

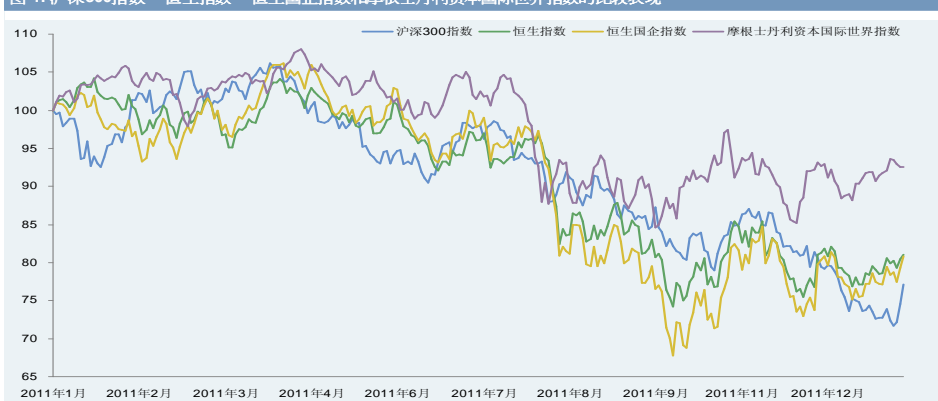
中国通通讯
2012年1月16日

李晶
董事总经理
中国区全球市场业务主席
+852 2800 8635
jing.l.ulrich@jpmorgan.com

中国决策者承诺提振 A 股市场情绪

继 2011 年市值下跌 28% 后，中国内地股票市场在 2012 年的头五个交易日上升 6.5%（按沪深 300 指数计算）。市场情绪的反弹由近期数据和货币措施所支持，包括：一) 11 月份下旬下调存款准备金率 50 个基点以及上个月中央经济工作会议发表支持增长的谈话，显示货币政策往放宽方向调整，二) 最近的数据显示 12 月份的新增贷款和货币供应增长超过预期，三) 中国人民银行转为每周向公开市场净注入资金，四) 由于 12 月份公布的数据显示出口增长疲软以及进口增长（+11.8%，彭博预测 17%）放缓速度超过预期，市场预期政策将进一步放宽。然而，支持近期市场表现的一个重要因素是政府最高领导人、监管机构和国家媒体发出支持市场改革的声明和承诺。

图 1: 沪深300指数，恒生指数，恒生国企指数和摩根士丹利资本国际世界指数的比较表现



来源：彭博资讯

正如我们最近的报告中所提及（*中国政策取向的变化—支持没有泡沫的经济增长，2012年1月9日*），在1月7日的全国财政工作会议闭幕式上，总理温家宝承诺会在第12个五年计划期间提振股市信心，列举了完善新股发行和股票退市机制及上市公司股息分配的必要性。为了响应这些言论，近期任命的中国证券监督管理委员会主席郭树清（中国建设银行前任行长）最近在证监会网站上的一项声明中承诺，将实施一系列资本市场改革措施，并促进长期机构投资者发挥更大的作用。尽管这些言论并非都指向新措施（郭主席已在12月份发表过类似的言论），但越来越多的回响已让人联想起政府在2008年市场极度低迷时为提振市场情绪所推出的各项措施。这些措施包括发表支持性声明、增加养老基金/保险公司/QFII投资股票市场的权限、加快上市公司股份收购（通过其母公司以及中央汇金公司、保险公司和全国社保基金等实体）、以及再次改革市场的承诺。

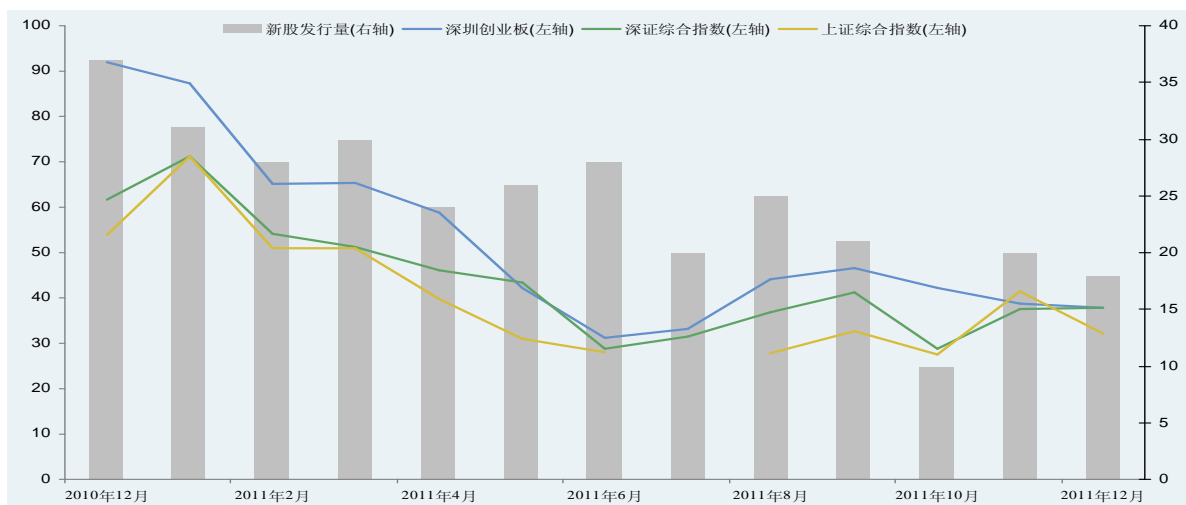
值得注意的是，中国证监会的声明强调了以下市场改革目标：

- **更多国内机构参与资本市场。** 中国证监会将鼓励包括国家和企业养老基金、保险公司、全国养老保险基金及住房公积金在内的长期机构投资者增加资本市场在其投资组合中的比重。郭主席在上个月的一个会议中表示，中国的省级养老基金（约人民币2万亿元资产）及住房公积金（约人民币2.1万亿元资产）应投资资本市场以实现更高的回报。

- **上市机制改革。**就新股承销和定价而言，中国证监会将寻求改革新股发行的定价机制和承销过程，以防止过高的新股发行价格及随后引起的投机炒作和市场操纵。更具体地来讲，中国证监会将降低32%审批标准的门槛来简化行政审批程序，尤其是有关新股发行的预先审批。这也有助于完善退市机制。

中国内地已成为全球最大的新股发行市场，在2010年和2011年分别达人民币4883亿元和人民币2860亿元。鉴于市场对近期国内外经济前景的忧虑，新股的发行量已有所减少而发行价也有所下降（见图2）。

图2：中国内地新股发行量和新股上市市盈率倍数

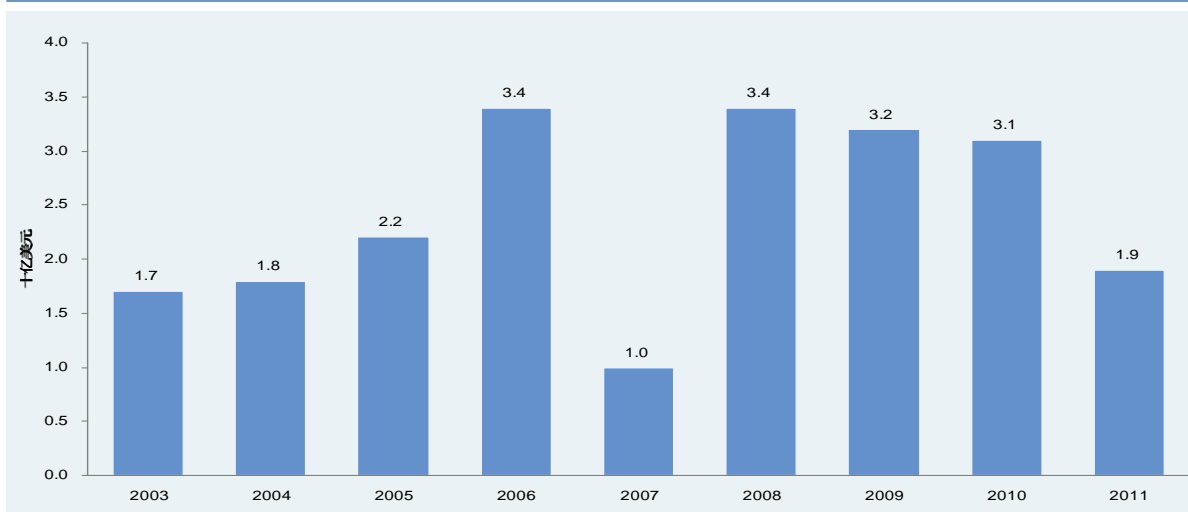


资料来源: 清科集团

- **完善公司派息。**为了响应温总理近期的言论，郭主席提出加强对没有履行派息承诺或长期拒不派股息的上市公司的规管。
- **全新金融产品和市场。**中国证监会将尝试增加企业债券在直接融资中所占的比例，并努力深化国内债券市场。中国证监会也将允许成立主权债务和白银期货，并研究推出其他新产品，如原油和其他主要大宗商品市场，以及推出新种类的高收益企业、市政和机构债券。
- **扩大外国机构投资者的范围。**更多的外国机构投资者将获批准通过合格境外机构投资者（QFII）计划投资国内市场，而现有的QFII投资者将获得更高的额度。人民币合格境外投资者（RQFII或“小QFII”）的额度预期也将逐步增加，由于目前的试验计划只涉及人民币200亿元的额度，对定息资产的配置最低规定为80%。

经过大半年的暂停审批期，中国在2011年第4季度授出约10亿美元的QFII额度，使全年总体授出额度达19.2亿美元，为自2007年以来的最低水平。鉴于市场对资本流入消退和决策者倾向于提振市场情绪的忧虑，我们预期仍在等待的QFII获批持牌机构的额度审批将会加快。目前，已授出的216亿美元QFII总体额度占A股市场自由流通股份不足1%。没有获得QFII额度的外国投资者只能通过特许渠道投资A股，最突出的是iShares安硕富时A50中国指数ETF（2823.HK）。

图3: QFII年度总体授出额度(十亿美元)



资料来源: 国家外汇管理局

重要暗示

中国证监会的声明暗示将有越来越多支持以下几方面的改革政策出台:

- i) 完善国内资本市场的功能, 使其成为稳健高效的公司非银行渠道的融资场所**
- ii) 完善上市公司的派息, 以提高 A 股作为长线投资资产类别的吸引力**
- iii) 扩大资本市场参与者群体以及加快新金融产品市场的发展**
- iv) 加强中国对主要大宗商品的定价能力**

管理层的频繁表态预示着 2008 年的用于刺激市场的措施可能在今后数周和数月内再次使用。目前已有的一些相关的迹象, 例如中央汇金公司 (中投公司旗下子公司, 在主要金融机构持有政府股份) 增持工商银行和中国银行的股份, 符合该公司在其 10 月份的声明中表示的将继续在二级市场购买四大有商业银行的股份。由国务院国有资产监督管理委员会 (“国资委”) 管理的中国神华能源和中石化的母公司近期也增持了上市公司的股份。

尽管境外投资者与相关机构投资者进场投资的数量可能有限, 但这些措施对于提振市场信心将发挥重要作用。而股份估值 (当前沪深 300 指数市盈率为 7.5 倍) 对机构具有很强的吸引力。从市场长期发展的角度来看, 尽管目前提出的改革是非常积极的因素, 但可能不会出现立竿见影的效果。原因是大部分机构仍然对股权投资持审慎态度, 且部分地方政府仍然存在阻碍养老基金和住房公积金资产配置调整的措施。

Disclaimer

J.P. Morgan is a marketing name for investment banking businesses of JPMorgan Chase & Co. and its subsidiaries worldwide. JPMorgan Chase & Co. or any of its affiliates (collectively, "J.P. Morgan") makes no representation or warranty regarding the accuracy or completeness of the information herein. J.P. Morgan is not an advisor to any person in respect of any referenced transaction.

This material is not the product of J.P. Morgan's research departments and along with any associated verbal presentation (together the "Presentation") is purely indicative and is based on current assumptions and market conditions. Although information contained herein has been obtained from sources which we believe to be reliable, none of J.P. Morgan, nor any person acting on their behalf, makes any representation or warranty, implied or express regarding the accuracy or completeness of the information contained herein. The Presentation is not intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument, nor does it constitute a commitment by J.P. Morgan to enter into any transaction referred to in the Presentation. J.P. Morgan shall incur no responsibility or liability whatsoever to the client or to any other person in respect of the Presentation and in the event that J.P. Morgan enters into any transaction described in the Presentation then such transaction shall be governed exclusively by the relevant transaction documents.

The recipient must make an independent assessment of any legal, credit, tax, regulatory and accounting issues and determine with its own professional advisors any suitability or appropriateness implications of any transaction referenced herein in the context of its particular circumstances. J.P. Morgan assumes no responsibility or liability whatsoever to any person in respect of such matters. This material is directed exclusively at market professionals and institutional investors and is not for distribution in any jurisdiction where such distribution contravenes applicable laws of any relevant jurisdiction, nor could it be distributed to any other person or replicated in any form without the prior written consent of J.P. Morgan. Notwithstanding any prior written consent provided by J.P. Morgan for the further distribution or replication of these materials and as consideration therefore, the initial recipient of these materials acknowledges to J.P. Morgan that it shall hold J.P. Morgan harmless for the consequences of such further distribution or replication (as the case may be).

Copyright 2012 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved. Additional information is available upon request.