

中國股市調整無可避免

421	-0.19	95325
1608	-15.1	28633
1341	-0.59	11372
1416	-1.49	36402
524	-0.24	115181
3202	-2.62	50014
768	-0.40	14237
825		73547
561		7754
2362		186
870	-0	5

A股昨天錄得十年以來最大跌幅，正好反映市場力量。(路透社圖片)

企業管治



何文 李元莎

中國經濟由國有制邁向市場化的轉軌過程中，股市發展有其獨特點。例如內地股市主要為政府及消息主導，可算是「先天不足，後天失調」。

中國股市與世界股市有重大結構性的分別：前者問題包括：多類別股東和股權。A、B兩類股共存，國有股獨大並作減持及股權分置等；其他特徵包括過分強調其國企融資功能、偏高的市盈率與淨率、單邊市場（只能買入不能沽空）、單層市場結構、偏低的企業管治與市場監管水準、相對規模較小（總市值約十萬億元，佔國家GDP不足三成）、以及與內地宏觀經濟表現脫節等。總的來說，中國還未有掌握世界健全股市的核心管理技術。

泡沫化成主流看法

經過六年多的熊市，有人說二〇〇六年是中國股市的「解放年」，大盤股價一再突破新高。

A股市場從凍結IPO上市到完全恢復正常，只是去年的事。上证指数從二〇〇六年十一月的三千點左右，急升至今今年一月中旬的三千點，創出了歷史新高。單在今年的十一月，超過一百三十多萬人開戶加入炒股行列，頓然令人從沉寂中感到驚奇。不過，一月底因一些消息大盤急跌，指數跌回二千六百多點。這一短暫調整，相信只是個開始，政策因素顯然為最為關鍵。但這亦讓不少炒股新領悟了「投資有風險」的真義。

從估價來看，以中國人壽計，A股比H股定價高逾八成。



人民幣升值預期是帶動內地股市上升的一個重要原因

深圳和上海股市的靜態市盈率亦達到約三十倍，與世界任何主要市場比較（本港但約為十六倍，H股約二十倍），都是一個很高的水平。內地企業的盈利增長去年達百分之二十，但平均資產收益率只有百分之十一的低水平。因此，現在的A股已經算頗貴。

當局應表明中立態度

筆者始終相信自由市場的力量，從股市長遠發展來看，政府不宜採取直接行政措施去壓制證券市場（如以往小股災時政府不應用言論或短期行政措施來救市）。這些措施或言論實效其實很有限，也妨礙了市場參與者學習自由市場真正運作機會。相反，筆者建議監管當局應盡快明確表明對股市起跌持中立態度，並應大幅增加股份發行規模，以滿足市場投資需要，並應加快優質大型企業上市速度，包括H股回流A股市場，並要求有較大比例（如最少四分之一）的公眾股份在A股發行，以能反映上市公司真正價值。日後如有需要，再可考慮運用宏觀財務政策如加息來遏制股市過熱。

另一方面，為維護小投資者信心和利益，監管當局現在應加強執法檢控違規或欺詐的上市公司，並作出配合以積極提升公司管治的質素，培育投資者責任以監管上市公司管理層。

政策風險訊號再主導

筆者相信，中國股市有一定的基本面向支持，市場規範也漸成熟，但上述「泡沫」因素仍隱藏一些深遠的危機。日本在上世紀八十年代後期因低息與資金氾濫而出現極大的泡沫。泡沫愈大，將來調整就愈劇烈，對經濟及社會的傷害也愈深。一旦全球經濟放緩或外地游資突然撤離，內地股市難免受到波動。

現階段股市的急升只是剛開始的時候，究竟中央政府和市場監管者應如何理解和對付這些「泡沫」？應抱著什麼態度？對當前行情狀況影響較大的，最關鍵的還是中央「話事人」的取態。

早前有一個看法，就是一些中央高官樂於見到市場壯大急升，並希望內地股市規模在二〇〇八年北京奧運前追趕世界水平，因此除非形勢有變趨向失控，否則盡量不予干預。筆者對這個說法有所懷疑；就算是真的，後來也察覺形勢不妙，泡沫已接近警戒線，監管部門的一些主管已急於紛紛出來為股市降溫，這又令人擔心會否再陷入以往「一收就死」的必然後果。



內地地產業是宏調打壓對象，間接令資金湧入股市。

何文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生