

近期大陸股市崩跌影響研析

An Analysis of the Impact of China's Stock Market Crash Recently

魏 艾 (Wei, Ai)

財團法人兩岸發展研究基金會執行長

壹、前言

過去一年多以來，世界經濟金融情勢的發展，除了希臘政府債務危機所引發的影響之外，中國大陸經濟情勢的發展受到國際社會的普遍關注。一方面，2013年11月中共「十八屆三中」全會的《中共中央關於全面深化改革若干重大問題的決定》（以下簡稱《決定》），提出「市場化、自由化」為核心的經濟體制改革和宏觀經濟調控的發展方向，期能藉全面深化改革為大陸經濟釋放「制度紅利」，同時在構建開放型經濟新體制的對外經貿發展策略下，中國大陸成立金磚國家開發銀行和亞洲基礎設施投資銀行（亞投行）、設置自由貿易試驗區、積極推進「一帶一路」的發展策略，對世界經貿和金融格局將帶來深遠的影響；另一方面，中國大陸A股市場不到十個月內翻了一番，達到7年以來最高水平。A股市場平均市盈率從去（2014）年7月的11.8倍增到今（2015）年6月初的28.5倍。日成交量連創新高，超過二兆元人民幣（約合三千兩百億美元）。每天都新開幾十萬（股票交易）帳戶。上海證券指數由今（2015）年年初的3,300點，上漲至6月11日的高峰5,166點後卻急速下跌，6月26日崩跌7.4%，其後繼續下滑到7月8日的3,507點，其後再回升，7月15日為3,805

點，漲跌幅度舉世罕見。為穩定股市，中共採取一系列經濟和行政手段，以期穩定經濟增長趨勢。究竟何種因素造成大陸股市的急速漲跌？大陸股市具有何種特點？股市會否泡沫化？對未來中國大陸資本市場的完善具有何種影響？這些都是極值得探究的重要課題。

貳、經濟「新常態」下的宏觀調控政策

歷經 36 年改革開放政策的推展，體制轉型使生產因素所釋放的經濟動能，推動大陸經濟的快速增長，並使其經濟體制逐漸朝向市場經濟體制轉變，但是在此一發展過程中，大陸社會經濟也面臨一系列突出的矛盾和挑戰。中共「十八屆三中」全會的《決定》，以「市場化、自由化」為主軸的全面深化改革的發展策略，便是為求能為大陸經濟發展開創「制度紅利」。因此，自 2012 年中共「十八大」以來，大陸經濟運行和宏觀經濟調控政策走向，便受到兩方面因素的嚴重影響。一方面受到 2008 年國際金融危機的衝擊，以及大陸內部投資持續不振、消費回落、企業經營成本上升、融資成本居高不下，國內產能過剩、財政金融存在潛在風險，導致經濟增長持續下滑的壓力，而必須積極穩定經濟增長，以維持經濟的正常運行。另一方面，「十八屆三中」全會所揭示以「市場化、自由化」為主軸的全面深化改的總目標必須具體推展，以為經濟體制改革鋪陳良好的開端。

在此一社會經濟發展基調下，2014 年，大陸已陸續推出包括財稅體制、戶籍制度、國企國資等領域的經濟體制改革方案，期能為全面深化經濟體制改革營造良好的環境。在宏觀經濟調控方面，中共也採取「微刺激」和「簡政放權」的「自由化」取向的調控政策。此一有別於過去以大規模經濟刺激方案的宏觀調控政策，固然對緩解產能過剩和日益嚴重的地方政府債務問題有所助益，但是由於內外經濟環境的衝擊，經濟增長速度下滑已成為中共必須面對的挑戰，以致大陸的宏觀經濟調控政策仍需在「穩增長」、「調結構」、「促改革」等長短期目標有所取捨，並在經濟發展策略上作出調整。

近年來大陸經濟增長速度雖然一再下滑，但是大陸官方解讀它仍在經濟運

行的合理區間。此一認知可由其把「十二五規劃」(2011~2015年)的經濟增長率定在7%，而2013年和2014年的經濟增長目標定在7.5%看出端倪。很顯然的，從影響大陸經濟的外在因素看來，大陸經濟將從10%高速增長逐步過渡到5%~6%的中速增長的發展過程。

在經濟運行的實際績效方面，大陸國內生產總值(GDP)的增長率已由2001~2010年超過10%年均增長率逐漸下滑。2011年大陸國內生產總值(GDP)增長率為9.2%，2012~2013年分別為7.8%和7.7%。2014年大陸國內生產總值(GDP)增長率7.4%，低於原先設定7.5%的增長目標。今(2015)年的經濟增長目標訂在7%，而根據最近大陸所公布的上半年經濟統計，今(2015)年上半年，大陸國內生產總值(GDP)的增長率為7%，第一季和第二季均增長7%。很顯然的，經濟下滑已是現今大陸經濟的重要特點。

對於此一形勢的發展，中共中央政治局會議也正式確立了經濟「新常態」的定位，並且認為這是針對大陸的經濟發展處於增長速度換檔期，結構調整陣痛期，前期刺激政策消化期「三期疊加」階段特徵後的總體判斷。此一判斷有利於穩定社會預期，有利於新的框架和邏輯謀劃改革，也有利於轉方式、調結構目標的實現。2014年12月11日，中共中央經濟工作會議，更從消費需求、投資需求、出口和國際收支、生產能力和產業組織方式、生產要素相對優勢、市場競爭特點，資源環境約束、經濟風險累積和化解、資源配置模式和宏觀調控方式等9個面向來定義「新常態」的內涵。

大陸經濟進入新常態的判斷並未包含物價水平的持續下跌。2014年大陸消費物價指數(CPI)為2%，今(2015)年上半年居民消費價格總水平同比漲幅僅為1.3%，全年預測約1.5%上下，而生產者價格指數(PPI)已連續三年負增長，使大陸經濟具有通貨緊縮的某些特徵。

當前大陸物價指數持續下降是由歐美引發的全球金融危機導致的全球需求下降、地緣政治關係主導和美元升值周期連動下的原油、國際大宗商品價格下跌的全球性因素的結果；同時也是大陸內部投資需求趨弱、去庫存、貨幣供給與信貸趨緩和貨幣流動性急遽下降的結果。此外，今(2015)年上半年投資、消費和工業增加值下滑。1-6月規模以上工業增加值同比實際增長6.3%，比去

年同期下降 2 個百分點。1-6 月固定資產投資同比增長繼續下滑至 11.4%，增速比上年全年下滑 4.3 個百分點。很顯然的，大陸經濟增長不斷下滑的壓力，已明顯的存在。

參、近期大陸股市漲跌情況和走勢

股市漲跌必然引發爭議，各國皆然，但是中國大陸股市的暴起暴跌，似乎呈現出一種周期性的趨勢。2007 年，大陸便已經歷過一次股市震盪，上證指數跌幅超過今（2015）年，但是震盪程度遠不及本次強烈。一般認為，近年來伴隨著資本市場的發展，金融工具的多元化加劇了股市起伏的強度。

在國際金融危機之後，儘管在 4 兆元人民幣擴大內需的投注，大陸經濟逐步回復穩定，但在 2010～2013 年經濟並未呈現下滑情況下，中國大陸 A 股市場也呈現低迷的情勢。2009 年 12 月 31 日，上證綜指報收 3,277.14；2010 年 12 月 31 日，上證綜指報收 2,808.80；2011 年 12 月 30 日，上證綜指報收 2,199.42；2012 年 12 月 31 日，上證綜指報收 2,269.13，盤中曾創出 1949.46 年度新低；2013 年 12 月 31 日，上證綜指報收 2,115.98，盤中再次刷新 1,849.65 的年度新低。由是觀之，除了 2012 年年終報收比上一年高出近 70 點之外，其餘 3 年收盤指數都比上一年低，其中 2011 年比上一年跌幅高達 21.7%。從此一發展走勢看來，有論者認為，大陸股市對大陸經濟增長情勢及宏觀調控政策走向作出了過於激烈的反應。

自去（2014）年 5 月以來，大陸股市的暴漲暴跌似乎也反映出某種程度股市走向與經濟情勢相悖的現象。一般認為，2014 年大陸經濟將持續下滑時，大陸 A 股市場卻出現止跌回穩，甚至帶動了一波大漲的走勢。以上證指數為例，2014 年 5 月 21 日盤中開出 1,991.06 的新低之後，經歷一段低位盤整，開始緩慢攀升；到 7 月 22 日，大盤報收 2,075.48，升幅達 1.02%；至 8 月 22 日，盤中創出 2,248.94 新高；之後，更持續攀升，12 月 9 日達 3,091.32，12 月 22 日達 3,189.87，12 月 31 日報收 3,234.68。

今（2015）年第一個交易日，滬深股市均開紅盤：上證綜指勁升 3.58%，深證成指升幅更高達 4.59%。1 月份，上證綜指報收 3,210.36；2 月份報收

3,310.30，比 1 月份上漲 3.11%；3 月份報收 3,747.90；進入 4 月份後，滬深股市繼續快速攀升，上證綜指不斷突破 3,800、3,900、4,000 等關鍵點位，而 4 月 27 日大陸股市更創新高，上證綜指報收 4,527.40，大漲 3.04%；深證成指報收 14,809.42，漲幅亦達 1.44%。及 6 月 12 日，上證綜指更上漲 5,166 點的高峰。

從 2014 年 10 月份開始啟動到今（2015）年 6 月 12 日，大陸股市這一輪飆漲的行情，這期間，上證綜指漲幅最高時達 1,18.62%；深證成指、創業板指數、中小板指數的最大漲幅也分別高達 123.89%、161.60% 和 114.80%。然而，從今（2015）年 6 月 15 日開始，A 股的上漲行情戛然而止，無論是各種大盤指數，還是個股，都在一夜之間突然掉頭向下。截至 6 月 29 日收盤，上證綜指、深證成指、創業板指數和中小板指數分別收於 4,053.03 點、13,566.27、2,689.76 點和 8,690.82 點。兩個星期之內的最大跌幅分別達到 25.17%、27.24%、34.04% 和 29.48%。

大陸股市的暴漲暴跌，使全大陸九千多萬股民陷入了瘋狂的股熱之中。根據大陸方面的數據顯示，去（2014）年全年大陸股票賬戶僅九百多萬戶，但是僅今年第二季，大陸股票新開戶總量超過了三千八百萬戶。但是新增的帳戶不等同新股民，這是因為今（2015）年 4 月 13 日，A 股市場放開了對「1 人 1 戶」的限制。自然人投資者可開立多個滬、深 A 股帳戶及場內封閉式基金帳戶。此一靈活性的制度改革，帶來開戶人數激增。在上半年的股市漲勢中，炒股的股民不僅是中年大叔大媽，更多了大批靠手機炒股軟體操作的 1980 和 1990 年代出身的年輕股民。

大陸股票帳戶的增加和股市交易量的攀高，主要並非由金融機構的投資者而來，相反的卻是來自大陸各個地區、各個階層、各個年齡層的「散戶」。大陸股市有 85% 的交易量來自散戶，反映了散戶熱衷短炒的現象，以致形成了全民皆股的社會風潮。

由於大陸與香港經濟和金融的密切關係，使大陸股市的暴漲和暴跌也影響了香港股市。大陸內地企業（H 股）、紅籌股和大陸民營企業，約占香港恒生指數成份股市值的 56%，因而恒生指數期貨合約是有效的 A 股對沖工具，香港市

場流動性高，無漲跌停板限制，因此，如果在大陸股市未及完成買賣的目標，香港市場也提供了另一渠道。據香港媒體的報導，大陸股市告急之時，有不少大陸投資者在香港套現，將資金帶回大陸以因應危機。

肆、中共救市的因應措施及其成效

大陸股市的高速漲跌有市場結構的問題，但也有微妙的政經影響因素。從經濟的因素而論，自去（2014）年年中以來大陸 A 股市場的繁榮其主要原因可歸納為：

第一，自 2008 年國際金融危機發生以來，大陸股市處於蕭條和被低估狀態，熊市已持續三年多，使 A 股市場似乎具有微妙的吸引力，成為市場資金走向的可能選擇。

第二，流動性充裕。近年來為控制通貨膨脹，中共致力於控制貨幣供應，但 M2 仍然處於高位。M2 的增長率從 2011 年底的 13.4% 緩降到去（2014）年底的 12.2%，在經濟增長放緩和通縮持續，而工業企業利潤率停滯的情況下，充裕的流動性在市場上尋找機會。

第三，貨幣政策寬鬆的預期，為緩解經濟下滑的情勢，去（2014）年中共採取「微刺激」的宏觀調控政策，三次降息、兩次降低存款準備率，並實行各種定向降準的貨幣寬鬆政策和措施，市場對未來貨幣政策進一步寬鬆仍有強烈的預期。

第四，家庭資產配置出現根本的變化。近年來中共對房地產進行調控，以致民眾對房地產的投資和投機需求出現結構性下降，而部分投資資金從房地產市場轉向股票市場。

第五，對市場化改革傾向存有高度的期待。全面深化改革已是經濟發展策略和政策的主軸，特別是在金融領域中，大陸將逐步開放資本帳戶，如將 A 股納入 MSIC 新興市場指數等，都將為大陸資本市場的發展帶來利多。

除了上述的經濟因素之外，在今（2015）年 10 月即將召開的中共「十八屆五中全會」，將提出以「市場化」為主要精神的「十三五規劃」，中共似乎也有意支持股市的繁榮發展。畢竟，股市向好將有利於在金融體系推展從銀行

主导向資本市場主導轉變、國有企業混合所有制，以及透過國有企業上市出售資產，以緩解地方政府債務壓力等各種結構性調整和改革計畫。這其中，政府對股市的信用背書，包括證監會主席、人民銀行行長的積極表態，以及人民日報、新華社等官方媒體共同唱好股市的言論，形成龐大的輿論氛圍，再加上 A 股市場主要由散戶投資者主導，投機情緒比成熟市場濃厚，大陸股民一來對於大陸經濟遠景寄予過高的「期望」，二來則受投機心理的蒙蔽，以致深受鼓舞，逢高追捧，放鬆了警惕，難以防範突然的暴跌。

這一輪大陸股票瘋漲的另一重要因素主要在於流動性充裕，融資槓桿過多所造成的。大陸流動性主要來自下列的渠道，亦即：一、散戶投資者。二、股票投資基金（公募和私募）。三、各類資產管理計畫。四、理財產品。五、保險公司。六、融資融券。七、跨境資金流入、合格境外機構投資者（QFII）、人民幣合格境外機構投資者（RQFII）、滬港通。八、非金融企業。其中散戶投資者占大陸國內市場日成交量約 80%~90%。目前總帳戶數量已經超過二億，散戶投資者的信心似乎達到 2008 年國際金融危機以來的最高點。

根據大陸方面的測算，A 股流通股市值占總市值的比例為 39%。在今（2015）年 3 月底，A 股的流通市值為 186,037 億元人民幣，同期 A 股市場投資者融資總額為 14,858.8 億元人民幣，槓桿率為 8%，到 4 月底 A 股的槓桿率接近 10%。

除了官方可統計的融資餘額，A 股市場還存在大量難以統計的地下融資，比如投資者向親戚朋友借的錢，向地下錢莊借的錢，有大陸媒體揭露，有地下錢莊可以給予投資者 10 倍槓桿。這些資金加起來可能上千億元甚至數千億元。若將官方融資餘額和地下融資金額加總起來，A 股的槓桿率應當已突破 10%，遠高於美國的 2.5% 和日本的 0.8%。

大陸股市的崩跌不僅是廣大的散戶遭到嚴重的損失，同時由於當前 A 股這麼多投資者使用槓桿炒股，股市的急遽下跌，在槓桿和恐慌情緒的驅動下，股價下滑和減槓桿出現惡性循環，一些股票的價格如果跌到上市公司基本面值以下，透過連鎖反應，這將使相關投資者血本無歸，不得不縮減其他開支去還債。同時，由於很多資金都是來自銀行等金融機構，銀行也可能因而產生大量不良貸款。

6月中旬以來，大陸股市的急遽下跌引發了中共是否要救市的爭議。但是從世界各國的歷史經驗看來，不管是否是市場經濟國家，在發生股市危機的時候，政府都會義不容辭地選擇「救市」。尤其重要的是，中共正面臨大陸經濟持續下滑的情勢及「十八屆五中全會」即將召開之際，維持大陸經濟的穩定增長已成為現今的重要工作，也難怪在今（2015）年「兩會」期間，大陸國務院總理李克強明確提出，「在新常態下，我們會保持中國經濟在合理區間運行。」很顯然的，已為宏觀調控政策保留了調整的彈性空間。

7月間，中共開始採取一連串涉及各相關部會的救市措施。首先，中證監宣布持股5%以上的股東及高管6個月內不得減持；鼓勵高管增持，放寬購入限制。其次，央行宣布降息和定向降準，表態為證金公司提供充足流動性，隨後證金公司將流動性注入券商和基金公司。第三，國資委和財政部要求央企不得減持，以及表示積極採取措施維護資本市場穩定。第四，公安部派出副部長到中證監排查惡質賣空股票和股指的線索，打擊股市中的違法行為。

但是，中共的救市措施並未立竿見影，A股仍持續下跌。有論者認為A股市場的大跌，主要分為兩個階段，第一階段股市下跌主要是因為去槓桿化導致高槓桿投資者退出市場。第二個階段是管理層救市後的階段。一些投資者利用金融衍生產品以及A股市場的不成熟甚至缺陷，大力做空A股市場而謀利。以致政府的救市措施難以發揮作用。不過，這期間中共要求逾千家大陸企業主動停牌，避免跌停，以行政干預股市的措施無所不用其極。

伍、對大陸資本市場改革的啟示和影響

中共以行政手段為主的救市措施，並未顯現具體的立即成效，但卻引來國際金融和評級機構的不同評價。較為溫和的評價主要為：一、政府救市措施推動投資者恢復信心，寬鬆貨幣政策促進經濟增長，A股不再泡沫中，市場估值還有上升空間。二、雖然政府「暴力救市」影響外資信心，但外資在A股的持股只占約2%，對市場影響不大。很多外資對A股如醫療板塊等，仍有很濃興趣。救市政策不會影響大陸金融市場改革，如推出深港通的步伐。三、A股調整雖較預期更快更大，但未動搖對大陸股市的信心，並藉調整趁低吸納。

但是較激烈和負面的評價可歸納為：一、大陸資本市場開放的進程將被推後，A 股最少需要兩年時間才能納入 MSCI，亦阻礙人民幣國際化進程。二、監管機構放寬融資的救市措施沒有必要，甚至會為後市埋下隱患，並會干擾股市正常運作。中央救市適得其反，引起心理恐慌。三、暴升暴跌及中央強勢救市，令外資由以往對 A 股且信且疑，到現在認定是「人造牛市」(man-made bull market)，料對 A 股納入 MSCI 有負面影響。四、眾多股份停牌造成「劣幣驅逐良幣」，是對規則的濫用和踐踏。行政手段頻出，令國際投資者擔憂中國資本市場改革滯後，深港通等進程或受影響。五、股災本身不致構成系統性風險，但政府干預將會引起未來金融改革問題，可能會構成在金融機構的操作風險。

大陸這一輪股市急遽漲跌確實並非大陸現行經濟情勢的「晴雨表」，但是股市漲跌的背景、原因及救市措施的成效，反應出大陸資本市場的不成熟甚至缺失所在。

股市暴跌後，政府採行規模空前的救市措施，確實也成功地將股市行情穩住，但是政府也為此付出了巨大的經濟和聲譽形象的代價。中共在處理股市問題時，存在著諸多問題，沒有從基本面為資本市場的健全發展奠定基礎。一方面中共未能為金融市場建設基礎設施，主要在於大陸有 4,000 萬家小微企業，但在滬深兩市上市公司不足三千家，因此發展多層次資本市場，擴大直接融資比重確實是金融改革的一項重要工作。目前上市審批過嚴，導致中小企業難以做大，而大企業只好出國或在香港上市；另一方面，政府監管的規則修改頻繁，不允許大股東減持，限制期貨開空倉，公安部嚴查做空行動，都嚴重破壞了市場規則，以致招來諸多負面的評價。

依目前大陸《證券法》的規定，企業首次公開發行 (IPO) 均一存在著濃厚的審批色彩。從最初的企業 IPO 額度審批制到核准制，企業能否登陸資本市場，行政手段產生了決定的作用。因此，上市公司成為稀缺資源，這就扭曲了市場定價功能和優勝劣汰機制。

基於此，在這一輪大陸股市漲跌波動中，論者便明白指出，要解決當前大陸股市快速上漲及其背後可能存在的債務危機問題，監管層需要盡快推出兩項改革。一是廢除上市審批制，實施註冊制，讓市場來決定企業能否上市和以什麼價格上市，為股市提供大量的新股供給，為股民增加可投資的優良股權資

產，為中國大陸企業開創一個市場化的平臺用於股權融資和控制權轉讓；二是放鬆資本管制，逐步實現大陸的投資人在全球配置資產，目前滬港通已經開啟了一個很好的先例，在此基礎上，今後可以逐步擴大每日跨境交易額度，開放更多的境外市場。

根據目前的訊息顯示，大陸政府正在修訂《證券法》並可望在今（2015）年10月通過「全國人大」常委會第三次審議後正式提出，修正後的《證券法》其亮點將包括明確股票註冊程序放寬公開發行股票門檻，規範上市公司股東轉售股票、向合格投資者公開發行證券可以豁免註冊或核准、單列投資者保護章節民事賠償可推代表訴訟、詐欺發行處罰標準大幅提高、增設現金分紅制度、為境外企業境內上市預留法律空間、取消七類行政許可、允許證券從業人員買賣股票、允許設立合伙企業、新增條款禁止跨市場操縱，以及利用「未公開信息」交易責同內幕交易等。這些修訂方向確實已指出大陸資本市場的缺失所在，但是立法精神和用意與執行成效之間定然仍會有相當的落差，就讓我們拭目以待吧！