

中共托市似為維護利益



國際視野
潘迪藍
GaveKai Dragonomics
資深經濟師

內地股市上周一度急跌厲害，令香港的股市也受波及，北京只好加重樂來支撐股市。由於那些前所有未有的托市措施仍然未能阻止跌勢，只好推出更多前所未有的行動。

7月8日，人民銀行承諾，將會協助維持市場穩定；而中國證監會則在晚上發出公告稱，由即日起6個月內，上市公司的控股股東、持股5%以上的股東（以下統稱大股東）、董事、監事及高級管理人員，均不得通過二級市場減持其公司的股份；若違反上述規定減持其公司股份的，中國證監會將給予嚴肅處理。

至於上市公司大股東及董事、監事、高級管理人員在6個月後減持其公司股份的具體辦法，則另行規定。凡此種種，都顯得非常悲觀和絕望。

少內地人擁股票 跌市難危及經濟

無疑，上海證券綜合指數已經比4星期前的最高峰累積下跌了30%。但是，它其實仍然比12個月前上漲了大約70%。為什麼內地政府要如此努力地托市？如果內地政府也這麼擔心股市下跌，那普通市民豈不是更擔心？

內地政府為什麼要這麼努力地托市，有很多種說法。其中一種說法是，內地政府害怕，股市下跌將會損及經濟增長。這是一個可能的動機，但客觀地看，這樣的風險並不足以要如此重手地干預市場。因為內地城市人口當中，只有少於7%擁有股票，股價上升或下跌引致的財富效應，其實相當有限。而且，這和內地家庭所擁有、總值高達150萬億元人民幣的房地產的價格波動相比，實在是小巫見大巫。

雖然股市上漲令到更多公司可以透過出售股票來集資，但股市仍然只佔私營企業整體集資額的5%左右，跌市並不會產生很大的影響。

GDP增長貢獻了0.5個百分點。由於內地的GDP增長正趨向低於7%，股市在這個時間下跌，肯定是有害無益。但真正令人擔心的，其實是投資持續放緩的問題。

與推進人幣國際化適得其反

內地政府希望股市上漲，令國有企業可以民營化，不用那麼倚賴向銀行借貸，並且可以提高其資本價格。雖然這可能是內地官方早前托市的一個原因，但只要連續對股市進行微調，其實又不需要為此而托市。



內地政府致力托市，可能是為了補償因反貪腐運動及地產市場停滯，而失去傳統賺錢途徑的業內人士。（資料圖片）

我們的評估是，托市對於推進經濟改革，並沒有任何幫助。反而，估值過高的泡沫，以及高槓桿水平，會對經濟改革有所阻礙。更重要的是，若內地政府是真正看重一個運作良好的股票市場的制度性優點，那它根本就不應該以抬高上海證券綜合指數為目標。

由於股市下跌，這已經喝停了公開招股上市（IPO）活動，嚇得一衆證券行公開支持上海證券綜合指數要達到某個水平。內地政府希望股市上漲，以吸引外國投資者，以及推進人民幣國際化。這可能是它托市的動機之一。但若果真的是爲了這個理由，那麼有關當局所做的肯定適得其反。

因爲外國投資者不太可能像內地投資者般，看到政府重手托市，就抱同情態度。內地證監會讓超過1300間上市公司暫停交易，對於A股被納入環球股市指數，並不會有任何幫助。

企業貸款抵押品規模不大

北京害怕股市下跌將會引致金融危機。這是一個貌似合理的動機，但我們仍然覺得，客觀來說，這樣的風險並不大。內地金融業在游說政府托市時，可能誇大了股市下跌的潛在不利影響。

不論股價是急升還是急跌，高槓桿都是一個關鍵。內地的證券行已經向投資者提供多1.5萬億元人民幣的「孖展信貸」（Margin Finance）。但銀行體系向證券行提供的貸款有限，後者不太可能出現債務違約。證券行提供的槓桿比例上限爲4倍，而它們對投資者的嚴格保證金要求，亦減低了它們的風險。

銀行亦有向散戶投資者發行理財產品，其中部分理財產品是投資於股票（有報道說，總值約3萬億元人民幣）。但理財產品並不是銀行的債務，如果股市不斷下跌，銀行只需要爲這些理財產品支付較低的回報而已。較直接的風險，是來自一些公司將它們持有的

股票作爲抵押品來借入貸款。因爲當抵押品跌價時，這些公司將不得不拿出更多的抵押品，或者償還貸款。這兩者都可能有困難。

然而，有關貸款的規模看來並不大。根據萬得資訊（Wind）提供的數據，內地企業已將總值大約2萬億元人民幣的股票用作貸款抵押品。但以貸款額只是抵押品價值的50%這一比例來說，即是有關貸款只有大約1萬億元人民幣。相對於總共超過90萬億元人民幣的未償還銀行貸款，這並不是大數目。

內地反貪 升市成精英賺錢途徑

另一個可能性是，內地政府需要一個上漲的股市，來回報內地的金融精英，以及說服他們支持習近平。雖然這也是揣測，但它似乎已是較可信的理由。積極的反貪腐運動碰上地產市場停滯，已經令到一些關係網良好的業內人士失去了一些傳統的賺錢途徑。所以，要留住他們的支持，習近平必須讓他們以其他方式賺錢獲利。

由於內地政府已經向公眾承諾，股市上漲也是「中國夢」的一部分，它就需要實踐承諾。我們認爲，這才是最合理的托市動機。我們覺得，內地政府真正擔心的，是其公信力和公眾支持。

內地官方之前長達幾個月的宣傳鼓勵國民入市，顯然是個錯誤。內地政府可能仍然覺得，有必要支持股市，以顯示它能夠兌現其承諾。但不幸的是，即使推出了這一系列前所未有的干預措施，仍然未能令股價回升至內地政府心目中的水平，市場的信心繼續受侵蝕。

因此，這些绝望的舉動的最可能結果是，內地政府承諾和執行改革的公信力受損。這是一件全球投資者都應該關注的事情，雖然他們當中只有少數人投資於A股市場。