

內地股市狂飆 有利亦有弊

國際
視野潘迪藍
GaveKal
Dragonomics
資深經濟師

與2007年形成鮮明對比的是，內地政府官員正在積極鼓勵現時其境內的股票牛市，反覆表示股價不斷上漲，對於中國來說是一件好事。我們認同，股市上升對經濟會有一定的好處，但其風險問題亦同樣值得關注。

股市上漲的最直接好處，就是提高了內地的經濟增長速度。當中國官方公布今年第一季的國內生產總值（GDP）按年增長率放緩至7%時，第三產業的生產總值的按年增長率卻是相對強勁的7.9%。其中，最值得注意的是，金融服務業的增長加快至15%之多。

加快經濟增長速度 振內需

近幾年，金融業佔中國大陸的GDP的百分比略低於10%，在實質GDP增長中則佔0.6%至0.8%。根據我們的估計，其貢獻在2015年第一季翻了一番，達到1.4%，主要是因為牛市推波助瀾，令證券行等銀行以外的金融股的盈利大增。

若非股市大升，內地經濟是不可能達到北京的經濟增長目標。金融業對內地GDP增長的貢獻上升，也有助解釋為何內地的GDP增長和其他經濟指標在第一季打破了以往的相關性。

財富效應亦會間接帶來潛在的好處。理論上，當家

庭資產的總值上升時，消費者會感到更加富有以及增加消費。然而，整體來說，內地家庭對股市的投資還是相當有限的。

減對融資依賴 助國企改革

根據我們的估計，內地的散戶投資者持有的股票總值最多只是大約13萬億元人民幣。相比之下，內地人的銀行存款卻高達54萬億元人民幣，他們持有的理財產品總值也達到15萬億元人民幣。可是，至今為止，內地家庭最大的資產還是住房。我們估計，以現時的市價計算，內地城鎮的住房總值約為149萬億元人民幣。這意味着，內地家庭的總資產只有大約5%是投放在股市中。

由於內地房價長期上升時，幾乎沒有證據顯示，有關財富效應對消費有刺激作用，所以我們懷疑，由股票牛市帶來的幅度相對較小的家庭資產升幅，是否會對消費產生顯著的影響。

市場討論最多的經濟效益，包括被中國人民銀行行長周小川討論者，是牛市對股票資本市場（Equity Capital Markets）的影響。

有利民企IPO 增股權融資能力

當企業的估值隨大市上升時，招股上市（IPO）以及配股都會容易得多。因此，企業的債務對股本比例會下跌，經濟會變得或應該會變得較少依賴債務融資。這會減低整體的經濟風險。牛市亦令內地政府，可以較高的價格出售國有企業的股份，就好像2007年般。這將有助國有企業改革。

自2014年以來，內地股票資本市場的活動確實已

經回升。隨着內地監管機構對更多交易開綠燈，內地股票資本市場籌集到的資金已經連續五季上升。可是，儘管股權融資近期有所增加，它佔社會融資總額仍然不到5%，比2007年高峰期的20%仍然小得多。

更重要的是，現時發行新股的企業大多數都是資產負債表處於良好狀態的民營企業。要令股權融資在更廣泛的經濟層面發揮有意義的影響力，需要有更多、負債更重的公司上市。

牛市倘逆轉 开展戶恐拖累銀行

當然，牛市是值得歡迎的，但並不是所有影響都是正面的。最明顯的風險，是「开展債務」（Margin Debt）上升了。

內地的整體「开展債務」，已經由一年前的4000億元人民幣，大幅增加3.5倍至1.8萬億元人民幣。這已經相當於內地股市的大約3%。為了貸款給股票投資者，券商已經要從銀行同業市場拆借。

若果股市突然逆轉，以及股票投資者到期無法還款，危機蔓延的程度，將會比以往大得多，因為現時內地的銀行體系和券商的關係已經密切得多，如果有任何券商出現問題，銀行最終亦可能會蒙受巨大的損失。

企業資本轉投股市 盈利波動加大

另一種較為轉接但仍然明顯的風險是，經濟放緩加上股市上漲，可能會鼓勵企業將資本轉移到股市投機。隨着內地經濟放緩，企業盈利已經明顯惡化，尤其是在重工業。當企業難以從核心業務賺錢時，從股市上漲取得的投資收益佔整體盈利的比例將會愈來愈



牛市最明顯的風險是「开展債務」上升。內地的整體开展債務，相當於內地股市的大約3%。為貸款給股票投資者，券商要從銀行拆借。若果股市突然逆轉，危機蔓延的程度，將會比以往大得多，如果有任何券商出現問題，銀行最終亦可能會蒙受巨大的損失。

（資料圖片）

大，這可能促使企業對股市的投入愈來愈大。

因此，企業盈利將會愈來愈倚賴股市，也愈來愈波動。一旦股市的走勢逆轉，經濟又依然疲弱，企業盈利將會遭受雙重打擊。