

流动性过剩不会必然导致股市泡沫

流动性过剩是指经济运行中的货币存量超过了经济增长所必需,衡量流动性过剩的重要指标是银行的存贷差。从2006年末数字看,中国银行体系的人民币存贷差已经超过了11万亿元,存贷比为67%,即有约1/3的资金闲置。与此同时,自去年以来,尤其是自去年下半年以来,股市大幅度攀升,房地产价格也快速上涨,因此目前有许多人认为,是流动性过剩导致了股市和房地产泡沫。并且认为,如果任这种情况继续发展,就会走入与上世纪80年代末期日本泡沫经济破灭的类似情景。因此,如何认识流动性过剩与资产泡沫的关系,是当前宏观调控的重要课题,不仅关系到未来宏观政策的取向,也关系到数千万股民和数亿城市居民的切身利益,是必须认真对待的一件事情。

□招商证券 首席宏观经济学家 王健

自2000年至去年年初,中国股市并未随存差额的急剧扩大而飙升,而是始终沉寂,直到去年5月份后才出现了新一轮繁荣,而且去年的存差新增额还不到2005年的60%。因此认为流动性过剩是造成股市泡沫的直接原因,显然缺乏根据。

流动性过剩是客观存在的,但是否由流动性过剩直接导致了资产泡沫,则不能在这两者间直接划“等号”。首先,流动性过剩不是去年才出现的事情,1992年中国银行体系第一次出现了存差,当年只有几十亿元,1999年累计达到1.5万亿元,期间年均新增额为2100亿元。2000年以后存差额出现了快速增长趋势,2004年存差当年新增额为1.4万亿元,2005年为2.92万亿元,去年为1.75万亿元。但是自2000年至去年年初,中国股市并未随存差额的急剧扩大而飙升,而是始终沉寂,直到去年5月份后才出现了新一轮繁荣。而且去年的存差新增额还不到2005年的60%,因此认为流动性过剩是造成股市泡沫的直接原因,显然缺乏根据。

其次,货币是“中间需求”,如果没有最终需求拉动,货币只能仍然停留在存款形态,而不会向资产形态转变。所以,流动性过剩只是形成资产泡沫的条件之一,却不一定必然会导致资产泡沫。去年以来,虽然出现了股市与房地产价格的攀升,但实物产品的需求增长并不明显高出近年来的平均水平。去年与2005年相比,CPI与PPI指标的下降就说明了即便存在流动性过剩,也不见得会出现物价普遍上涨。

从各发达市场经济国家的历史经验看,在经济高速增长时期,总会形成一定的资产泡沫,但认为目前中国股市的泡沫化程度已经很严重,这个认识也缺乏根据。

从各发达市场经济国家的

历史经验看,在经济高速增长时期,总会形成一定的资产泡沫,但认为目前中国股市的泡沫化程度已经很严重,这个认识也缺乏根据。股市的发育程度应与一个国家的经济规模成适当比例,东亚地区的发展中国家,如泰国、印尼、马来西亚等国,股市市值一般在80%上下,发达经济体如美国,股市规模已超过GDP的200%,欧洲主要国家则在90%-100%之间。

我国在2000年股市市值已经上升到占GDP的50%,2000年后由于股市低迷而经济增长率大幅度提升,到2005年股市市值又下降到GDP的18%,去年再度上升到50%,显然只是恢复性增长。可与股市相比的是中国期货市场的大幅度增长,2000年中国期货市场交易总值只有1.6万亿元,而到去年已经增加到21万亿元,已经超过GDP总值,由此可见中国股市增长的滞后。

中国的经济增长率已经连续4年超过10%,企业的利润增长率则高达30%,按照这个利润增长水平,中

国股市的市盈率达到40-45倍以上也算正常。因此可以认为,目前中国股市的发展是正常的,并没有多少泡沫,与中国的经济规模相比,股市仍然有巨大的增长前景

认为目前中国股市泡沫严重的人也举出股市市盈率大幅度上升的根据。因为前些年市盈率只有不到20倍,去年则已高达30倍,而发达国家一般在15-16倍,美国股市被认为有比较高的泡沫,但去年也只有22倍。这个认识也不一定正确,因为看股市市盈率的高低,还应当看一个国家经济增长率所反映的股市增长的长期前景。中国的经济增长率已经连续4年超过10%,是美国近4年来的3倍还多;从企业利润增长率看,去年美国标普500指数企业的利润增长率为14%-15%,而中国企业利润增长率则高达30%。按照这个利润增长水平,中国股市市盈率达到40-45倍以下也算正常。因此可以认为,目前中国股市的发展是正常的,并没有多

少泡沫,与中国经济规模相比,股市仍然有巨大的增长前景。

如果未来10年中国经济增长率为8%,GDP平减指数为年均两个百分点,则中国股市总市值要以15%的速度增长10年后才能达到市值占GDP的80%,届时总市值将会超过40万亿元,为目前的4倍。同期内如果A股上市公司从目前的不到1500家增加到3500家(过去10年增加了约1000家),每家上市公司的市值保持在目前平均60亿元的水平,则A股股指在10年后将超过8000点,年均上升800点。所以,如果今年上证综指上升到3500点,我不会感到奇怪。

中国经济今年将面临着生产过剩威胁,进入下半年后有可能走低,但股市反应会比经济增长率走低来得晚,可能会滞后一年时间。因此至少从今年看,股市仍会持续去年以来的繁荣

中国经济今年将面临着生产过剩威胁,进入下半年后有可能走低。但股指是一个“滞后指数”,因为物质产业所吸纳的资金将会从各产业部门流出,与物质产业发展紧密的期货业也会随之萎缩,大量资金为了寻找出路,可能会流入房地产,但更多地会流入股市。由于企业利润会随物质产业的增长率走低而下降,所以股市的市盈率会随经济增长率走低而显著攀升。由于缺

乏企业利润支撑,股市繁荣也会结束,但会比经济增长率走低来得晚,可能会滞后一年时间。因此至少从今年看,股市仍会持续去年以来的繁荣。

中国目前仍处在工业化高峰期,物质产业的增长在长期内还会吸纳大量资金,不可能出现社会资金的主体大规模向资本市场流动,所以没有必要担心中国也会得“日本病”

如果说中国目前有资产泡沫,我认为不在股市而在地产。而至于中国是否会走入日本上世纪80年代后期的资产泡沫破灭道路,我认为是不可能的。这主要是因为中国目前与日本80年代后期所处的阶段不同,国际经济的背景也不同。日本在70年代初期就已经完成了工业化,到80年代中期人均GDP已经超过了1万美元。由于工业化任务已经完成,大量原先停留在物质产业内的资本缺乏出路,当日元在美国“广场协定”逼迫升值后,出口需求大幅度萎缩,就涌入了股市与房地产市场,制造出巨大的资产泡沫。中国目前仍处在工业化高峰期,物质产业的增长在长期内还会吸纳大量资金,因此即便是存在着流动性过剩的背景,也不可能像日本80年代中期以后那样,出现社会资金主体大规模向资本市场流动,所以没有必要担心中国也会得“日本病”。

信息评述

控制投资和信贷为2007年政府首要任务

国务院总理温家宝26日上午主持召开国务院第九次全体会议,温家宝强调,扎实做好一季度的各项工作,对完成全年任务至关重要。(一)努力为全年经济平稳较快发展开好头。(二)大力加强“三农”工作,特别要搞好春季农业生产。(三)大力做好财政金融工作。(四)切实做好经济运行调节工作。(五)高度重视解决群众生产生活问题。

天相投顾:

我们认为温总理提出的年初就要合理控制固定资产投资规模,加强货币信贷管理意味着准备加频繁地使用,防止年初各银行突击投放贷款,同时严格新开工项目建设。

目建设:

如果投资和信贷规模的明确按计划得到控制,其可能的结果是加息还有待观察。同时,投资受到控制将使得顺差继续庞大,其导致的结果仍旧是流动性充足,利率较低。

申银万国:

国务院会议显示了吸取前两年投资和信贷前高后低给全年调控带来的压力,为了防止银行在一季度突击房贷而提出的要求,其本意是控制商业银行和固定资产投资。但是在指数敏感时期,

很容易让市场联想到对股市资金的负面影响。银监会已经下发了关于控制信贷资金入市文件,要看各金融机构的执行力度。后续央行对资产价格的关注是否会转变为政策,或者提前启动2007年的紧缩行动,值得关注。

证监会基金部1号文剑指基金合规运作

日前,中国证监会基金部下发2007年1号文,要求基金公司在2月1日前上报基金公司及其旗下基金合法合规运作和内部控制的具体情况,以及存在的问题。要求在3月底前,各基金公司完成对各自督察长的考核。

海通证券:

管理层在新年开始即出台对基金公司、对督察长进行检查的通知,是有着深刻原因的。2006年尽管基金公司新发募集份额近4000亿,管理资产近万亿,均创下历史新高,但是在投资、风险控制、内部治理结构均暴露出不少问题。若干问题反映

出基金公司运作绝非无懈可击,种种漏洞的存在,迫切需要监管力度进一步加强。从短期看,合规会影响公司的竞争优势,但从长期看,只有合规运作的公司才能创立品牌,长期发展。强化对基金内部控制制度的监管,以及落实基金公司督察长尽职情况,已是当务之急。

国资委和财政部联合发文杜绝国资贱卖

近日国资委和财政部联合发布了《关于企业国有产权转让有关事项的通知》,强调企业国有产权转让应不断提高进场交易比例,严格控制场外协议转让,并划定了挂牌底价不得低于资产评估结果的九折,向外商转让国有产权应在产权交易市场中公开进行。

申银万国:

目前的产权交易分散在各地,如果要建议全国统一互联的报价市场,对产权交易市场和相

关服务行业是大利好。对投资者而言,有利于从中发现重大投资机会,为PE和各类并购资金提供财富的丰厚土壤。

《期货交易管理条例》有望春节前出台

备受业内关注的《期货交易管理条例》修订稿正在等待国务院等有关部门的最后审批,并有望在春节前出台。

国泰君安:

《条例》中对此前争议较大的有关条款如“变相期货交易”的界定和监管等方面可能做出重大修改。“变相期货交易”是指未经中国证监会批准,采用标准化合约和卖空、平仓对冲,集中撮合以及履约保证等交易机制,允许公众投资者将其作为一种金融投资工具而参与的交易行为。预计最有可能采取的解决方法是给市场本身留出更多空间,《条例》出台后,证监会可以根据市场变化情

况再进一步给出具体指导意见。研究员认为与1999年相比,区别在于:一是从前只针对会员型交易所,此次则增加公司型交易所;二是增加了允许期货公司参与自营,允许金融机构参与期货。事实上,2007年的期货市场,特别是股指期货的上市及相关机构准备工作的开展都将与《条例》为依据。而股指期货,近期一直被看作是股市的一个重大利空来源。

股票评级

龙头股份 剥离低效资产予谨慎推荐评级

幸福印染剥离、不夜城房产出售、上海龙头医药有限公司50%股权转让、上海东纺日化销售有限公司40%股权的退出以及已实施的土地拆迁补偿、厂房出租等体现了公司加大低效资产的处理力度,提高资产的盈利能力,同时专注于三枪的销售增长和盈利能力提升;公司在继续加大对医药等非纺织实业投资及股票投资的退出力度的同时,应继续加大对营销网络的整合力度,最

终实现单店盈利提升;公司是华东地区针织内衣行业龙头,目前PS大大低于市场平均水平。一旦公司5000多家营业网点利用效率提高,低效资产退出和三枪的整合明显提升,公司PS将有大的提升空间;我们调低2006、2007年EPS至0.07元和0.15元,我们暂以最保守0.6倍PS估值,公司合理价值4.8元,仍维持“谨慎推荐”的投资评级。(国信证券)

承德露露 收购商标消除公司发展大隐忧

公司收购商标后,消除了股份公司的最大隐患,解决了困扰公司良久的“品牌外置”现象,这对公司未来战略发展、选择合作伙伴以及品牌增值等都有良性促进作用;承德露露是植物蛋白饮料行业中杏仁露饮料的龙头企业,占据80%以上的市场。公司未来市场发展方向一方面是老市场的深化和细化,另一方面是对江南地区,即新市场的开发;随着集团股

权问题的解决,公司能够逐步理顺经营管理,管理费用率和财务费用率将会有一定程度的下降;公司2006-2008年的盈利预测为0.35元、0.39元和0.45元,目前估值较高。但考虑到公司若进行股权激励,将会进一步推动公司业绩高速增长,我们不排除未来将提高盈利预测,目前对公司的投资评级暂为“优秀-1”。(光大证券)

现阶段A股市场存在泡沫吗

□国泰君安 莫言钧

随着中国股市步入新一轮大牛市,关于它是否存在泡沫,特别是自2007年以来,显然已经成为焦点问题。以罗杰斯、左小蕾或居伊·德·容凯尔为首的一派认为,中国股市只是基于流动性过剩主题而炒作所谓估值,因此存在泡沫,乃至危险。至于另一派居主流地位的代表性观点,则认为中国股市只是恢复性上涨,因此,以价值重估为首要主题的牛市行情潜在上涨空间仍然非常巨大。当然,证券分析研究所研究的材料的特殊性,还会把各个利益阶层的代言人心中最激烈的感情,把代表私人利益的潜规则召唤到各种论战中,最终可能导致问题不再是这个或那个原理是否

正确、这个或那个结论是否科学,而是沦落为它对不同性质的资本有利还是不利、方便还是不方便。为此,笔者建议,可以尝试具体应用切贝谢夫定理(Chebyshev's theorem),以分析特别是2007年以来,中国股市是否存在泡沫的焦点问题。众所周知,根据任何数据集的样本均值和标准差,可以检验任何观测值的相对位置,即所谓z分数。切贝谢夫定理指出:在任何一种距离样本均值的标准差个数为z分数(>1)的数据集合中,至少有1-1/z^2的数据项和均值的距离都在z个标准差之内。举例而言,至少82%的数据观测值和样本均值的距离都在z=2.37个标准差之内。笔者之所以为证券业引进

切贝谢夫定理,是因为它的最显著优点,就是它对任何数据集的概率分布可以完全在所不问,并且显然还可进行异常值检验。具体地应用切贝谢夫定理进行z>2.37异常值检验,可以发现:15年多来,上证综指收盘价为代表的中国股市,先后存在,且只存在8次阶段性泡沫:(1)1991年8月7日-1992年7月28日;(2)1993年2月1日-25日;(3)1997年5月5日-13日;(4)1999年6月28日-29日;(5)2000年5月25日-9月4日;(6)2000年11月13日-2001年1月11日;(7)2001年6月5日-13日;(8)2006年12月20日-

2007年1月26日,即最近一次阶段性,或称局部性泡沫。另一方面,因为15年多来,上证综指所有收盘价格的平均数和标准差各为1175.2、522.74,故截至2007年1月26日,再次应用切贝谢夫定理还可发现:应用只有2006年12月25日来,上证综指相对而言才异常地高,从而应该存在整体性或称全局性泡沫。综上所述,可以认为中国股市自2006年12月25日以来,应该已经存在泡沫!尽管如此,必须强调,上证综指为代表的中国股市泡沫的存在毕竟不同于泡沫的连续性问题。无论如何,在投资策略指导意义上,都有理由建议市场参与者可以选择凯恩斯主义的经典交易策略。

券商研究机构对重点上市公司激进预测追踪

(1月15日至1月29日)

| 股票代码 | 股票简称 | 机构名称 | 发布时间 | 机构评级 | 报告EPS | | 一致预期EPS | | EPS差异率(%) | | 股票代码 | 股票简称 | 机构名称 | 发布时间 | 机构评级 | 报告EPS | | 一致预期EPS | | EPS差异率(%) | |
|--------|-------|------|------|------|-------|-------|---------|-------|-----------|-------|--------|------|----------------|------|--------------|-------|-------|---------|-------|-----------|-------|
| | | | | | 2006E | 2007E | 2006E | 2007E | 2006E | 2007E | | | | | | 2006E | 2007E | 2006E | 2007E | | |
| 000061 | 农产品 | 联合证券 | 1-21 | 增持 | 0.19 | 0.45 | 0.107 | 0.47 | 76.76 | -4.27 | 000825 | 太钢不锈 | 天相投顾 | 1-19 | 增持 | 0.924 | 1.396 | 0.818 | 1.317 | 12.93 | 6.00 |
| 000520 | 长航凤凰 | 中信建投 | 1-22 | 中性 | 0.11 | 0.13 | 0.07 | 0.12 | 57.25 | 8.33 | 600012 | 皖通高速 | 银河证券 | 1-24 | 推荐 | 0.48 | 0.56 | 0.43 | 0.484 | 11.70 | 15.72 |
| 600718 | 东软股份 | 平安证券 | 1-22 | 强烈推荐 | 0.47 | 0.72 | 0.302 | 0.392 | 55.46 | 83.52 | 000157 | 中联重科 | 中信证券 | 1-17 | 买入 | 1.06 | 1.31 | 0.952 | 1.246 | 11.39 | 5.16 |
| 601628 | 中国人寿 | 东方证券 | 1-19 | 增持 | 0.68 | 0.92 | 0.462 | 0.613 | 47.33 | 50.11 | 600808 | 马钢股份 | 中金公司 | 1-19 | 中性 | 0.377 | 0.48 | 0.338 | 0.453 | 11.36 | 5.96 |
| 600497 | 驰宏锌锗 | 中金公司 | 1-19 | 推荐 | 5.327 | 7.827 | 3.699 | 4.349 | 44.02 | 79.96 | 000625 | 长安汽车 | 申银万国 | 1-19 | 买入 | 0.52 | 0.74 | 0.469 | 0.664 | 10.87 | 11.38 |
| 600102 | S莱钢 | 中信证券 | 1-17 | 增持 | 0.85 | 0.9 | 0.596 | 0.696 | 42.55 | 29.38 | 600036 | 招商银行 | Morgan Stanley | 1-17 | Equal weight | 0.434 | 0.61 | 0.394 | 0.532 | 10.09 | 14.64 |
| 601628 | 中国人寿 | 东方证券 | 1-24 | 增持 | 0.68 | 0.92 | 0.491 | 0.661 | 38.55 | 39.27 | 600642 | 申能股份 | 申银万国 | 1-26 | 增持 | 0.61 | 0.52 | 0.56 | 0.559 | 9.03 | -6.98 |
| 600007 | 中国国贸 | 招商证券 | 1-22 | 强烈推荐 | 0.26 | 0.29 | 0.212 | 0.239 | 22.75 | 21.42 | 600028 | 中国石化 | 海通证券 | 1-19 | 买入 | 0.64 | 0.76 | 0.589 | 0.742 | 8.57 | 2.46 |
| 000001 | S深发展A | 金元证券 | 1-15 | 谨慎增持 | 0.7 | 1 | 0.575 | 0.712 | 21.78 | 40.50 | 000002 | 万科A | 中金公司 | 1-19 | 推荐 | 0.503 | 0.711 | 0.464 | 0.629 | 8.41 | 13.12 |
| 000069 | 华侨城A | 申银万国 | 1-26 | 增持 | 0.742 | 0.893 | 0.61 | 0.765 | 21.57 | 16.73 | 600005 | 武钢股份 | 中金公司 | 1-19 | 推荐 | 0.501 | 0.75 | 0.462 | 0.652 | 8.39 | 14.98 |
| 600037 | 歌华有线 | 中金公司 | 1-19 | 推荐 | 0.733 | 0.72 | 0.609 | 0.626 | 20.36 | 14.93 | 600900 | 长江电力 | 申银万国 | 1-26 | 增持 | 0.468 | 0.531 | 0.439 | 0.539 | 6.57 | -1.51 |
| 600016 | 民生银行 | 海通证券 | 1-16 | 买入 | 0.39 | 0.41 | 0.329 | 0.411 | 18.48 | -0.16 | 600011 | 华能国际 | 国信证券 | 1-15 | 谨慎推荐 | 0.46 | 0.5 | 0.433 | 0.478 | 6.25 | 4.69 |
| 600839 | 四川长虹 | 国泰君安 | 1-15 | 中性 | 0.194 | 0.251 | 0.164 | 0.22 | 18.07 | 13.85 | 600718 | 东软股份 | 海通证券 | 1-22 | 买入 | 0.32 | 0.7 | 0.302 | 0.392 | 5.84 | 78.42 |
| 600597 | 光明乳业 | 申银万国 | 1-19 | 增持 | 0.227 | 0.25 | 0.194 | 0.209 | 17.16 | 19.52 | 600104 | 上海汽车 | 长江证券 | 1-22 | 推荐 | 0.36 | 0.57 | 0.34 | 0.473 | 5.78 | 20.44 |
| 600418 | 江淮汽车 | 天相投顾 | 1-15 | 买入 | 0.58 | 0.635 | 0.496 | 0.434 | 16.95 | 46.35 | 600028 | 中国石化 | 中银国际 | 1-19 | 优于大市 | 0.623 | 0.832 | 0.589 | 0.742 | 5.68 | 12.17 |
| 600011 | 华能国际 | 中金公司 | 1-19 | 中性 | 0.5 | 0.52 | 0.438 | 0.48 | 14.30 | 8.22 | 600036 | 招商银行 | 中投证券 | 1-22 | 强烈推荐 | 0.42 | 0.65 | 0.4 | 0.538 | 5.02 | 20.85 |
| 000825 | 太钢不锈 | 中信证券 | 1-16 | 买入 | 0.9 | 1.63 | 0.789 | 1.234 | 14.08 | 32.07 | 600028 | 中国石化 | 中信证券 | 1-15 | 买入 | 0.607 | 0.802 | 0.589 | 0.745 | 3.08 | 7.63 |
| 600585 | 海螺水泥 | 国金证券 | 1-25 | 买入 | 1.038 | 1.542 | 0.918 | 1.265 | 13.04 | 21.87 | | | | | | | | | | | |

说明: 1)“激进预测”是指卖方机构的预测显著高于或低于市场一致预期水平的预测。由于业内沟通流畅对同个股票的预测值理

论上应该比较接近,只有在研究员拥有非对称信息或者对预测值非常自信的时候才会出具远超出一致预期水平的预测,因此这种股票值得特别关注。卖方研究显

著高于一致预期,有可能提前预示股价波动,创造超额利润。 2)算法:总市值小于20亿,取净利润差异20%以上,且净利润增加1000万以上;总市值大

于等于20亿,小于100亿,取净利润差异10%以上,且净利润增加3000万以上;总市值大于等于100亿,小于500亿,取净利润差异8%以上,且净利润增加

5000万以上;总市值大于等于500亿,取净利润差异5%以上,且净利润增加1亿以上。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)