

雜誌名稱: 經濟一週 – 環球視野  
作者: 富邦銀行(香港)投資策略及研究部高級投資策略師  
吳方俊先生  
刊登日期: 2008年4月5日

### 從大小非解禁 看 A 股市場

內地 A 股市場年初以來下跌近四成，除了估值過高的問題外，究竟是甚麼原因導致 A 股出現這樣的跌幅呢？答案就是大小非解禁。

在分析大小非解禁的影響前，首先要介紹一下甚麼是大小非解禁及其背景。原來所謂的大非，指的是持股比例大於 5% 的非流通股（或稱限售股），小非指的則是持股比例小於 5% 的非流通股。

自 2005 年起，內地 A 股上市公司開始進入股權改革程序，而其中大部分實施股改的時間是在 2006 年。而按照股改規定，股改後的第一年限售股中有 5% 可自由流通，第二年有 10% 可自由流通，第三年則可全部流通。因此，進入 2008 年，2006 年股改的公司之限售股已逐漸解禁。此外，2006 及 2007 年實施首次發行的戰略配售股部分及定向增發部分的限售股亦在 2008 年進入解禁期。據資料顯示，2008 年整年的限售股解禁供應達 30,000 億人民幣，2009 年超過 70,000 億人民幣，2010 年則接近 85,000 億人民幣，對市場的影響很大。

以涉及的金額計，大非解禁對股市的影響較大，但實際上小非解禁的影響更不能忽視。由於相關法例規定，持股比例在 5% 以上的股東在減持 1% 以上時，需要發布公告，因此大非減持的透明度較高，對市場造成的風險較容易評估。此外，大非多是公司的大股東或戰略投資者持有，一般拋售比例只在 0-20% 之間，對市場造成的影響反而沒有金額看起來這麼大。但若持股比例低於 5% 的小非股東全部減持或持股比例高於 5% 的大非股東減持 0.99% 時，則無需發布公告。一般而言，小非解禁後，股東都傾向拋售股票獲利，而拋售比例往往高達 90-100%，因此較容易對市場帶來衝擊。

#### 免責聲明

本文所提供的資料只為一般資訊，本文不應被視為是對任何投資產品的銷售或購買邀請，亦不應當為投資建議或買賣任何投資產品的建議。本文所載的投資策略不一定適合每個投資者。投資者應就本身的投資經驗、投資目標、財務資源及其他相關條件，小心衡量自己是否適合參與任何投資項目。投資附帶風險，投資價值可升可跌，甚至變成毫無價值。過往的績效並非未來表現的指標。請細閱閣下有興趣之有關投資產品的銷售文件，以取得更詳盡資料。

本文件所載資料由富邦銀行(香港)有限公司(“本行”)從其認為可信賴之渠道所獲得，惟本行事前並無獨立驗證此等資料。本行對任何該等資料的準確性或完整性並無作出任何聲明或保證(不論屬明確或隱性的)，及不會為此負上任何責任。本行亦不會因該等資料錯誤、遺漏或誤導而負責。

本文件由本行在香港進行受規管業務時派發，本文件不得為任何目的而翻印或進一步派發全文或其他部分。任何本文件所載之意見本行可隨時將之更改而毋須另行通知。除註明外，本行乃本文的所有內容(包括但不限於所有文本、圖像、圖片、照片以及數據或其他材料的匯編)的版權擁有人。任何人嚴禁在未經本行同意下複製或使用任何部份或全部的前述內容。

本行及/或屬下人員、董事及僱員可能對本文提及的任何金融工具持倉，也可能不時增持或出售任何該等金融工具。

至於大小非對股市供求的影響，短期而言是股票供應大增，對股價帶來壓力。從市場環境角度看，在牛市前期，大小非的解禁為市場充裕的資金提供新的選擇，反而有機會刺激股價上升，就如 2007 年的 A 股情況；但在市況氣氛逆轉時則會為市場帶來極大震盪，2008 年的 A 股正處於這個階段。從個別股票的角度看，增長低、市場地位處下降趨勢的公司將面臨拋售；增長高、市場地位處上升趨勢的公司則會因而受到追捧，大小非解禁為市場資金帶來重新配置的機會。從股指期貨的角度看，當內地的股指期貨推出後，投資者為了避險，需擁有一定的股票持倉，以便在期貨與現貨市場進行雙向操作；以內地股指期貨追蹤的深滬 300 指數的調整規則看，流通股比例越大，在指數中的比重越大，將吸引追蹤指數型基金的追捧，從這點分析，大小非解禁反而有積極的影響。

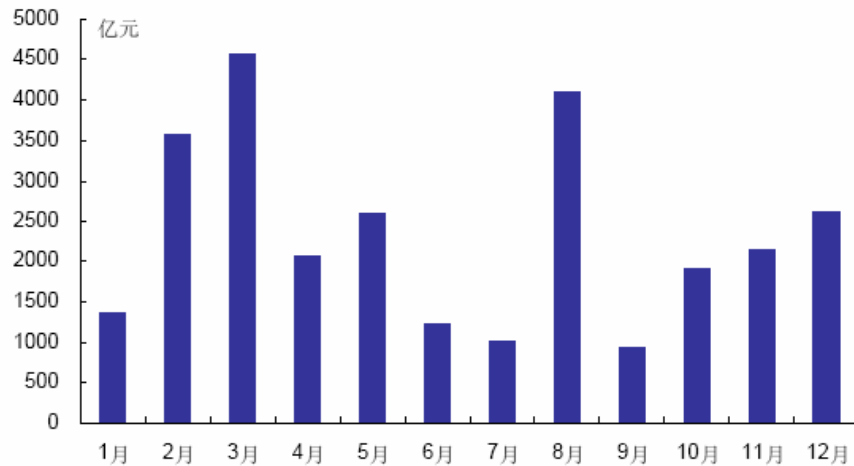
隨著 A 股的急速跌勢，A、H 股的價差逐漸收窄，A 股的普遍溢價已從高峰時的 60-70% 下跌到 10-20%，部分股價更已貼近 H 股。隨著 A、H 股溢價的不斷回落，將有助 A 股與國際股市接軌。而 A 股 2008 年的預期市盈率亦已跌至 20 倍水平，亦漸趨理性水平。

從技術走勢看，上海 A 股已跌至 3500-3600 點的關鍵水平，3500 點水平不容有失，如跌破而未能迅速重上的話，後市或許仍有較大下調空間。相反如能守住 3500 點的話，上海 A 股不難出現一次較強勁的反彈。而 2008 年 4 月至 7 月是非流通股解禁的一個短期低潮，相信亦有助舒緩 A 股短期的沽壓。

#### 免責聲明

本文所提供的資料只為一般資訊，本文不應被視為是對任何投資產品的銷售或購買邀請，亦不應當為投資建議或買賣任何投資產品的建議。本文所載的投資策略不一定適合每個投資者。投資者應就本身的投資經驗、投資目標、財務資源及其他相關條件，小心衡量自己是否適合參與任何投資項目。投資附帶風險，投資價值可升可跌，甚至變成毫無價值。過往的績效並非未來表現的指標。請細閱閣下有興趣之有關投資產品的銷售文件，以取得更詳盡資料。本文件所載資料由富邦銀行(香港)有限公司(“本行”)從其認為可信賴之渠道所獲得，惟本行事前並無獨立驗證此等資料。本行對任何該等資料的準確性或完整性並無作出任何聲明或保證(不論屬明確或隱性的)，及不會為此負上任何責任。本行亦不會因該等資料錯誤、遺漏或誤導而負責。本文件由本行在香港進行受規管業務時派發，本文件不得為任何目的而翻印或進一步派發全文或其他部分。任何本文件所載之意見本行可隨時將之更改而毋須另行通知。除註明外，本行乃本文的所有內容(包括但不限於所有文本、圖像、圖片、照片以及數據或其他材料的匯編)的版權擁有人。任何人嚴禁在未經本行同意下複製或使用任何部份或全部的前述內容。本行及/或屬下人員、董事及僱員可能對本文提及的任何金融工具持倉，也可能不時增持或出售任何該等金融工具。

## 2008 年非流通股解禁進程概況



### 免責聲明

本文所提供的資料只為一般資訊，本文不應被視為是對任何投資產品的銷售或購買邀請，亦不應當為投資建議或買賣任何投資產品的建議。本文所載的投資策略不一定適合每個投資者。投資者應就本身的投資經驗、投資目標、財務資源及其他相關條件，小心衡量自己是否適合參與任何投資項目。投資附帶風險，投資價值可升可跌，甚至變成毫無價值。過往的績效並非未來表現的指標。請細閱閣下有興趣之有關投資產品的銷售文件，以取得更詳盡資料。

本文件所載資料由富邦銀行(香港)有限公司(“本行”)從其認為可信賴之渠道所獲得，惟本行事前並無獨立驗證此等資料。本行對任何該等資料的準確性或完整性並無作出任何聲明或保證(不論屬明確或隱性的)，及不會為此負上任何責任。本行亦不會因該等資料錯誤、遺漏或誤導而負責。

本文件由本行在香港進行受規管業務時派發，本文件不得為任何目的而翻印或進一步派發全文或其他部分。任何本文件所載之意見本行可隨時將之更改而毋須另行通知。除註明外，本行乃本文的所有內容(包括但不限於所有文本、圖像、圖片、照片以及數據或其他材料的匯編)的版權擁有人。任何人嚴禁在未經本行同意下複製或使用任何部份或全部的前述內容。

本行及/或屬下人員、董事及僱員可能對本文提及的任何金融工具持倉，也可能不時增持或出售任何該等金融工具。