

## 2. 全球環境及展望

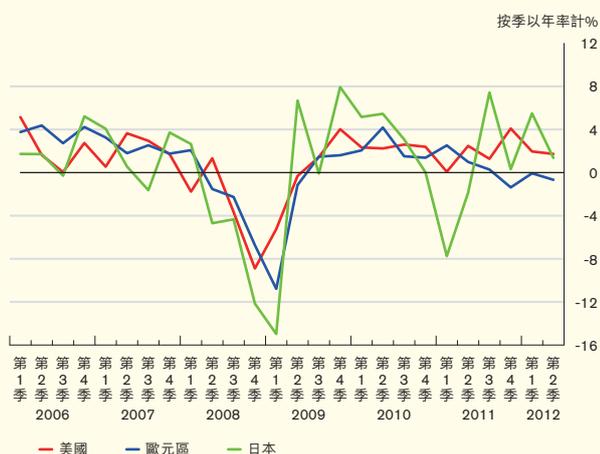
### 外圍環境

在2012年上半年，主要發達經濟體系的增長轉弱。歐洲主權債務問題持續，當中經濟衰退與銀行及主權債務問題之間所形成的惡性循環令人加倍關注。在外部需求萎靡的情況下，東亞經濟體系於第2季的增長勢頭放慢，而歐洲主權債務危機將繼續對區內短期增長前景構成主要挑戰。

#### 2.1 實體經濟活動

發達經濟體系於上半年的增長轉弱。最新實質國內生產總值數字顯示，於2012年第2季，美國及日本分別增長1.7%及1.4%，而歐元區則收縮0.7%（圖2.1）。<sup>1</sup>

圖 2.1  
美國、歐元區及日本：實質國內生產總值



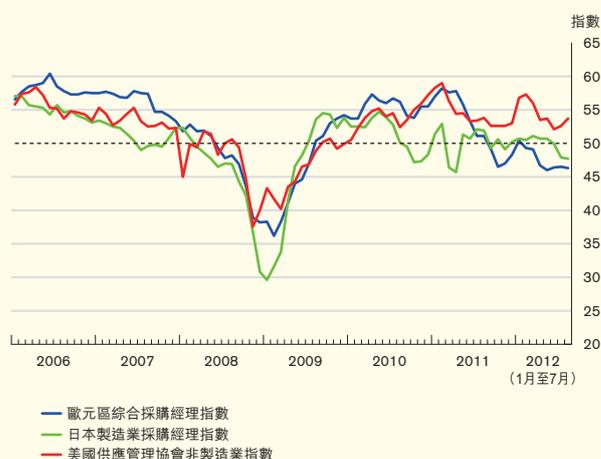
資料來源：美國經濟分析局、歐盟統計局、日本內閣府。

歐洲經濟下滑，令市場加倍關注意大利及西班牙的經濟衰退與其主權及銀行危機之間形成惡性循環。兩國的借貸成本一度升至普遍認為無法持續的水平之上。

<sup>1</sup> 除另有說明外，美國、歐元區、日本及不計日本在內的亞洲區（不包括中國內地）的按季實質國內（區內）生產總值變動百分比是經季節性因素調整以年率計的數字。

有見及此，歐元區財政部長同意一項1,000億歐元的救助銀行計劃，以調整西班牙銀行的資本結構，但此政策並未發揮穩定市場的作用。直至歐洲央行行長德拉吉(Mario Draghi)承諾會「不惜一切」捍衛歐元，並宣佈新的國債購買計劃，局勢才穩定下來。至於美國方面，雖然住宅市場正逐步恢復，但經濟增長卻在第2季放緩。日本方面，在政府重建項目的支持，以及發放環保汽車補貼從而促進私人消費的情況下，經濟增長於第1季強勁反彈，但之後於第2季再次放慢。採購經理指數於近期持續低迷，顯示日本及美國的未來增長將持續溫和，而歐元區則可能會進一步萎縮（圖2.2）。

圖 2.2  
美國、歐元區及日本：採購經理指數



資料來源：彭博。

由於經濟增長受到抑制，職位增長步伐依然遲緩。失業率高居不下，美國的失業率約為8.1%，歐元區已超過11%，而日本則為4.3%（圖2.3）。產能過剩，加上較早前食品及能源價格下降，使發達經濟體系的整體消費物價通脹得以緩和，而核心通脹於2012年下半年內亦可能逐漸降低（圖2.4）。

圖 2.3  
美國、歐元區及日本：失業率

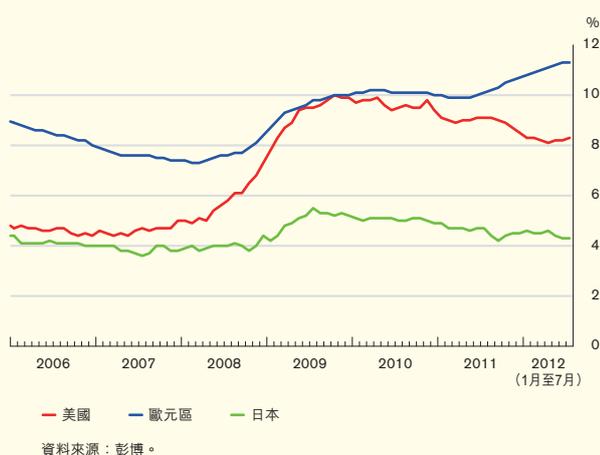


圖 2.4  
美國、歐元區及日本：整體通脹



歐美經濟前景正面臨多項政策風險。歐洲方面，經濟衰退在多個受債務危機困擾的國家加劇，不僅令赤字目標更難實現，亦令公眾反對緊縮政策的情緒升溫。由於歐洲央行新推出名為「直接貨幣交易」的國債購買計劃，可「無限量地」購買3年年期或以下的危機國家國債，市場因此憧憬該計劃能有效地支持歐元。雖然該計劃能防止危機全面爆發及換取時間讓政府推行結構性改革，但在執行上存在重大風險。危機國家在深度經濟衰退及需要進行重大經濟調整的情況下，很可能不能達到緊縮及改革目標。與此同時，由於面對「財政懸崖」，加上11月總統大選逐漸臨近，美國的財政及政治風險亦正在增加。雖然兩大政黨最終很可能會達成協議，但更多的政治角力，可能令政策不明朗因素增加並加劇市場波動，進而打擊消費者及企業的信心。在經濟增長緩慢、失業率高企以及財政空間有限的情況下，聯儲局宣佈推出進一步量化寬鬆措施，每月購買價值400億美元的按揭證券，直至勞工市場「顯著」改善為止。聯儲局更將其對聯邦基金利息維持在低水平的預期時間延後至2015年中。鑒於結構性調整尚未完成，新一輪量化寬鬆能否有效地促進增長及就業，仍存在極高的不確定性。

繼於2012年第1季普遍走強後，大部份東亞經濟體系於第2季的增長動力有所放緩，主要是由於外部需求疲弱所致（表2.A）。<sup>2</sup>通脹壓力大致舒緩，平均按年消費物價指數通脹率已由2011年12月的3.7%降至2012年7月的2.8%。在此情形下，區內一些央行已於3月至8月期間放鬆貨幣政策（表2.B）。與國際主要股市一樣，區內股價因歐元區債務危機惡化於5月份急跌，但於最近有所回升。同時，區內貨幣於5月份對美元匯率亦轉弱，並在過往兩個月呈現雙向波動。

<sup>2</sup> 泰國的國內生產總值繼2011年第4季下降後，於2012年第1季大幅上升，主要是由於製造業生產及出口在嚴重水災後恢復正常。

**表 2.A**  
亞洲：實質國內生產總值增長

(按季以年率計%)	2011 第1季	2011 第2季	2011 第3季	2011 第4季	2012 第1季	2012 第2季
新興工業化經濟體系						
三國： <sup>1</sup>	<b>8.6</b>	<b>2.3</b>	<b>1.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>3.5</b>	<b>1.7</b>
韓國	5.3	3.4	3.4	1.3	3.5	1.1
新加坡	19.7	-3.0	2.0	-2.5	9.5	-0.7
台灣	10.4	2.1	-1.9	-2.1	1.5	3.5
東盟四國： <sup>1</sup>	<b>5.1</b>	<b>2.9</b>	<b>4.9</b>	<b>-2.4</b>	<b>17.2</b>	<b>7.3</b>
印尼 <sup>2</sup>	4.6	6.3	5.5	9.6	4.1	6.4
馬來西亞 <sup>2</sup>	7.6	3.4	3.2	6.6	6.2	5.5
菲律賓	6.2	1.9	2.5	7.3	12.6	0.9
泰國	3.4	-2.8	6.7	-35.7	50.8	13.9
東亞： <sup>1</sup>	<b>6.9</b>	<b>2.6</b>	<b>3.2</b>	<b>-1.3</b>	<b>10.1</b>	<b>4.4</b>

註：  
1. 加權平均（以按購買力平價的本地生產總值對全球的貢獻作為加權基準）。  
2. 金管局職員作出的季節調整。

資料來源：國際貨幣基金組織、CEIC及金管局職員估計數字。

**表 2.B**  
亞洲：政策利率

	政策利率 <sup>1</sup>			
	2012年 7月31日 年利率(%)	2011年 最新高位 年利率(%)	由最新最高位的 利率累計降幅 百分點	自2012年3月 以來的利率降幅 百分點
印尼	5.750	6.750	1.000	-
韓國	3.000	3.250	0.250	0.250
馬來西亞	3.000	3.000	-	-
菲律賓	3.750	4.500	0.750	0.500
台灣	1.875	1.875	-	-
泰國	3.000	3.500	0.500	-

註：  
1. 印尼：印尼央行利率；韓國：基準利率；馬來西亞：隔夜政策利率；菲律賓：隔夜反向回購利率；台灣：重點現率；泰國：政策利率。

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

歐洲主權債務危機繼續對區內經濟前景構成挑戰。出口面臨嚴峻困境，而歐洲銀行的去槓桿化壓力亦不斷增加，可能會令東亞地區信貸供應減少，進而推高融資成本。區內整體通脹壓力應會繼續緩和，使政策制訂者有足夠的空間支持未來經濟增長。最近的共識預測顯示，該區域於2012年全年的國內生產總值增長率將為3.9%，相比2011年的4.1%。通脹率將由去年的3.9%降至3.0%。

## 2.2 環球金融狀況

在歐洲危機加深，市場對全球經濟的憂慮日益上升的環境下，全球金融市場在過去6個月的狀況仍然脆弱，引發資金大量流向避險資產，因而推動美元及日圓升值，同時令美國國庫券及德國國債的收益率一直處於歷史低位。相比之下，因宏觀環境惡化及投資者風險胃納降低，全球股票市場及對經濟增長敏感的商

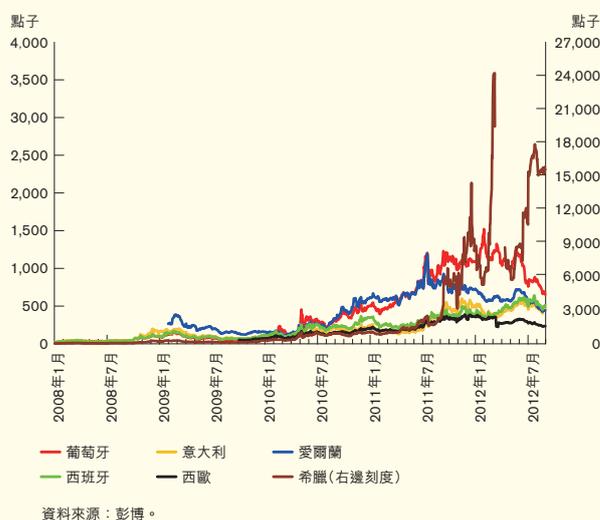
品於第2季遭受重創。不過，市場最近已有很強勁的反彈（圖2.5）。

**圖 2.5**  
摩根士丹利資本國際全球指數、商品研究局  
商品指數及美匯指數



歐元區局勢發展仍是造成此期間市場動盪的主要原因。作為歐債危機的重災區，希臘的情況一度極其脆弱。於第2季，該國不斷加劇的政治分歧使其處於退出歐元區的邊緣。雖然退出風險於第二輪大選後已經降低，但希臘的主權信貸風險仍然高企（圖2.6），而另一次債務違約及該國最終離開歐洲貨幣聯盟的重大風險已於金融市場的定價有所反映。

**圖 2.6**  
歐洲周邊國家5年期主權信貸違約掉期息差



隨著危機蔓延，西班牙及意大利等一些歐洲較大國家的貸款成本大幅上升。由於銀行資金因西班牙房地產市場暴跌而流失，加上存款外流使銀行融資缺口擴大，因此，西班牙銀行的穩健性被受質疑。歐盟雖然宣佈了對西班牙銀行實施資本重整計劃，但卻未能帶來穩定市場的作用，原因是投資者懷疑該援助計劃的成效，並擔心西班牙政府的資產負債狀況會因此而遭受損害。儘管西班牙和意大利的長期國債收益率因市場預期歐洲央行會再次推出刺激措施而大幅回落，但仍然在高位徘徊（圖 2.7）。

圖 2.7  
歐洲部份國家的10年期債券收益率



資料來源：彭博。

除周邊國家外，面對危機升級的影響，歐洲核心國家亦未能倖免。穆迪指出，若西班牙及意大利尋求全面主權救助，核心國家所要承擔的援助成本將會大幅上升並有可能面對巨大的負債。有見及此，穆迪最近已將歐元區部份 AAA 評級國家的未來前景由穩定下調至負面。如果這些國家的主權評級亦被下調，它們向周邊國家提供支援的難度將會加大。然而，這亦有望加快歐元區進一步整合的步伐，並促成更多的改革，以解決該地區的根本問題。

除不利局勢在各主權國家蔓延外，債務危機亦在經濟領域上迅速擴散。主權債券市場疲弱，已令銀行資產負債狀況受損，而金融業情況惡化，亦令非金融企業的違約風險上升（圖 2.8）。

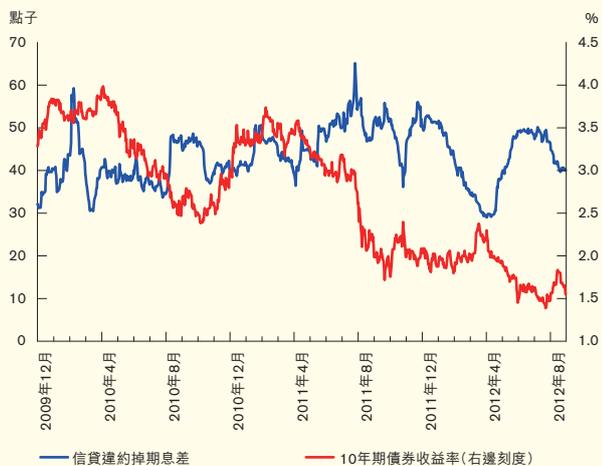
圖 2.8  
歐洲金融業及非金融業的信貸違約掉期息差及其引申相關性



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

歐洲以外，全球經濟的隱憂已削弱了市場信心。在美國，經濟增長急速放緩，加上勞工市場復甦乏力，導致美國聯儲局將扭曲操作計劃延長至今年年底，並增加了金融市場上對新一輪量化寬鬆措施的預期。財政方面，即將進行的總統大選、債務上限以及計劃中的財政緊縮（亦稱「財政懸崖」），均帶來顯著的不確定性，令投資者緊張不安，並降低了他們的風險胃納。這些擔憂令美國信貸違約掉期息差在近期略受上升壓力，但是國庫券市場依然穩定，收益率亦維持在歷史低位（圖 2.9）。不過，隨著美國經濟越來越接近「懸崖」，財政相關的爭辯將會於今年餘下時間不斷升溫。

**圖 2.9**  
10年期美國國庫債券收益率及5年期美國  
主權信貸違約掉期息差



資料來源：彭博。

除發達國家存在的問題外，新興市場國家的近期發展亦令人不安。經濟顯著放緩，加上部份國家的發展失衡問題日益嚴重，導致新興市場的貨幣及股價顯著下挫，而評級機構亦聲稱要下調部份國家的評級（圖 2.10）。市場擔心部份近年錄得強勁資金流入及信貸增長的新興市場國家，或會與發達國家一樣，將經歷一段去槓桿化的時期。

**圖 2.10**  
部份新興市場貨幣(對美元)



資料來源：彭博。

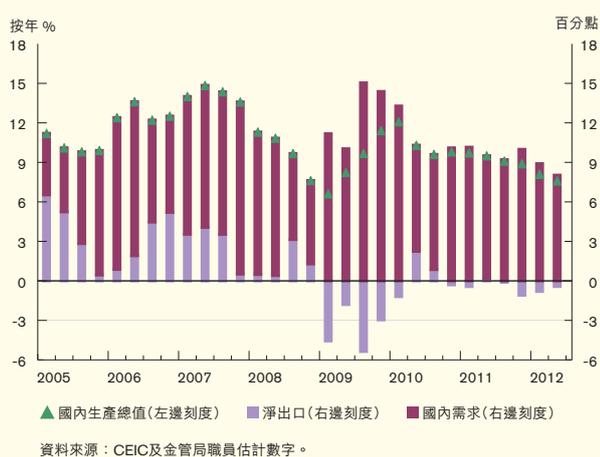
## 中國內地

在內外需求放緩的環境下，經濟增長進一步放慢，而通脹壓力則持續得以紓緩。受實質利率上升影響，整體貨幣狀況有所收緊，但仍能夠為經濟增長提供支持。物業市場顯示靠穩跡象，銀行業則開始面臨盈利及資產質素壓力。隨著政策焦點轉向支持經濟增長，預期未來幾個季度的增長動力會有所改善。

### 2.3 產出增長及通脹

由於內外需求均有所減弱，內地經濟增長於2012年上半年進一步放緩(圖2.11)。內需增長放緩主要是受到投資增速減弱所拖累。在緊縮的物業市場政策下，房地產投資增幅持續下降，但基建投資最近卻有所回升。貿易盈餘佔國內生產總值的比率仍呈下滑態勢，且由於全球需求不振，於未來幾年，貿易盈餘將可能處於較溫和狀態。<sup>3</sup>

**圖 2.11**  
中國內地：國內需求與淨出口對國內生產總值增長的貢獻



<sup>3</sup> 2012年上半年，貿易盈餘為國內生產總值的2.1%，而2010年及2011年同期則分別為2.9%及2.2%。

經濟增長動力預料於未來幾個季度會有所改善。歐洲主權債務危機將繼續拖累中國的出口及製造業投資。由於政府持續針對物業市場實施行政控制措施，房地產投資亦將只會保持溫和增長。不過，基建項目開支預期會以更快的速度增長，同時，近期公佈的鼓勵家庭消費的財政刺激措施、稅務改革以及貨幣政策的持續微調，將有助拉動內需及促進增長。在過去數個月，許多地方政府也宣布了一系列措施以支持工業增長。最新的共識預測顯示內地2012年全年的經濟增長率為7.7%。

隨著增長動力減弱，通脹壓力進一步緩和，且近期會繼續處於受控狀態。由於食品價格通脹及居住成本下降，消費物價指數通脹率按年由1月份的4.5%下跌至8月份的2% (圖2.12)，而主要由於原材料價格走低，按年生產者物價指數通脹率連續六個月為負數。

**圖 2.12**  
中國內地：對消費物價指數通脹的貢獻



美國最近遭受大旱，以及實施另一輪量化寬鬆政策，為全球大宗商品價格及中國進口價格帶來一些上升風險，但疲弱的全球市況將產生一定的抑制作用，而內地需求壓力疲弱亦會限制國內的成本上升。另一方面，因為內地經濟增速很可能未有顯著偏離潛在趨勢，通縮風險依然很低。根據最新的共識預測，2012年全年的整體消費物價指數通脹率為2.8%。

## 2.4 貨幣狀況、資產市場及銀行體系風險

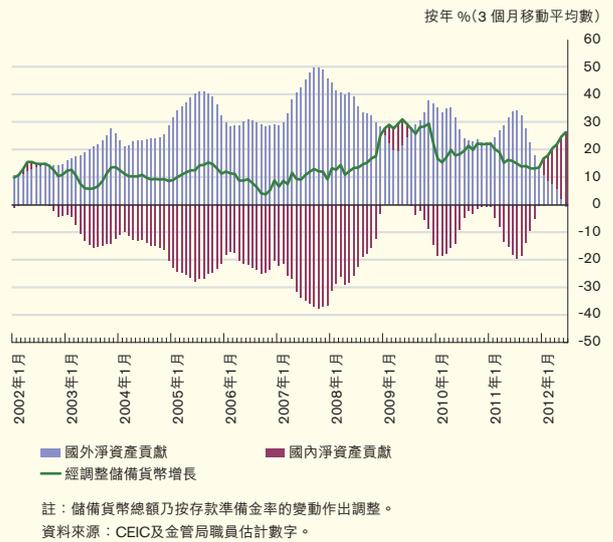
增長動力減弱，加上歐洲主權債務危機再度緊張，令避險情緒上升，繼續阻礙資金流入中國，同時亦對人民幣兌美元匯率構成一些下行壓力。境外直接投資持續錄得淨流入，但證券投資則於第2季錄得淨流出，而金融機構的外匯購買仍波動不定。人民幣有效匯率於過去數月內略有上升(圖2.13)，但人民幣兌美元匯率在其日交易波幅圍繞中間價於4月份擴闊半個百分點後，出現更為明顯的雙向波動，累計而言輕微走弱。

圖 2.13  
中國內地：人民幣匯率



有見經濟放緩及通脹和資金流入壓力減小，中國政府已將政策重心轉向支持經濟增長。中國人民銀行曾於2月和5月兩次下調存款準備金率共計100個基點，並積極利用逆回購管理銀行同業流動資金的短期波動。由於國內淨資產貢獻的上升大於國外淨資產貢獻的下降，近來數月儲備貨幣顯著增長(圖2.14)。此外，中國人民銀行亦於6月和7月兩次下調基準利率，並在制定貸款及借款利率方面給予商業銀行更大的靈活性，從而向利率自由化邁出重要的一步。雖然貨幣寬鬆空間依然充裕，決策者需在支持經濟增長與避免物業市場再現過熱風險之間保持適當平衡。

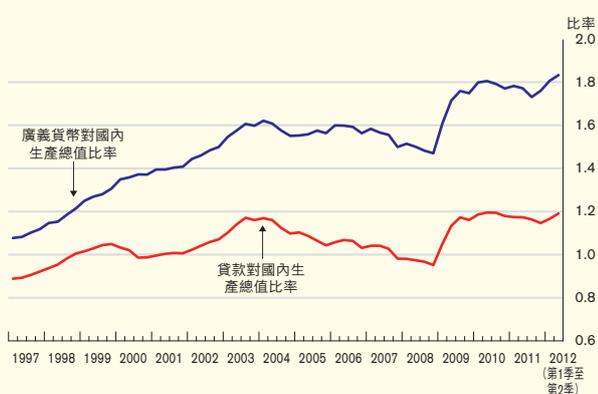
圖 2.14  
中國內地：對儲備貨幣增長的貢獻



廣義貨幣的按年增長自2012年1月觸及歷史低位後，於近幾個月內繼續保持溫和，這在很大程度上是由於企業存款因盈利能力減弱而下降及資產由存款向理財產品重新分配所致。新增短期貸款穩健增長，但中期及長期信貸一直按年下跌，直至最近才有所回升，部份反映出當局控制向地方政府融資平台及房地產發展商貸款所產生的影響。即使如此，鑑於貨幣及信貸於2009年至2010年間強勁增長，加上影子銀行體系近年來迅速發展，最近疲弱的貨幣及貸款增長數據可能誇大內地經濟的貨幣緊張狀況。

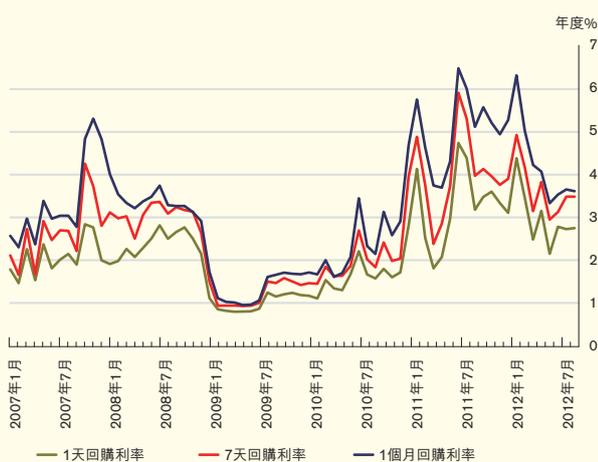
整體貨幣狀況在實質利率升高的情形下有所收緊，但仍可為增長提供支持。廣義貨幣及信貸對國內生產總值的比率於第2季升至歷史高位（圖2.15），而今年上半年除銀行貸款以外的融資規模（包括部份透過影子銀行體系進行的融資）則與近年同期相若。此外，公司債券收益率及貨幣市場利率已降至中期水平附近（圖2.16）。儘管如此，私人企業，尤其是小型及微型企業，仍面臨融資困難。舉例而言，溫州的民間貸款年利率仍然處於20%以上的高位。

**圖 2.15**  
中國內地：廣義貨幣及貸款對國內生產總值的比率



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

**圖 2.16**  
中國內地：貨幣市場利率

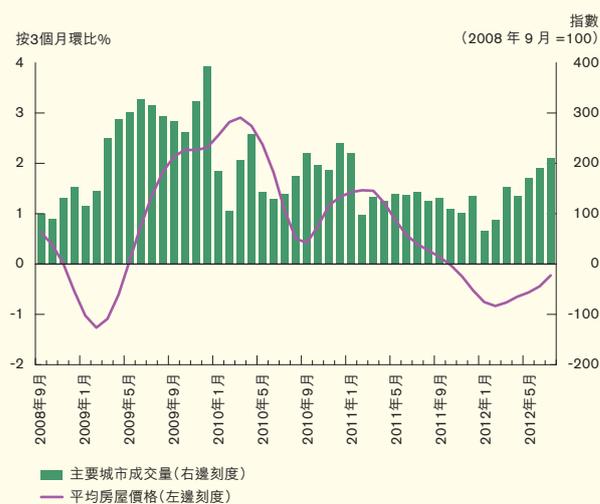


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

由於增長動力減弱及避險情緒升溫，股市表現持續低迷。上海A股市盈率於2月份輕微上升至約15倍的水平後，於8月份持續下跌至12倍以下，而過往10年的平均市盈率約為30倍。專題1探討內地經濟增長與股市的長期表現之間的關係。

房屋市場於過去數月有所恢復。整體物業價格下跌速度減緩，而包括北京及上海在內的許多大城市的房價最近環比回升。物業成交量亦穩定上升（圖2.17），主要反映出在房價下降及旨在支持經濟增長的物業相關政策調整推動下，剛性需求得以釋放。例如，一些城市已放寬對首次置業者的按揭貸款條件及首付要求。

**圖 2.17**  
中國內地：房屋價格及房屋銷售



註：  
1. 成交量指數乃基於每月在北京、上海、杭州、廣州、深圳、天津、南京、福州、廈門及寧波售出的單位數目而編製。  
2. 平均房屋價格是指70個城市價格指數的簡單平均值。  
資料來源：CEIC、WIND及金管局職員估計數字。

展望未來，房屋市場的發展前景不太明朗。地方政府可能繼續微調政策以支持房屋市場，而投資者預期會有更多支持增長的政策措施出台亦有利市場氣氛，但持續的行政管制將在近期內對物業市場構成壓力。雖

然新動工及落成的住房數量增長減慢，但庫存相比過往標準依然較高。歐洲主權債務危機進一步升級，不會對內地資產市場構成重大直接影響，但間接影響，例如市場氣氛因此而轉淡不應低估。受城市化、改善住屋需求及投資需求推動，物業潛在需求仍然強勁，政府應能夠在需要時通過調整行政管制措施來平衡市場風險。

銀行業於2012年上半年繼續錄得豐厚利潤。雖然銀行業整體不良貸款比率仍穩定在1%以下，但有跡象顯示，由於經濟活動放緩，一些地區於過往數月的不良貸款比率明顯上升。在此背景下，內地銀行股份，尤其是較小型銀行的股份，最近面臨較大的拋售壓力。

由於物業市場不明朗，加上潛在經濟增長放緩，內地銀行業可能會繼續面臨盈利及資產質素方面的壓力。儘管整個銀行業在2012年6月底的資本充足比率為12.9%，顯著高於官方要求，但一些銀行或需進行資本重整以符合新規定。<sup>4</sup> 即使如此，銀行業的風險總體上應該是可控的。過往的豐厚盈利讓銀行有較大空間吸收可能增加的信貸損失。政府當局亦已積極管理銀行體系相關風險，包括管理向地方政府融資平台提供的貸款，同時，商業銀行的貸款損失準備於2012年6月底平均增至約為壞帳的2.9倍，而於2008年底時還不足1.2倍。中國人民銀行近期進行的壓力測試表明，內地銀行總體上能夠抵禦經濟增長急劇下滑及不良貸款比率顯著升高的衝擊。<sup>5</sup>

<sup>4</sup> 依照《巴塞爾協定三》的規定，中國銀行業監督管理委員會已將商業銀行及系統重要性銀行的最低資本充足比率分別定為10.5%及11.5%。

<sup>5</sup> 請參閱中國人民銀行2012年《中國金融穩定報告》。

## 專題 1 中國內地的經濟增長與股市長期表現

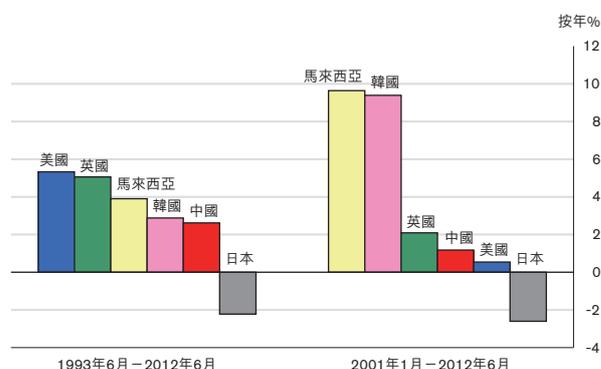
一般認為，經濟增長會支持股市表現。然而，雖然過去十年中國內地的國內生產總值年均增長率約達 10%，但其股價指數則歷經大起大落，近期更跌至接近 2001 年初的水平（圖 B1.1）。進一步分析顯示，內地股市於過去十年的表現整體而言遜於其他主要市場，實際股票平均年回報率僅為 1.2%，高於美國，但遠低於馬來西亞及韓國等大部份亞洲新興經濟體系（圖 B1.2）。即使以較長的樣本期進行分析，這種情形並無重大變動（圖 B1.2 左半部分）。在此背景下，本專題將嘗試從理論及實證角度解釋這個「困惑」。

圖 B1.1  
上證 A 股指數



資料來源：CEIC、WIND 及金管局職員估計數字。

圖 B1.2  
各市場的實質股票回報率(按年)



註：本圖中的股票回報率是根據HP過濾後的總回報指數趨勢計算而得，以降低計算結果對數據截止日期的敏感度。採用消費物價指數通脹率計算實際股票回報率。美國：標準普爾500指數；英國：富時指數；日本：東證指數；韓國：KOSPI；馬來西亞：吉隆坡綜合指數；中國：上證A股指數。

資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

### 國內生產總值增長與股市表現：經濟理論如何闡釋？

經濟理論不一定支持經濟增長越快就意味著股市表現越好的觀點。根據基本資產定價理論，股票價格是未來股息總額的貼現值，而在若干重要假設成立的前提下（例如資訊完備、市場高效且市場體系完備），在均衡狀態下股票回報應等於資本回報。<sup>6</sup> 這表明只有當經濟增長主要由全要素生產率上升所致且資本回報上升的情況下，股票回報才會相應上升。相反，若經濟增長僅源自資本投資擴大，則股票回報可能因資本回報減少而下降。

另一方面，若這些理論的相關假設不能滿足，則股票回報未必會與企業的資本回報緊密相關。在此情況下，即使經濟增長是由全要素生產率上升所帶動且資本回報上升，股市表現亦未必會改善。事實上，眾多因素均可導致基本資產定價理論的假設不能成立。具體來說，在現實中市場摩擦就是常見的因素之一。舉例而言，若股市中資訊相當不對稱且企業管治薄弱，則投資者可能會選擇估值及風險因素更易理解的資產，在此情況下，無論資本回報及經濟增長如何，股市都可能表現疲弱。

<sup>6</sup> 請參閱J. H. Cochrane著「Production-based asset pricing and the link between stock returns and economic fluctuations」，《The Journal of Finance》，1991年第1期第46冊，第209至237頁。

市場架構或會影響股票回報與經濟增長之間的聯繫。新興經濟體系尤其如此，因為在這些經濟體系中，上市公司主要為大型企業或國有企業，而作為經濟增長一個重要推動力的私營公司則通常為非上市公司。<sup>7</sup>

此外，經濟開放程度亦會影響國內生產總值增長與股價之間的聯繫。具體而言，由於中國內地嚴格管控資本帳，國際投資者無法按其希望的或所選擇的配置投資於內地股市。該等限制可能會削弱中國經濟增長與股市表現之間的聯繫。另一方面，雖然開放資本帳或會改善市場競爭及效率，但公司盈利及股票回報對國內經濟增長的敏感度可能會降低，原因是公司國際化程度提高，令外國業務的影響上升。因此，開放資本帳對經濟增長與股市表現之間聯繫的淨影響在理論上並不明確。

事實上，實證顯示國內生產總值增長與股市表現之間的相關性並不統一，視乎所研究的經濟體系、樣本期以及所使用的研究方法而定。舉例而言，Ritter (2005)對16個主要發達經濟體系進行研究後發現，1900年至2002年期間，實質股票回報與人均國內生產總值增長的相關性為負數，<sup>8</sup>而美國國家經濟研究

局就1970年代至2000年代初期19個新興經濟體系進行的一項研究亦得出類似結果。<sup>9</sup>然而，O'Neill等人(2011)發現，34個經濟體系(包括經濟合作及發展組織成員國及部分新興經濟體系)在2000年至2010年樣本期這兩個變量的相關性為0.4，而2005年至2010年期間則超過0.6。<sup>10</sup>Mauro (2000)使用多要素模型進行的研究亦表明，於1971年至1998年期間，發達及新興市場經濟體系的經濟增長與股票回報之間的關係都密切，而股票市值高、大量國內企業上市且市場監管規例源自英國的經濟體系中，這一相關性更高。<sup>11</sup>

### 中國內地的經濟增長與股市表現：兩者之間的聯繫有多弱？原因何在？

根據前述資產定價理論，部分評論員認為，由於新興經濟體系的國內生產總值增長在很大程度上是由資本迅速累積所帶動，且資本回報率下降，而非得益於全要素生產率上升，這些經濟體系的經濟增長不一定推動股市上升。

然而，嚴謹的學術研究顯示，在過去二十年，中國內地的國內生產總值增長在很大程度上是由全要素生產率上升所推動，並有穩健的資本回報。<sup>12</sup>據金管局職員分析，儘管投資增長迅速，但資本的邊際產量自1990年代初以來一直上升，直至近年才略為減弱(圖B1.3)。作為股息來源的上市公司盈利於過往十年亦總體上保持升勢。

<sup>7</sup> 請參閱 T. Ito 對 P. B. Henry 及 P. Kannan 著「Growth and Returns in Emerging Markets」的評論，NBER-EASE 2008 年第 17 冊。

<sup>8</sup> 請參閱 J. R. Ritter 著「Economic growth and equity returns」，《Pacific-Basin Finance Journal》第 13 期(2005)，第 489 至 503 頁。

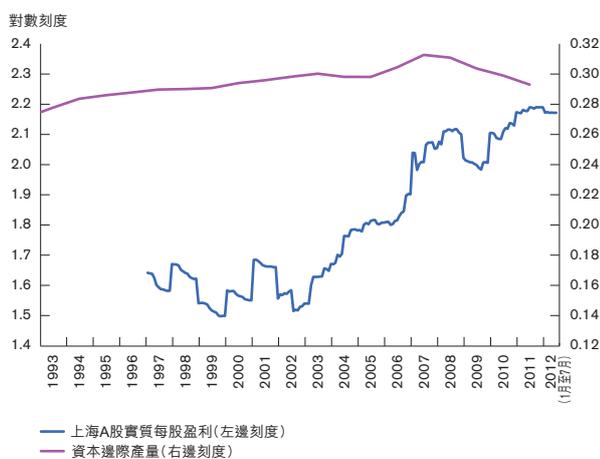
<sup>9</sup> 請參閱 P. B. Henry 及 P. Kannan 著「Growth and returns in emerging markets」，《International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalisation, and Exchange Rate Policy》(NBER-EASE 第 17 冊)，2008 年。

<sup>10</sup> 請參閱 J. O'Neill、A. Stupnytska 及 J. Wrisdale 著「Linking GDP growth and equity returns」，《Goldman Sachs Monthly Insights》，2011 年 5 月。

<sup>11</sup> 請參閱 P. Mauro 著「Stock returns and output growth in emerging and advanced economies」，《IMF Working Paper》第 WP/00/89 號。

<sup>12</sup> 請參閱 L. Brandt 及 X. Zhu 著「Accounting for China's growth」，《University of Toronto Working Paper》2010 年第 394 期，及 C. Bai、C. Hsieh 及 Y. Qian 著「The return to capital in China」，《Brookings Papers on Economic Activity》2006 年第 2 期，第 61 至 101 頁。

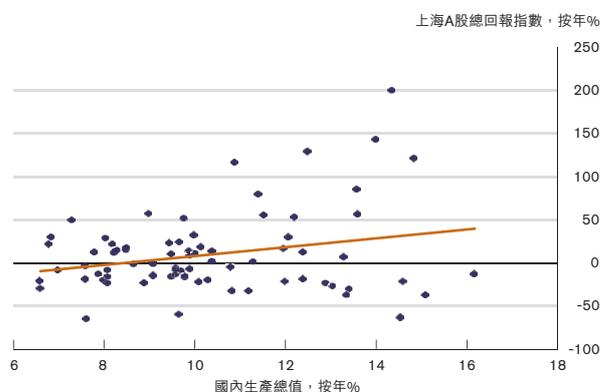
**圖 B1.3**  
資本邊際產量與每股盈利



註：資本邊際產量採用不變替代彈性生產函數估計。每股盈利已使用消費物價指數消除通脹的影響。

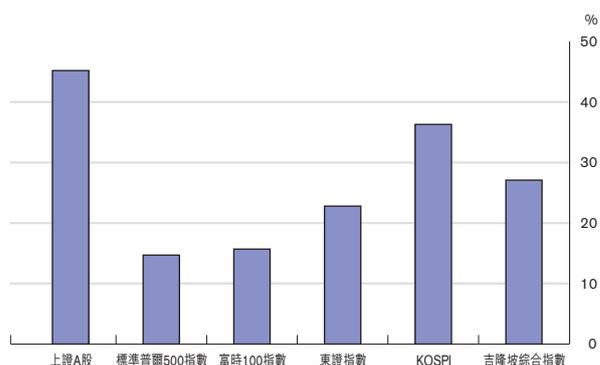
資料來源：彭博、CEIC及「How efficient has been China's investment? Empirical evidence from national and provincial data」(何東、張文朗及石明翰著，《Pacific Economic Review》，2007年第5期第12冊，第597至617頁)研究結果的更新。

**圖 B1.4**  
國內生產總值增長與上海 A 股回報  
(1993 年第 2 季至 2012 年第 2 季)



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

**圖 B1.5**  
將國內生產總值增長對股票回報的影響進行回歸分析的標準誤差



註：樣本期如下。上證A股指數：1993年第2季至2012年第2季；標準普爾500指數：1989年第1季至2012年第2季；富時100指數：1989年第1季至2012年第1季；東證指數：1990年第1季至2012年第2季；KOSPI：1981年第1季至2012年第2季；吉隆坡綜合指數：1992年第1季至2012年第1季。標準誤差越高，表明股票回報與國內生產總值增長之間的聯繫越低。

資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

儘管如此，內地經濟增長與股票回報之間的相關性似乎低於其他主要經濟體系。在過往二十年中，股票回報與經濟增長保持正向關係(圖B1.4)，但將國內生產總值增長對股票回報的影響進行簡單回歸分析表明，回歸標準誤差遠大於其他主要經濟體系進行類似回歸分析時的標準誤差(圖B1.5)。這說明中國內地的國內生產總值增長對股票回報的影響低於其他經濟體。然而，應留意自2000年代中以來，中國內地經濟增長與股票回報之間的關係似乎變得緊密一些，兩者的走勢更趨一致。

中國內地股市表現與國內生產總值增長之間的聯繫薄弱，似乎可歸因於以下結構性問題及制度問題，這些問題使基本資產定價理論難以成立<sup>13</sup>：

- 有關非流通股份轉為流通股份的不確定性。由於歷史原因，大型上市公司的大部分股份由政府及法人擁有，在2006年股權分置改革基本完成之前不可買賣。因此，投資者對非流通股份轉為流通股份導致股票供應激增的長期憂慮，在一定程度上扭曲了二級市場的資產定價。

<sup>13</sup> 早期股價變動偏離經濟增長，部分原因可能是當時僅有少量公司上市，從而股市對內地經濟的代表程度較低。

- 監管及監督問題。舉例而言，市場對首次公開招股資料披露不足，公司財務資料不夠透明以及關連人士交易問題，(尤其是控權股股東與管理層之間的交易)存在憂慮。
- 缺乏進行長線投資的機構投資者。中國股市的換手率(即買賣頻率，一個通常用於衡量投機程度的指標)遠高於發達市場及其他主要新興市場。內地股市投機程度過高似乎是因為市場由散戶投資者主導，且公司財務資料披露不足。與機構投資者比較，散戶投資者掌握的消息較少，因而較缺乏理性。

自1990年代初以來，內地當局已進行多輪改革以解決股市的結構性問題。該等政策措施，包括股權分置改革及提高機構投資者在股市的參與度，已減少內地股市的不規範行為。舉例而言，近年來投機活動似乎有所減少，如上海A股市場的換手率由2007年的逾600%降至2011年的約250%。

中國證券監督管理委員會(中國證監會)自2011年底開始推出新一輪重大改革，以改善資料披露、加強企業管治及投資者保護，並提升首次公開招股及退市程序的效率。舉例而言，新政策對首次公開招股規則作出重大調整，不僅加強市場監察及監管，亦會改善首次公開招股的股票定價，使之更符合其基本價值。退市規則的透明度已得到提升，並將貫徹實施。上市公司將須制定並確保貫徹實施股息政策。打擊內幕交易的執法行動亦將加強。此外，投資者教育將會加強，使更著眼於長線投資的投資者日漸增加。

若貫徹實施這些改革措施，預期將會改善股市的效率及功能，同時將提高中國金融系統的分配效率。然而，這僅是令股市表現與經濟增長於長遠而言更緊密相關的必要條件。

## 結論

本專題的主要內容概述如下：

- 根據經濟理論，經濟增長加快未必會刺激股市表現。經濟增長上升會否帶動股市上升，視乎經濟增長來源以及其他因素如市場架構及效率而定。實證亦表明，有關經濟增長與股市表現之間的聯繫的結論並不統一。
- 中國內地國內生產總值增長與股票回報之間的聯繫弱於其他主要市場，很可能是由結構與制度性因素造成，而當局現正致力解決這些問題。
- 預期中國證監會近期實施的政策改革將會改善內地股市的效率及功能。只要中國經濟的主要增長動力仍然是全要素生產率，則預期長遠而言，經濟增長與股市回報之間的相關性亦會更加緊密。