



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

## 农银国际专题报告

# 中共二十届三中全会的 宏观解读、股市影响及 行业分析

2024年7月22日



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

## 目录

中共二十届三中全会的宏观解读.....	3
二十届三中全会对股市影响.....	6
互联网业 .....	10
消费业 .....	11
先进制造业.....	12
权益披露 .....	13



## 中共二十届三中全会的宏观解读

### 经济师姚少华博士

中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议，于 2024 年 7 月 15 日至 18 日在北京举行。全会听取和讨论了习近平总书记受中央政治局委托所作的工作报告，审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（以下简称《决定》）。7 月 21 日，新华社公布《决定》全文。《决定》共 15 个部分、60 条，分三大板块。第一板块是总论，主要阐述进一步全面深化改革、推进中国式现代化的重大意义和总体要求。第二板块是分论，以经济体制改革为牵引，全面部署各领域各方面的改革。第三板块主要讲加强党对改革的领导、深化党的建设制度改革。《决定》共提出 300 多项重要改革举措，都是涉及体制、机制、制度层面的内容，其中有的是对过去改革举措的完善和提升，有的是根据实践需要和试点探索新提出的改革举措。

7 月 21 日，新华社亦公布了习近平总书记关于《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》的说明。习近平总书记指出，当前推动高质量发展面临的突出问题依然是发展不平衡不充分。比如，市场体系仍不健全，市场发育还不充分，政府和市场的关系尚未完全理顺，创新能力不适应高质量发展要求，产业体系整体大而不强、全而不精，关键核心技术受制于人状况没有根本改变，农业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距仍然较大，民生保障、生态环境保护仍存短板，等等。归结起来，这些问题都是社会主要矛盾变化的反映，是发展中的问题，必须进一步全面深化改革，从体制机制上推动解决。

我们认为当前中国经济正面临新旧增长动能转换的关键时期，如何寻找新的增长动能替代以房地产行业以及出口为代表的传统增长动能是本次会议的目的所在。我们认为以下改革细节值得关注。

首先，《决定》提出坚持致力于为非公有制经济发展营造良好环境和提供更多机会的方针政策。制定民营经济促进法。深入破除市场准入壁垒，推进基础设施竞争性领域向经营主体公平开放，完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制。支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务，向民营企业进一步开放国家重大科研基础设施。完善民营企业融资支持政策制度，破解融资难、融资贵问题。我们理解制定民营经济促进法是为了更好的保护民营经济的地位，打消民营经济企业家的顾虑，调动他们的经营积极性。民营经济具有五六七八九的特征，即贡献了 50% 以上的税收、60% 以上的国内生产总值、70% 以上的技术创新成果、80% 以上的城镇劳动就业、90% 以上的企业数量。特别是民营经济贡献了 80% 的就业，民营经济如能蓬勃发展，对提振居民收入进而促进消费有极大的作用。



其次，《决定》提出深化财税体制改革。建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。增加地方自主财力，拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限。完善财政转移支付体系，清理规范专项转移支付，增加一般性转移支付，提升市县财力同事权相匹配程度。建立促进高质量发展转移支付激励约束机制。推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例。研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，授权地方在一定幅度内确定具体适用税率。我们认为推进消费税征收环节后移并稳步下划地方这一措施对增加地方财政收入意义重大。众所周知，近年由于房地产行业下滑严重，国有土地使用权出让收入锐减，导致地方政府广义财政收入显著放缓。当前国内消费税全部由中央财政征收，如果能有一部份下划给地方财政，对缓解地方财政困难帮助不小。2023 年国内消费税达到 16118 亿元，2024 年前 5 个月国内消费税达到 7607 亿元，如果能将一半税收转移给地方政府，可以有效抵消目前地方土地出让收入下滑的困境。

第三，《决定》提出健全因地制宜发展新质生产力体制机制。完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。加快构建促进数字经济发展体制机制，完善促进数字产业化和产业数字化政策体系。健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。抓紧打造自主可控的产业链供应链，健全强化集成电路、工业母机、医疗装备、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料等重点产业链发展体制机制，全链条推进技术攻关、成果应用。深化科技体制改革。坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康，优化重大科技创新组织机制，统筹强化关键核心技术攻关，推动科技创新力量、要素配置、人才队伍体系化、建制化、协同化。我们认为发展新质生产力，必须因地制宜，要根据各地的比较优势和资源禀赋搞差异化建设，避免各地重复建设、最终形成过剩产能难于消化。民营经济对发展新质生产力的作用亦不能忽视。《决定》提出支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务，向民营企业进一步开放国家重大科研基础设施。此外，新质生产力主要对标高端制造业，其对就业的拉动作用相对较小。所以在提倡发展新质生产力的同时，不能忘记发展民营经济以及传统产业尤其是服务业，它们对就业以及扩大内需更为关键。

第四，《决定》对房地产行业亦有关关注，提出加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度。我们认为房地产政策的整体思路未有大的改变，其中提到完善房地产税收制度，我们估计全





国普征房地产税仍会以谨慎推进为主，推进速度可能取决于房地产行业恢复的景气程度。改革商品房预售制度的方向应是有力有序推进现房销售。

最后，《决定》对城乡融合发展、完善高水平对外开放、完善收入分配制度、完善就业优先政策、健全社会保障体系以及积极应对人口老龄化等方面均有部署。特别指出的是，《决定》提出按照自愿、弹性原则，稳妥有序推进渐进式延迟法定退休年龄改革。我们估计随着中国人口老龄化时代到来，提高退休年龄可能是大势所趋。

另外，今日人民银行宣布全面降息。公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.80% 调整为 1.70%。7 月 LPR 报价亦下调，1 年期 LPR 由 3.45% 降至 3.35%；5 年期以上品种降至 3.85%，上次为 3.95%。人民银行下调常备借贷便利利率 10 个基点，具体来看，隔夜、7 天、1 个月常备借贷便利利率分别调整为 2.55%、2.70%、3.05%。本次 LPR 利率并未随 7 月 15 日公布的 1 年期 MLF 利率保持不变，而是跟随 7 天期逆回购操作利率下调 10 个基点，显示 MLF 利率对 LPR 的参考作用在逐步减弱，而 7 天期逆回购操作利率已基本承担起主要政策利率的功能。今日人民银行宣布全面降息，一方面是为了支持下半年的经济增长，毕竟第 2 季的 GDP 同比实际增长仅为 4.7%；另一方面外部压力缓解，随着美国通胀缓解以及失业率开始上升，美联储在 9 月降息的可能性较大，人民币兑美元面对的贬值压力减轻。



## 二十届三中全会对股市影响

### 研究部主管陈宋恩

会前，7月初中国大型房地产公司和中国新能源汽车公司报告称，6月份销售环比有所改善，资本市场情绪也相应改善。在三中全会会议之前，市场预计会议将公布有利于经济的改革细节。

三中全会会议于7月15日至18日举行，但在此期间，国家统计局于7月15日公布了疲软的季度经济数据，第二季度GDP增长放缓至4.7%，香港股市受到经济数据疲软的影响。三中全会公报于7月18日发布，与此同时，美国股市在7月18-19日出现大幅回调。会议纪要宣布后，7月18-19日，香港股市主要受到季度经济数据疲软和美国股市调整的影响。

三中全会会议的进一步细节在刚刚过去周末7月21日公布，因此香港股市尚未对这些细节做出充分反应。7月22日公布，1年期和5年期贷款市场报价利率（LPR）分别下调10bp至3.35%和3.85%。这反映银行对下半年稳经济的目标发力。这是今年以来，5年期LPR第二次下降，共降35bp。本次1年期LPR下调是自去年7月以来第二次下降，共降20bp。

从资本市场角度看，资本市场可能更加关注三中全会提出以下宏观经济、金融市场、产业相关改革。

**三中全会提出健全宏观经济治理体系。税制改革可能是解决地方融资平台风险的解决方案之一。**三中全会提出建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系；增加地方自主财力，拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限；完善财政转移支付体系，清理规范专项转移支付，增加一般性转移支付，提升市县财力同事权相匹配程度；建立促进高质量发展转移支付激励约束机制。推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例；研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，授权地方在一定幅度内确定具体适用税率；合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例；完善政府债务管理制度，建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，加快地方融资平台改革转型；规范非税收入管理，适当下沉部分非税收入管理权限，由地方结合实际差别化管理。我们相信地方政府可支配收入的增加将有助于缓解地方政府融资平台的财政压力。但实际效果可能还需很长一段时间才能看到，尤其是财政部可能需要时间来改革税制。

**三中全会提出健全投资和融资相协调的资本市场功能，防风险、强监管，促进资本市场健康稳定发展。支持长期资金入市。提高上市公司质量，强化上市公司监管和退市制度。**建立增强资本市场内在稳定性长效机制。完善大股东、实际控制人行为



规范约束机制。完善上市公司分红激励约束机制。健全投资者保护机制。推动区域性股权市场规则对接、标准统一。我们认为市场预计相关监管机构将出台更多措施，鼓励更多长期资金投资资本市场，以及如何提高上市公司的质量。提高上市公司质量，吸引更多长期资本投资，是形成正反馈循环的必要条件。2024年上半年，上海主板 A 股总成交额约 38.0 万亿元，上半年末主板 A 股总流通市值为 39.4 万亿元，这意味着上半年上海主板 A 股换手率接近 100%，反映大部分投资者平均持上海主板 A 股周期约 6 个月。上半年，上海科创板 A 股总成交额约 6.4 万亿元，上半年末科创板 A 股总流通市值为 3.4 万亿元，这意味着上半年科创板 A 股换手率接近 188%，反映大部分投资者平均持科创板 A 股周期约 3 个月。这也意味着不小长期投资者也可能是短线买卖为主，反映市场或缺乏足够多的高质量可让长期投资者安心长期持有的上市公司股票。

三中全会提出加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度。我们认为市场将关注房地产税收制度和商品房预售制度，除非政府能够尽快公布细节，否则房地产税和预售制度改变将成为房地产行业和经济的一个新的不确定性因素。从长远看，房地产市场的健康发展应该紧跟民众的购买力和刚性住房需求。今年上半年，新商品住宅销售金额 41270 亿元，平均每平米 10288 元。以 100 平米单位算，单位价约为 102.9 万元，这相当于约 10.5 倍规模以上企业就业人员 2023 年平均工资。房地产市场风险根源之一是开发商新项目售价远高于有刚性住房需求民众平均购买力。

三中全会提出健全国有企业推进原始创新制度安排。深化国有资本投资、运营公司改革。建立国有企业履行战略使命评价制度，完善国有企业分类考核评价体系，开展国有经济增加值核算。推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革，健全监管体制机制。我们认为这将给国有企业带来压力，促使它们开展更多高附加值的经济活动。风险在于，一些国有企业将成功转型，但有些可能会遇到较大困难。

三中全会提出健全因地制宜发展新质生产力体制机制。其中，提出加强关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新，加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。以国家标准提升引领传统产业优化升级，支持企业用数智技术、绿色技术改造提升传统产业。强化环保、安全等制度约束。我们认为政府已经在不同场合多次提到政府将重点发展新一代信息技术、人工智能、航空航天、



新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等产业。政府、金融市场、资本市场都将重点关注这些产业领域。

然而，改革的实施和见效需要时间。三中全会提出的改革预计将于 2029 年中华人民共和国成立八十周年时完成。因此，改革的大部分积极影响不会在短期内显现。金融市场和资本市场要耐心推进改革，等待改革的成果。在短期内，临近七月末八月初，我们认为资本市场焦点将转向于上市公司半年报或二季度业绩。上市公司半年盈利变化、半年分红预期等将影响投资市场情绪。

图表 1:恒生指数预测市盈率



注：5年平均为 11.0 倍，一个标准差为 1.79 倍。当前预测市盈率约 8.6 倍，低于平均减一个标准差

来源：彭博、农银国际证券

图 2:恒生中国内地银行指数



来源：彭博、农银国际证券





图 3:恒生中国内地地产指数



来源: 彭博、农银国际证券



## 互联网业

分析师周秀成

### 相关内容:

- 健全促进实体经济和数字经济深度融合制度。
- 加快构建促进数字经济发展体制机制，完善促进数字产业化和产业数字化政策体系。加快新一代信息技术全方位全链条普及应用，发展工业互联网，打造具有国际竞争力的数字产业集群。
- 促进平台经济创新发展，健全平台经济常态化监管制度。
- 强化企业科技创新主体地位，建立培育壮大科技领军企业机制，加强企业主导的产学研深度融合，建立企业研发准备金制度，支持企业主动牵头或参与国家科技攻关任务。
- 构建同科技创新相适应的科技金融体制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持，完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策。
- 创新发展数字贸易，推进跨境电商综合试验区建设。

### 行业影响:

- 会议对科技/互联网业的政策大致不变，即支持数字技术和实体经济发展及深度融合等大方向。这些目标和一向政府政策一致，显示政策的连续性。
- 会议强调促进实体经济和数字经济深度融合制度，意味着政府视数字经济为中国整体经济不可或缺的一重要部份。数字经济在经过多年发展后，部份细分市场如线上游戏和电商等已渐趋成熟，但仍有部份细分市场如本地生活、自动驾驶、农村电商等的渗透率仍有上升空间。提高数字经济和实体经济融合意味着这些板块的渗透率有望进一步提高。展望未来，市场将关注这些重点板块的后续发展政策。
- 会议强调促进平台经济创新发展，健全平台经济常态化监管制度。会议对行业监管的内容不多，也可能反映政府在过去一段时间推出多项监管措施后行业监管环境已日益完善，现时政策重点较强调行业的长远可持续发展。回顾一下，近年中国互联网行业受到普遍宏观经济逆风影响而收入放缓，而过去一段时间推出之监管措施虽然令行业的长远发展更加健康及消费者的权益得到更多保障，但在短期内大型互联网平台普遍需调整其商业模式而增加导致利率压力。其后政府在监管力度和支持行业经营之间续渐取得较佳平衡。
- 政府计划推进跨境电商综合试验区建设。跨境电商近年正在兴起，成为电商行业的新增长点。例如，拼多多 (PDD US)和 Shein 等平台正在积极发展跨境电商，并在各个海外市场获得增长。这计划将有望进一步推动跨境电商行业发展。



- 政府计划构建同科技创新相适应的科技金融体制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持。这对初创科技企业有利，帮助它们解决融资困难。

## 消费业

分析师潘泓兴

### 相关内容:

- 健全加快生活性服务业多样化发展机制。完善中介服务机构法规制度体系，促进中介服务机构诚实守信、依法履责。
- 推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例。
- 健全绿色消费激励机制，促进绿色低碳循环发展经济体系建设。

### 行业影响:

- 针对服务业体制机制发展的措施，《决定》提出了“健全加快生活性服务业多样化发展机制”。我们认为，这将会进一步推动地方发展支持社区生活相关的服务行业，与今年年初公布的政府工作报告中提到的要“推动养老、育幼、家政等服务扩种提质，支持社会力量提供社区服务”的要求一致。因此，我们认为未来将会有关于更具体的关于推动生活相关的服务消费发展的政策出台。
- 关于消费税方面的改革，本次《决定》提出“推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例”。我们认为，关于消费税的相关改革将会提高地方政府在促进消费方面的积极性和主动性，同时这也会有利于龙头消费企业进一步发展，其中部分跨地区消费企业会更加受惠于相关政策的推出。
- 绿色消费同时也成为中央政府重点发展的行业。《决定》提出要“健全绿色消费激励机制，促进绿色低碳循环发展经济体系建设”。我们认为，消费行业或会进一步有大宗商品升级换代的政策推出，同时环保、节能、回收等相关的消费相关企业也会有更大的发展空间。



## 先进制造业

分析师白舸

### 相关内容:

- 加快推进新型工业化，培育壮大先进制造业集群，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。
- 健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。抓紧打造自主可控的产业链供应链，健全强化集成电路、工业母机、医疗装备、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料等重点产业链发展体制机制，全链条推进技术攻关、成果应用。

### 行业影响:

- 会议对先进制造业的重视程度依然很高，始终支持先进制造业的持续发展。
- 我们认为在当前复杂的国际形势下，中国对打造自主可控的产业链供应链的迫切度有所增加。尤其在集成电路产业方面，美国对中国相关产业链及公司的打压或将会不断加码。因此，中国政府会在政策方面继续对集成电路行业提供支持。2024年5月中国成立国家芯片基金三期（“大基金三期”），对中国半导体产业的发展有积极的促进作用。我们认为未来相关的政策支持仍然会持续，国家对集成电路先进技术的扶持力度将加大，相关龙头企业或将持续受益。
- 当前受限于先进技术的封锁，中国芯片产业的主要份额集中在成熟制程及成熟应用，易受到产业周期波动的影响，以及同业竞争较激烈。从2023年4季度以来，全球芯片行业逐渐进入景气度上行周期，中国半导体行业也继续保持快速增长。2024年上半年，中国集成电路产量达2071亿块，累计同比增长28.9%。中国集成电路进出口方面也保持快速增长。显示中国半导体行业的竞争力不断提升。
- 展望未来，随着中国高端制造业的发展，相关产业链或将不断涌现出竞争力强劲的一批企业，提升中国高端制造的竞争力。具体到半导体行业，我们认为中国半导体行业的竞争力将持续增长，在新能源汽车、大语言模型、智能驾驶等市场需求的带动下，中国市场对芯片的需求将维持旺盛，带动相关企业的生产需求。





### 权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、周秀成、潘泓兴、白舸作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 7%)
持有	负市场回报(约-7%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 7%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-7%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-23 年间平均增长率为 7.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2024 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863