



简报系列

序列号：BR20071217CH 总第14期

## 中国宏观经济与资本市场的形势分析

**【前言】**：中国经济自2003年以来已经实现了连续五年的快速增长，中国股市也在股权分置改革和人民币升值的背景下转熊为牛，屡创新高。与此同时，次贷危机、中国的物价快速上涨，全球经济放缓等问题也开始不断涌现。在机遇与挑战并存的背景下，针对中国经济和资本市场将何去何从这一热点问题，与会嘉宾分别从内地企业境外上市、中国经济与资本市场在全球的重要性、全球通货膨胀形势和内地、香港资本市场现状与展望四个角度做了全面而深入的探讨。

**讲座主题：**中国宏观经济与资本市场的形势分析

**主办单位：**清华-布鲁金斯公共政策研究中心

**协办单位：**香港大学；中国经济学年会

**时间、地点：**2007年12月17日，香港大学

**主持人：**肖耿，清华-布鲁金斯公共政策研究中心主任

**讨论嘉宾：**陈昌华，瑞士信贷集团董事总经理及中国研究部主管

邓体顺，高盛全球投资研究部中国首席策略师

宋敏，香港大学中国金融研究中心主任

冷静，香港大学法律学院助理教授

中国物价结构性上涨是否会演变成全面通胀？中国 A 股牛市还能延续多久？而这又将如何影响内地、香港乃至全球资本市场？另一方面，内地优质企业缘何钟情于境外上市？投资于境外上市的内地企业风险何在？杨斌、顾雏军事件对监管境外上市的内地企业又有何启示？

第七届中国经济学年会香港会场对此进行专题探讨。

## 一、中国企业加速融入全球资本市场

近年来，在全球宏观经济持续繁荣的背景下，全球资本市场步入了新一轮的增长周期。期间，众多中国企业的参与为活跃海外资本市场也起到了不可替代的作用，“中国概念”也一度成为海外资本市场上炙手可热的“香饽饽”。在内地优质企业纷纷选择境外资本市场，特别是香港市场，上市融资的背景下，来自香港大学法律学院的冷静教授从内地上市资源境外分布、内地企业公司治理风险及两地联合监管等方面阐述了自己对于目前这股热潮的看法。

### 1. 内地上市资源境外分布现状

自 1993 年青岛啤酒作为第一支中国大陆公司登陆香港交易所以来，越来越多的内地企业选择在美国、香港等海外交易所上市融资，以接受国际投资者认同和国际资本市场高质量的监管。而在经历过亚洲金融风暴的短暂萧条之后，内地企业从 2002 年开始又掀起了新一轮更为猛烈的境外上市热潮，不论是年度上市公司总数还是单笔筹资总额都屡创新高。

截止目前，中国公司境外上市主要选择了美国和香港市场进行。特别地，由于香港市场独特的地理位置并且与大陆有着相近的语言和文化习惯，使得香港具有相对其它海外资本市场不可比拟的特殊优势并在近年来逐渐成为内地企业海外上市的主要集中地。目前已有 238 家企业在香港交易所发行 H 股、红筹股，香港在去年也成为全球最大的新股发行市场。

由于海外市场对中国上市资源的国际竞争日趋激烈，内地企业境外上市也开始向新加坡、东京、德意志等其它资本市场逐步扩散。在新加坡交易所上市的中国公司已达 132 家；虽然目前只有 2 家中国公司选择东京交易所上市融资，但东京交易所也特别开设了中文网站以吸引中国上市资源。

### 2. 境外上市公司治理风险与监管

越来越多的内地企业选择海外上市无疑给国际投资者提供了分享中国经济增长的投资机会，但投资于中国上市公司仍需要充分考虑风险。在境外上市的内地企业分为两类：国

有企业和民营企业。由于二者存在着本质的不同，因此考察风险也应加以区分。对于国有企业，由于其自身特有的属性（国有性质）使其相对民营企业承担了更多的政策性与社会性负担（例如被迫安插人员就业），导致国有企业的治理很难完全做到按市场办事，因此投资国有企业也就相应地承担了更多的风险。实际来看，国有企业涉及的风险在市场上已经有所表现，例如政府对境外上市企业的部分私有化，上市电信企业、国有银行之间的高管大换班以及集团关联交易等等。

相对国有企业，民营企业虽然公司治理结构比较简单，也更倾向于运用更正规的公司治理手段，但它所涉及的风险也有其自身的特殊性，主要表现在所有者和经理人之间缺乏诚信、财务报表可信度较低等。特别需要指出的是，企业资产和企业主个人资产合法性在中国经济和社会转型期的不确定性也构成中国上市民营企业的一类特殊风险，杨斌和顾维军事件就是此类风险的体现。

针对上述国有企业和民营企业表现出来的各类风险，中港两地早在 1993 年就在《五方监管机构合作备忘录》的基础上开始尝试联合监管（五方监管机构指中国证监会、香港证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所和香港联合交易所有限公司）。按惯例，每年五方监管机构要开两到三次会议讨论各方协调问题，港交所也已在内地开设了专设机构以处理内地事务。经过十余年的协调合作，中港两地对赴港上市公司的监管目前已经基本建立了一个健全的框架并在不断完善中。最新的进展是两地在 12 月初签署了《关于内地审计准则与香港审计准则等效的联合声明》；在法律方面，跨地区执行、协调，尤其是跨境调查权利最近也不断得到加强。但两地联合监管仍然有很多不足之处需待改善，例如香港证监会对于内地上市企业及其人员的执行力仍然较为微弱等。

## 二、中国经济和资本市场在全球资本市场的重要性不断上升

自 1978 年改革开放以来，中国经济在过去近 30 年的时间里以年均 10% 左右的速度持续增长，中国让全世界看到了东亚经济腾飞的又一个奇迹。而与此同时，近两年由股权分置改革触发的中国资本市场的繁荣也不断吸引着全球投资者的目光。作为高盛全球投资研究部中国首席策略师，邓体顺先生结合其亲身感受在会上对“中国”因素对全球资本市场的重要性做了深入剖析。

### 1、中国经济逐渐成为全球经济增长引擎

近来，美国经济由于次贷危机的影响导致美国消费增长放缓并诱发了弱势美元政策。而弱势美元政策又影响到欧洲产品在全球市场的竞争力，导致欧洲经济也出现放缓迹象。与此同时，日本经济基本上处于衰退状态，日本第三季度产业增长仅为 0.6%。在构成全球 GDP 的 60%、70% 以上的这全球三大经济体增长同时放缓的情况下，“金砖四国”等新兴经济体的增长则成为全球经济增长的主要动力。

而在这“金砖四国”之中，中国经济占据着主导地位。从经济总量来看，中国经济总量超过其它三个国家的经济总和。中国今年年底 GDP 总量大概是三万亿美金，而印度、巴西、俄罗斯均只有一万亿美金左右。特别地，巴西、俄罗斯的发展主要得益于中国大量的资源进口需求。中国现在一年进口铁矿石达四、五亿吨，石油需求则 50%靠进口满足。因此，巴西、俄罗斯，包括中东地区的经济增长很大程度上是由中国经济的快速增长推动的。

从今年第二季度的数据来看，中国经济增长对全球经济增长的贡献量也历史性的第一次超越美国，并且这个贡献份额明年将继续上升。对此我们可以做一个简单的测算：假设中国 GDP 占全球的比重是 6%，如果明年增长 10%的话，其增量将占今年全球 GDP 总量的 0.6%；而美国 GDP 大概占全球 20%多，如果明年增长 2%左右的话，它的增量将占全球的 GDP 总量的 0.4%。而全球总体的经济增长明年可能不会超过 4%，而中美两国就占 1%左右，也就是占全球经济增量 25%。可见，中国经济增长已经成为全球经济增长主要驱动器之一。

## 2、中国资本市场已成为全球关注的焦点

以前美国投资者并不看亚洲股市情况，而现在美国总部交易大楼里，美国人都习惯每天早上看香港和上海市场的前日收市情况怎么样。随着中国经济在全球的重要性不断上升，中国资本市场也开始在全球市场扮演着愈发重要的角色，逐步成为全球关注的焦点。这主要表现在两个方面。

首先是经济和市场的互动方面。由于中国现在是很多大宗商品的全球最大的供应者和需求者，中国市场的变化将对国际市场产生重要影响。以水泥为例，在供给上，中国现在生产全球水泥的 50%以上；在需求上，仅北京一个城市一年的水泥用量就相当于整个欧洲大陆的一半。因此，中国水泥市场的变化将直接影响到国际水泥市场价格和航运价格等，进而对全球 CPI 及其它国家的经济运行产生影响。这种实体经济的变化将迅速体现在资本市场上并波及到全球其它资本市场。今年 2 月份中国 A 股市场的很多变化就导致了全球市场的剧烈波动，这也是为什么很多美国投资者现在越来越关心上海和香港市场的原因所在。

其次是资金流向的互动方面。中国经过二、三十年和全球经济的融合，从引进资金、技术已经逐渐步入输出资本的阶段。最近成立的中国投资公司、QDII 的实行以及未来的港股直通车计划都是中国资本输出的信号。自然地，中国资本输出的流向将成为对于全球其他市场的投资者的关注焦点，进而对全球其他地区的资本市场产生重要影响。以香港市场为例，随着国家外管局在网上发布通告允许个人投资者投资香港市场，香港股市立即转跌为升，香港 H 股指数也仅花去两个月时间从八月份的一万点跃升至十月份的两万点，香港这样一个近两万亿美金的巨大市场也轻易实现翻番。当然，这其中一部分是海外资金事

先判断国内资金流向而提前进场的结果。海外投资者判断国内的资金要去哪里买，就会提前动手，市场上确实存在博弈，从中也可看到中国的经济、市场和资金，对于全球的影响日渐扩大。

### 三、全球宏观经济与资本市场的现状及展望

五年全球大牛市与宽松的货币政策之后，全球宏观经济目前面临的最主要的问题就是普遍的通胀。通胀将带来利率的调整，对实体经济与资本市场都将产生很大影响。瑞士信贷集团董事总经理陈昌华认为全球通胀形势不容乐观，而宋敏与邓体顺对今后股票市场的认识不尽相同。

#### 1. 全球通货膨胀形势不容乐观

通货膨胀与资本市场是紧密联系着的。过去五年间，在高增长、低通胀以及宽松的货币政策的背景下，全球资本市场都处于“大牛市”的格局当中。有趣的是，在如此宽松的货币政策环境下，通胀水平并没有像一般经济学理论预测的那样大幅上升，相反，全球消费品价格在过去几年相对其它产品价格却下降了许多。因此，当时的市场普遍认为央行没有加息的必要。但是，最近的数据却表明全球的通胀问题似乎并不那么乐观。仅就中国而言，通胀并没有像市场预测的那样到今年十一月明显回落，相反却是不断攀升，使中国的通胀已达到十年来最高水平。除此之外，欧洲通胀为六年来最高水平，美国通胀也已经达到了3%、4%的水平。那么，目前的通胀问题是否会转化为全面通胀呢？这需要从两个方面进行分析：一是，近几年全球消费品为何相对其它产品价格反常地快速下跌；二是，经济主体是否会形成通货膨胀预期。

货币供应量的增加是否会导致产品的价格上升取决于产品的供应状况。在过去几年的宽松的货币政策环境下，全球消费品的价格不升反降的关键就在于全球生产力的增长导致消费品供应量充足而吸收了货币供应量上升带来的通胀压力。近几年的生产力增长主要体现在美国和其它发达国家通讯等产品成本下降以及中国、印度这些国家被纳入全球生产体系。在这种情况下，消费品、粮食供应充足不会对价格造成压力，通胀水平自然就维持在较低的水平。但是，如果某些因素导致这种生产力的增长出现停滞或者减慢的话，消费品、粮食等的供应增长速度放缓，货币供应量的增加就会产生通胀。实际上，这类因素已经开始浮现。例如全球范围内的工人工资上涨压力，工业扩张导致土地减少促使农产品价格上涨等。

另外一个更为关键的问题是通胀预期是否已经开始形成。如果经济主体形成通胀预期，那么产品提价采取的将是直接提价方式，而不是今年年初的隐形提价方式。从目前情况来看，经济主体的涨价预期可能会慢慢表现出来，例如新劳动法和环保政策等的实施都将导致生产成本的上升。一旦通胀预期形成，可以预见的是，通胀水平将加速上升。

在以上两个各因素的框架下，按照瑞士信贷集团董事总经理陈昌华的预测，明年中国的通货膨胀将达到 6.5%的水平，甚至有可能更高。

中国的通胀将深刻影响到另一个巨大的经济体美国。过去几年，中美两国相辅相成地制造出一个很大的上升环境。美国的经常帐户赤字越来越大，而中国的外汇储备为这些赤字提供融资，把美国的国债利率压到很低的水平。但是如果美国可能经济很差不能采取加息的情况，而中国还要加利率时，游戏将难再继续。现在全球的经济已经完全联系在一起，特别是中美两国，如果两边的经济出现某种状况，对对方有负面影响的话，这个不单是中美两国的问题，是一个全球性的问题。

## 2. 两地资本市场现状及展望

中国 A 股市场自 2005 开始一路上扬，上证综指在今年 10 月份一度超过六千点，比 2005 年低谷时期翻了六番；与此同时，港股也已经是第五个牛市年头，港股指数也实现了从六千点到两万点的巨大飞跃。两地市场如此的繁荣活跃和惊人转变到底是由于上市公司盈利能力出现根本扭转的基本面因素还是存在着泡沫的成分？香港大学中国金融研究中心主任宋敏教授对此发表了自己的看法。在结合以下几个方面原因的基础上，宋敏教授明确指出中国 A 股红火很难继续。

首先，A 股市盈率虚高。2005 年底 A 股市盈率为 20 左右，与一些主要的国际资本市场相似，但目前已经达到 50 以上。然而，纵观近两年来中国上市公司的盈利能力并未出现根本性的变化。虽然业内人士估计上市公司的盈利水平已经提高到 50%、60%的水平，但是，根据宋敏教授的观点，这其中存在很多的水分。宋敏教授认为，在这近 60%的利润增长中，1/3 来自年初的会计准则的变化（新的会计准则允许上市公司把一些隐形资产公开化），1/3 来自对其它上市公司股票和其它金融资产的投资收入，而只有 1/3 来自主营业务收入。也就是说，上市公司的利润增长实际上只有 20%左右，虚高的盈利水平是难以延续的。

其次，宏观调控政策从紧。围绕着中国宏观经济过热和通货膨胀的问题，中国政府已经公开宣布将实施从紧的货币政策。加之人民币升值问题，相信未来还会有很多调控政策不断出台。

再次，从股票市场本身来说，A 股市场已经存在很多利空因素。诸如 QDII 扩充、港股直通车的实施、大盘 H 股蓝筹和红筹股回归、股指期货的推出等等都将给予 A 股市场向下的压力。而且，中港两地监管机构关于打通 H 股、A 股已经有一些初步构想。

对于 H 股市场，宋敏教授则认为其目前正处于最好时期。一方面，在美国为应对次贷危机而下调联邦基准利率的背景下，香港利率在联系汇率制下也将跟随下调；另一方面，由于香港经济与内地紧密联系，中国目前的通货膨胀将传递到香港，对香港通货造成

压力。在两方面因素同时作用下，香港的实际利率将下降，这必将助推香港资本市场增长。从另一个角度看，港币长期应该跟随人民币升值而升值，但受联系汇率制度的限制，港币无法通过直接调整汇率来缓解升值压力，相反只能间接地通过通货膨胀、资产通货膨胀来进行。而资产通货膨胀就意味着股市、楼市的向上增长。因此，不论从哪个角度来看，H股市场都存在着较大的上升空间。

在过去的两年里，H股和A股市场都给予了投资者丰厚的回报，但是明年市场会怎样呢？根据邓体顺先生的观点，明年市场可能会做一些调整，但随着中国经济的发展、重要性的增加以及增长效益的提高，内地和香港资本市场长期来看仍有较大的增长空间。

首先，从市场周期来看。自去年五月份开始到现在，香港市场已经从当时的六千点左右一路上升到现在的两万点，香港市场也随之步入了第五个牛市年头。而这种连续五年牛市的局面在香港市场的历史上是不多见的。因此，从周期上来看应采取较为谨慎的态度，当然这只是基于市场表现的猜测而已。但从全球经济形势来看，市场的未来也不容乐观。如前所述，全球经济增长已经放缓，国内货币政策已然从紧，通货膨胀也有可能转变为全面通胀，所有这些似乎都预示着当前这轮的全球经济增长已经接近尾声。

其次，从估值角度来看。A股市场市盈率在全球范围来看都已经处于一个比较高的水平。如果Equity不如大家想象的那么高的话，A股实际市盈率则会处于更高的水平。但是，对于港股，在经历过前一段时间短暂的调整之后，长期还是比较看好的。目前，中国H股市盈率在19、20左右，美国在15倍以下，欧洲大概只有12倍，日本48%的上市公司股价低于其资产净值。虽然H股市盈率相对其它市场并不低，但从企业盈利状况来看，目前的估值还是处于比较合理的区间。央行或国家统计局的一些调查表明目前中国企业的利润率和设备利用率都处于过去15年的高位，设备资产的运作周转也比以前快很多。五年前很多企业开工利用不足的情况现在已经很少可以听到。

最后，从市场的风险偏好和流动性短期对市场的影响来看。对于A股市场，目前总体的总储蓄相对整体市值的比例已经从18个月前的450%下降到现在的60%左右，流动性相对于市值比例越来越小，这也说明A股市场的风险偏好程度较高。H股市场也表现出类似的特点。不论从市场交易量还是市场的资金周转速度都处于过去很长一段时间以来的高位。特别地，权证这一杠杆工具的交易量相对总现货市场交易的比例也已经达到20%，处于过去20多年以来的历史高位。由此可以看出，目前市场的风险偏好还是很高的。

（本文由饶松松编辑整理，肖华、李金迎审校）