

# 两大基本因素支持中国股市持续上涨

□乐嘉春

当近期全球股市纷纷创下近年新高时,人们或许注意到了近日中国股市也创下了近5年来新高。现在的问题是:中国股市上涨是否具有可持续性?支撑中国股市上涨的动力有哪些?

我们认为,支撑中国股市景气度持续向好的一些基本因素与影响全球股市上涨的一些基本因素是相当一致的。由于美国经济增长开始有减缓迹象,尽管美联储非常关注通胀率水平,但为了维持经济增长和就业水平等宏观经济目标,美联储近期将可能不会再次加息,甚至还可能会降息。事实上,一旦美联储维持不加息的货币政策,这预示着紧缩全球流动性过剩的趋势将暂时告一段落。那么,全球过剩的流动性将流向何处呢?

首先,全球过剩的流动性偏好于流向国际商品市场。但是,目前国际商品市场的牛市顶部似已出现。例如,石油价格已由高位80美元下跌到了目前的60美元水平以下,表明市场供需而

非金融因素已成为影响石油价格波动的主要因素。伴随石油价格的回落,包括铜在内的金属类商品价格也呈现快速回调的波动趋势。这些都预示了国际商品市场的投资风险已经显露,从一个侧面也显示了流动性有从国际商品市场中撤退的明显迹象。

当全球经济增长仍好于预期,通胀率仍处于可预期的波动范围内时,尤其是全球房地产价格在经历了一轮大幅上涨行情之后,相反全球股市在经历了自1990年末开始调整后出现了新一轮复苏行情。在这一市场背景下,全球过剩的流动性必然更多地流向股市。可以说,这些因素的综合作用造就了当前全球股市的齐声上涨。

由此可见,全球经济增长仍好于预期的这一基本面,以及全球过剩的流动性回避投资风险的流向转变,这两大因素业已成为支撑当前全球股市上涨的基本动力。

事实上,中国股市也面临了

同全球股市上涨一样,中国的宏观经济基本面依然向好,尤其是国内的过剩流动性为回避风险而转向流入股市,这两大因素已成为支撑当前中国股市持续上涨的基本动力。但是,当前中国股市的持续上涨本身并不是简单地追随全球股市的上涨之风,而是中国股市本身已具备其内在的上涨动力。

与全球股市一样的上涨动力。因为,中国的经济增长依然保持高位运行,但通胀率仍处于较低水平。这种宏观经济因素在客观上成为支撑中国股市持续上涨的基本动力之一。

同样,当前中国的流动性也非常充沛。这表现为贸易顺差、外商直接投资、高储蓄率及经济增长给企业带来了自有资金充足等因素。另外,中国的经济高速增长及人民币升值预期等因素,也吸引了全球的过剩流动性在不断流向中国。

而支撑中国国内过剩流动性的基本因素仍没有发生什么根本性变化。受减缓人民币升值压力的影响,中国的货币当局肯定会维持人民币利率与美元利率之间的适度利差。当美联储维

持美元利率不变时,中国同样也就失去了上调人民币利率的潜在动力,转而会应用其他方式或工具来适度紧缩过剩的流动性。但由于影响国内过剩流动性的一些因素在基本上是中国货币当局难以控制的,这意味着当前中国国内的过剩流动性局面依然不会改变。

当然,中国经济依然维持高速增长,但通胀率却仍处于历史较低水平时,过剩的流动性对经济的突出影响,就可能转化为对推升中国国内资产价格(房地产和股票价格等)上涨的影响上。

但是,考虑到目前中国的房地产市场还处于国家持续的宏观调控视野之中,尽管房地产市场仍然是吸纳过剩流动性的主

要领域之一,但从短期看,国家对房地产市场的宏观调控仍将延续。从回避风险的角度分析,当前国内的过剩流动性不太可能会再度大量流入房地产市场。因而,中国股市成了吸纳国内过剩流动性的最佳场所。在这一点上,流动性因素对中国股市上涨的影响与全球股市是相一致的。

当然,中国股市还有其他的因素也支撑其持续上涨。首先是股权分置改革。中国股市的微观基础已得到改造并逐渐趋于市场化,使得中国股市能反映宏观经济景气度变化,能适当或提早反映宏观经济基本面。因而,当中国的宏观经济依然持续向好,中国股市上涨也是一件非常自然的事情。

其次,上市公司经营业绩持续改善,为中国股市的持续上涨提供了微观基础。从全国规模以上企业实现利润的情况分析,今年上半年全国规模以上工业企业实现利润8107亿元(比去年同期增长28%),工业经济效益综合指数182.75(比去年同期提高15.66点)。今年前三季度,全国规模以上工业企业实现利润13019亿元(比去年同期增长29.6%),工业经济效益综合指数186.45(比去年同期提高16.96点)。这一数据在股市中表现为上市公司也实现了利润的持续增长,尤其当诸多国有大型企业纷纷如中国银行、工商银行等在A股市场上市时,这一点表现得更加明显。这表明,当前中国股市的持续上涨并不单纯是受“制度改革红利”的被动影响,而是确实有上市公司利润增长的微观因素支持的。在这一点上,中国股市上涨又是与影响全球股市上涨的基础性因

素一致的。我们认为,同全球股市上涨一样,中国的宏观经济基本面依然向好,尤其是国内的过剩流动性为回避风险而转向流入股市,这两大因素已成为支撑当前中国股市持续上涨的基本动力,这也表明中国股市已日趋国际化。如果加上中国国内的诸多因素,如中国股市也调整了多年时间、股权分置改革及上市公司利润持续增长等,说明中国股市的持续上涨本身并不是简单地追随全球股市的上涨之风,而是恰恰说明中国股市是有内在上涨动力的。

不过,我们也应当清醒地认识到,股市上涨是一个以时间换取空间的过程,我们更希望中国股市的上升行情以一种“慢牛”形式展开,而不是一轮早先我们所熟悉的那种“疾风暴雨”式的短牛行情。但不管怎样,中国股市已迎来了一个崭新的发展阶段,这一点是肯定无疑的。(作者为本报记者、经济学博士)

## 工行上市:中国资本市场发展进入加速期

□兴业证券研发中心 张亿东

### 工行顺利上市,反映了中国股市的经济代表性快速提升

●中国工商银行A股今天在上海证券交易所挂牌上市。如果工商银行上市后较发行价3.12元上涨2%即3.18元的话,流通市值就将超越招商银行,成为沪深300指数的第一大权重股。

●工行顺利上市,不仅反映了中国股市的经济代表性快速提升,同时也反映了中国金融体制改革的成果。未来几年,中国的银行业将和中国资本市场齐头并进,利用中国资本市场的融资能力进行扩张。以目前的总市值计,银行股已经是沪深两市第一板块。工行上市后,银行股占两市总市值的比重将高达35%左右,成为名副其实的市場主导者。而从国内经济看,金融股作为最能分享经济成长的行业,且盈利增长点众多(体制改革、混业经营、零售银行业务),A股银行股整体估值2.6倍市净率并不高。

中国工商银行今天在上海证券交易所挂牌上市。我们认为,经过A股市场事先的调整,工行挂牌后将不会重演中行当初引领大盘冲高回落的那一幕,相反,有助于中国资本市场的平稳发展。

工行上市之所以对于其他股票造成强烈的“挤出效应”,主要因为工行上市后的筹码战略意义十分突出。工行上市后,将取代中行成为大盘指数的第一大权重股,也几乎肯定取代招商银行成为沪深300指数的第一大权重股。工商银行此次共发行149.5亿A股,以发行价3.12元计算,总市值占上海大盘权重高达

19%。如果工商银行上市后较发行价3.12元上涨2%即3.18元的话,流通市值就将超越招商银行,成为沪深300指数的第一大权重股。目前,股指期货和融资融券业务都已经万事俱备、只欠东风了,涵盖了沪深两市主要大盘蓝筹股的沪深300指数将成为标的指数,不仅如此,我们预期,今后将加速涌现市场创新,如个股发行权证、T+0交易等也将适用于大盘股或者首先在大盘蓝筹股中试点。因此,工商银行作为A股市场的第一大权重股,其战略资产的稀缺性毋庸置疑(见表1、表2)。

表1:工行上市后成为大盘第一大权重股

证券代码	证券简称	市盈率(2006)	总市值(亿元)	占大盘权重(工行上市前)	占大盘权重(工行上市3.12元)	占大盘权重(工行上市3.43元)	占大盘权重(工行上市3.7元)
601398	工商银行	23.23	8478.23	N.A.	18.59%	20.07%	21.31%
601988	中国银行	10.66	4716.61	10.34%	8.41%	8.26%	8.13%
600028	中国石化	27.28	1480.55	3.24%	2.64%	2.59%	2.55%
600036	招商银行	18.52	791.58	1.73%	1.41%	1.39%	1.37%
601006	大秦铁路	7.79	749.51	1.64%	1.34%	1.31%	1.29%
600019	宝钢股份	12.11	629.29	1.38%	1.12%	1.10%	1.09%
600016	民生银行	16.42	582.56	1.28%	1.04%	1.02%	1.00%
600050	中国联通	17.81	570.19	1.25%	1.02%	1.00%	0.98%
600900	长江电力	15.19	550.15	1.21%	0.98%	0.96%	0.95%
600000	浦发银行	15.98	506.99	1.11%	0.90%	0.89%	0.87%

资料来源:WIND,兴业证券;注:工商银行A、H股都按照全额行使超额配售选择权后计算

表2:工行上市后成为沪深300指数第一大权重股

证券代码	证券简称	市盈率(2006)	流通市值(亿元)	权重(工行上市前)	权重(工行上市3.12元)	权重(工行上市3.43元)	权重(工行上市3.7元)
601398	工商银行	N.A.	4.34%	4.75%	5.11%		
600036	招商银行	27.28	4.74%	4.61%	4.41%	4.39%	4.38%
600030	中信证券	36.76	260.44	2.53%	2.42%	2.41%	2.40%
600016	民生银行	16.42	233.95	2.28%	2.18%	2.17%	2.16%
000002	万科A	16.29	224.14	2.18%	2.09%	2.08%	2.07%
600050	中国联通	17.81	223.81	2.18%	2.08%	2.07%	2.07%
600900	长江电力	15.19	217.55	2.12%	2.02%	2.02%	2.01%
600028	中国石化	10.66	194.97	1.90%	1.81%	1.81%	1.80%
600019	宝钢股份	7.79	162.52	1.58%	1.51%	1.51%	1.50%
600000	浦发银行	15.98	151.52	1.47%	1.41%	1.40%	1.40%
600519	贵州茅台	29.45	151.16	1.47%	1.41%	1.40%	1.40%
601988	中国银行	23.23	144.66	1.41%	1.35%	1.34%	1.34%
000001	S深发展A	30.44	126.14	1.23%	1.17%	1.17%	1.16%
600009	上海机场	16.72	124.67	1.21%	1.16%	1.15%	1.15%
000063	中兴通讯	23.14	113.07	1.10%	1.05%	1.05%	1.04%

资料来源:WIND,兴业证券;注:工商银行流通A股按照全额行使超额配售选择权后149.5亿设计(20061019)

图1:中国证券化率不仅远远落后于发达国家,还落后于新兴市场国家

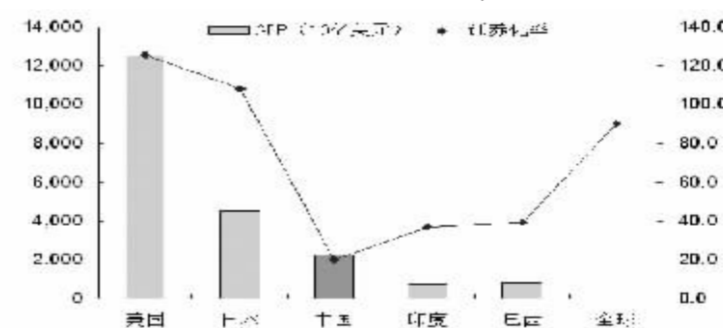


图2: 弱小的A股市场和庞大中国经济极不相称

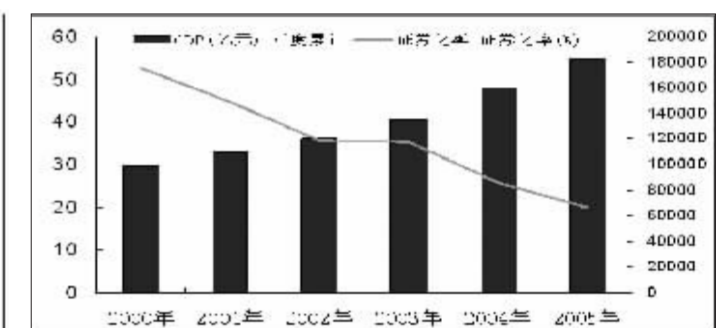


图3: 股市的繁荣和股市的容量相辅相成(1)

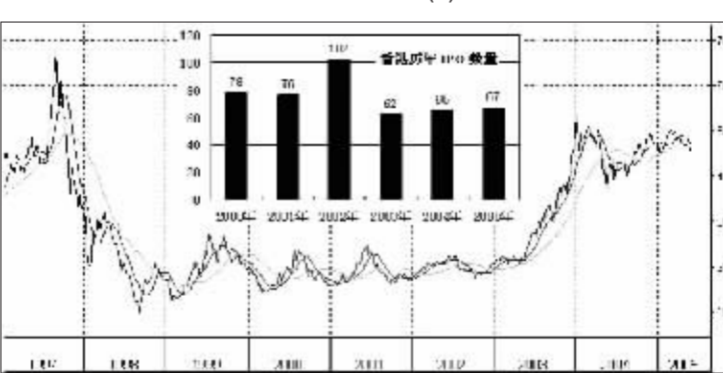
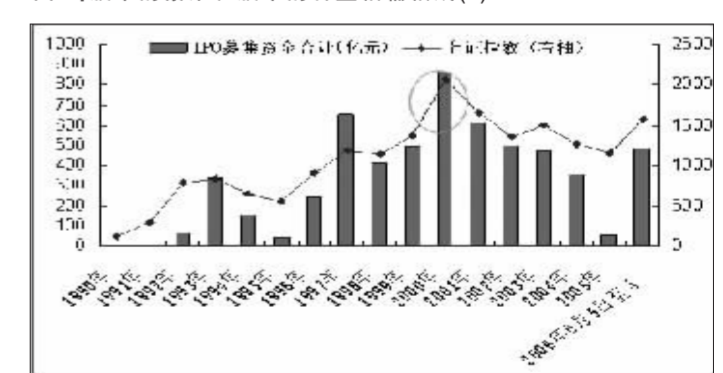


图4: 股市的繁荣和股市的容量相辅相成(2)



的内地企业已达335家,占其总市值的39%。其中,香港是中资企业海外上市首选地。这种“资本市场境外化”的直接后果就是,A股市场逐步边缘化,一度成为H股市场影子市场,失去了对中国经济的代表性。

但是,资本市场境外化不符合中国崛起的长期战略,为了掌握全球经济的主动权,防范金融风险,中国必然要建立自己的金融中心、自己发达的本土市场。首先,资本市场境外化,导致中国的金融话语权、资产定价权的丧失。在国际金融市场上中国必须要有话语权,如果在金融领域内不能取得主导权,即使经济体系如何庞大仍然受制于人。其次,资本市场境外化不利于维护国家经济金融的安全,而金融安全关乎政府的生死存亡。第三,境外市场无法最大化地实现国内资源配置优化和货币、财政政策的

传导功能,无法解决中国直接融资和间接融资比例严重失调的问题。第四,资本市场境外化,导致境内企业的利润和投资收益主要被境外投资者和证券服务机构所获得,不利于国内金融业的发展。

因此,当股权分置改革接近完成之时,鼓励海外上市的中国公司回归A股当时的趋势。目前市值超过30亿美元的53家中国大型企业中,有29家目前只在海外上市,其中多数在香港,如果这29家公司返回内地上市,将使国内股市市值增加7310亿美元。我们认为海外上市企业回流A股,将使中国内地资本市场于2010年前急速膨胀。而作为中国最大的商业银行,工行的成功上市,无疑让我们期待后面大盘蓝筹股的上市所带来的双赢局面。

第三,工行上市,让我们坚信国力的增长最终必然带动发达的本土市场。长期的熊市,曾经使得投资者害怕市场的扩大,忽视中国经济基本面的巨大变化。近20年来,中国社会长期稳定、经济保持8%-11%的年增长,根据IMF统计,2005年中国经济规模已经仅次于美、日、德国之后,位居世界第四,中国A股市场作为经济的晴雨表,有着强大的内在发展的需求。

工行此次“A+H”股发行,作为有史以来筹资规模最大的IPO项目受到全球投资者热烈追捧,一方面显示了投资者对于中国经济持续健康增长的认同,同时也显示了投资者已经逐步认同了“新资产成就新牛市”。如果我们想真正分享到股市成长的盛宴,我们的眼光就应该放得更长远一些,市场的繁荣总是和市场的容量紧密相关的。只有市场发展了,容量大了,市场的参与者才有扩大收

益的机会。近几年H股的大牛市以及A股市场1999年-2001年的大牛市都见证了扩容和行情的正相关关系(见图3、图4)。

第四季度,中国人寿、中交集团等大盘蓝筹股IPO将继续,特别是一些海外上市的垄断性行业的龙头企业将陆续回归A股,将不断吸引经济领域过剩的流动性流入股市,成为A股市场中长线牛市的发动机,提高A股对中国经济的代表性,同时,也使得A股投资者有更多机会分享国民财富。

同样作为大国经济,美国股市100多年的发展历程,可以让我们期待中国国力增强给股市带来的强大爆发力。二战之前美国经济就一直在强劲增长,而二战之后美国国力的崛起形成质的飞跃,美国股市也取代欧洲市场成为世界资本追逐的焦点。美国梦有望在中国股市上重演。

### 工行顺利上市,有助于银行业依托资本市场进行发展

国内经济看,金融股作为最能分享经济成长的行业,而且盈利增长点众多(体制改革、混业经营、零售银行业务),A股银行股整体估值2.6倍市净率并不高(见图6)。

海外经验告诉我们,在牛市中金融股必定作为龙头领涨。根据我们对于美国道琼斯行业指数年收益率的统计,1991年以来收益率最高的就是金融股,年收益率高达16%,而选取近10年、近5年、近3年以及近一年的数据统计,金融股的收益率都高居

市场行业前三位。从近期海外市场看,美国、日本、香港等主要股市中的金融股屡创新高,特别是香港H股上市的金融股估值

持续强于A股,为中国银行股的强势提供了良好的外部环境。

图5: 银行股已成为市场的主导力量

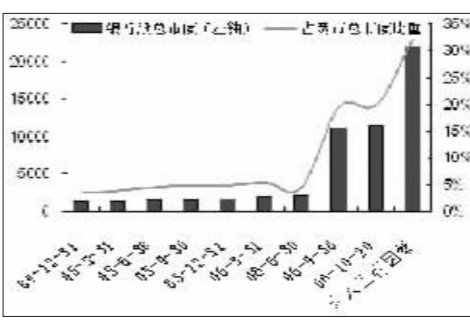


图6: 基于盈利增长预期,银行股估值依然合理

