一降一补”成果，增强微观主体活力，提升产业链水平，畅通国民经济循环
2018/8/8	国家发展改革委、人民银行、财政部、银保监会、国资委等五部门	《2018 年降低企业杠杆率工作要点》	加快推进降低企业杠杆率各项工作，打好防范化解重大风险攻坚战，使宏观杠杆率得到有效控制
2018/7/31	中共中央	中共中央政治局会议	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕；加大基础设施领域补短板的力度， <b>把握好去杠杆力度和节奏</b> ，协调好各项政策出台时机
2018/6/27	中国人民银行	中国人民银行货币政策委员会二季度例会	坚持稳中求进工作总基调，综合运用多种货币政策工具， <b>把握好结构性去杠杆的力度和节奏</b> ，促进经济平稳健康发展，稳定市场预期，打好防范化解金融风险攻坚战，守住不发生系统性金融风险的底线”
2018/5/22	银保监会	《银行业金融机构联合授信管理办法（试行）》	提高银行业金融机构信用风险整体管控能力， <b>有效遏制多头融资、过度融资，以及优化金融资源配置</b> ，提高资金使用效率，支持供给侧结构性改革
2018/4/27	中国人民银行	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	<b>控制资管产品的杠杆水平</b> 。结合当前的行业监管标准，从负债和分级两方面统一资管产品的杠杆要求，投资风险越高，杠杆要求越严
2018/4/2	中央财经委员会	中央财经委员会第一次会议	首次明确了防范化解金融风险的基本思路是“ <b>结构性去杠杆</b> ”，要求地方政府和国有企业尽快 <b>降低杠杆</b> 。因此，未来债转股和僵尸企业处置可能加速，对国有企业资产负债率的要求有望进一步强化
2018/1/26	发改委、财政部、国资委等	《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》	结合此前金融机构在实施市场化债转股过程中遇到的具体问题和困境，从扩大资金来源、转股债权范围、债转股企业类型和债转股模式等多方面着手解决， <b>帮助企业降低杠杆率</b>
2018/1/13	银监会	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	将同业、理财、表外等业务以及影子银行作为 2018 年整治重点，继续推进金融体系内部 <b>去杠杆、去通道、去链条</b>
2018/1/4	中国人民银行、银监会、证监会、保监会	《规范债券市场参与者债券交易业务的通知》	参与者应严格遵守监管部门制定的 <b>流动性、杠杆率</b> 等风险监管指标要求，并 <b>合理控制债券交易杠杆比率</b> ，新规还对银行、券商等正逆回购余额作出了规定， <b>限制券商自营业务的回购杠杆</b>
2018/1/4	中国人民银行、银监会、证监会、保监会	《关于进一步加强证券基金经营机构债券交易监管的通知》	从强化证券基金经营机构的内部合规风控机制、加强业务管理和人员管理、统一规范各类债券交易等方面 <b>强化机构规范操作、控制风险</b>

资料来源：中国政府网等，方正证券研究所

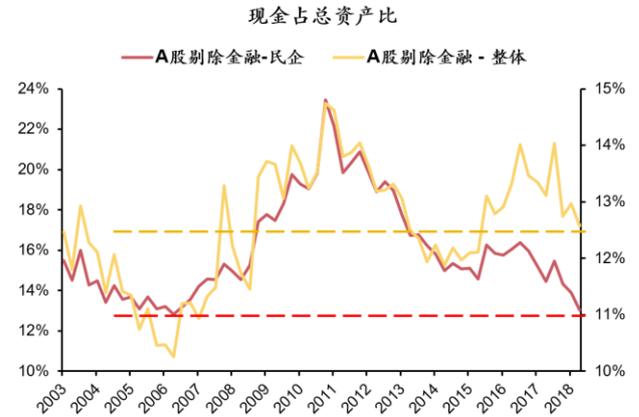
“金融去杠杆”导致全年信用紧缩，带来民企现金流受冲击的“副作用”。稳地产+金融去杠杆为18年政策根本目的，18H1政策端持续推动信用收紧，即便18H2政策转向宽松，但力度有限，并未带动社融增速企稳。紧信用的直接结果是信贷的“逆向选择”，导致信用环境二元化，民企现金流遭遇“断裂”风险。

图表17:18年全年信用紧缩



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表18:18Q3 民企现金流情况接近历史底部



资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 2.2 18H2 金融去杠杆主线未变，民企纾困结构性“宽信用”

18H1 政策重心在于“金融去杠杆”，但一定程度导致了全面“紧信用”。面对信用紧缩环境，18H2 陆续出台宽信用政策，政策环境变为“货币信用双宽”。

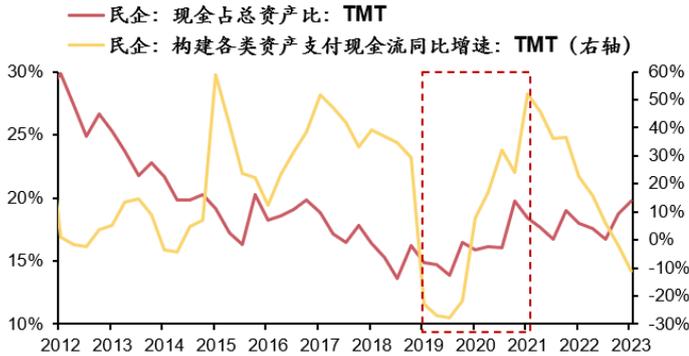
图表19: 18年下半年“宽货币+宽信用”

政策性质	政策性质	时间	发布单位	政策/会议	主要内容
下半年 宽货币 + 宽信用 + 减税降费	宽信用	2018/6/20	国务院	国务院常务会议	1、增加支持小微企业和“三农”再贷款、再贴现额度，下调支小再贷款利率。2、将符合条件的小微企业和个体工商户贷款利息收入免征增值税单户授信额度上限，由100万元提高到500万元。3、支持银行开拓小微企业市场，运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力，加快已签约债转股项目落地
	宽货币	2018/6/24	中国人民银行	《中国人民银行决定通过定向降准支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资》	为进一步推进市场化法治化“债转股”，加大对小微企业的支持力度，下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点，释放7000亿流动性
	宽货币	2018/6/29	中国人民银行	2018年第二季度货币政策会议	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，管好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，引导货币信贷及社会融资规模合理增长。继续深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，疏通货币政策传导渠道
	减税降费	2018/7/26	国务院	国务院政策例行吹风会	坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，聚焦减税降费，以支持中小企业发展、促进创新创业、稳定就业为重点，精准施策，提升效能，加强部门协作，强化政策协同，更好地支持实体经济发展
	宽信用	2018/8/14	财政部	《关于做好地方政府债券发行工作的意见》	加快地方政府专项债券（以下简称专项债券）发行和使用进度，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用
	减税降费	2018/8/30	国务院	国务院常务会议	要求尽快落实今年出台的减税降费措施，并决定再推出一系列支持实体经济发展新举措
	宽货币	2018/10/7	中国人民银行	《中国人民银行决定下调部分金融机构存款准备金率置换中期借贷便利》	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点，释放7500亿流动性
	宽信用	2018/10/22	国务院	国务院常务会议	人民银行将引导设立民营企业债券融资支持工具。人民银行依法向专业机构提供初始资金支持，委托其按照市场化运作、防范风险原则，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供增信支持
	宽信用	2018/10/22	中国人民银行	央行增加再贷款和再贴现额度一千五百亿及引导设立民营企业债券融资支持工具	再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，作为民营企业债券融资支持工具的部分初始资金
	宽信用	2018/10/26	证监会	证监会例行新闻发布会	为解决民营企业融资难，证监会支持各类符合条件的机构发行专项公司债，募集资金专门用于纾解民营融资困境和股权质押风险
	宽货币	2018/12/18	中国人民银行	创设定向中期借贷便利（TMLF）	TMLF资金可使用三年，操作利率比MLF利率优惠15个基点，目前为3.15%。此外，央行再次新增再贷款和再贴现额度1000亿元以支持中小金融机构继续扩大对小微企业、民营企业贷款

资料来源：中国政府网等，方正证券研究所

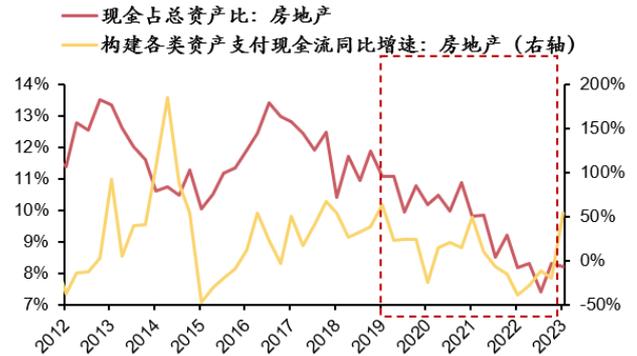
面对民企现金流的断裂，中央提出“民企纾困”，但并非金融去杠杆政策的转向。民企信用紧缩本身并非政策目的本身，而是“调结构”的副作用，“民企纾困”并不代表“调结构”风向的转变，而是针对“副作用”的定向纾解。正因为“民企纾困”不改变“调结构”的大方向，19年后仅民企科技行业的现金情况改善且推动结构性产能扩张，而非主线方向的房地产的现金环境及产能投资仍维持下探。

图表20:19年后民企科技行业现金情况阶段性改善



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表21:19年后地产行业的现金情况持续恶化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

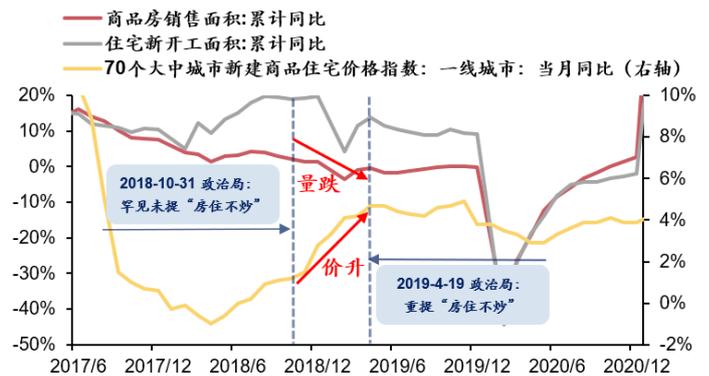
19年初地产仅短期边际宽松(5个月), 房市“涨价不涨量”。18年10月政治局会议未提“房住不炒”, 政策开启为期5个月的小幅宽松, 但宽松力度有限, 隔年4月后调控重新收紧。地产“涨量不涨价”, 政策放松的5个月内, 一线城市房价同比由负转正, 但新开工及销售数据并未见明显改善。

图表22:18底至19年初, 房地产政策边际放宽

时间	政策内容
2019年4月-5月	住房和城乡建设部对包括佛山、苏州、大连、南宁在内的10个房价上涨过快的城市进行预警提示
2019年4月19日	政治局会议: 重提“房住不炒”, 继续落实一城一策
2019年2月-3月	杭州等多地银行下调房贷利率上浮比例
2019年1月9日	北京市规划和自然资源委员会网站发布了第一次土地使用权出让预审公告, 明确提出不设定住宅销售限价
2018年12月19日	广州公寓限购松绑政策落地, “3·30新政”前成交土地的高服类物业可卖个人
2018年12月14日	武汉、深圳多家银行下调首套房利率
2018年12月14日	菏泽市根据房地产市场分类调控、因城施策的要求, 取消了限购和二手房限制转让期限的有关规定
2018年10月31日	政治局会议: 罕见未提及房地产调控, “稳增长”替代“坚决遏制房价上涨”
2018年4月-8月	住建部三次约谈部分城市负责同志, 要求坚决遏制房价上涨, 稳地价、稳房价、稳预期
2018年3月5日	两会强调房住不炒, 提出稳妥推进房地产税立法

资料来源: 中国政府网等, 方正证券研究所注: 灰色底纹为政策收紧

图表23: 房地产“涨价不涨量”



资料来源: WIND, 方正证券研究所

### 2.3 先破后立: 传统经济“紧信用”, 科技制造结构性“宽信用”

18-19的“先破后立”: 金融去杠杆“先破”, 民企宽信用“后立”。“先破”: 13年-18年“先破”, 总体政策方向以压总量为主。通过实体与金融的“去杠杆”, 降低了房产, 基建以及相关周期行业的供需总量, 实现总量上的“调结构”。“后立”: 18-19年“后立”, 以“民企纾困”开启需求结构调整, 以“金融供给侧改革”驱动资金结构重新配置, 以“科创板”加强科创类企业直接融资, 寻找民企科技行业宽信用新方向。

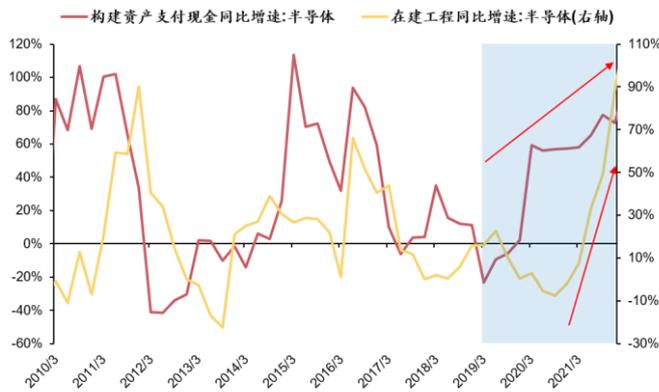
图表24:18-19“调结构”的“破”与“立”



资料来源: 中国政府网等, 方正证券研究所

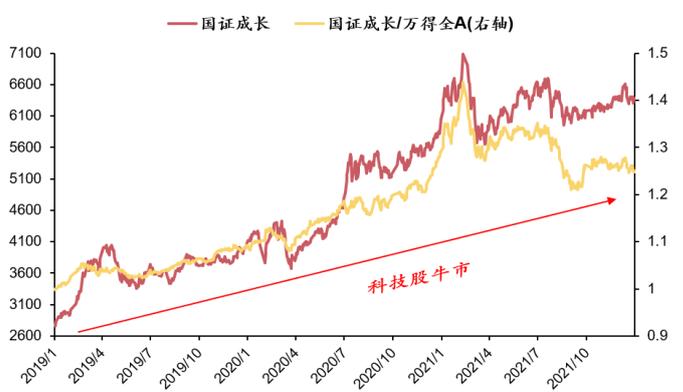
19年后的结构性“宽信用”，带动了以半导体为主的科技股牛市。19年“民企纾困”，推动了以半导体为主的科技行业在19-21年的产能结构性扩张，并带动了19-21年的长期科技股牛市。

图表25:19年初半导体资本开支扩张周期启动



资料来源: Wind, 方正证券研究所

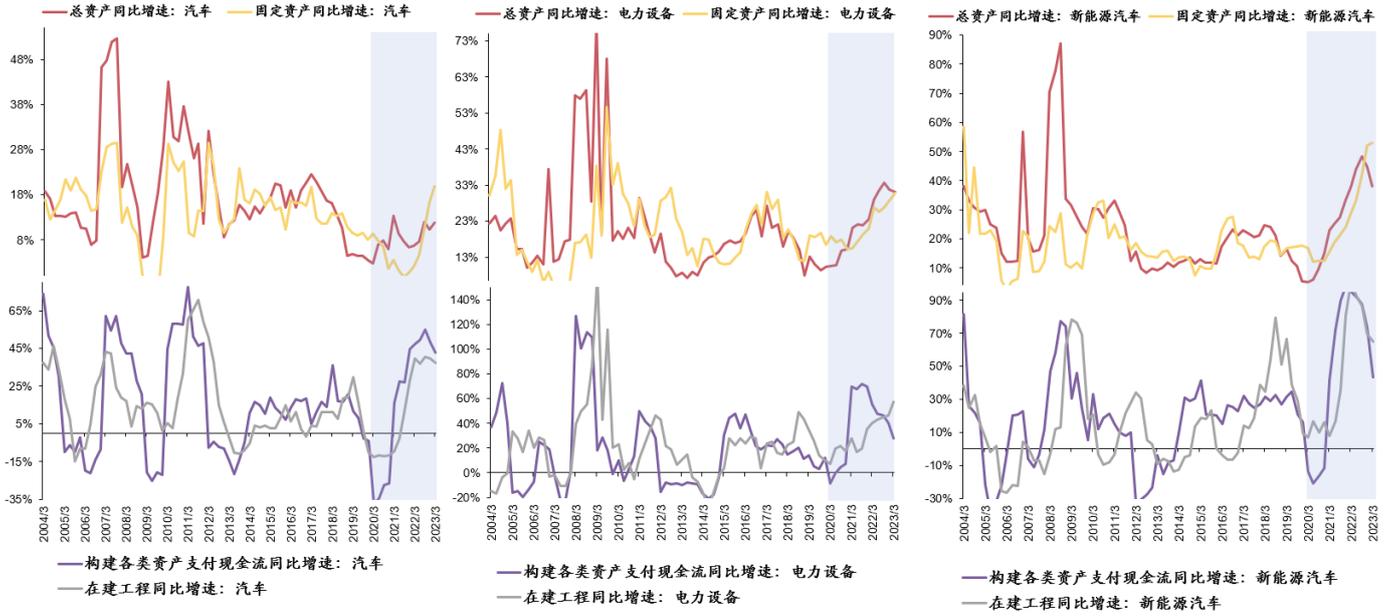
图表26:19-21年成长风格占优



资料来源: Wind, 方正证券研究所

“民企纾困”的结构性“宽信用”，同样带动了新能源车链在20年开始的结构性“扩产”+“扩表”。20-21年的A股盈利回升周期中，以新能源车链为代表的A股“转型升级”新方向“结构性”产能扩张。

图表27:20-21年盈利回升周期中，A股新能源车链实现了“结构性”产能扩张



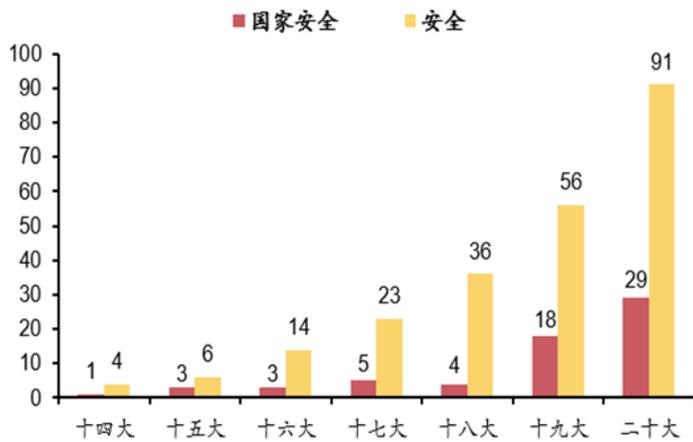
资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 3 23年中“先破后立”：“调结构-大安全”方向不变，高质量主线结构性“宽信用”

#### 3.1 “调结构-大安全”是贯穿 23 年的主线，但对融资环境及企业信心形成冲击

二十大以来“大安全”的主线地位更加清晰，国务院机构改革方向也更侧重三大安全。去年“二十大”报告中“安全”和“国家安全”的词频显著提升，显示监管层对“安全”的重视度明显增强。同时国务院机构改革对于科技部/金融监管机构/中国数据局的调整和设立，也可以看作是对“安全”关切的提升。

图表28:十四大以来“安全”的词频呈指数级上升



资料来源：中国社会科学网，方正证券研究所整理

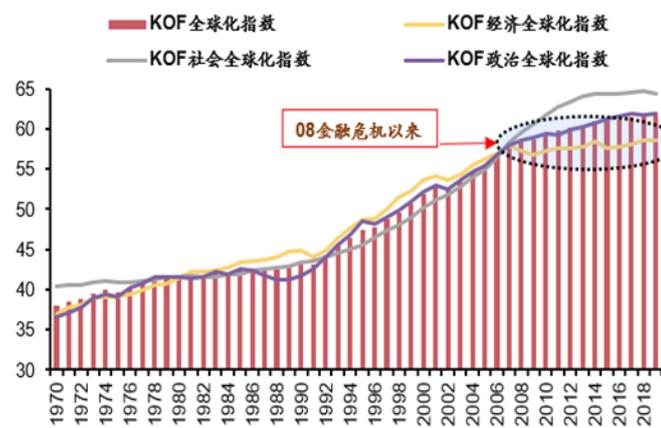
图表29:国务院机构改革，重点关注三大安全



资料来源：奇普乐芯片，方正证券研究所

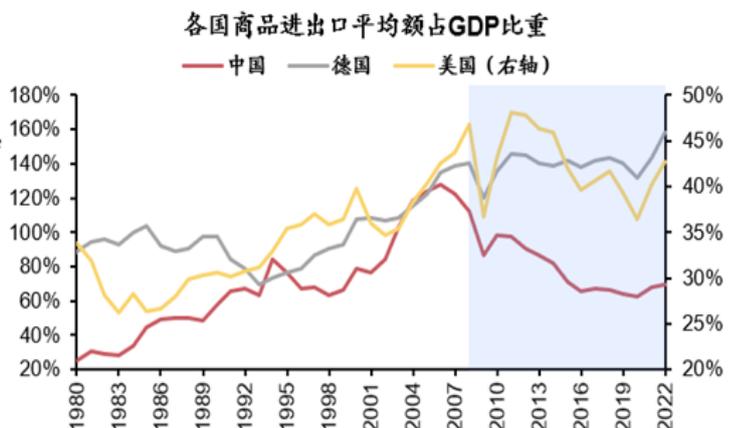
政策加码“大安全”的根本原因是“逆全球化”的加剧。从KOF发布的全球化指数来看，2008年金融危机以来全球化进程显著降速，经济全球化程度接近停滞。经济的“逆全球化”直接导致中美德等大国的进出口平均值占GDP比重明显下降。

图表30:2008年来，全球化程度接近停滞



资料来源：KOF，方正证券研究所

图表31:中美德商品进出口平均额占GDP比重



资料来源：Wind，方正证券研究所

“逆全球化”不仅仅影响了经济环境，也对地缘环境形成扰动。地缘环境在“逆全球化”的影响下形势日益紧张。自2016年来，地缘环境事件频发，16年英国公投脱欧、中美南海对峙，22年俄乌冲突爆发、佩洛西窜台事件，一系列事件加速恶化全球局势。

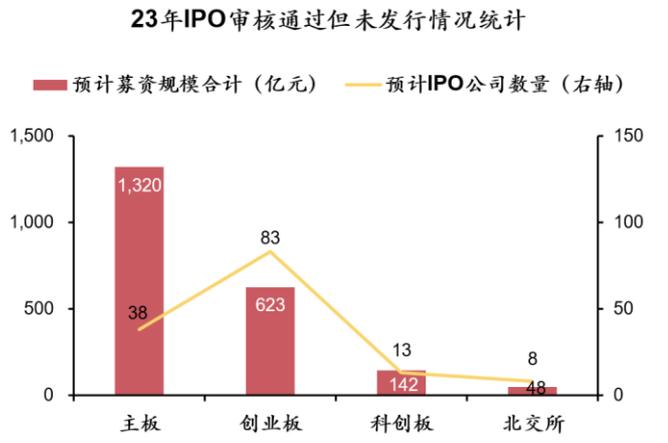
图表32:2016年以来“逆全球化”事件频发

事件	事件名称	时间	相关国家	主要内容
技术封锁	中美科技战爆发	2016/3/7	中国、美国	美国商务部开始将中兴等中国科技公司列入“实体名单”
	中美科技战升级	2019/5/15	中国、美国	美国将华为及相关企业列入“实体名单”
	美国宣布断供EDA	2022/8/13	中国、美国	美国对中国断供芯片设计软件EDA
	美、日、荷对中国芯片制裁	2023/1/27	中国、美国、日本、荷兰	美、日、荷三国达成协议，限制芯片制造设备对华出口
贸易保护主义	欧洲出台贸易保护政策	2018/3/6	中国、欧盟	对中国钢铁产品征收高额反倾销税
	中美贸易战爆发	2018/7/6	中国、美国	美国对从中国进口的约340亿美元的商品征收25%的关税，中国采取对等反制措施
	美国《通胀削减法案》签署	2022/8/16	美国	吸引制造业向美国国内回流，具有强烈的贸易保护主义色彩
地缘政治 & 国际关系	英国公投脱欧	2016/6/23	英国、欧盟	英国在2020年1月31日完成正式脱欧
	中美南海对峙	2016/7/12	中国、美国	中美两国海空军在南海附近海域对峙
	俄乌冲突爆发	2022/2/24	俄罗斯、乌克兰、美国、欧盟	全球局势紧张，以美国为首的国家对俄罗斯开展经济制裁
	佩洛西窜台事件	2022/8/2	中国、美国	美国众议长佩洛西窜访中国台湾地区，地缘局势紧张局势加剧

资料来源：新华社、路透社、美国商务部等，方正证券研究所

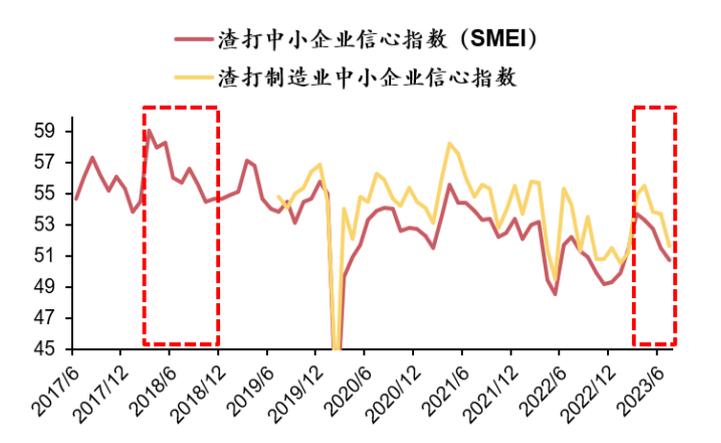
本轮结构性“稳增长”的目的在于修复企业融资环境及中小企业的投资信心，而非传统的“稳增长”。(1) 企业融资环境受直接冲击——2022年IPO通过审核但未发行仅6家，2021年仅2家，而今年共有38家未发行；(2) 企业投资信心也受到了冲击——渣打中小企业信心指数也显示，中小企业信心也受年初“调结构”政策影响编辑下滑，尤其是制造业，目前仍处于相对低位。

图表33:23年IPO通过审核但未发行公司较多



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表34:中小企业投资信心受影响进一步下滑



资料来源：Wind，方正证券研究所

### 3.2.7.24 政治局会议“结构性”转向，高质量发展仍是主线

“调结构-大安全”，即高质量发展主线，将会是23年及以后很长一段时间的核心矛盾。即便7.24政治局会议阶段性转向再平衡“稳增长”政策，其根本目的也只是为了修复资本市场的融资功能，并寻找结构性“宽信用”的方向。

图表35:7.24 中央政治局会议以来，“活跃资本市场”以及消费和地产“稳增长”政策频出

类别	时间	来源	内容
地产	8月4日	四部门联合新闻发布会	人民银行：支持房地产市场平稳运行，稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地。 发改委：在更好满足居民刚性和改善性住房需求，不断释放超大规模市场潜力。
	8月3日	金融支持民营企业发展座谈会	要精准实施差别化住房信贷政策，满足民营房地产企业合理融资需求，促进房地产行业平稳健康发展。预计银行和交易商协会将在房企金融支持方面持续发力。
	7月29日	北京市住建委	大力支持和更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进北京房地产市场平稳健康发展。
	7月29日	城中村改造工作部署电视电话会议	必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。
	7月27日	住建部	继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。
	7月24日	中央政治局会议	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，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
消费	8月4日	四部门联合新闻发布会	发改委：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。 财政部：将在近期公布税费优惠政策后续安排，稳定预期、提振信心，促增收扩消费。
	7月31日	国务院 发改委	支持新能源汽车下乡、延续和优化新能源汽车车辆购置税减免等政策。提升家装家居和电子产品消费。
	7月30日	发改委	加大宏观政策调控力度，精准有力实施宏观调控。促进大宗消费稳步恢复和扩大，推动服务消费保持较快增长。
	7月28日	工信部等	聚焦家居用品、塑料制品等轻工领域重点行业分类施策，稳住基本盘，壮大新动能。
	7月26日	工信部	发布《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023版）》，深入推进智能网联汽车标准体系建设。
	7月24日	中央政治局会议	积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，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。
资本市场	8月4日	四部门联合新闻发布会	人民银行：下阶段加强逆周期调节和政策储备，加大宏观调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，精准有力实施好稳健的货币政策。
	8月4日	证券日报	大国崛起必须要有强大的资本市场。要通过股价上涨增强流动性。
	8月3日	证券时报	提振2亿多股民、6亿多基民信心。市场期待降印花税、优化交易制度。
	8月3日	经济日报	让居民通过股票、基金也能赚到钱从而化消费意愿为消费能力。
	8月3日	央广网	可以考虑降低印花税以降低交易成本、实施T+0交易活跃市场交易。
	8月3日	中国结算	拟自23年10月降低股票类业务最低结算备付金缴纳比例，从此前平均16%降至13%。
	8月3日	金融支持民营企业发展座谈会	继续加大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）服务民营企业力度，加快债券市场创新，满足民营企业多元化融资需求。
	7月25日	证监会	证监会要从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力。
	7月24日	中央政治局会议	要活跃资本市场，提振投资者信心。

资料来源：中国政府网等，方正证券研究所

即便是7.24政治局会议及8.4四部委发布会后，仍有“调结构”政策的密集发声。7.24政治局会议中仍有“解决拖欠企业账款”，“延长普惠小微贷款支持工具”等支持小微企业的政策出台。8.4四部委发布会，市场普遍关注顺周期相关政策，但实际上发布会标题中仍在强调“高质量发展”。

图表36:8.4四部委发布会关于“调结构”的相关表述

23/8/4: 四部联合新闻发布会“打好宏观政策组合拳，推动经济高质量发展”		
方向	部门	内容
民企	发改委	①加大拖欠企业尤其是中小企业账款的清理力度
		②强化对小微企业和个体工商户的财税金融支持
	央行	③延续实施支持小微经营主体纾困发展政策
科技	发改委	①组织企业攻克核心技术，推动创新链产业链资金链人才链深度融合
		②延续优化企业创业投资环境、支持突破“卡脖子”问题
	财政部	③扣除符合条件的企业研发费用税至100%
	央行	④巩固科技创新再贷款政策
		⑤支持科技型中小企业融资行动方案

图表37:7.24政治局会议后，针对民企和科技的“调结构”政策持续出台

方向	时间	政策/会议	内容
民企	2023/7/24	政治局会议	①大力支持中小微企业发展；②解决政府拖欠企业账款问题
	2023/7/28	关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知	①提升民营企业在产业链供应链的供应能力；②延长普惠小微贷款支持工具期限至2024年底
	2023/7/31	国务院常务会议	加快解决拖欠企业账款问题
	2023/8/2	央行、外汇局下半年工作会议	大力支持中小微企业发展
	2023/8/3	金融支持民营企业发展座谈会	央行将加大对民营企业的融资支持
	2023/8/9	上交所 深交所	①将推动扩大民企债券融资专项支持计划；②鼓励民企发行科创债 ①强化民企融资支持机制②将加大服务民营经济力度
科技	2023/7/24	政治局会议	①大力支持科技创新企业发展；②推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合；③促进人工智能安全发展
	2023/7/27	国务院政策例行吹风会（科技部发言）	①促进科技与金融深度融合；②加强科技信贷服务能力建设；③引导资本投入到关键技术领域和初创期科技型企业
	2023/8/2	央行、外汇局下半年工作会议	大力支持科技创新企业发展

资料来源：中国政府网等，方正证券研究所

资料来源：中国政府网等，方正证券研究所

### 3.3 先破后立：地产“信用托底”，高质量-大安全结构性“宽信用”

历史每次大幅信用扩张均需地产的拉动，预计今年地产政策力度将相对有限，亟需寻找新的“宽信用”方向。如果缺乏地产的拉动，社融的企稳需要寻找结构性“宽信用”的新方向。历史上看，每一轮大的信用回升周期，都伴随着地产的支撑；而缺乏地产的拉动，19年“民企纾困”实现了结构性的“宽信用”，而本轮信用同处底部，“宽信用”的新方向即为“后立”的方向！

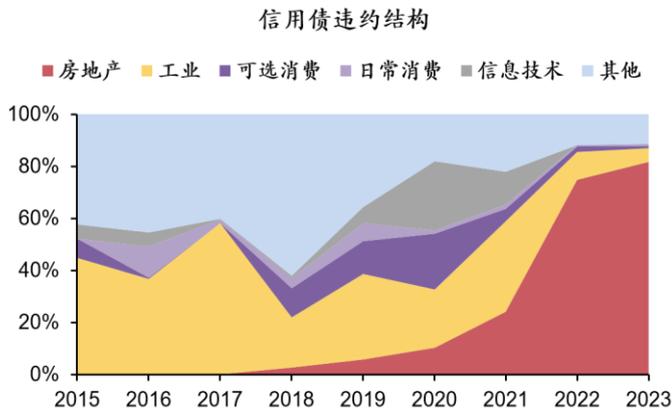
图表38:历史上看，信用大幅扩张总伴随地产投资的扩张



资料来源：Wind，方正证券研究所

**23年的“先破”：压力仍在于地产——21年以来地产信用违约激增，23年地产信用违约进一步加速。**2021年开始，信用债违约金额中，房地产的占比大幅增加，2023年1-8月房地产违约占比已超过80%。23年以来，恒大、阳光城、碧桂园等地产巨头的信用违约时间，进一步增大了地产信用端的压力。

图表39: 信用债违约结构



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表40: 年初以来重大地产违约事件

领域	时间	原因	出险房企/地方政府	暴雷事件
房企	8/14	债券违约	远洋集团	因并未于8月13日支付一笔票据在今年前7月产生的2094万元利息，导致发生票据项下之违约事件。披露称自8月14日上午9时正起于港交所停牌11小时内正式宣布破产。同时，集团旗下多间公司债自2023年8月14日开市起停牌。复牌时间另行通知。
	8/12	债券违约	碧桂园	阳光城已到期未支付的债务(包含金融机构借款、合作方款项、公开市场相关产品等)本金合计金额647.32亿元; 5月15日至6月9日期间, 通过深交所交易连续二十个交易日每日收盘价均低于1元, 公司股票触及终止上市情形
	8/4	退市	阳光城	5月8日至6月2日, 连续20个交易日的每日收盘价均低于1元, 触及股票终止上市情形
	8/3	退市	泰禾集团	据全国企业破产重整案件信息网显示, 恒大地产集团西安有限公司被西安卫宁商贸有限公司申请破产, 目前案件已被撤回
	7/18	破产重组	恒大西安	据披露财报, 2021年度恒大收入为2500.1亿元, 2022年收入为2300.7亿元, 两年时间, 中国恒大净亏损合计约8120.3亿元。截至2022年底, 中国恒大负债总额24374.1亿元, 净资产-5991亿元, 正式宣告恒大“资不抵债”的状态
	7/7	重大亏损	恒大	市场情况持续恶化, 全面停止境外债务支付
	6/23	债券违约	建业地产	广州富力地产股份有限公司及下属子公司有两笔金额达到1,000万元的商票为逾期状态, 前述商票逾期金额合计为3,072.74万元; 同时公司陷入破产重整程序中, 且被多次列为被执行人及失信被执行人, 被执行总金额超82亿元
	6/3	商票违约	富力地产	中洲控股 中洲投资 金科股份 津源发展 万基企业 景能置业
	5/5	被ST/*ST		因未按期履行法律义务被申请强制执行, 北京市通州区人民法院将其列为被执行人, 执行标的为47.83万元
	2/7	列为被执行人	石榴集团	截至2023年3月31日, 洪池资本账面累计票据逾期发生额20115.00万元, 逾期余额2550.00万元, 联合资信将AA+城投债法法投资者的评级展望由稳定调整为负面
城投	4/23	票据违约	昆明-滇池投资	2022年12月13日, 2022年12月28日及2023年1月6日, 上海市浦东新区人民法院和上海金融法院因昆明土投未按合同约定偿还融资租赁租赁合同本金及利息, 将其列为被执行人, 执行标的金额合计为3.3亿元
	1/13	列为被执行人	昆明-昆明土投	银行贷款利率, 重组后银行贷款利率调整为20年, 利率调整为3.00%/年至4.50%/年, 前10年仅付息不还本, 后10年分期还本, 本次重组涉及银行借款规模155.94亿元
	22/12/30	债券展期	贵州-遵义道桥	

资料来源: 公开信息, 方正证券研究所整理

**23年的“后立”：“大安全”主线可能带来本轮结构性“宽信用”新黎明。**“大安全”的边界计划&补完计划以及央国企“再加杠杆”，均有可能成为本轮结构性“宽信用”的方向。基础（重）工业的“补完计划”，需要大量财政补贴新型举国体制；前沿科技的“边界计划”，同样需要大量资金支持“算力基建”等数字经济基础设施。

图表41: “大安全”的“补完计划”与“边界计划”



资料来源: 方正证券研究所

## 4 行业配置：券商搭台，成长唱戏，布局高质量“宽信用”新方向

### 4.1 18 年末“市场底”：券商搭台，成长唱戏

回顾 18 底至 19 年初的行情——

**短期：10 月底政策强调的三个方向率先启动：**(1) 金融（资本市场改革）；  
(2) 地产（未提“房住不炒”）；(3) 民企科技（解决民营企业遇到的困难）。

**中期：政策推动的科技、金融领涨：**(1) 金融、科技均为政策主线，长期占优  
(2) 地产仅短期占优，政策宣布收紧前已经开始相对疲软。

图表42:18 年 10 月-19 年 4 月金融/地产/科技领涨，中长期金融/科技制造取得超额收益



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表43:18 年 10 月-19 年 4 月金融/地产/科技领涨，中长期金融/科技制造取得超额收益

		细分行业轮动						
行业		2018年10月	2018年11月	2018年12月	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2019年4月
金融	非银金融							
	银行							
	房地产							
可选消费	家用电器							
	社会服务							
	汽车							
	美容护理							
必须消费	商贸零售							
	纺织服装							
	医药生物							
	食品饮料							
科技	农林牧渔							
	电力设备							
	通信							
	电子							
	计算机							
中游制造	传媒							
	机械设备							
	国防军工							
	建筑材料							
	轻工制造							
资源&材料	环保							
	建筑装饰							
	交通运输							
	公用事业							
	钢铁							
	煤炭							
	石油石化							
	基础化工							
	有色金属							

资料来源：Wind，方正证券研究所

### 4.2 23年“市场底”：“大安全-高质量”结构性“宽信用”

“调结构”政策主线不变，“副作用”破局方向即为下一阶段的投资方向！本轮“调结构”政策风向不变，本轮“稳增长”政策大概率继续针对阶段性的“副作用”——资本市场融资功能受阻+投资信心恶化导致的信用扩张受限。活跃资本市场+寻找结构性“宽信用”新方向成为了上述“副作用”的破局之法，也指引着本轮“政策底”后的投资主线！

图表44:18-19年“调结构”孕育科技制造结构性“宽信用”；23年“调结构”也将孕育高质量发展新方向



资料来源：Wind，方正证券研究所

### 4.3 “宽信用”新方向之一：券商—“活跃资本市场”的最大公约数

本轮券商行情可能类似于18年底“牛市旗手”的角色，提前预示“牛市”的启动。回顾18年底券商行情：18-19年券商的行情主要由政策推动，主升浪期间行情幅度大于大盘，且在市场底部时，领先于大盘启动（如10月“政策底”及年底“市场底”）。

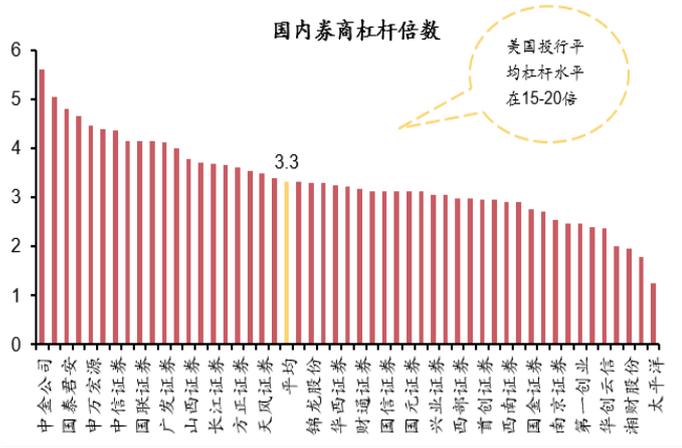
图表45:18年末中央政治局会议“激发资本市场活力”后的市场走势



资料来源：中国政府网，Wind，方正证券研究所

政策支撑下，本轮券商“加杠杆”可能成为潜在“宽信用”方向之一。(1) 8.18 证监会提出“适当放宽对优质证券公司的资本约束……研究适度降低场内融资业务保证金费率”，核心逻辑类似 2014 年券商加杠杆。(2) 国内券商存在充足的加杠杆空间：2023 年一季度券商杠杆均值为 3.3，与美国投行平均 15-20 倍的杠杆水平有较大差异。发行长期债券、次级债等可能成为本轮券商加杠杆的潜在方式。

图表46: 国内券商杠杆倍数远低于海外



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表47: 券商债券融资的方式

融资工具	额度限制	期限限制
同业拆借	最高拆入限额和最高拆出限额均不超过该机构净资本的 80%	7天
卖出回购	银行间质押式回购:不超过实收资本的 80%	银行间质押式回购最长 1年;交易所最长6个月
收益凭证	发行余额不超过净资本的 60%	6个月以内
短期融资券	与其他短期融资工具余额之和不超过净资本的 60%	3个月
转融通	最大单笔金额不超过 3 亿, 证券公司当日各期限档次转融通总额不超过 5 亿	不超过182天
公司债 (加杠杆主要方向)	余额不超过净资产的 40%	一年以上
短期公司债	余额不超过净资本的 60%	一年以下
次级债 (加杠杆主要方向)	长期次级债计入净资本的数额不得超净资本的 50%	短期 1 年以下;长期 1 年

资料来源: 证监会, 方正证券研究所

图表48: 历史上鼓励券商加杠杆的政策

时间	文件及规定	文件内容
2023年8月18日	证监会就活跃资本市场答记者问	进一步扩大融资融券标的的范围, 降低融资融券费率, 将ETF纳入转融通标的; 在杠杆风险可控前提下, 研究适度降低场内融资业务保证金比率
2019年8月9日	证监会指导沪深交易所修订出台了融资融券交易实施细则	扩大了两融标的、担保物范围, 并且取消“平仓线”不低于 130%限制, 以引导资金规范入市
2019年6月25日	央行、证监会联合召集六家大行和部分头部券商开会	适当调高大型券商短期融资券最高限额, 支持大型券商发行金融债券, 鼓励大行与大型券商作同业交易对手方
2016年6月16日	《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》	取消了在2008年版本中“净资产/负债总额≥20%、净资产/净资产≥40%”的限制, 统一执行“核心净资本/表内外资产总额≥8%”的规定
2014年11月13日	《关于证券公司报送资本补充规划有关工作的通知》	要求证券公司重视资本管理和补充
2012年5月8日	《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思考与措施》	提出放宽业务范围和投资方式限制, 扩大自营投资品种范围, 放宽报价回购、约定回购和融资融券业务限制

资料来源: 中国政府网等, 方正证券研究所

#### 4.4 “宽信用”新方向之二：新能源车链——油电同价开启，智能驾驶加速落地

**短期：内需提振+外需扩张，新能源车链迎来内外需求共振。**

内需：(1) 新能源车下乡政策持续加码。广阔的下沉市场将成为推动新能源汽车产业链发展的新着力点；(2) 国补退出，地补接力。多地地方政府相继发布促进新能源汽车消费政策，释放汽车消费潜力。

图表49: 近期新能源车下乡政策

政策类别	发布日期	发布单位	政策&活动内容	政策&活动内容
新能源下乡政策	2023/7/22	环县人民政府	“助企惠民·乐购庆阳”汽车下乡环县站巡展活动	以庆阳市人民政府赠送消费券等组合优惠进行促销，进一步提振环县汽车消费市场信心，释放汽车消费需求
	2023/6/16	无锡市惠山区	汽车下乡启动仪式：“百场万企”江苏省汽车产业大中小企业融通对接大会	针对本次活动，惠山区将发放价值500万元购车消费券助力消费者购买新能源汽车
	2023/6/15	工信部等	《关于开展2023年新能源汽车下乡活动的通知》	推荐适宜农村市场的先进车型，制定促销政策，建立完善售后服务体系等，共69款车型参与活动
	2023/6/2	河北省发改委	《加快推动农村地区充电基础设施建设促进新能源汽车下乡和乡村振兴实施意见》	聚焦解决相关制约问题，推动新能源汽车下乡，引导农村居民绿色出行
	2023/5/14	发改委等	《更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	适度超前建设充电基础设施，优化新能源汽车购买使用环境
	2023/4/3	云南省商务厅	《关于开展2023年云南省新能源汽车下乡活动的通知》	开展新能源汽车购车补贴，支持企业重点面向农村居民开展新能源汽车下乡活动

资料来源：中国政府网等，方正证券研究所

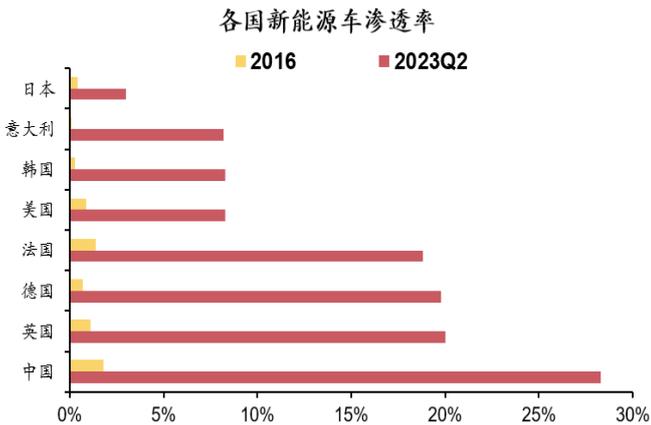
图表50: 近期新能源车地方补贴政策

政策类别	发布日期	发布单位	政策&活动内容	政策&活动内容
新能源地补政策	2023/6/16	湖北省荆门市	“乐购长城·畅行荆门”活动启动仪式	汽车生产企业现场让利促销，新能源汽车的综合补贴从2.3万元至6万元不等
	2023/5/30	上海市	《上海市加大力度支持民间投资发展若干政策措施》	对充电桩建设做出补贴，对充电设备和站点均给予不同程度补贴，并预计补贴持续至2025年
	2023/5/9	上海市	关于调整《上海市促进汽车消费补贴实施细则》	明确对补贴范围和标准进行调整，特定时间内满足新能源车消费条件的个人用户给予一次性1万元购车补贴
	2023/4/18	天津市	《天津市推动制造业高质量发展若干政策措施》	对新能源车型纳入《道路机动车辆生产企业及产品公告》的整车企业，每款新车型分级分类给予最高200万元奖励
	2023/3/31	广州市	《广州市鼓励支持个人领域新能源汽车推广应用工作指引》	在特定日期内，满足条件的消费者可以在广州市领取6000-10000元不等的新能源车补贴
	2023/3/21	北京市	《北京市关于鼓励汽车更新换代消费的方案》	促进北京市汽车消费增长，鼓励乘用车置换新能源小客车，补贴8000至10000元不等

资料来源：中国政府网等，方正证券研究所

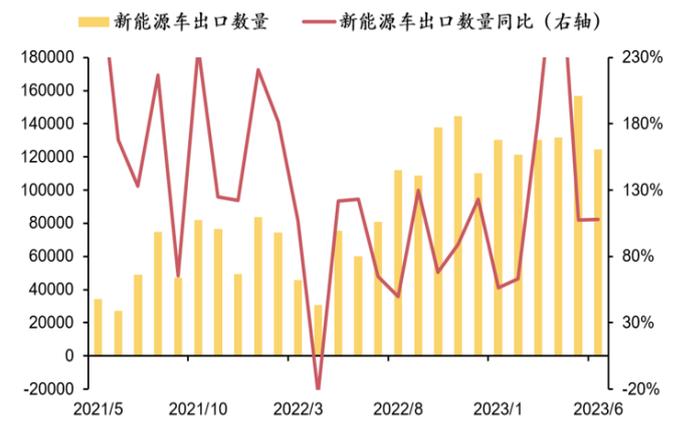
外需：(1) 海外新能源车渗透率存在较大的抬升空间。目前，海外各国新能源车渗透率相较我国仍有很大差距。(2) 中美缓和和小周期有望进一步抬升我国新能源车出口，拉动我国新能源车全球渗透率提升。

图表51: 海外各国家新能源车渗透率仍存较大抬升空间



资料来源：乘联会崔东树，方正证券研究所

图表52: 新能源车出口同比维持高位



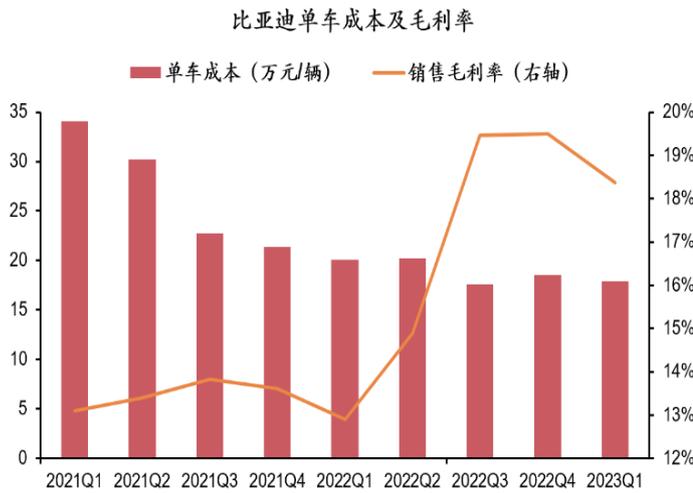
资料来源：乘联会崔东树，方正证券研究所

中期：油电同价+智能驾驶，开启新能源汽车高渗透阶段。复盘智能手机发展历程我们认为智能手机开启全渗透阶段的关键因素是：(1) 智能手机优质产能供给过剩，单价下探，触发极致性价比；(2) 终端应用场景涌现，智能手机不可替代性显现。

目前，新能源车高渗透阶段的触发条件已基本具备：(1) 新能源车企降本增效，已开启“油电同价”时代；(2) 智能驾驶进程加速，激发存量市场替换。我们判断：新能源车将有望迅速接棒，成为新的“宽信用”强抓手。

图表53: 比亚迪规模化效应显现, 单车成本不断下探

图表54: 智能驾驶政策加码, 助力智能驾驶进程加速



发布日期	发布单位	发布政策&报告	政策&报告内容
2023/7/26	工信部等	《国家车联网产业标准体系建设指南(智能网联汽车)(2023版)》	充分发挥标准在车联网产业生态环境构建中的引领和规范作用, 适应我国智能网联汽车发展的新趋势、新特征和新需求, 加快构建新型智能网联汽车标准体系
2023/6/25	成都市制造强市建设领导小组办公室	《成都市新能源和智能网联汽车产业发展规划(2023—2030年)》	推动成都传统汽车产业转型升级, 加快建设创新资源一流、生态要素富集、能源发展领先的世界级新能源和智能网联汽车产业高地
2023/5/28	安徽省发改委	《安徽省新能源汽车和智能网联汽车产业生态建设方案》	到2025年, 我省世界级汽车产业集群培育取得突破性进展, 产业生态全面建成; 到2027年, 成为具有全球知名度和影响力的“智车强国”
2023/5/12	北京市高级别自动驾驶示范区工作办公室	《北京市智能网联汽车政策先行区数据分类分级管理细则(试行)》	填补国内自动驾驶示范区数据安全管理空白, 明确了在市自动驾驶办公室统筹指导下, 企业负责数据安全主体责任, 构建了示范区企业数据能力提升及共享机制
2023/3/21	上海市浦东新区人民政府	《上海市浦东新区促进无人驾驶智能网联汽车创新应用规定实施细则》	规范无人驾驶智能网联汽车创新应用活动, 推动浦东新区智能网联汽车产业高质量发展, 保障道路交通安全
2023/3/3	自然资源部	《智能汽车基础地图标准体系建设指南(2023版)》	加强智能汽车基础地图标准规范的顶层设计, 推动地理信息在自动驾驶产业的安全应用
2023/2/7	江苏省工信厅	《关于促进车联网和智能网联汽车发展的决定(征求意见稿)》	促进车联网和智能网联汽车技术创新、应用创新和模式创新, 实现产业高质量发展

资料来源: Wind, 方正证券研究所

资料来源: 中国政府网, 方正证券研究所

#### 4.5 “宽信用”新方向之三：算力基建——系统搭建早周期“宽信用”强抓手

“系统搭建”早周期，“算力基建”是长期主线。我们在《大安全当立：AI涌现与央企盐铁》中提示，新的场景革命诞生，需要经过4个阶段。对于数字经济AI，当前处于“系统搭建”的早周期，“算力”就像2008年后的水泥，需求将受“算力基建”显著拉动，成为长期主线。

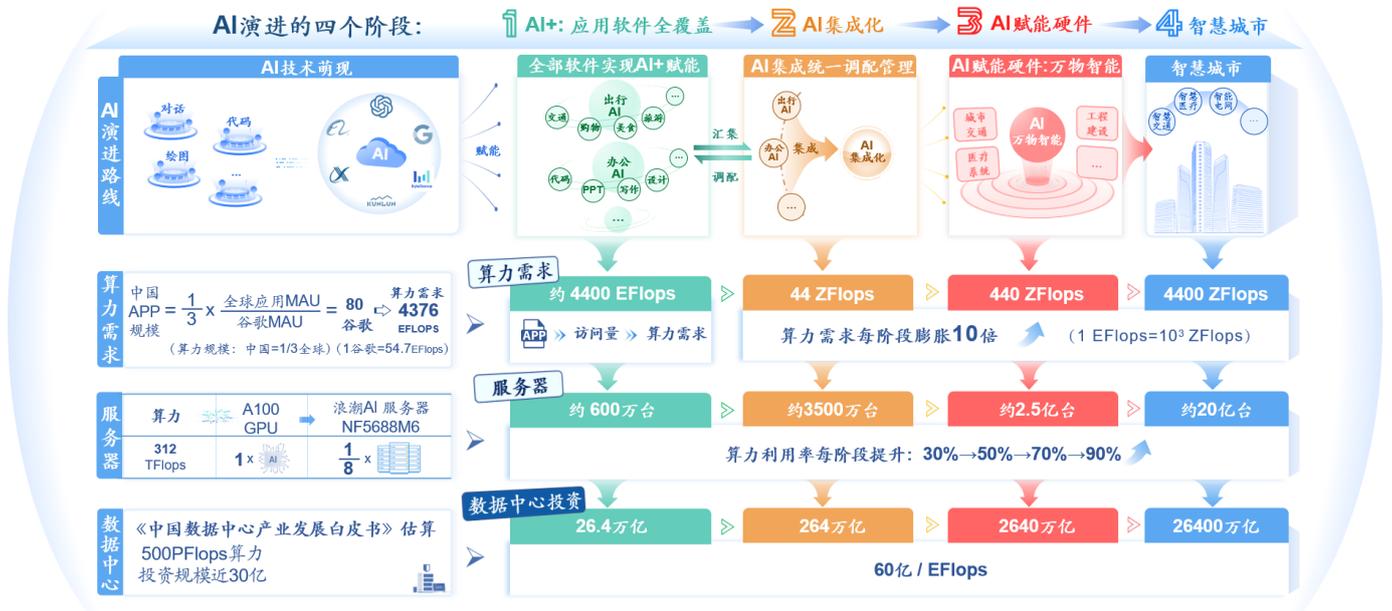
图表55: “场景革命”涌现的4个阶段



资料来源: 方正证券研究所

数字经济 AI“边界计划”，将需要数十万亿的投资体量，完全足以支撑新的“宽信用”抓手的职能。我们测算：即便仅实现应用端的全覆盖，AI“算力基建”的投资也将是数十万亿级别的投资规模。因此，从空间来看，“算力基建”将有望成为“宽信用”的长期新抓手。

图表56: 数字经济 AI 实现终局目标的四个场景阶段及相关测算



资料来源：ahrefs.com，中国算力发展指数白皮书(2022年)，similarweb，IDC，信通院，中国数据中心产业发展白皮书(2023年)等，方正证券研究所

#### 4.6 “宽信用”新方向之四：央国企“再加杠杆”

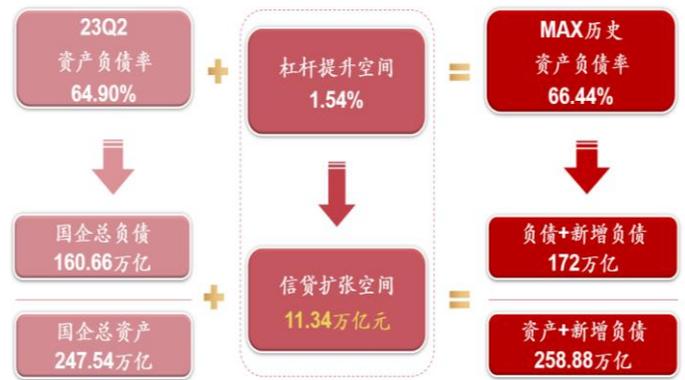
央国企具备较大的“再加杠杆”空间，同样有望成为结构性“宽信用”的新抓手。央国企“再加杠杆”具备明显的空间。经过 16 年来“供给收缩常态化”的推进，央国企的杠杆率在 16 年至今持续回落。22 年疫情至今，央国企结构性“再加杠杆”已经苗头初现，但仍具备较为明显的上升空间。23Q2 工业企业口径下国企的总负债规模约为 160.66 万亿元，杠杆率为 64.9%，较 22Q4 释放约 3 万亿信贷。如果杠杆率能够继续回升至 16 年杠杆率高点的 66.44%，央国企依然存在 1.54% 的“再加杠杆空间”，国企“再加杠杆”能够释放大概 11.34 万亿的新增信贷扩张空间！

图表57: 国有工业企业的杠杆率上升空间



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表58: 极端条件下, 国企“再加杠杆”能释放 11.34 万亿的信贷空间



资料来源: Wind, 方正证券研究所

极端假设条件下, 上市国企“再加杠杆”能释放约 15.53 万亿信贷空间。如果通过上市公司口径测算, 多数行业“再加杠杆”空间超过千亿规模。若所有行业上市公司的杠杆率均能达到各自的历史杠杆率顶点, 那么所有上市非金融国企共计能释放约 15.53 万亿的信贷空间。

图表59: 极端条件下, 上市国企“再加杠杆”有近 15.53 万亿信贷扩张空间

一级行业	上市国企资产 (亿元)	上市国企负债 (亿元)	当前上市国企资产负债率	2010年来最高资产负债率	杠杆空间	新增负债空间 (亿元)
建筑装饰	126586	95725	75.6%	81.7%	6.1%	42362
通信	35743	14107	39.5%	61.4%	21.9%	20245
公用事业	63157	41485	65.7%	73.3%	7.6%	18028
基础化工	13735	6891	50.2%	67.9%	17.7%	7558
石油石化	61593	27909	45.3%	51.1%	5.8%	7338
房地产	57082	42280	74.1%	77.0%	2.9%	7326
钢铁	20885	12020	57.6%	68.2%	10.6%	6989
综合	2008	1353	67.4%	92.1%	24.7%	6238
煤炭	24926	10760	43.2%	53.3%	10.2%	5438
电力设备	10809	6277	58.1%	71.2%	13.1%	4931
有色金属	15691	8310	53.0%	63.8%	10.9%	4704
建筑材料	11713	5927	50.6%	61.4%	10.8%	3280
机械设备	17347	10163	58.6%	64.8%	6.2%	3038
国防军工	11127	6144	55.2%	63.5%	8.2%	2508
食品饮料	8907	2378	26.7%	42.1%	15.4%	2377
交通运输	54096	32164	59.5%	61.2%	1.7%	2360
传媒	6208	2414	38.9%	55.4%	16.5%	2298
电子	9606	4830	50.3%	58.0%	7.7%	1752
汽车	24355	14816	60.8%	63.0%	2.2%	1419
商贸零售	8001	4734	59.2%	65.3%	6.1%	1418
计算机	5949	2846	47.8%	55.4%	7.5%	1003
轻工制造	1507	851	56.4%	72.1%	15.6%	844
医药生物	10579	5098	48.2%	51.7%	3.5%	761
农林牧渔	2404	1262	52.5%	59.3%	6.8%	401
家用电器	2420	1572	65.0%	67.7%	2.8%	208
纺织服饰	1117	525	47.0%	55.3%	8.3%	207
美容护理	204	83	40.9%	69.8%	29.0%	196
社会服务	1781	976	54.8%	57.5%	2.7%	113
总计	609538	363900	59.7%	-	-	155338

资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

## 方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层  
 上海：静安区延平路71号延平大厦2楼  
 深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层  
 广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券  
 长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层  
 网址：<https://www.foundersc.com>  
 E-mail：[yjzx@foundersc.com](mailto:yjzx@foundersc.com)