

国信证券发展研究总部研究课题

## 如何认识我国股市走向和调控路径

课题组成员：何诚颖

二〇〇七年十月

## 如何认识我国股市走向和调控路径

何诚颖

胡锦涛同志今年在中央党校的“六·二五”重要讲话中强调：“科学发展，社会和谐是发展中国特色社会主义的基本要求，是实现经济社会又好又快发展的内在需要，必须坚定不移地加以落实。”讲话已经为我们基本明确了十七大的政治路线。可以预见的是，在构建和谐社会和共享改革发展成果的旗帜下，大力发展资本市场，保持股市“慢牛”发展的市场格局应该是十七大以后较长一个时期的资本市场管理和调控的政策主基调。

本币升值，股市走牛，这是国际经验。日本在 1971 - 1989 年 18 年，日元对美元从 360 日元升到 120，升值 3 倍；日本股市 18 年从 2000 点涨到 39000 点，涨幅 20 倍。韩国的股价和汇率走势几乎完全正相关，1985 年 - 1990 年，韩元升 30%，股市涨到 5 倍。1998 年 - 2005 年韩元升 70%，股市涨到 4 倍。1985 - 1995 年，新加坡元 10 年升了 60%，股市涨到 5 倍，1995 年后，大规模升值过程基本结束，股市大规模单边上涨的特征也结束了。1985 年到 1990 年，台币升了 60%，股市涨到 12 倍，这 5 年是台湾股市历史上最赚钱的阶段，是台币升值最剧烈的阶段，当然泡沫的结果也是严重的。

人民币升值的力量是巨大的，最直接的表现就是股市就会受到热捧。我国从 2005 年起开始人民币升值，人民币已步入了中长期升值

通道。根据人民币升值的三项原则（保持主动性、可控性及渐近性），我国政府在人民币升值上会吸收日元升值过快的教训，采取台湾式的渐进升值方式。预计今年升值幅度在 4%-5%左右，上限为 10%。以人民币低估 20%左右估量，人民币升值将给我国股市带来 3 年左右的牛市和 2 年左右的调整。若今年人民币再温和升值 4%，上证指数可达 5300 点左右。升值 5%，上证指数可达 6400 点以上。日元台币升值历程与目前股市的迹象表明，我国股市仍处于牛市的初级阶段。

中国股市在未来一段时期内，仍将会以比较高的速率上涨，这是必然的。问题是上涨之后走势如何？有三种可能：一是暴涨暴跌；二是暴涨后出现巨幅波动；三是快速上涨后斜率改变，进入与经济增长同步平稳运行的轨道。

暴涨暴跌的走势有没有这种可能呢？这取决于两个方面：一是中国股市基本面变坏。二是，股市本身出现结构性问题或突发事件。在以和谐理念治理国家的今天，暴涨暴跌都不是大家愿意看到的，都是人们极力要避免的。而一旦出现上述情况，那么整个社会就要为此付出沉重代价，而不只是股市的事情。

而暴涨后是否出现巨幅波动，也取决于两个方面：一是市场参与主体或利益相关者，利用人们对中国股市的良好预期，违法违规过度炒作，导致内幕交易和短线投机盛行，市场过度背离经济基本面，而社会舆论特别是个别媒体不当炒作，用违反经济常识和娱乐化的方式处置财经信息，导致信息失真或根本歪曲事实，造成人们判断力下降、

投资行为异常；二是管理失误，对市场监管不当、措施失度，人为干扰市场的正常运行，导致投资者对市场的中短期预期混乱，进而蔓延到实体经济与现实生活中，影响正常的社会经济活动。

从市场来说，不稳定的政策预期，极易导致政策引致的市场动荡，这会损害政府部门的威信。目前沪、深两市开户数已过一亿人，资本市场已走入千家万户，投资者涉及各个社会阶层。股市大幅波动不仅影响对中国经济发展和社会稳定，而且也将对世界经济产生影响，保持股市“慢牛”发展格局，是关注民生、构建和谐社会的需要，也是中国的和平崛起和持续稳定健康发展的需要。因此，保持股市“慢牛”发展格局，无论对政府，对投资者还是对上市公司等资本市场各参与主体来说都是一个“多赢”的局面。

十七大以后政府对股市的调控将会汲取 5.30 大跌的教训，管理层不会采取更加严厉的行政等手段来打压股市，将采取理性和弹性的市场化手段调控股市。可以说，中国股市只要基本面不出现意外，中国经济内在价值的回归以及内生性增长所寻求的价值重估这个基本条件没有改变，包括人口红利、制度变革红利等特殊条件没有改变，中国股市完全有可能以比较高的速率和比较稳健的方式，先上一个台阶，然后真正成为国民经济的晴雨表，实现其价值发现和资源配置的功能，广大投资者应该对中国股市未来的发展前景充满信心。

但需要警惕的是：我国股市由熊转牛后，仅用了两年多的时间，上证指数就以极其惊人的速度从 998 点涨到 5800 点附近。截止到 2007

年 10 月 9 日，沪深 300PE 已经在 55.75 倍，PB7.21 倍，上证 A 综指 63.56，PB6.95 倍，深成指 PE57.63，PB8.89 倍，这个估值已经超过日本、韩国和台湾。今天，我国股市的高估值、存在严重泡沫已是不争的事实。

目前，支持高估值的理由主要是业绩高速增长和资产注入。但我们不能对此过于乐观。目前国内的高 PB、PE 估值隐含着要求未来几年公司盈利要持续 50%以上高速增长，才能支撑目前的股价。我们认为上市公司如此高增长的可能性不大。更何况，当前的业绩增长存在很多不可持续的因素：比如，上市公司的利润中除了包括相当一部分直接与股市上涨相关的收益。而资产注入尽管能够降低相关个股的相对估值水平，但整体市场的泡沫成分并没有减少。

我们认为，中国股市已经处于一种相当的泡沫状态，进一步发展的话，泡沫很可能会在不远的将来破灭。需要提醒的是：维护来之不易“多赢”的局面是大家共同的责任，广大投资者应该从自身做起，更加理性地进行投资决策，不要使自己的非理性行为成为“疯牛”的助推器，才能保持股市“慢牛”的发展格局，才能避免由“疯牛”逆转为“长熊”。