

# 研究报告

## 中国：股市从繁荣走向萧条——目前情况如何？

### 股市从繁荣走向萧条……

最近几周，中国股市经历了历史上一些最疯狂的价格波动。2015年6月12日，上海证券综合指数（上证综指）收盘报 5,166.35 点，年初至今上涨近 60%。之后，由于担心杠杆、估值以及股价迅速上涨，投资者纷纷匆忙退市，上证综指一泻千里。2015年6月10日，MSCI 宣布，鉴于进入中国股市的国际投资者数量有限，其将不会把中国 A 股纳入其新兴市场指数，虽然 MSCI 的这项决定在很大程度上已在预料之中，但还是加剧了上证综指的下滑。然而，到了7月8日，持续近一个月的价格下跌见证了上证综指从峰值一路下跌，跌幅高达 32%，3.9 万亿美元市值瞬间蒸发，约相当于中国名义 GDP 的三分之一。在此过程中，年初至今的涨幅一度收窄至仅剩 8.4%。

应当指出的是，这种从繁荣走向萧条的股市趋势在中国并不是罕事。例如，上证综指在 2006-2008 年期间也经历过类似的从繁荣走向萧条的周期。这主要是由于中国金融市场的封闭性所致，相较其他发达市场，中国金融市场尚未达到成熟和复杂的水平。

中国股市目前是以散户投资者（预计约占投资者基数的 70-80%）为主，他们往往无视基本面，尤其是当市场活动变得“火热”时。

例如，今年6月，上海 A 股的市盈率（PE）从 2014 年年中的 9 倍左右大幅飙升至超过 24 倍，达到顶峰，之后遭遇抛售行情打击，推动 A 股市盈率下滑至 18 倍左右。

相比之下，市值最大的 50 家 A 股公司的市盈率在到达顶峰时均低于 15 倍（而一年之前，即 2014 年的市盈率还不足 8 倍），但目前已跌至 12 倍左右。这说明，随着市场条件的变化，“恐慌性抢购”已变成“恐慌性抛售”，而投资者买进融资融券又使这一局势更加糟糕。在经历近期的大幅调整之后，上海 A 股的市盈率水平目前与其他主要市场的市盈率更加一致，例如，恒生指数的市盈率为 12.7 倍，标普 500 指数的市盈率为 18 倍左右。

### 那么接下来的情况如何呢？

中国政府近期接连采取各项救市措施（见下表），市场情绪看似已经趋稳，上证综指周五（7月10日）收盘上涨 4.5%，将年初至今的涨幅拉回 19.9%。然而，这些救市措施可能会起到反作用，因为股票价格可能尚未完全通过市场机制来调节。我们认为，这些救市措施主要是为了防止投资者对金融市场丧失信心，而不只是为了支撑股票价格。此外，当局意识到任何形式的市场支持都存在“道德危险”的内在风险。因此，我们预期，除非市场信心恶化，中国政府未必会采取更多救市措施。



此外，从我们近期与中国客户的会面和交谈情况来看，即使刚刚经历股市暴跌行情，这些投资者也依然表现淡定，并无任何恐慌情绪。事实上，这些“投资经验丰富”的客户都在寻找机会，以在 A 股市场探底时获益。这表明，虽然投资者的市场信心可能有所削弱，尤其是小型投资者和新手投资者，但那些谨慎投资者依然会“横盘观望”，以进一步限制未来的巨大损失。而更“合理”的估值（如市盈率与一个月之前相比显得更合理）进一步巩固了这种局面。

中国以外的近期举动并未引起非中国股票及外汇价格的显著反应。实际上，市场上的大部分注意力一直在希腊及其在全民公决后与债权人进行的谈判。确实，自 2015 年年初以来，相较于上证综指，亚洲货币与欧元兑美元走势间的相关性显得更紧密。这部分归因于中国的封闭式资本账户以及中国 A 股市场对外资参与的限制。然而，随着中国扩大外国投资者进入市场的范围，这种局面未来可能会有所改变。

中国股市近期的主要发展情况	
2015 年 6 月 10 日，星期三	MSCI 宣布，出于市场准入问题的担忧，其将不会把中国 A 股纳入其新兴市场指数。
2015 年 6 月 12 日，星期五	上海证券综合指数（上证综指）收盘报 5166.3 点——创下自 2007 年 10 月 16 日收于 6,092.06 之后的最高点——年初至今上涨 59.7%（2014 年全年涨幅为 52.7%）。
2015 年 6 月 19 日，星期五	上证综指暴跌 6.4%，加深了市场对股市回落的担忧
2015 年 6 月 24 日，星期三	中国央行取消 75% 的贷存比上限。
2015 年 6 月 27 日，星期六	中国央行降息 25 个基点并定向降准 50 个基点。
2015 年 6 月 29 日，星期一	上证综指开盘上涨 2.3%，之后逆转走势，暴跌近 7.6%，当天收盘下跌 3.3%；收盘后，中国宣布，将第一次允许地方政府管理的养老金投资股市，预计可投资股市的养老金将超过一万亿元。
2015 年 6 月 30 日，星期二	上证综指盘中下跌超过 5%，收盘激增 5.5%，创 2009 年以来最大单日涨幅。
2015 年 7 月 1 日，星期三	中国证券监督管理委员会（中国证监会）表示，不再要求券商强制出售那些担保物不足的客户手中所持有的股票，并且将允许融资融券“可合理展期”；证券交易所还宣布 A 股交易经手费 8 月 1 日起调降 30%。
2015 年 7 月 2 日，星期四	上证综指盘中一度下跌 6.4%，收盘时下跌 3.5%报 3,912.77 点，自 4 月以来首次跌破 4,000 点。
2015 年 7 月 3 日，星期五	上证综指当周下跌 12%；中国金融期货交易所（中金所）暂停 19 个卖空账户，期限为一个月。
2015 年 7 月 4 日，星期六	中国证监会暂停 IPO，主要券商承诺会推出 1200 亿元市场稳定资金，并且中国央行宣布给予融资融券以流动性支持。
2015 年 7 月 5 日，星期日	中国国有投资公司中央汇金投资有限责任公司称，为支持市场，其已于近期在二级市场买入交易型开放式指数基金（ETF），并将继续相关市场支持；中国证监会宣布，中国央行将直接向受国家支持的融资融券公司——中国证券金融股份有限公司注入资金，以稳定股市。
2015 年 7 月 8 日，星期三	中国证监会禁止大型投资者六个月内抛售股票；超过 1000 只股票停牌；上证综指暴跌 5.9%至 3,507.19 点，创下自 2015 年 3 月 17 日以来的最低水平，年初至今涨幅为 8.4%。
2015 年 7 月 9 日，星期四	中国证监会通知各银行可通过股票质押方式提供可展期贷款。
2015 年 7 月 10 日，星期五	上证综指收盘上涨 4.5%报 3,877.80 点，当周涨幅为 5.2%，年初至今涨幅为 19.9%。
资料来源：各种新闻资讯；大华银行环球经济与市场研究部	

免责声明：本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的，但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时，本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见，如有变更，恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸，并有可能影响其中的交易。在达成任何拟定交易之前，读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果，并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品，不得复制或用于其他用途。本文以英文书写，中文版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义，均以英文版本为准。  
另，本文内容由新加坡大华银行提供，大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。