



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

监管机构多箭齐发 供给侧改革提振中国股市

农银国际研究部主管陈宋恩

2023 年 8 月 28 日





监管机构多箭齐发 供给侧改革提振中国股市

近两周来，资本市场监管机构纷纷宣布了各项改革，我们判断这些改革主要是供给侧改革。从供给需求动态来看，供给侧改革有助于增强市场信心。但我们也应该承认，需求侧响应在可预见的未来发挥着重要作用。需求端反应非常复杂，有的投资者对监管和宏观环境敏感，有的投资者对上市公司盈利前景等微观环境敏感。我们相信长期投资者或价值投资者将更加关注上市公司的盈利前景；大额投资者或频繁交易的投资者会更加关注交易成本。总体而言，监管机构目前的态度很明确——降低市场交易成本，限制新股供应，限制新增流通股供应。

第一箭。8月18日，上交所、深交所和北交所公布自2023年8月28日下调交易经手费标准。上交所和深交所A、B股交易经手费由按成交金额的0.0487%（即0.00487%）双边收取下调至按成交金额的0.0341%（即0.00341%）双边收取，下调幅度约为30%。北交所股票交易经手费标准由按成交金额的0.25%（即0.025%）双边收取下调至按成交金额的0.125%（即0.0125%）双边收取，下调幅度约为50%。

第二箭。8月27日，财政部、税务总局公布为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。证券交易印花税将从1%（即0.1%）降至千分之0.5%（即0.05%）。当前，卖方缴纳印花税，买方不需要缴纳。因此，印花税税率下调50%对于卖方来说是有利的。从A股买方来看，交易成本（包括交易所交易经手费和证券交易印花税，但不包括过户费和经纪佣金）只减少了0.0015%。从A股卖方来看，交易成本（包括股票交易所交易经手费和证券交易印花税，但不包括过户费和经纪佣金）共降低了0.0515%。对于小额交易和不频繁交易的投资者来看，交易成本下降对他们来说并不敏感。但对于大额交易投资者或高频交易投资者（如量化投资基金）来说，交易成本下降对他们来说比较敏感。此外，印花税下调对ETF交易也不敏感，因为ETF交易不需要缴纳印花税。

一般来说，证券公司会将各个成本项目分列提供给客户。这让客户投资者可以了解证券交易所收取的交易经手费、卖出A股的印花税以及证券公司收取的佣金的具体费用。当然，监管机构希望看到证券公司佣金率降低，因为监管机构已经放弃了部分收入让利给投资者。

第三箭。8月27日，证监会统筹一二级市场平衡，优化IPO、再融资监管安排。从供需动态来看，我们判断这项调整是为了限制新发行的新供给。这是供给侧管理的方法之一。此次调整有六点。一是根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡。二是对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机。三是突出扶优限劣，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。四是引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求。审核中将对前次募集资金是否基本使用完毕，前次募集资金项目是否达到预期效益等予以重点关注。五是严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务，严限多元化投资。六是房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。我们判断这一调整将对尚未盈利的企业寻求A股IPO产生较高不确定性，也会对金融机构计划筹集大量资本产生较高不

确定性。

第四箭。8月27日，证监会进一步规范股份减持行为。从供需动态来看，我们判断这项调整是为了限制大股东减持股份导致公众自由流通股增加。这也是供给侧管理的方法之一。调整后，上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。控股股东、实际控制人的一致行动人比照上述要求执行；上市公司披露为无控股股东、实际控制人的，第一大股东及其实际控制人比照上述要求执行。同时，从严控制其他上市公司股东减持总量，引导其根据市场形势合理安排减持节奏；鼓励控股股东、实际控制人及其他股东承诺不减持股份或者延长股份锁定期。据公开统计，A股市场5000多家上市公司中，有4000多家上市公司不符合大股东减持条件。符合大股东减持条件的上市公司约有不到1000家，其中大部分是国有企业，大股东减持的可能性不大。

第五箭。8月27日，经中国证监会批准，上交所、深交所将融资保证金比例从100%降低至80%，此次调整将自9月8日收市起正式实施。融资保证金比例，是指投资者融资买入时交付的保证金与融资交易金额的比例。例如，当融资保证金比例为100%时，投资者用100万元的保证金最多可以向证券公司融资100万元买入证券。而当融资保证金比例降低至80%时，客户用100万元的保证金最多可以向证券公司融资125万元买入证券。融券保证金比例不变，仍维持不得低于50%的要求。本次融资保证金比例调整不仅适用于新开融资合约，证券公司还可以根据与投资者的约定，降低《实施细则》修改实施前尚未了结的融资合约的保证金比例。同时，证券公司在符合监管要求前提下，可以根据客户和自身风险承受能力，自主确定具体比例。我们判断此次调整是让投资者在A股市场上增加杠杆。从供需面来看，允许投资者加杠杆是为了放大短期需求。如果保证金贷款金额不变，券商采用的折算率不变，需求最多会进一步扩大25%。截至8月24日，买股融资贷款余额合计14,692亿元，若全体杠杆投资者加大杠杆25%，新增买股购买力约3,673亿元。扩大后的融资融券额度由证券公司自有资金填补。因此，资金实力雄厚的大型券商将有更大的机会开展更多的融资融券业务。

图 1：沪深 300 指数市净率 (P/B)：当前市净率 1.57 倍，低于 5 年平均减 1 个标准差。从历史角度来看，目前的市净率估值具有吸引力。



来源：彭博、农银国际证券

权益披露

分析员陈宋恩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 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

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 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

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 2023 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、复制或以任何其他形式分发

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