

# 大陸股市近期發展 與經濟情勢分析

文 / 聶建中

## 一、中國大陸「大國崛起」的經濟起飛之路

世紀轉換之際，中國大陸的經濟實力逐漸展露光芒，創造不少「超速」奇蹟。外匯存底在20世紀末宏觀調控盯住美元匯改後的極低估匯率水準（8.278RMB/USD）下，迅速自2003年起激升，2006年突破一兆美元，竄升為世界第一，並扶搖直上，每季幾以1,000億的增長，至2014年5月突破4兆美元的龐大外匯存底；在「鐵公機捷」的建設與發展上，「四綜四橫」加上「渝新歐」萬里鐵路等的量度與速度，令世人驚嘆，全球稱冠；而人民幣國際化的進程，更在「胡」「習」交接時點前所未有的全球迅速普及；近些年來，「中國製造」（China creation）之「紅潮」出擊，內地有進口替代的紅色供應鏈、國際上則有以「創新」（innovation）與「技術」（technology）為標的的紅色資金潮的大型科技紅色併購案，多所舉措與效應，早讓全球政經觀察家關注並持續追蹤著「大國崛起」之全球影響，此崛起之勢與速，深刻改變著新世紀以來的國際政經氛圍，大陸與美國的「龍鷹之爭」一時間成為新世紀當下國際間關心矚目的焦點。

中國大陸「大國崛起」之路，以經濟點燃炬火，前後歷經三個階段，江李（江朱）的「窮轉富」階段

（1994～2003）、胡濫的「富轉剛」階段（2004～2013）、及至現階段以「中國製造2025」配以「亞投行」及「一帶一路」，饒富「中國夢」的習李「剛轉強」邁向階段（2014～）。藉經濟飛速成長之際，國際投資客紛紛以「錢進中國」創造出不少獲利商機，無論是利率與匯率的「雙率」套利、低價成本的實體投資經商盈餘、或是股市操盤的資產投資獲利，大陸經濟的起飛著實讓不少國際投資客，甚至大陸境內的本地投資人，嘗到財富累積的甜頭。然而景氣有循環、經濟有強弱、股海有起伏，近些年來，大陸經濟增速持續放緩，股市數度出現市場崩跌，到底現階段大陸經濟情勢處在如何的階段？股市的發展與走向又是如何？受到大陸經濟外溢（spillover）影響的全球各國政策擬定者莫不極度關心。

## 二、中國大陸經濟增速放緩

中國大陸經濟的迅速起飛，有目共睹。自20世紀末起至2010年，大陸經濟成長率都持續維持在10%以上的兩位數飛躍增幅，然而2011年起，大陸經濟已不再呈現兩位數增長，該年破10呈9.2%增幅；2012～2013年更是中國大陸經濟走緩的鮮明年度，分別增長7.8%及7.7%。2013年10月於印尼峇里島舉行的第21屆「APEC經濟領袖會議」中，大陸

國家主席習近平受訪國際媒體時（該年度美國總統歐巴馬因國會休會17日未出席會議），清楚明示中國大陸在兩個金融面及兩個產業面所面臨的四大隱憂：「影子銀行、地方債務；產能過剩、需求下滑」，等於告訴世人，中國大陸已不再是初生嬰兒的快速成長孕育期，該是強化體質，化身成為美少女的成熟期了。2014年大陸經濟增長呈現低於原7.5的增長目標的7.4%年增率；而2015年大陸經濟年增率，更持續下滑至7.0%。

單從外匯存底的增減，亦不難偵測出目前大陸經濟窒礙難行之痛。大陸外匯存底，自1992年起的200多億美元，已持續超過20多年的增量，2014年6月來到4兆100億的歷史頂峰，自此轉折向下，甚至於2015年銳減13%，一整年減少了5,127億美元，量減至3兆3,300億美元。分析中國大陸這波導致外匯存底銳減的因素：包括數度匯改人民幣貶值後央行進場支持本幣以及外資資本外逃（capital flight）有關。

全球化的「地球村」世代裡，經濟連動的蔓延效果（contagion effect）明顯加劇。大陸經濟的增速放

緩，嚴重衝擊到國際經濟的消長及國際金融市場的運行，美國欲跳脫「零利率」（FFR的0~0.25%）時代的升息決策，於2015年第二季及第三季，皆以大陸經濟減緩可能帶來的市場嚴重衝擊而延緩了原本既定升息時點，直至2015年最後一季終以一碼升幅執行。中國大陸龐大經濟體的經濟增幅放緩，為全球經濟動能及金融市場鋪上一層慘澹陰霾，使得全球民生消費信心下跌、產業投資動能滑落，讓原本就供需失衡、供需缺口遽增的全球「新常態」或稱「新平庸」經濟（New Mediocre）雪上加霜。全球經濟的陰霾加劇，進一步造成全球總合需求市場的萎縮，反撲回去，又讓過去長時間以來一向以低廉成本產出、出口導向獲利的大陸經濟，承受偌大的衰退股憂。此刻，到底是中國大陸經濟衝擊著世界經濟的運行，還是世界經濟壓抑了大陸經濟的成長，這個自古以來「蛋生雞還是雞生蛋」的無解議題，發生在當前渾沌蕭條的市場景氣氛圍中。但無論如何，可以預想而見的，大陸經濟成長之放緩，此時已然明顯，未來還將持續。這也讓2014年國際貨幣基金（IMF）總裁拉加德



大陸股市自去年第三季以來，經歷連續數度恐慌崩跌，讓投資人信心蒙上陰影。

©法新社

(Christine Lagarde) 提出的全球經濟成長面臨乏善可陳的「新平庸」經濟，在全球市場中仍將盤旋一段時間，此低投資低通膨、高失業高負債的兩低兩高經濟陣痛，短時間裡將難以揮散而去。

### 三、大陸股市的大起與大落

股市和經濟是連動的，中國大陸經濟力的表現不佳，自然也牽動著股市的下探表現。細看一年多來的大陸股市表現，自2014年中股市起漲，上海證券交易所綜合股價指數（滬指）在5月間尚呈1991的歷史低點，隨後持續一連12個月的漲勢（除2014年12月外），先是緩步起漲，至2014年11月起漲幅擴大，2014年底來到3239相對高點。接著在2015年2月起，滬證指數受當時資金面、市場面及政策面的多項利多帶動，更拜「中國製造2025」，以及「亞投行」和「一帶一路」的「中國夢」推動，股市狂奔，直搗向上，2015年6月12日一度飆升到5178點，呈現自2007年10月大陸股災後，2008年七年以來的相對歷史高點。然而，股市「雞蛋理論」極度欣喜就是毀滅到來的真理，於2015年6月中在中國大陸儼然發生。自此之後大陸股市急速下挫，一蹶不振，2015年6月至8月間，連續數度的股市恐慌崩跌，6月12日7%、6月26日7.3%、7月27日8.48%、8月24日8.49%數日暴跌，於8月26日低見至2851點。單單三個月來，滬指暴跌超過45%，劇烈跌幅，讓投資人心中驚恐，直喊著「中國股市爛透了」。

中國大陸2015年整個第三季的股市表現，在投資信心不足下呈現連三個月的超大黑棒。當股市重挫，投資者信心潰散之際，中國大陸相關單位總緊繃神經，時時企圖介入救市，「文攻又武嚇」的政策利多加諸強制限制，護盤效應都會發生，然而由政府政治力介入過多的短效護盤，遇到景氣本質的不佳，總是顯「曇花一現」，因此，好不容易2015年第四季連三紅的讓投資人以為跌深反彈的反攻時刻業已到來，豈料年度交界之際，大陸股市又反轉向下。2016年起續勢下跌，年初的前兩個月，股指持續導致大黑棒的「洗盤」，2月25日及2月29日，甚至又

分別遭遇單日滬證指數下跌187點及79點，分別崩跌6.4%及2.9%的恐慌賣壓出現，最低點來到了2639，使得自2015年6月中以來至2016年2月底的八個半月光景，滬指暴跌超過50%，投資人荷包失血，慘上加慘。上海股市的滬指如此、深圳股市的深指何嘗不是，兩市場股市交易的股市指數皆在短期內出現多次暴跌的現象。

除了股價的崩跌，股價波動的日險劇烈，也受到關注。2015年中以來的熊市崩跌期間，單就2015年6月，滬證指數自5178高點下跌至3848，上下指數差1330點，呈現單月29.5%的漲跌波幅，這其中，單單月中一周（6/12~6/19）的跌幅，就達到14.5%之多。另在跌幅較劇烈的2015年7月、8月及2016年2月三箇月中，高低指數差及漲跌波幅分別出現943點的20%、1156點的33.7%及900點的29%，如此大幅的波動數值，顯示著滬指的風險加劇明顯。

### 四、大陸股市之後續可能發展

歷史的記憶猶新，回顧十年前，2005年9月中中國大陸宣布開放外資QFII進入大陸股市，大陸股市便逐步蠢動，及至突破牛熊分界點的那個時刻開始，大陸股市直線上揚，2007年中，滬指突破5000點大關之際，葛林斯班、周小川、李嘉誠、李兆基等國際金融影響力者皆紛紛提出「泡沫即將破滅」的泡沫化預警，滬指雖一度衝上6000點關卡，卻於10月間在6124點崩盤下跌，一年內急速暴跌70%至2008年的1700點。2015年初的大陸股市再度飆升表現，明顯的泡沫情境再次發生，當滬指股市於2015年中又再度狂升飆漲，突破4000之後又迅速逼近5000點大關之際，多位金融觀察家又提出預警，《MarketWatch》專欄作家高德（Howard Gold）就於2015年中撰文指出，大陸股市的行情完全與經濟脫節，估值不可理喻，大量散戶股民都缺乏基礎金融知識與技能，因此隨時可能崩盤，大陸股市泡沫的明顯，隨時即將破滅，甚至以世上最糟的泡沫（The world's worst investment bubble will burst soon）來形容大陸股市，直指有如2007年股市大崩跌的現象

又將發生。這波果不其然，2015~2016年成了中國大陸股災年。

經濟增長的明顯放緩，股市表現的體質不佳，中國大陸遂先後祭出多項振興方案及調控政策。早自2013年領悟到大陸所面臨的「影子銀行、地方債務；產能過剩、需求下滑」四大隱憂，習李就祭出了「雙休克療法」的高招，有對銀行緊鎖資金水位，讓影子銀行現身、地方債務浮現的金融「休克療法」；有限縮產業資金借貸，淘汰體質較差廠商的產業「休克療法」。在金融政策面，亦祭出許多活絡市場的救市措施，其中數次「降息降準」的擴張性貨幣政策，就是為增加金融市場資金流通性的活絡市場救市良方。2016年2月29日，中國人民銀行祭出自3月1日起下調金融機構人民幣存款準備率兩碼的決策，是此波中國大陸經濟放緩、資金動能不足股市崩盤

後，數度降息又降準下的再一度重要決行。然而，有趣的是：當天大陸股市並未以慶祝行情收盤，滬證指數下跌2.86%、深指下跌4.98%、創業板指數更大跌6.69%。顯見現階段的大陸股市投資人對股市動能的投資信心明顯不足。

加上市場中對於大陸股市所反映出的諸多警訊，包括：中國大陸經濟成長率7%難保、企業壞帳頻傳、企業營利增長速度放緩、融資餘額暴增數倍、散戶比重高增...，全都顯示著泡沫警訊存乎大陸股市之中；由尤甚者，大陸股市遠較過往為高而高達40多的高數值「本益比」，更是扼腕股市大幅上揚的重要殺手。大陸股市近期間，頂多處在一定波幅的上下盤整，想要有個持續穩健的大漲良機，恐怕不是那麼容易的事。☁

(本文作者為淡江大學財務金融系教授)

廣告



## 兩岸智慧財產權協處機制

### 建立目的

依據「海峽兩岸智慧財產權保護合作協議」第7點規定建立，期以更直接、有效及快速的方式，協助國人解決在大陸地區面臨智慧財產權的問題，以提升智慧財產權的創新、應用、管理及保護。

### 適用對象

臺灣地區之政府機關、法人、團體、個人及大陸地區的臺資企業。臺資企業係指臺灣地區法人、團體或個人赴大陸地區投資或轉投資經營之農工商等事業。

### 適用範圍

智慧財產權為私權，且採屬地原則，因此，智慧財產權在中國大陸遭受搶註、仿冒或盜版時，仍須由權利人依照大陸相關的法令，提出救濟，政府係以協助的立場，幫助權利人解決問題。

### 受理方式及窗口

以書面或電子郵件提出。書面請寄送經濟部智慧財產局（106台北市辛亥路2段185號3樓）；  
電子郵件請寄送以下受理窗口：

#### 商標案件

電子信箱：kao40016@gmail.com、  
kao40016@tippo.gov.tw  
洽詢電話：00886-2-23766142  
高科長

#### 專利案件

電子信箱：c20082@tippo.gov.tw  
洽詢電話：00886-2-23766089  
邱專門委員

#### 著作權案件

電子信箱：iling00533@tippo.gov.tw  
洽詢電話：00886-2-23767140  
吳科長



如要了解更多詳情，歡迎與各窗口聯繫，或瀏覽經濟部智慧財產局「臺商在大陸地區智慧財產權益維護專區」  
(<http://www.tippo.gov.tw/np.asp?ctNode=7676&mp=1>)