

## 股市“中国故事”-反弹的根基尚不牢固

甘洁 ([jgan@ust.hk](mailto:jgan@ust.hk))  
香港科技大学金融系副教授

(此文略经删改的版本刊载于 21 世纪报道 2009 年 10 月 22 日)

尽管股指最近两个月来下挫 500 点，中国股市今年的表现仍然令人惊叹。上证指数自年初回报 60%，比去年 11 月的谷底上升 80%。如此强劲的反弹，点燃了全世界的希望，即：凭借政府一系列的刺激措施，中国可能会带领世界走出目前的经济衰退困境。然而，人们可能会失望：不仅构建内需会是一个缓慢的过程，而且有证据说明，股票市场的反弹根基尚不牢固，并可能出现重大调整。

### *近期市场估值和“中国故事”*

本次市场反弹大致经历了三个阶段。第一阶段是在 1 月到 4 月，市场从 1900 点稳步地上升到 2500 点，涨幅达 30%。此时的上涨是试探性的，反映了由刺激计划驱动的温和的乐观情绪，以及因宽松的货币政策而逐渐增加的流动性。第二阶段在 5 月。它是反弹的关键阶段，其间牛熊反复角力。尽管指数在 2600 点附近约 100 点的窄幅内波动，许多个股，尤其是资源股和地产股，大幅上升。牛熊角力的结果多方取胜。从此市场进入第三阶段：资金全面进场，两个月便将股指推高到近 3500 点。到 6 月中下旬，市场中高达 20% 的股票估值已接近 2007 年泡沫时期的水平。以后市场便开始转向炒作“概念股”与“重组股”（即有希望 - 或传言 - 获政府或母公司注资的股票）。这样的股票没有可靠的基本面做定价基础，多的是乐观的憧憬。

国际的与历史的经验表明，熊市反弹的通常模式是“价值型”股票领先市场。“价值型”股票一般是指有稳定的收益，增长性低但股息率较高的股票，如公用事业，烟草行业。当股息收入明显大于银行存款利息时，会吸引投资者重新入市。其它反周期性产业，如医药行业，也会有出色的表现。

但是，中国股市上，热门股票没有体现出任何“价值”。至 6 月中下旬（其时股指与今日大体相当），近半数的股票从去年 11 月的低位翻倍。我对这些“热门”股票的分析发现，他们 08 年盈利下跌三分之一以上（其它股票下跌 12%），将近 20% 出现亏损（其它股票亏损比例为 14%）。它们的平均净资产回报率仅为 1%，而市场之平均是 6%。尽管如此，这些股票的平均市净率在六月中已达到 5（中位数是 4）。而这些热门股票中的领先者，即 300 家（约占市场的 20%）较去年 11 月增长 150% 的公司，平均市净率在已达到 8（中位数是 6），是 2007 年泡沫时期的最高值。

同样令人侧目的是，热门股票集中在天然资源（如石油和贵金属）和房地产行业，以及最近的重组股票上。虽然国际大商品市场明显向上，但除黄金之外仍远低于 2007 年的水平。比如原油价格至今只有历史高点的一半，铜价仍低于历史高点的 40%，虽然二者较去年的低点都已翻倍。更重要的是，这个市场的真正恢复取决于欧美经济的全面复苏，而目前它们至多也就刚刚触底。房地产行业的股票周期性很强，很大依赖于整体经济环境。至于最近被追捧的概念股或重组股，他们完全没有可靠的基本面可言，是市场非理性炒作的理想目标。

热门股票中也少有“发展内需”或“中国独立行情”中的故事主角，如果说这些「中国故事」是市场乐观情绪的始作俑者。引起当前反弹真正因素是流动性，以及温家宝总理提倡的“信心，信心，信心”。在上半年，新基金发行量达 1500 亿人民币。保险公司，市场的另一重要参与者，大大地增加其股票投资的配额。举例说，在 6 月底，中国人寿和平安保险在中国股票投资的市值分别增加了 700 亿和 140 亿人民币。虽然部分的市值增加反映了资本的增值，净流量也足以惊人。社保基金，QFII（合格的境外机构投资者）和小股民也都活跃起来。更为重要的是，7 万 5 千亿元人民币的新增银行贷款中有可观比例被直接投向股市。问题是流动性或信心都是自我实现的。流动性推高了股价，股价上涨又吸引了更多的资金。然而，当资金离场时，情况也会同样快速地转坏。

所有这些都表明，只有在中国和世界的经济都在全面，而且可能需要快速地，恢复，目前股市的上升才能够维持。

### *中国以及发达国家的恢复*

中国的经济刺激计划不是新事物。政府使用了和亚洲金融危机时完全一样的策略，就是在基础建设方面大量投资，加上以巨额的银行贷款刺激经济并使得产能过剩的部门继续经营。但在那时，我们很幸运，因为金融危机局限于亚洲国家，美国的强劲消费（先后受到互联网泡沫和房地产泡沫的驱动）使出口快速地增长，过剩的产能被很快吸收。这样好事这次还会重演吗？

这次的危机直接影响欧美，并且已有足够的理由使人相信，西方世界的经济恢复会是一个缓慢的过程。

首先，美国住房市场虽然显示出稳定迹象，但依然非常脆弱。是的，住房价格与住房的开工和销售量都在增加。但是增长很大程度上是税收政策和低利率按揭的结果，其可持续性令人怀疑。在供应方面，因前所未有的破产水平，目前待售的存量相当于 9 到 10 个月的供应量。此外拖欠（但尚未破产）的按揭贷款、负资产的按揭、以及由于新一轮的浮动利率重设（Alt-A 和含负值分期摊销的 ARMs）而导致的破产，都会增加未来数月的房屋供应量。不仅如此，虽然全国范围内房价已下跌 30%，按照历史的标准，房价并不便宜。须知在房市的高峰，租金收益率 - 衡量房价高低的重要指标 - 只有 3.48%，比历史平均水平（5.04%）低了 45%。因此，

从长远趋势来看，不排除 5-10% 的下降空间。至少，房市的恢复会是一个缓慢的过程。

其次，消费者肯定需要“去杠杆化”并改变他们的消费习惯。根据我自己的研究（即将发表于美国《金融学研究》杂志-Review of Financial Studies），2000 年到 2006 年期间，美国消费增长的 40% 来自于房产增值的拉动。所以，即使经济恢复，美国消费者在未来许多年里也不可能恢复到 2007 年前的消费水平。

第三，金融体系的恢复和再次借出资金需要时日。如果借鉴于日本上世纪 90 年代的经验，日本银行经过了 10 年的时间才从资产市场泡沫的损毁中恢复过来。当时日本的银行也在房地产泡沫中大量放贷，而地价从 1991-1993 价值去半之后银行资本金严重不足。根据我在美国《金融学研究》杂志 (Review of Financial Studies) 上发表的研究表明，房地产坏债导致的资金不足使工业贷款下降 3.5 个百分点，固定资产投资下降 2.8 个百分点。与日本相比，次贷危机对于银行资产负债表的损害不亚于日本。在泡沫顶峰，日本银行房地产贷款占总资产 7%，而至今美国的银行房地产有关的坏账已达总资产的 10%<sup>1</sup>。虽然现在政府强有力的救助计划会减小银行危机对经济的破坏，目前美国仍在增加的拖欠款项和负资产房屋仍有令人担忧的结果，它可能会把更多的银行拖垮。

最后，大规模的经济刺激计划造成的巨额的财政赤字有可能带来通货膨胀并挤出私人投资。2009 年美国的财政赤字估计达到 GDP 的 13%，政府负债是 GDP 的 85%，两者均高于被普遍接受的“谨慎”水平的 3% 和 60%。在欧洲和日本，政府债务分别达到 72% 和 160%。随着美国婴儿潮进入退休年龄，将来削减开支的空间将非常有限。那么剩下的希望或许是经济增长令政府收入增加以缩小赤字？过去泡沫提供的经验是，经济恢复的捷径是依靠出口——正如我们在亚洲金融危机时的经历。可是目前的经济衰退是全球性的，很难依靠出口拉动经济恢复，正如著名的经济学家克鲁格曼 (Krugman) 指出，“除非我们可以找到另一个星球去出口”。

### A 股市场的前景

以上分析说明，目前股市反弹的基础尚不坚实。市场短期波动是不可预测的。但是，有一些我们应该关注的参数。最重要的参数当然是流动性。我们可以区分两种流动性：一种是流动性的存量，另一种是流动性的增量。目前第一种流动性已经枯竭，它是近来市场下跌的直接原因。譬如，主要保险公司的股票投资占总资产的比重已经接近，如果不说是超过，普遍接受的 10% 的界限。中国人寿目前股票投资按市值计算是其总资产的 14%。虽然以成本来衡量，实际投入较 14% 为低，但应该也接近 10%。新的 IPO，政府对银行贷款违规入市的查禁进一步减少了流动性

---

<sup>1</sup> 日本银行还有一个间接的风险。银行向公司贷款时经常把土地作为抵押，房地产泡沫破灭抵押物价值受损，从而导致还款风险增大。

的存量。虽然流动性的增量有可能填补这个缺口——确实，目前有 20 多家新基金开始公开认购。但是这种流动性取决于市场的表现。

目前不确定因素较大的是外资或热钱。他们大多在上半年的反弹中踏空，而近期一直唱多。从可观察到的数据来看，有大量资金涌入香港，香港金融管理局过去三个月来为保持汇率向货币市场注入价值高达 190 亿美元的港币。可以想见这些资金的很大部分将投入中国股票，或者在香港股市买入 H 股或者以各种途径流入大陆股市。

另一个不容忽视的参数当然是政府政策。然而，政府有着多重目标。最重要的目标是社会稳定，它经常被优先置于其它目标，如市场效率，之上。这就是为什么在过去，政府在泡沫产生的早期阶段并未采取果断行动。另一值得注意的是，政府政策的效力也是有限度的。譬如去年秋季，政府在上证指数 2500 点时就开始采取措施增强信心，但是这并没有阻止股市滑落到 1700 点。

当 2007 年上证指数在最高的 6000 点时，我强调过，即使中国的经济增长能够一直延续下去，上证指数也只能维持在 3500 点<sup>2</sup>。倘若以今天基本面为准，另一轮调整的可能性不容忽视。当然，这并不排除资金流动性和政府政策可能在较长时间内支撑股市继续上扬。但是，这只意味着一旦调整真正开始，将会是一个更大的下滑。

---

<sup>2</sup> 见“系好安全带，下滑开始？”21 世纪经济报道 2008 年 1 月 8 日。