

重大政策事项

证券市场

证监会颁布 QDII 管理试行办法

2007 年 06 月 21 日

QDII 全面推行：市场化调控的步骤之一

策略研究小组：汤小生、黄飙、王军清、崔嵘

事项：

中国证监会正式公布了《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》，自 2007 年 7 月 5 日起施行，与 06 年 9 月 1 日正式实施的《合格境外机构投资者境内证券投资管理试行办法》一起，我国的“QQ 制”体系基本确立。

评述：

QDII 试行管理试办法的出台可视为管理层市场化调控市场的步骤之一。市场在证券交易印花税大幅提高的行政手段打压下出现先暴跌后又迅猛回升的“V 形”走势，如果不考虑工行和中行的拖累，如今沪深两市股指事实上均已经创出历史新高。在经历巨幅振荡之后，市场对于减少行政直接干预的呼声日益高涨；但是，当股指重新回升到前期高位之后，市场化的调控压力不断出台在所难免，我们认为此次 QDII 管理试办法的出台即是其内容之一。此外，由于 6-9 月份大小非解禁压力相对偏小，近期包括中石油和中移动等大型国企加速回归 A 股市场，也是调节市场供求关系的市场化手段之一。在这些市场化的调控措施中，H 股市场将是直接受益者：一方面在利好预期下资金供给增大，另一方面相关公司发行 A 股必定刺激其 H 股股价上涨。在香港回归祖国 10 周年记的历史时刻，这些措施也可以说是“彩礼”。

QDII 是综合治理流动性过剩的手段之一。在国际收支大幅盈余、人民币升值预期强烈的背景下，如何疏导过多的流动性是当前我国宏观调控的重要课题。除了提高存款准备金率、加息等常规手段外，合理引导外汇资金投向也是减缓外汇占款压力的重要途径，因此，QDII 与近期即将成立的国家外汇投资基金以及允许境外机构在国内市场发行人民币债券募集资金等均可视为综合治理流动性泛滥问题的手段，在一定程度上也能促进人民币汇率确定的市场化机理的形成，缓解升值压力。

估值压力和资金分流预期对市场构成利空。市场受新入市资金推动叠创新高，估值水平大幅抬高，特别是与 H 股等周边市场相比，A 股市场明显存在估值压力，QDII 的全面推行将带来较大的心理压力。尤其是在大幅提高证券交易印花税之后，H 股市场不仅是“估值洼地”，而且也成了“交易成本洼地”，其对于 A 股市场的资金分流预期较为强烈，而且事实上已经吸引了 A 股市场的部分资金。由于此次 QDII 政策的出台并没有完全被市场所预期，特别是 QDII 未来的投资范围比较广，推行的空间较大，因此市场对该政策仍需要一定程度的消化。最近我们也注意到，A 股市场上一些白马股已经演变为“妖股”，较为突出的有大唐发电等。这种“自拉自唱”式的过渡炒作已经构成了市场的不和谐之音，在此利空政策下跌停在所难免！

金融创新利好券商和基金公司。QDII 的推行主体集中在基金和证券公司，无论是基金发行还是集合理财，均会对于基金和券商的业务发展带来新的机遇；而且理财业务带来的利润属低风险收益，获得较高的估值。从后续的市场化调控措施来看，一方面有备兑权证的推行以打击权证的过渡投机行为，另一方面则是股指期货的推行在按步推进，这些对于

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

券商而言属于利好政策预期。

降低或取消利息税以及加息迫在眉睫。在 5 月份各类宏观金融数据公布之后，政府出台紧缩性货币政策势在必行。其中，针对实际利率偏低、储蓄资金大面积流向股市，降低或取消利息税已属必然；防止投资反弹和银行放贷冲动，继续提高存款准备金率以及不对称加息的可能性较大。这些宏观调控政策也难免对 A 股市场构成压力。

两手准备应对可能出现的阶段性振荡。在政策利空风声再度趋紧的情况下，A 股市场出现振荡可能性较大，通过适当降低仓位谨慎应对不失为好的防御性策略。但同时我们应该坚信，经济景气带动企业效益提高，许多行业和板块中报业绩超预期增长值得期待，4000 点以上市场的估值压力更多地是静态压力，在中报公布后市场对于动态估值水平将有新的评定，我们预计公司业绩增长将化解当前的静态估值压力，市场的上升趋势不会改变。