

# 內地藍籌股泡沫化 股市再面臨危機

## 企業管治



何順文  
李元莎

過去幾年，內地股票市場升跌起伏，大起大落，大悲大喜。上證指數於二〇〇五年六月跌到千點以下，之後股市逐步加熱，於二〇〇六年初開始發力上揚，到今天不到兩年時間內，已經達到四千七百多點，漲幅達到接近五倍之多。在一片輿論熱炒中，股市的賺錢效應吸引了大量資金，內地股市開戶數目也出現爆發性增長，居民儲蓄存款隨之出現了近年來罕見的減少。同時，基於人民幣不斷升值的預期，國際流動資本也不斷通過各種方式進入內地，並主要投資了內地股市。

## 藍籌股泡沫化積聚股市風險

為避免股市因全面泡沫化破滅對金融機構和實體經濟的破壞性衝擊，內地證券監管部門和中央政府在五月份內地股市績差股高度泡沫化後，連續出臺了一系列的貨幣緊縮政策

和財政政策，其中以五月三十日出台的提高股票交易印花稅最為猛烈。內地股市在此後的幾個交易日裏連續創造單日最大跌幅，整體上證指數下降了百分之二十，而此前股價高企的眾多績差股基本都達到了百分之五十的跌幅。

但是內地股市在經過一個短暫的調整後，重新開始報復性上漲，整體指數在一個月內又攀升了百分之三十，眾多股票實現了翻動式增長。而且，與上次政策調整前績差股推動指數上揚不同，此次演繹了一場藍籌大盤股帶動指數單邊走高的行情。在機構投資者不斷宣揚價值投資，推高大盤績優股價格的引導下，普通投資者從上一輪投機垃圾股的陰影中，發現了藍籌股這一救命稻草。市場投機氣氛重又濃厚，股市泡沫再次積聚。

從一般意義來說，投資大型藍籌股無疑好於追逐垃圾績差股，但是在內地目前的市場氣氛中，藍籌股本身成了一個概念，大眾投資者其實仍無法判斷個股的風險分布，只是基於簡單的投機思維延續垃圾股追漲殺跌，從而把眾多大盤股推到了四五十倍市盈率的水準。如果說內地股市年初開始的泡沫化仍以垃圾股為主，因而在股市調整後可獲藍籌股的良好支撐的話，那麼這一次藍籌股被綁上高連戰車後，股市再次出現調整，將全面封殺投資者自我平衡空間。

其實，國際股市的屢次暴跌都是以藍籌股的大幅回落為標誌，而藍籌股成為概念股行情也是所有股市全面泡沫化的最大特徵。內地股市已經進入這一真正的股市泡沫化過程，在各種公司業績大幅增長的刺激下，各個大盤股爭先恐後地創造新高，這些權重股的良好表現，也支撐了股票指數不斷走高。股市進入了一個自我推動、自我實現的泡沫化進程，等到藍籌股達到了一個無法自圓其說的高位，在某個宏觀經濟或偶然事件的衝擊下，內地股市泡沫將徹底破裂，恐慌情緒將蔓延到實體經濟，一場災難將難以避免。

## 擴大股票市場體積遏股瘋

從目前市場氣氛來看，抑制股市非理性上漲的行之有效的措施，就是增加市場供給量，擴大股市的可交易股票數量，抑制泡沫的全面形成，而且，在目前市場條件下，增大股市交易供給也是切實可行的。短期內，在不降低上市公司品質又大幅增大股票供給的條件下，推動現有在港上市的和紅籌股回歸內地A股，具有對沖內地市場投機氣氛，避免藍籌泡沫蔓延的現實的操作性。

未來一年內，隨著A股市場牛市的持續，在港上市的一些大盤H股如中石油、中國電信、神華能源等，以及紅籌股中的中國移動、中海油等將陸續回歸A股市場，從而形成大的一萬億元的IPO供給。並且，在股市行情較好的情況下



隨着A股市場牛市持續，在香港上市的一些大盤H股和紅籌股回歸A股，從而形成約一萬億元的IPO供給。

企業認為發行股票會獲得較高的溢價，從而具有發行新股以及增發股票的動力，因此，有理由認為如果A股市場的交易所供給在二〇〇六年兩千五百億元的基本上持續增大，尤其是大盤績優股的不斷上市，將有效稀釋內地泡沫氣氛，改變股市運行軌跡，避免泡沫破滅危機。

## 提升管治水平優化股市基礎

股市的健康發展，基礎就是上市公司的運營品質和管治水平。內地上市公司在股市進入整體牛市的去年和今年上半年，整體利潤同比取得了大幅的增長，但是其中股權出售、持有性金融資產升值和投資收益等非經常性損益的比重在大幅上升，主營業務對淨利潤的貢獻度在減弱，而持續性的偶然性因素對公司業績影響得到放大。造成這一現象的原因之一在於，許多上市公司進行了金融資產處置和投資性房地產價值確認。

隨着股市大幅上漲，上市公司交叉持股形成的投資收益大幅提高，體現在公司的報表中，就是公司業績的同比上升。但這樣的淨利潤增加並不能說明上市公司本身的經營水準提高了，尤其是很多公司的業績增長來源於其出售所持有的上市公司股票。因此，有必要提升上市公司財務披露的真實性，提高公司披露的盈餘的品質，減少上市公司公司的違規操作，從而抑制股票市場的非理性上漲。而這一切的基礎就是公司內部自我管治水平和外部管治約束的提升。

何順文 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



近來內地藍籌大盤股帶動指數單邊走高