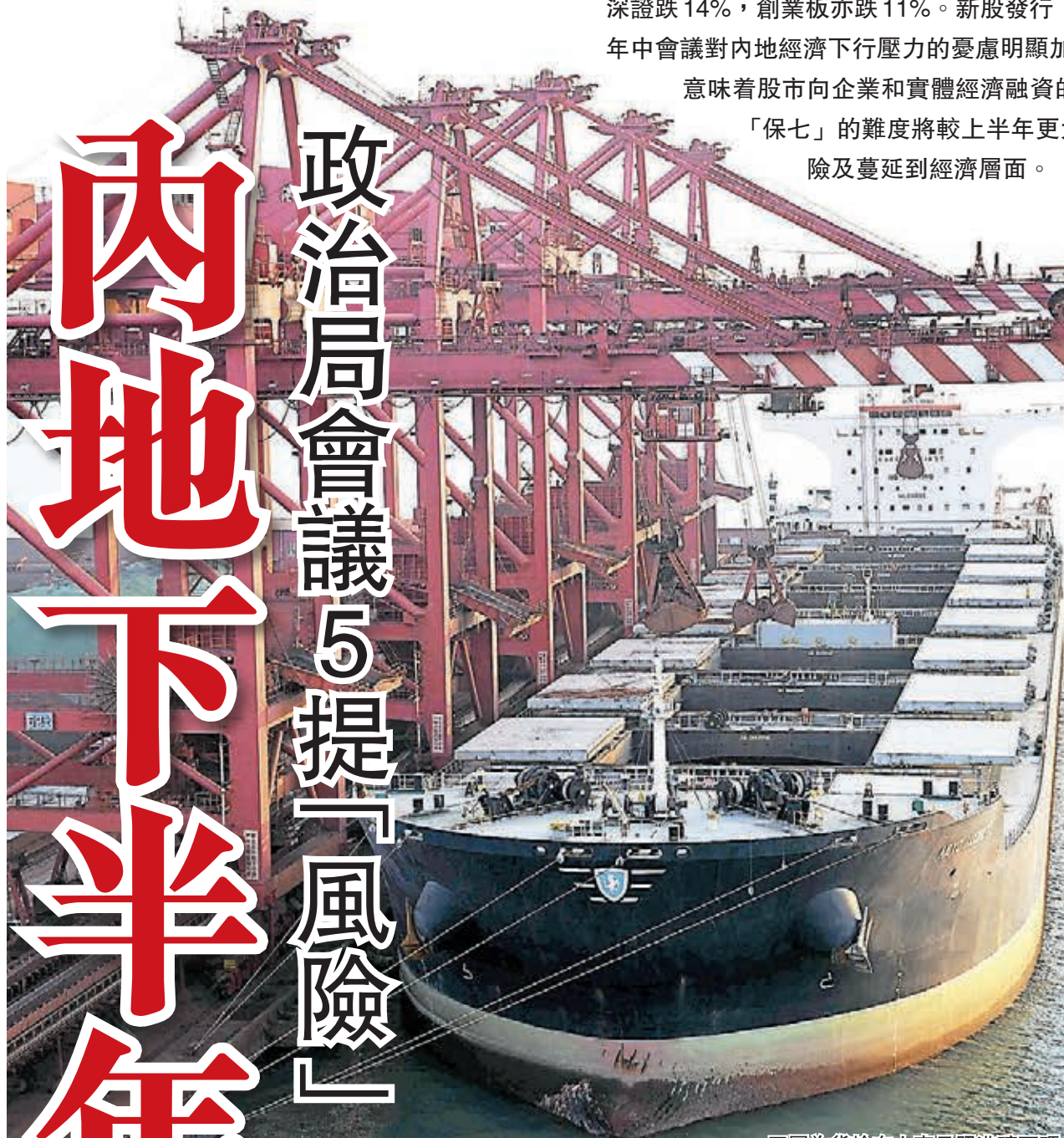


「國家隊」救市效果遜於預期，A股7月份的表現較6月份更差，三大股指全月累計跌幅均超過1成，其中滬指跌14%或613點，深證跌14%，創業板亦跌11%。新股發行(IPO)更因股災遲遲不能重啟，有可能再次長期處於「暫停」狀態。上周四舉行的政治局年中會議對內地經濟下行壓力的憂慮明顯加重，會議5次出現「風險」一詞，今年4月30日的會議僅出現2次。多位專家均擔憂，這意味着股市向企業和實體經濟融資的功能減退，多個支柱行業均將受到影響，進而嚴重拖累內地經濟增幅，下半年內地GDP「保七」的難度將較上半年更大。但也有不少分析員持相反看法，認為股票在融資中的佔比仍較低，不會導致系統性風險及蔓延到經濟層面。

香港文匯報記者 涂若奔

內地下半年「保七」難

政治局會議5提「風險」 專家學者看法不一



圖為貨輪在山東日照港碼頭卸載進口鐵礦石。資料圖片

今年和去年政治局會議要點對比

- 1. 回顧上半年**
 去年會議：GDP目標增速為7.5%，上半年僅為7.4%，未完成目標，但政府認為其仍處於合理區間。
 今年會議：GDP目標增速為7%，上半年為7%，與預期目標相符。
 - 2. 展望下半年**
 去年會議：強調未來不確定因素較多，經濟發展面臨較大挑戰。
 今年會議：強調經濟下行壓力依然較大，經濟增長新動力不足和舊動力減弱的結構性矛盾依然突出，也意味着對經濟下行壓力更為重視。
 - 3. 貨幣政策**
 去年會議：沒有明確表述。
 今年會議：明確穩健的貨幣政策要鬆緊適度，保持合理的流動性。
 - 4. 經濟政策**
 去年會議：以區域發展為主，要培育區域增長極、落實新型城鎮化規劃。
 今年會議：核心是加快實施創新驅動發展戰略，促進大眾創業、萬眾創新。
 - 5. 改革**
 去年會議：有專門一段來論述，涵蓋簡政放權、投資體制改革、壟斷行業和服務業放開等。
 今年會議：簡要在段落中提及，重點推進國企、財稅、金融等體制機制改革。
- 製表：香港文匯報記者 涂若奔 資料來源：海通證券

樂觀派

股災不會導致經濟危機

香港文匯報訊(記者 涂若奔)瑞銀、光大證券和海通證券發表的報告均認為，股市暴跌對經濟的整體負面影響有限，由此引發金融危機或經濟危機的可能性也極小，相信本輪政府救市的重要目標只是降低股市的高槓桿。中國國際經濟交流中心預計，下半年內地經濟可實現「保7」的目標。

股票佔新增社會融資僅2.6%

瑞銀證券中國首席經濟學家汪濤近日發表報告指出，雖然決策層積極推進直接融資，但股票在實體經濟融資中佔比仍然較低。2014年股票融資佔新增社會融資規模的比重僅為2.6%，今年1月-5月也只升至4.2%，這表明內地金融體系仍然是銀行主導、股市的直接影響較低。因此，股市大跌不會顯著影響企業生產和投資。

汪濤認為，股市大跌對融資成本的影響則相對複雜。一方面，隨着流入股市的流動性需求減弱，債券投資需求增加，股市相關理財和信託產品、債券的收益率有望下降。另一方面，股市動盪可能使一部分融資需求轉移到信貸，在其他條件不變的情況下，信貸需求和融資成本可能會趨於上升。由於證券公司和公募基金對股市的直接敞口較大，的確會受到較大衝擊。但二者總資產僅佔金融體系總資產的約5%，且擁有央行流動性支持的證金公司可以隨時為證券公司提供必要的流動性支持。

光大證券首席經濟學家徐高近日也發表報告指，根據其模型估算，在非常極端的情況下，滬指跌到2,000點水平，如若融資盤一直不平倉，可能給券商帶來約3,000億元(人民幣，下同)的損失，給銀行業帶來不超過4,000億的損失。這一量級還不至於威脅到金融體系的系統穩定性，對實體經濟的威脅也不大。

行業疲弱體現在GDP數字上

徐高表示，如果此次股市震盪讓金融行業增速跌回去年全年10.2%的平均增速，那麼GDP增長會因此減速約0.6個百分點，即是僅剩6.4%。「這聽起來好像挺嚴重，但其實只是數字遊戲。因為金融行業增速的放緩，只是讓其他行業的疲弱更多體現在了全社會GDP數字上，實質影響不大」。

海通證券的報告也認為，2013年內地債市去完槓桿後迎來長期慢牛，當下股票市場在擠兌效應下悲觀情緒瀰漫，但以史為鑒，相信只要去槓桿這個毒瘤，內地資本市場的明天依然充滿希望。

下半年新投資帶動產能合作

對於下半年內地經濟的表現，部分官方機構的看法也較為樂觀。中國國際經濟交流中心改革開放處處長張煥波上周指出，內地經濟長期潛在生產力能達到7%到8%，7%的增速比較正常；「下半年形勢會更好一些」，主要是由於內地基礎設施還未飽和，下半年可能會有新的投資，帶動產能合作。同時，《中國製造2025》規劃、「互聯網+」等行業性政策也將成為經濟增長的新引擎。此外，由於海外對中國傳統工業需求有所好轉，因此石化、鋼材、原材料等行業有恢復的可能，有助於整體經濟企穩向好。

悲觀派

股災對實體經濟影響非常大

香港文匯報訊(記者 涂若奔)上周四召開的政治局年中會議對內地經濟下行壓力的憂慮明顯加重，與近期多部委官員對經濟「緩中趨穩、穩中向好」的樂觀表述形成反差。究其原因，A股近期的股災以及由此導致的系統性風險，顯然是影響經濟的一大隱憂。據統計，此次政治局會議總共5次出現「風險」一詞，而今年4月30日的政治局會議僅出現2次。中國國際經濟交流中心研究員王軍指出，從會議傳達的信息不難看出高層對今年經濟增長底限7%可能守不住的憂慮，因而將「穩增長」作為首要任務。

改革創新舉措無法推進

中國國家信息中心經濟預測部主任祝寶良表示，股災對實體經濟影響非常大，切斷了貨幣和財政政策發揮效應的機制；由於IPO被停止，原本可以借助資本市場改善的企業資產負債表又被打回原形，很多改革創新的舉措也無法推進。另外，股市連續跌停導致的幾十萬億市值被蒸發，也讓居民的財富化為烏有。

企業債務緊縮效應復燃

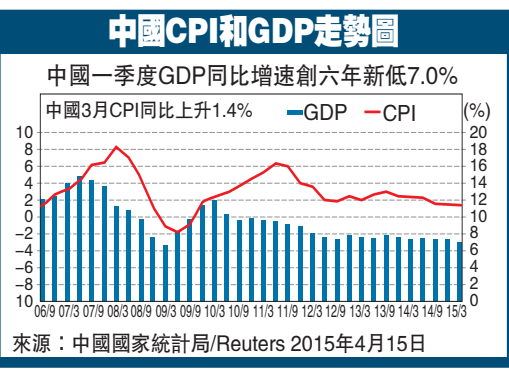
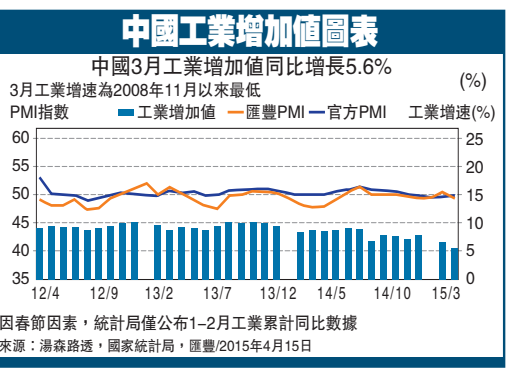
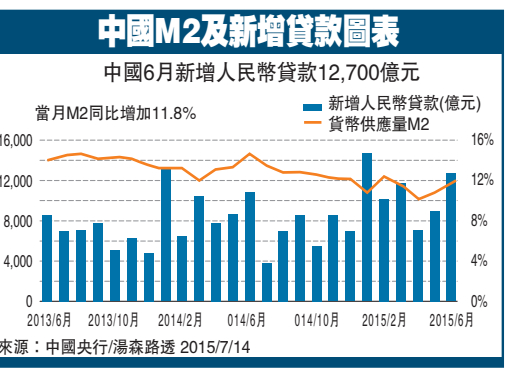
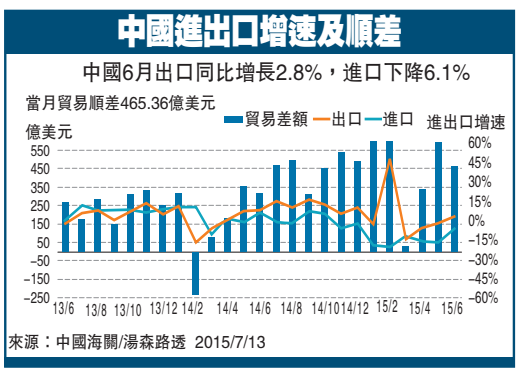
祝寶良並指出，去年股市上升為宏觀經濟復甦起到了很重要的作用，確實降低了企業負債，融資活起來了，經濟也因此受益，但近期突發的股災令債務緊縮效應復燃，由於去槓桿、去產能和去庫存尚未解決，加之債務壓力，內地經濟還沒到底，明年還得往下走。中國宏觀經濟學會秘書長王建也認為，不匹配的數據顯示中國經濟並未見底，下行風險依然很大，並預計明年一季度會明顯回落。

獨立研究機構莫尼塔報告估計，上半年扣除證券業後，內地GDP的真實增速大約在6%左右，預計下半年金融服務業將持續下滑，拖累第三季度GDP約0.1-0.2個百分點，拖累第四季度GDP約0.5個百分點。

社會財富縮水拉低經濟

光大證券首席經濟學家徐高近日也在報告中指出，金融向實體的感染可能通過「資產負債表渠道」和「信貸渠道」兩條路徑發生。即是因股價下跌，導致持有股票的居民和企業財富縮水，資產負債表受損；同時對金融機構也會造成影響，降低其向實體經濟提供融資的能力，從而在實體經濟中形成信貸緊縮，拉低經濟增長。

上海交大安泰經濟管理學院教授潘英麗也認為，除了應警惕系統性風險引發信用事件與違約事件，從而把危機從股市引向實體經濟外，還有可能引起資本大量從中國外流，引發本幣貶值，使中國經濟與金融轉型受到挫折。



暫停IPO 投資勢縮水2000億

香港文匯報訊(記者 孔雯瓊 上海報道)若A股市場IPO暫停延至年底，對內地經濟增長的拖累有多大？海通近日發表報告推測，這將導致下半年投資規模縮水2,021.3億元(人民幣，下同)，拖累第3季度GDP增速0.366個百分點，拖累第4季度GDP增速0.284個百分點，拖累全年GDP增速0.180個百分點。

本次股災中監管層採取了暫停IPO措施，7月4日上交所和深交所共披露了28家公司的暫緩發行公告，其中上交所10家，深交所18家。中證監表示因前期市場出現大幅波動、異常情況時，為維護市場穩定採取的減緩、暫停IPO措施是必要的，但應急措施是短期的。

上半年滬深IPO極度活躍

而在此之前，2015年上半年的滬深IPO極度活躍，無論是數量還是融資額一度在全球都是數一數二。據普華永道統計，2015年上半年滬深IPO共計187宗，較2014年同期增加260%，半年融資額1,461億元，同比增長314%。無論是IPO數量還是融資額都已超出2014年全年。

海通也發表報告指，去年IPO重啟以來，A股市場IPO募資總規模接近2,000億元，其中今年第1季度459.9億元，第2季度983.8億元。假定IPO為暫停，而今年下半年IPO募資規模與上半年相等，則第3、4季度IPO募資規模均值約為721.9億元。考慮到今年上半年股權質押率約在40%左右，這意味新增IPO融資可通過質押貸款獲得288.8億元，因而IPO暫停將導致15年下半年投資規模縮水2,021.3億元。



股市財富效應反映在股民面上，A股早前的狂牛，交易大廳的股民在大盤笑開顏。資料圖片

拖累全年GDP增速0.18百分點

報告又稱，近幾年來，投資拉動GDP的乘數效應正逐漸下降。從最新數據看，去年資本形成總額僅為固定資產投資的56.4%。因而，2,021.3億元固定資產投資對應的固定資本形成總額約為1,139.6億元。假定今年第3、4季度固定資產投資價格指數同比增速與上半年持平為負0.46%，則IPO融資暫停將拖累3季度GDP增速0.366個百分點，拖累4季度GDP增速0.284個百分點，拖累全年GDP增速0.180個百分點。

財政及貨幣政策料寬鬆加碼

香港文匯報訊(記者 涂若奔)多個官方人士和券商均指出，從最新的GDP、PMI及進出口數據(見附表)等來觀察，內地經濟下行壓力仍大，人行有必要繼續放鬆貨幣政策。中國國家信息中心經濟預測部主任祝寶良認為，下半年內地的貨幣政策需加大力度，基準利率降到1.5%都行；降準也有必要，至少需要讓M2增速達到12%的年初目標。

國家發改委宏觀研究院副院長陳東琪也表示，內地的財政和貨幣政策都有調整空間，其中財政政策在減稅降費，增加對中低收入人群補助，以及擴大赤字率等方面均有空間，而貨幣政策在降息方面的可能性不大，但降準仍有空間，同時更應加快推進金融改革。

推動PPP模式引導民間投資

申萬宏源證券宏觀研究組撰寫的報告也預計，貨幣政策方面，內地未來將以對沖性的降準和定向降準為主，預計降準空間至少150點子；另外，下半年將加大對重點領域和薄弱環節的定向支持，重點轉向促進信用擴張。財政政策方面，預計下半年會繼續加快推進重大工程建設，推動PPP政府和社會資本合作模式引導民間投資，加強政策性銀行「第二財政」的作用支持信用擴張，地方債發行力度有可能超預期。盤活存量財政資金成為積極財政政策的重要抓手，赤字規模或進一步擴大。

第三季仍有望再度整體降準

中國中信建投宏觀債券研究組黃文濤、王洋等撰寫的



有官方人士認為，下半年內地的貨幣政策需加大力度，基準利率降到1.5%都行；降準也有必要，至少需要讓M2增速達到12%的年初目標。資料圖片

報告表示，儘管近期宏觀經濟和金融數據有所改善，但中央對於經濟反而更趨謹慎，股災後對於防風險提到與穩增長同樣重要的高度，政策落腳到實體經濟和企業。政策選擇方面，預計財政政策可能會出台增加赤字和第三批1萬億元的地方置換債券。預計貨幣政策朝着寬鬆的方向運行，第三季度仍有望再度整體降準。

方正證券首席宏觀分析師郭磊也在報告指出，政治局會議定調為戰略定力，將發展實體經濟提升到了政策出發點的高度，並提出結構調整、防風險兩大任務，說明股災讓政策對於未來更為謹慎。財政和貨幣政策的大基調保持了延續，更寄希望於財政發力，更希望於貨幣政策服務於實體，可以簡單理解為寬財政穩貨幣。