

A股泡沫與解決機制

企業管治



何順文
李林

專欄上期(六月二十日)「QDII不能徹底解決AH股差價」一談論到A股泡沫才是形成AH股三大差價的根本原因。要想消除AH股差價，必須從根本上消除A股泡沫。可究竟是什麼造成A股泡沫？QDII的支持者

同樣歸咎於國內股市游資充斥。實質上，這種觀點有點片面。如果確實如此的話，為什麼二〇〇一至〇五年中，國內GDP保持每年大約雙位數的增長，而國內股票市場卻是一路走低、一蹶不振？要知道在這期間，國內同樣是資金充斥，上市公司是同樣質素。

由此可見，單純游資多並不一定會導致泡沫(比如香港股票市場，游資同樣眾多，卻並未出現類似泡沫)。只有當大量游資參與投機炒作時，泡沫才會形成，即游資眾多與投機炒作是泡沫形成的兩個必要條件。

那麼，如何消除A股泡沫呢？除了上一期談到的開放QDII，中央還有很多措施可以採用。提高利率一直是中央自二〇〇四年以來使用的調控股市的重要手段。然而，提高利率有幾個弊端。首先，直到今日，存貸款利差仍然是國內銀行的主要收入來源，中間收入僅佔很少部分。中央提高利率，無疑會減少銀行收入，到達某個水準，銀行無法承受。

建議徵收資本增值稅

另外，利率提高了，居民儲蓄便會增加，消費意欲便會減少，進而減緩了經濟發展。這是中央非常不願看到的(因此，中央在提高利率之前，一直總是用提高銀行存款準備金率等其他貨幣政策來探路，只有在其達不到效果之後，才出手提高利率)。從某種程度上說，提高利率是對經濟某種程度的損害換來股市的理性。

至於國內很多專家宣稱的設立期指沽空機制，筆者亦有保留。這一解決機制的原理是好的(即目前國內股市只是單方向流動，缺乏反方向流動，設立期指沽空可以減少股價上升)，然而未必適用於目前的A股市場。就目前國內投資者的質素，沽空期指很可能淪落為投機炒作的工具，不但沒有消除泡沫，反而對A股火上加油。

這種可能性可以從國內的權證操作(香港俗稱高輪)看出端倪。寶鋼權證上市一開盤，便封在漲停板上，首日便暴漲百分之八十。其後一路走高，完全脫離正股價格，甚至

脫離正股一年以後的預期股價，炒到極點，又一路暴跌，完全喪失了權證對沖風險的功能，淪落為炒作工具。不難想像，期指沽空機制的推出，很有可能重走權證之路。

除此之外，中央還有撒手鐮，就是徵收資本增值稅。然而，對於此，國內專家往往談虎色變，他們拿來作為警鐘的就是台灣設立資本增值稅使股票市場大跌百分之八十的教訓。實質上，這種不計背景的数字引用過於呆板。我們知道，跟任何一個市場相比較，哪怕是新興市場(比如印度、巴西、阿根廷)，國內股市除了市盈率過高，還存在着另外一個不可忽視的現象，就是換手率過高。

二〇〇〇年科網股爆破時，美國和香港股市同樣市盈率過高，但換手率很低，其投資者只是繼續持有本該賣掉的股票，期望繼續瘋下去；而國內股票市場從來都是市盈率過高和換手率過高同時並存。國內投資者如果買入一隻股票，幾天內股價沒有上升便賣掉，買入另外一隻。A股平均年換手率超過百分之四百，在瘋狂狀態下，試過月換手率甚至超過

百分之百；而發達國家股市通常年換手率都不高於百分之五十。至於月換手率就更低了。

可以說，在某種程度上，正是這種頻繁換手對A股泡沫起了推波助瀾的作用。因此，中央完全可以按照國情合理地徵收資本增值稅。比如，一個月內換手的，徵收百分之五十的資本增值稅；一年內換手的，徵收百分之二十；超過一年換手的，不徵收資本增值稅。這種按換手時間徵收增值稅的方式，遠遠不同於其他發達國家或者地區採用的一刀切的徵收方式(目前德國採用的是按換手時間徵收資本增值稅，即持有一年以下徵收百分之二十資本增值稅，超過一年不徵收)，因為它的打擊對象只是短期投機者，通過大大增加短期投機行為的成本，促使資本進行長期投資，有利於股市的長遠發展。

若徵收資本增值稅，A股泡沫會爆破嗎？泡沫爆破會影響經濟發展麼？其實，凡是泡沫，即便不徵收資本增值稅，最終也一定要爆破的。縱觀比較成熟市場的投資者，沒有一個不是歷經過泡沫爆破的洗禮而走向成熟的，有的甚至經歷過多次的洗禮。不管是發達國家如美國、日本，發展中國家(地區)如新加坡、台灣，還是新興市場如泰國、印度。

泡沫爆破對經濟影響不大

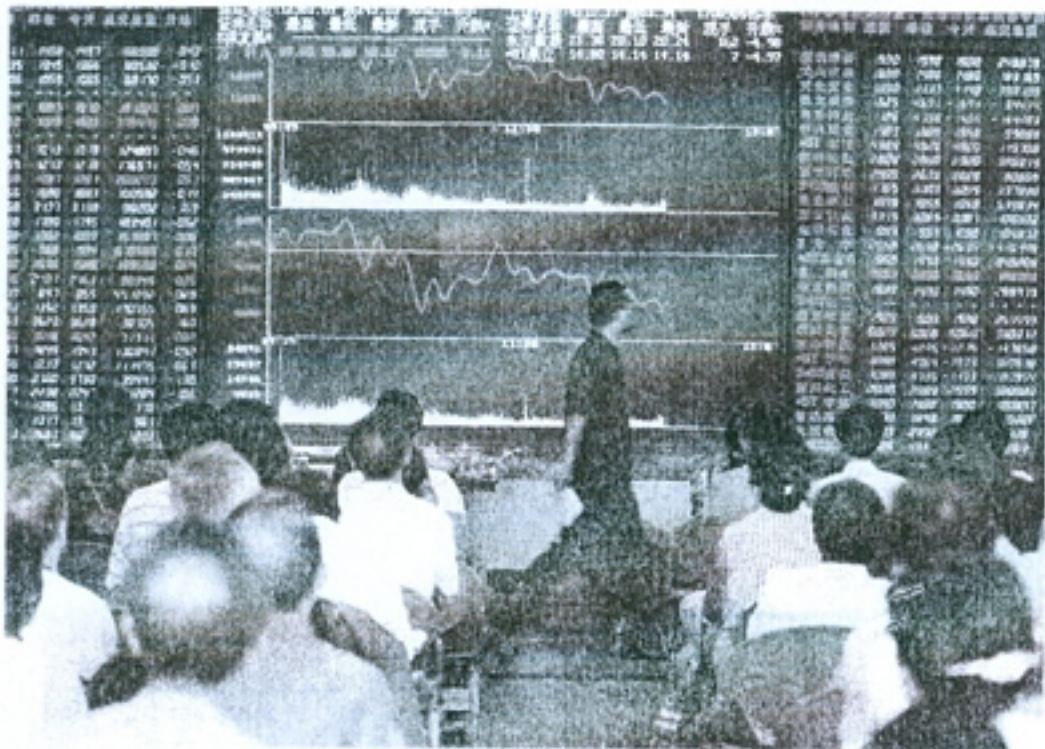
筆者認為，A股泡沫爆破，並不會對國內經濟產生重大影響。首先，泡沫爆破不會衝擊金融體系。自二〇〇六年起，為防止投資者貸款炒股，央行已經十多次提高銀行存款準備金率以控制放貸規模。因此，即使股市泡沫爆破，投資者無力還債，對金融體系也不會造成大的衝擊。

何況時下A股市場是散戶的天下，散戶均是動用儲蓄進行投資(這可以從二〇〇六年以來儲蓄率逐月降低看出端倪)。如果A股爆破，降低的只不過是國內龐大的居民儲蓄。A股泡沫爆破也不會對公司經營造成衝擊，因為公司質素沒有變化。股市是虛假經濟，大家都在炒作一個概念而已。

而在A股市場上，這個概念已經遠遠脫離了公司的本質，跟實體經濟幾乎沒有任何關係。這一點也可以從二〇〇一至二〇〇五年中，股市一路走低、漫漫熊市；而GDP卻以平均每年雙位數的速度增長的事實中看出來。

當然，如果企業尤其是上市公司也參與了炒作，甚至互相借款炒作，那麼泡沫爆破就會增加企業負債，甚至造成破產。從長遠來看，會影響公司盈利，對經濟發展造成影響。只是這種可能性並不大，因為自二〇〇六年起，中央已經大大了打擊上市公司參股炒作的力度，嚴厲懲處參與炒作的公司。最後，股市還是要回歸到公司和投資者的質素。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李林 香港理工大學會計與金融學院博士研究生



A股市場是散戶的天下，散戶均動用儲蓄投資。