



梁祥煊

高級經濟師

billleung@hangseng.com

嚴愛群

首席經濟師

joanneym@hangseng.com

2008年5月19日

中國內地股市復甦能否持續？

- 中國內地股票價格從去年 10 月至今年 4 月期間下挫約 50%，主要因為內地政府持續收緊貨幣政策，加上全球股市回落，及以往禁止流通的國企股份現可轉為流通所致。
- 股價下挫幅度雖大，但觀乎下挫前股價飆升的驚人幅度，及種種顯示股市泡沫的跡象，這次股價下挫並非意料之外。直至下挫前，股價在兩年內急升超過 400%，市盈率則由 16 倍躍升至 70 倍。
- 自今年 4 月中以來，經內地政府實施多項救市政策後，包括將印花稅由 0.3% 調低至 0.1%，股價已回升約 17%。內地政府參與股票市場屢見不鮮，亦是內地股價波動的主要成因。除非這種情況改變，股價波幅仍會顯著。
- 若以過去 10 年上海 A 股指數的平均市盈率作為參考，內地現時的股價可說已較為合理。然而，經濟增長放慢加上全球商品價格高居不下，將會削弱企業盈利。基於此，未來股價難望大幅超越現時水平。

中國內地股市近數月來頗為波動，主要因為股價隨內地政府推出救市措施而相應調整⁽¹⁾。自去年 10 月以來，內地股價一直下跌。股價從 2007 年 10 月 15 日的高位至今年 4 月中，下跌接近 50%（表 1）。一如過往，股價下跌時，民間要求政府干預的壓力亦隨之上升。

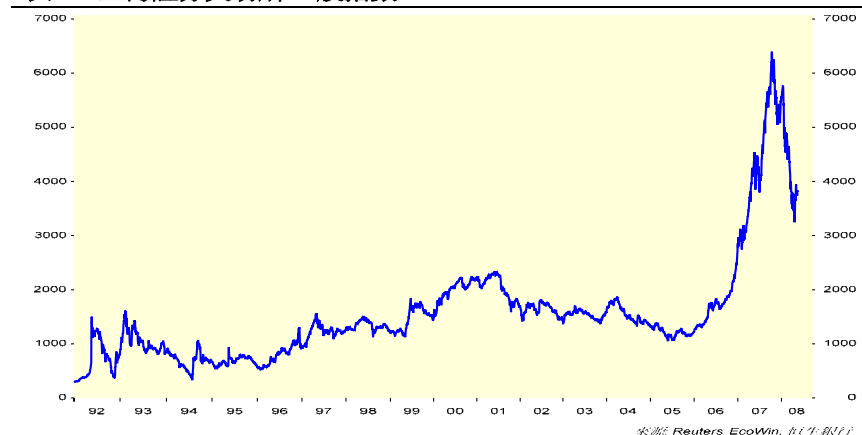
今年 4 月 21 日，內地政府終於公佈非流通股必須透過大宗交易系統交易而非二手市場進行。為了進一步刺激股市交易活動，內地政府於 4 月 24 日將股票買賣中所徵收的印花稅由 0.3% 調低至 0.1%，導致股價當日上升接近 10%。

¹ 中國內地共有兩個股票市場，分別為上海及深圳股票市場。截至 2007 年底，上海股市的市值為深圳股市的 4.7 倍；以交易金額計為 2.0 倍。上海及深圳股票市場均設有兩類股票供投資者買賣，即以人民幣計價的 A 股及以外幣計價的 B 股。但與 A 股比較，B 股在市值、交投量及募集資金規模等方面均微不足道。





表 1：上海證券交易所 A 股指數



解禁非流通股令股價下挫加劇

儘管去年 10 月以來股市下跌可歸因於多種因素，包括政府持續收緊貨幣政策以及全球股市回落⁽²⁾，但中國內地的投資者普遍將解禁限制性股份視為罪魁禍首。

限制性股份分為兩類，即非流通限制性股份及可流通限制性股份。非流通限制性股份為國有股份，是國企重組及上市時所產生的⁽³⁾。內地政府為避免失去對國家資產的控制，一直以來嚴禁買賣非流通限制性股份。至於其他限制性股份，如法人股，則僅可在若干市場買賣。截至 2008 年 3 月底，限制性股份佔股票市場股份總數 53%；以市值計約佔 70%。

然而，隨著中國經濟改革的推進，國有股份轉為流通股的需要漸趨迫切。中國政府發現國有股份在上市公司中佔主導地位，對推進上市公司及股票市場現代化造成重大障礙。大多數國企的管理層均抗拒改變現行制度，生怕如此會削弱他們的地位。國家減持部份國企股份將有助減少上述的障礙，亦可為社會保障基金籌集資金。但多年來，內地政府一直審慎行事，以防止國企股大幅流通會導致股價急瀉。

內地政府最終在 2005 年 4 月推出一項計劃。根據該計劃，非流通股份可獲准在市場上買賣，但條件之一是公司向流通股持有人以紅股及現金作出補償。此外，視乎解禁的非流通股數量，買賣要在一年或兩年的禁售期屆滿後才可進行。計劃的目的是要取得流通股持有人的支持，同時有秩序地解禁非流通股。至 2007 年底，上海及深圳證券交易所的大部份上市公司已完成或正進行轉換股份的規定程序⁽⁴⁾。

² 例如自 2006 年以來，中國人民銀行已 17 次調高銀行法定存款儲備金比率，由 7.5%調高至目前 16.5%的歷史高位，另外亦曾 8 次調高銀行借貸利率。

³ 截至 2008 年 3 月，國有企業持有的非流通限制性股份佔限制性股份總數 83%，其餘為法人股、僱員擁有的股份等等。

⁴ 《中國資本市場發展報告》（摘要），中國證券監督管理委員會。



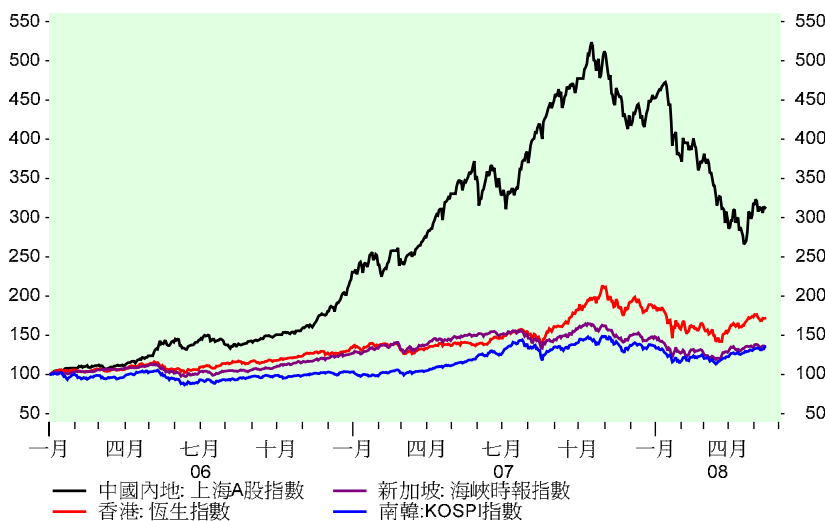
在股價上升時，非流通股的解禁並未產生重大問題。事實上，這正是 2006 年股市上升的原因之一。當時投資者視解禁非流通股為一項有利於內地股市長遠發展的舉措，因為這表示國有股份的問題終於得到解決。但是，當股價在 2007 年 10 月開始下跌時，解禁非流通股逐漸成為市場焦點，投資者憂慮股份供應增加可能會加劇股價下跌。

股價下挫

中國內地股市於 2007 年 10 月 15 日見頂。從該日至 2008 年 3 月 31 日止，上海 A 股指數共下跌 43%。大約同一時期，香港股價從高位下跌 33.2%，南韓股價亦下跌 23.7%，新加坡股價則下跌 27.8%。上海股價於近期回升前，曾於 4 月初再度下跌 11%。由此可見，內地股價跌幅，無論以絕對值計或相對於其他市場而言，均相當顯著。

然而，深入分析，內地股價跌幅遠高於其他市場，主要是由於股價下挫之前，內地股價升幅亦遠高於該等市場。內地股價由 2005 年底起一直上升至 2007 年 10 月的高位，期間上海 A 股指數升幅達 424%。同期，香港股價僅上升 112%，南韓股價上升 50%，新加坡股價則上升 65%。倘以上述四個市場於 2006 年 1 月 2 日的股價指數為 100 計算，則與其他三個市場比較，中國內地目前的股價仍遠高於 2006 年的水平（表 2）。

表 2：各地市場股價（2006 年=100）





內地政府政策轉變加劇股價波動

至今，內地股票市場的特徵之一是股價波動頗大，主要原因是市場投資意欲經常為政府政策轉變所左右。如表 3 所示，自 1990 年代初中國內地成立股票市場以來，內地股價由谷底反彈超過 100% 到達高峰的情況很常見。

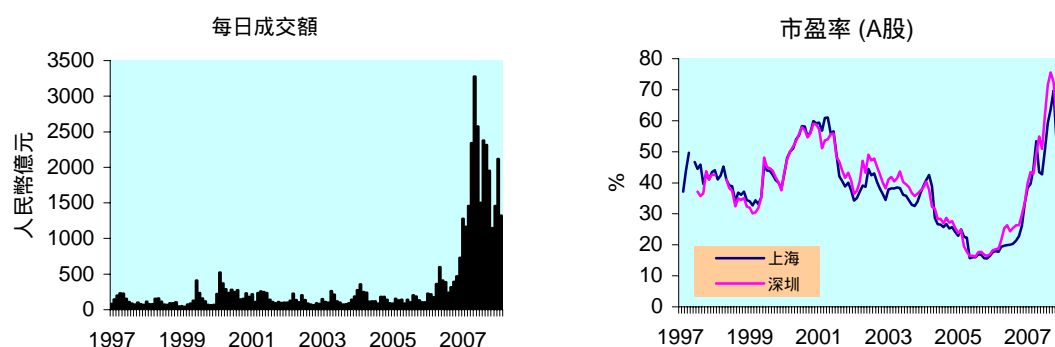
表 3：中國內地股價反彈的主要例子

期間	上海證券交易所 A 股指數			持續期間
	谷底	高峰	變動百分比 (%)	
1992 年 1 月 2 日 - 1992 年 5 月 22 日	293.7	1415.9	+382.1	5 個月
1992 年 11 月 17 日 - 1993 年 2 月 15 日	369.9	1615.9	+336.8	3 個月
1994 年 7 月 29 日 - 1994 年 9 月 13 日	328.9	1072.3	+226.0	2 個月
1996 年 1 月 22 日 - 1997 年 5 月 12 日	531.4	1569.0	+195.3	16 個月
1999 年 2 月 8 日 - 2001 年 6 月 13 日	1134.6	2337.9	+106.1	29 個月
2005 年 7 月 11 日 - 2007 年 10 月 15 日	1062.5	6330.5	+495.8	27 個月

資料來源：Reuters EcoWin

但是，即使以中國內地的標準衡量，2006-07 年期間股市上升的幅度仍甚驚人。於該段期間內，上海 A 股指數在跌市前曾上升超過 400%，每日成交額急升 31 倍至 3,270 億元人民幣，而平均市盈率則由 16 倍躍升至 70 倍（表 4），投資者戶口數目亦由 2006 年的 7,900 萬個大幅增加至 2007 年的 1.39 億個。因此，股市暴跌前，所有顯示股票市場泡沫的跡象均已出現，股市大幅調整只是時間問題。

表 4：上海股票市場每日成交額及平均市盈率



資料來源：中國證券監督管理委員會



在政策主導的市場股價更易波動

政府參與是中國內地股票市場的一個特點。在股票市場成立的最初數年，內地政府對市場的干預尤其明顯。這是由於最初成立股票市場的主要目的，是要為國企重組及現代化籌集資金。1999 年股價上揚是政策主導的典型例子。

面對通貨持續緊縮及國企負債累累的局面，內地政府希望透過刺激股票市場，藉財富效應提升個人消費力，以及為國企重新注入生機。期間，市場充斥政府即將實施政策支撐後市的傳言，伴隨著官方支持股市上升的言論（表 5）。從 1999 年 5 月 10 日至 1999 年 6 月 28 日，上海 A 股指數急升接近 60%。

表 5：1999 年內地股市上揚時的政府參與

- 市場傳言政府即將落實支持股市的新措施
 - 經紀獲准透過抵押借入銀行貸款及自銀行間債券回購市場借入款項。
 - 暫停新股上市。
 - 保險基金獲准進行股票投資。
 - 鼓勵投資基金及經紀增加於股票的投資額。
 - 削減印花稅。
- 《人民日報》支持市場上升的評論員文章（《人民日報》，1999 年 6 月 15 日）。
- 中國證券監督管理委員會副主席陳耀先稱，市場上升標誌著市場活動回復至「正常」水平（《金融時報》，1999 年 6 月 15 日）。
- 副總理李嵐清表示有可能進一步調低利率。
- 政府規劃一系列措施刺激經濟，包括增加公務員工資，發行特別債券及減稅。

資料來源：恒生銀行

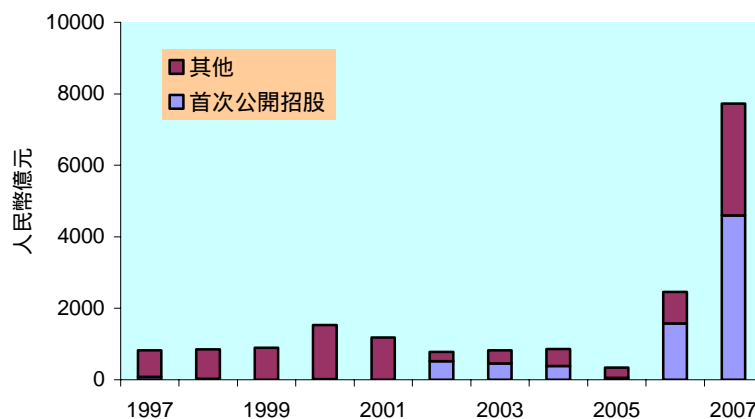
政府的干預措施無可避免會引發投資者的期望，而這又會促使市場要求政府更多參與。根據新華社於 2008 年 3 月 31 日在互聯網上向 50,000 名人士進行的調查顯示，接近 90% 的受訪者認為政府應插手救市。正正是民間這種要求政府干預市場的強大呼聲，使到中國內地股市由政策主導的性質揮之不去。

在內地股票市場除去它的政策角色及投資者變得成熟之前，政府的參與及投資者的期望仍將會繼續交織支配著中國內地的股價。在政策主導的市場，股價會頗為波動。波幅並會因為國內剩餘資金缺乏其他投資渠道，因而流向股票市場而加大。



公平一點說，中國政府過去數年已大大改善了股票市場的運作，內地股票市場亦能達到為企業尋求資金作擴充之用的籌資功能。僅以 2007 年而言，上海及深圳交易所籌集的資金總額達 7,730 億元人民幣（當中 4,600 億元人民幣為透過首次公開招股籌得，其餘 3,130 億元人民幣則透過第二次發行籌得），約相等於該兩個交易所於之前 10 年所籌集的資金總額 2.5 倍（表 6）。

表 6：中國內地股票市場集資額



資料來源：中國證券監督管理委員會

然而，中國內地股票市場真正現代化及成為中國金融體系中不可分割的一部份，仍需假以時日。目前中國內地金融中介的角色仍以銀行為主。內地股市於 2007 年籌得的 7,730 億元人民幣僅佔國內銀行該年放款額的 19.6%。

至 5 月 16 日止，上海 A 股指數已從 4 月 18 日（即政府干預市場之前一日）的水平回升 17%，並徘徊於 3,800 點左右，市盈率約為 41 倍。若以過往 10 年的平均市盈率約 38 倍為參考，中國內地現時的股價可說已較為合理。然而，經濟增長放慢加上全球商品價格高居不下，將會削弱企業盈利。基於此，未來股價難望大幅超越現時水平。



免責聲明

本檔由恒生銀行有限公司（「恒生」）提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表「恒生」之見解。撰寫本檔之分析員證明於本檔內所發表之意見，乃準確反映分析員就有關金融工具或投資項目之個人意見，而有關分析員過去、現在或未來之報酬，並無任何部份直接或間接與本文件內之特定建議或意見有關。本文件的內容並非(亦不可作為)買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本檔的任何部份均嚴禁以任何方式再分發。

本檔所載之資料或只屬指示性，並且未經獨立核對。「恒生」對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何資料、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對本文件所載資料及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等資料、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

「恒生」及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔中提及的證券或投資項目。「恒生」及其聯繫公司可能就其於本檔所提及的所有或任何證券或投資項目的交易收取經紀佣金或費用。

本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢獨立投資顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本文件並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔並不擬指出本檔內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。