

▲提升A股市場開放度，促進投融資「外循環」，有利引入國外金融機構的成熟理念，促進A股成熟發展

A股如何吸取美股經驗

中美股市反映兩國經濟發展的不同及經濟成分差異，不應該簡單機械地對比和追求接軌，但在註冊制改革、健全退市制度、發展壯大機構投資者及提升上市公司治理水平等方面，A股應該學習美股的經驗，加快自身的發展和成熟。本文對中美股市的行業構成、估值水平、公司治理以及投資者結構等方面進行了對比，並對深層次的原因展開了討論。



察股觀經
李迅雷

中泰證券首席經濟學家

一、上市公司反映中美經濟差異
與美國等資本主義經濟體不同，中國是以公有制經濟為主體的社會主義市場經濟，國有企業在經濟中佔有重要地位。A股市場的國有控股企業市值佔比一直比較高，雖然自2007年以來國企市值佔比明顯下降，但到目前仍在40%以上。以金融、能源、傳統工業為主的國有企業在A股中佔有較高比重，也是與美股的重要差異。

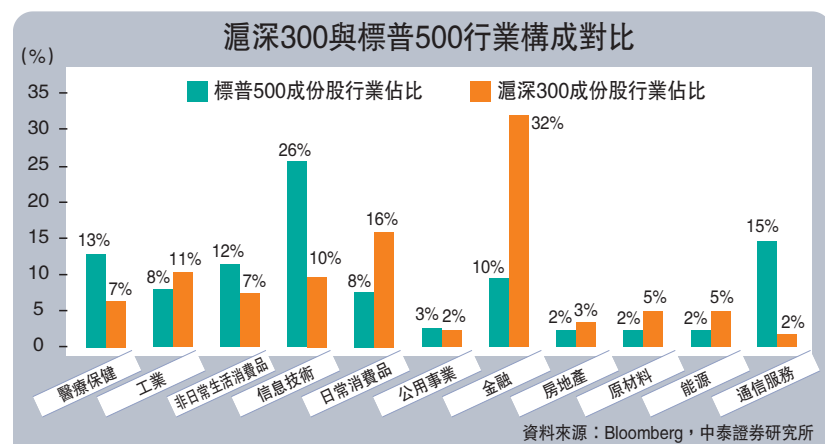
近兩年來，民營經濟比重顯著上升。從指數市值佔比來看，中證民企指數市值佔比總體呈明顯上升，這與更多優質民企上市有關。在2017和2018年，民企指數市值佔比有階段性回落，或許與當時大力去槓桿、信用收縮的政策環境有關，信用收縮下民企受影響大。2019年之後，民企市值佔比重回升勢。

二、多因素促A股估值勝美股
比較A股和美股的主要股票指數的市盈率（PE），除了滬深300指數受權重較大、估值較低的銀行股影響外，其他A股主要指數的市盈率過去長期高於美股。如果從各指數成份股的市盈率中位數來看，A股主要指數的市盈率過去長期明顯高於美國。

A股市場長期的高估值現象與供給機制有關。以過去很長時間績差股受追趕的現象為例，在缺乏嚴格的退市制度時，小市值的績差股退市的風險有限；同時審批制下股票市場的供給不足，因此即使業績很差，但在「借殼」、跨界併購重組等事件的驅動下，績差股可能獲得很驚人的漲幅。

2016年以來金融監管趨嚴，A股估值也趨於回落。但2016年以來A股總共有1269隻新股上市，僅有34隻退市。績差股的股價無法完全反映其退市預期，造成股價和業績不匹配，拉高了A股市場的估值。在納斯達克市場上，上市公司退市是一種十分普遍和正常的市場行為。2016年以來，納斯達克IPO上市764家公司，退市714家，退市數量與IPO數量相當。優勝劣汰的市場機制下，股價和業績的匹配度更加合理，就不容易出現過高的估值。2016年納斯達克成份股的PE中位數保持在28倍附近，同期A股PE中位數則在44倍附近。

A股市場中個人投資者較多，市場非理性程度較高，也造成了A股市場長期的高波動、高換手的現象。長期以來，美國三大證券交易所中，散戶日均成交量僅佔總成交量11%左右。今年上半年美國散戶交易異常活躍，散戶交易量佔比也僅上升至20%左右。而根據上交所公布的數據，A股市場中散戶交易佔比常年保持在80%以上。相對機構投資者，個人投資者



往往更容易追漲殺跌、炒作題材、頻繁交易等，造成A股的波動率長期明顯高於美股。今年上半年美股散戶交易量創新高，美股指數的波動率也升至高位。

三、中美股市對比下的啟示
A股與美股在行業構成等方面的差異可能主要由兩國經濟發展的階段和構成的決定，更多的是「股市反映經濟」的客觀結果。而A股估值長期偏高則更多是資本市場制度層面的差異造成的，加快推進註冊制和退市制度等市場化改革是A股當前最需要的。

加快推進註冊制以及退市制度，才能有效擴大供給，實現優勝劣汰，使得A股整體估值水平保持合理。以納斯達克市場為例，上市後累計漲幅超過1000倍的公司有6家，超過100倍的有50家以上，超過10倍的有200家以上，但是累計退市的公司超過10000家。可見納斯達克指數的巨大漲幅以及偉大公司的出現都是建立在大浪淘沙、優勝劣汰的基礎上。

資本市場要發揮優化資源配置的功能，需要對上市公司的質地和發展前景等進行專業的評估，具有較高的專業門檻，而大部分個人投資者很難具有足夠的專業能力。國內外的實證數據都表明，當個人投資者交易佔比上升時，市場的波動率、換手率以及非理性特徵都會明顯增加。可見，培育和壯大機構投資者，引導個人投資者通過公募基金等專業機構參與股票市場投資，能提升市場的理性程度，更好的發揮資源優化配置的功能。

此外，全面提升A股上市公司的治理水平，提高長期盈利能力，才能給長期投資者、價值投資者帶來較高的回報，才能促進資本市場投融資功能的良性發展。

一方面，要加強和完善對上市公司的監管，消除各種制度套利和「鑽空子」的空間，遏制各種「賺短錢、賺快錢」投機風氣，促使上市公司更加專注長期經營和提升長期盈利能力。近年來，監管力度已經明顯增強，也取得了一些效果。比如監管機構和交易所對上市公司信息披露和財務數據等方面的問詢、批評、譴責等數量不斷增加。

另一方面，上市公司治理水平的提升還需要更市場化的激勵機制、更完善的法治環境、更穩定的政策預期，以及更強的企業家信心和企業家精神等。整體的營商環境和

社會文化氛圍對長期提升上市公司治理水平可能至關重要。

四、「雙循環」下的改革建議
如果將國內投資者的投資需求和企業的融資需求對接稱為「內循環」，國內投融資需求與國外資本對接稱為「外循環」，那麼疏通「內循環」應該是當前更重要和緊迫的任務。

一方面，中國居民儲蓄餘額高達80萬億元，全球第一，與發展中國家的地位極不相稱，居民儲蓄率也高達45%。如此大規模的居民儲蓄，背後也反映出居民的收入差距較大問題。

根據統計局公布的全國居民可支配收入，高收入戶分組的收入增速較快，且高於中等收入戶分組。招商銀行私人財富報告的數據也顯示，高淨值（資產>1000萬）人群數穩步增長，且高淨值人群持有的可投資資產佔全體可投資資產的比例提升較快。因此，無論從居民財富數據還是消費數據，都揭示了當前中國存在的收入差距問題不容忽視。在2020年實現了全面奔小康之後，接下來十五年的首要任務，就應該是顯著縮小收入差距了。

另一方面，國內中小企業普遍面臨融資難的問題，直接融資的比重不到20%，遠低於美國直接融資比重（接近90%）。疏通投融資的「內循環」，提高股權融資在社會融資中的比重，既可以拓寬企業的融資渠道，降低企業的槓桿率水平，還可以緩解優質股權類資產供不應求的局面，改善中國居民家庭的資產配置結構，從房地產領域部分轉到金融產品領域。

提升上市公司治理水平是疏通「內循環」的重中之重。這需要在提升監管水平、完善國企經營層的激勵機制、健全的法治環境、穩定的政策預期以及提升民營企業家的長期信心等全方位發力。

此外，提升A股市場開放度，促進投融資的「外循環」，有利於引入國外金融機構的成熟理念，促進A股的成熟發展。近年來不斷提高QFII和RQFII的額度乃至近期取消額度限制，以及與港股互聯互通機制建立等，都有效提高了A股市場的開放度。但相比其他新興市場，A股的開放度仍較低。中國股市中外資持有的股票市值，佔A股總市值的比重，不足3%。相比之下，印度、中國台灣、韓國等其他新興市場的外資佔比，均超過20%。

監管介入 維護債市秩序



海通證券首席宏觀分析師

11月20日，瀋陽市中級人民法院裁定受理債權人對華晨汽車集團控股有限公司（以下簡稱華晨集團）重整申請，標誌著華晨集團正式進入破产重整程序。法院裁定稱，華晨集團存在資產不足以清償全部債務的情形，具備企業破產法規定的破產原因。但同時集團具有挽救的價值和可能，具有重整的必要性和可行性。

華晨汽車集團控股有限公司成立於2002年，總部位於遼寧瀋陽市，是經遼寧省政府批准設立的國有獨資公司，公司經營範圍包括設計各類汽車、發動機及零部件並提供技術諮詢、製造、改裝、銷售各種轎車、發動機及零部件等。該公司控股股東為遼寧省人民政府國有資產監督管理委員會，直接或間接控股、參股四家上市公司，並通過旗下上市公司華晨中國與寶馬合資成立華晨寶馬公司。

在破產重整前，華晨已陷入債務危機。2020年10月23日，華晨汽車因流動性緊張，資金面臨較大困難，未能如期償付「17華汽05」的本息共10.53億元（人民幣，下同），實質性違約讓華晨旗下所有債券都被停牌，引發市場關注。11月4日，華晨汽車集團雖多方努力籌集資金，但由於資金困難，僅能兌付債券利息部分。

債台高築，可動用資金少。2020年半年報顯示，華晨集團總資產為1933.25億元，總負債為1328.44億元，資產負債率為近70%，公司歸母淨利潤為-1.96億元，較前幾年同期有所下降，此外公司流動比率為1.1，存在短期償債壓力。合併報表賬面雖存在一定貨幣資金，但其中部分為受限貨幣資產，可動用資金無法足額償還債務。從存續債券來看，公司未來信用償債壓力主要集中在2021年至2023年。

11月20日，證監會發布公告，對華晨集團採取出具警示函的行政監管措施，並決定對其涉嫌信息披露違法違規立案調查，對華晨集團有關債券涉及的中介機構進行同步核查，嚴肅查處有關違法違規行為。同日，上交所向招商證券出具了監管警示函，警示函稱招商證券在承銷並擔任「華晨汽車集團控股

有限公司2017年非公開發行公司債券（第二期）」（下稱「17華汽05債」）受託管理人期間，存在未及時履行受託管理人信息披露職責、未有效履行受託管理人信用風險管理職責等違規行為。

嚴厲處罰「逃廢債」行為

此次監管在華晨破產當日宣布行政監管措施及立案調查，表明監管對維護債券市場平穩運行發展、保護投資者權益的決心，高度重視債券市場風險管理工作，秉持「零容忍」態度，嚴厲處罰各種「逃廢債」行為，嚴守不發生系統性風險的底線。

具體來看，釋放出兩個信號：
1）監管高度重視投資者合法權益保護。依法嚴厲打擊各類違法違規行為，維護債券市場良好秩序。
2）守住風險底線，支持合法合規融資發債。維護債券市場正常功能，支持各類所有制企業合法合規通過債券市場融資發展，牢牢守住不發生系統性風險的底線，促進債券市場平穩健康發展。

上交所就近期債券市場風險事件答記者問時提到，在應對債券風險方面，後續將進一步加強公司債券風險管理和推進違約處置工作：

一是加強自律監管，對重大違法違規行為堅持「零容忍」，將依法依規採取監管措施，嚴肅處理，切實維護市場秩序，保護投資者合法權益。

二是加強風險監測排查，落實公司債券風險監測機制，加強相關行業、地區存在個別風險隱患企業的風險排查，及時發現、及時預警、及時督促化解處置。

三是形成監管合力，加強信息溝通，加強跨市場監管協同，督促發行人、中介機構落實風險管理責任和化解處置風險。

經濟修復時期，更要發揮公司債券服務實體經濟的作用。公司債券是資本市場服務實體經濟的重要方式，對提高直接融資比重，降低社會融資成本具有重要作用。今年1月至10月非金融企業在上交所發行公司債券2.45萬億元，推動了企業復工復產和實體經濟發展。上交所提到，後續會持續完善公司債券發行和交易制度，加強信息披露，支持各類符合條件的企業發行公司債券，引導投資者加強市場分析研判理性投資，壓實發行人和中介機構責任，保護投資者合法權益，建設高質量的公司債券市場，更好地服務實體經濟。

租金回落助市民紓困



Q房网香港董事總經理

儘管一場新冠肺炎疫情，不單令多個國家陷入蕭條，亦引發全球經濟「大洗牌」，然而香港仍然是全球樓價最難負擔的城市，連帶生活成本亦冠絕全球。英國著名新聞集團經濟學家旗下智庫，最新公布的全球生活成本調查，多個地方的排名出現轉變，唯獨香港仍然保持全球第一，而瑞士蘇黎世及法國巴黎則取代新加坡及日本大阪，與香港並列榜首位置。

香港生活指數高早已經是不爭的事實，有關調查是每半年進行一次，今次調查在剛過去的9月進行。調查結果反映疫情對各地經濟影響，比較全球約130個主要城市，當中138項產品及服務的價格作分析，全球整體生活指數仍較去年同期上升0.3點。

根據智庫的分析，各國通貨膨脹和貨幣貶值是決定當地生活成本的重要因素，報告亦分析美洲、非洲及東歐等城市的成本自去年起回落，而西歐城市則愈來愈昂貴，部分反映歐洲貨幣相對美元上升的影響。

另一個重要因素是當地人口變化，因疫情導致當地外勞離開，新加坡整體人口自2003年來首次出現收縮，需求下滑並陷入多個月的通縮，亦令新加坡的排名顯著回落三名，跌至全球排名第四。大阪亦出現類似的趨勢，消費者價格滯滯，以及日本政府補貼公共交通等成本，令排名下跌四位至第五名。

至於香港情況，自去年下半年修例風波，以至今年疫情影響下，本地經濟已持續出現衰退，來港工作的海外僱員減少，同時來港升學的內地生亦銳減，因此自去年8月開始，全港私人住宅租金指數顯著回落。按差估署最新數字，全港私人住宅租金指數報179.3點，較去年8月的高位下跌10%以上。

同時，本地物價指數亦有所回落，根據政府綜合消費物價指數，9月份整體消費物價與一年前比較下跌2.2%。這跌幅較8月份相應跌幅（-0.4%）為大，不過剔除所有政府一次性紓困措施的影響，基本通脹率仍達至按年上升0.5%。

總而言之，整體租金水平以至本地經濟情況往往都是環環相扣，失業上升、經濟收縮，租金自然會有所回落，對紓解市民生活困難有一定的幫助，現階段最重要仍然是疫後經濟重啟，以至整體樓市保持平穩。