

et 网上投稿

et 网上订阅

录用查询

汇款查询

杂志栏目

● 经济研究

● 西部大开发

● 改革探索

● 新观察

● 理论经纬

● 三农问题

● 热门话题

● 企业论坛

● 区域经济

● 财经论坛

● 对外开放和贸易

● 综合论坛

● 经济全球化

● 产业集群研究

● 社会主义劳动理论探讨

● 面向21世纪的中国经济学

论文正文

国内股票市场现状分析

上传日期: 2008年1月23日 编辑: 现代经济编辑部 点击: 368次

王毅

(北京理工大学管理与经济学院, 北京 100081)

摘要: 中国股市自2005年股权分制改革以来上涨了5000点, 从最低的998点到最高时一度突破6000点达到6124点历史高位, 在这一过程中股市可以说是直线上涨, 大量的国内外资金涌入中国A股市场, 凸现股市的财富效应。但是同时, 我们也不会忘记“5.30”, 印花税上调到0.3%给市场造成的巨大震荡, 在当时“股市见顶”弥漫整个市场。在今年11月份, A股市场再次出现了深幅调整, 在中石油等大盘蓝筹股的集体带领下连续三周下调, 上证指数单周最大跌幅达到了8%, 使股市再次陷入恐慌, 股指也从6000点大幅下挫跌破5000点整数关口。笔者认为此次调整与“5.30”有着本质的区别, 印花税的上调对于投机行为起到了很大的制约作用, 但对于股市整体格局以及长期走势的影响微乎其微, 然而此次股市的深幅调整并不是一两个利空政策所影响的, 其所反映的是中央政府对于目前过热的中国整体宏观经济所作的调整, 所以说本次调整对于国内A股市场未来的走势影响是巨大的, 也为中国股市历时3年多的“疯涨”画上了休止符, 可以说此阶段的股指已见顶。

关键词: 流动性; 市盈率; 股指期货

一、中国股市资金供给发生改变

1、流动性过剩是造成我国前一阶段时间股指单边上涨, 股票价格以及市盈率过高的根本原因, 这种供需关系极不平衡的状态导致了股票价格的飞速上涨。所谓流动性过剩就是市场上的钱太多了。在中国股市赚钱效应凸现的情况下, 大量的国内外资金涌入A股市场。除了大量的居民存款进入股市以外, 在这些资金当中有着相当一部分的违规入市资金和来源于商业银行贷款的资金。这些资金不具有长期投资的意愿, 只是在股市捞一笔就走, 具有强烈的投机性。特别是来自于银行系统的资金不具备抵抗风险的能力, 一旦中国股市出现任何问题都将会把风险转嫁给银行系统, 并且由于银行存贷业务具有货币乘数效应, 这也进一步放大了流动性的过剩, 正是这些因素大大增加了中国股市的投机性和累积的高风险, 也为股票价格和指数的飞涨起到推波助澜的作用, 如果不进行相应的调控或处理不当必将影响到我国整体的宏观经济。今年1至10月份, 金融机构人民币各项贷款余额已达26.03万亿元, 新增贷款额已达到3.5万亿元, 信贷增速已达17.66%。为了保证国内证券市场的稳定和健康发展, 遏止股市的过度投机, 监管当局加大了对违规资金入市的查处力度, 使部分违规资金不得不从A股市场流出。中国人民银行和银监会等监管部门已经采取了强力的“窗口指导”措施, 各家商业银行均不得超过监管部门规定的贷款规模, 在今年第四季度不但不能增加新的贷款, 还必须压缩贷款总量, 如此严厉的手段实属罕见。同时有资料显示, 进入11月以来沪市A股的换手率已接近1%, 为年内的峰值的九分之一, 已逼近本轮牛市行情启动之初的水平。可见, 投资者的交投意愿有下降的趋势, 市场的投机气氛也在逐渐减弱。伴随股市财富效应的减退, 投资者入市意愿也呈现下降趋势。中国证券登记结算有限责任公司11月1日发布的数据显示, 沪深股市10月份A股新增开户数近355万户, 比9月份的402万户有所减少。同时, 沪深股市11月28日成交量仅分别为528亿元和241亿元, 成交量也出现了大幅度的萎缩。

2、到今年10月份国内CPI(居民消费价格指数)达到6.5%的高位, 国内的货币供应增长速度也远远高于调控目标, 可见目前国内通货膨胀压力逐步加大以及经济过热现象逐步显现。为确保我国宏观经济的稳定与健康发展, 央行必将采取紧缩的货币政策来加以调控。从今年年初以来, 央行先后9次上调商业银行法定存款准备金率, 在11月26日将其调高至13.5%, 创下了自1987年统一存款准备金率以来的历史最高纪录, 预计紧缩流动性1900亿元。上调存款准备金率的目的是为了加强银行体系流动性管理, 抑制货币信贷过快增长, 与公开市场操作相比较是一种较为强硬的货币工具。今年除了3月和7月, 央行每个月份均上调了存款准备金率, 上调的频率和总体上调幅度前所未有, 在其他国家的调控历史中也较为罕见, 可见央行紧缩流动性的决心。在上调存款准备金率的同时, 中国人民银行在11月29日再次发行100亿元3年期央行票据和40亿元3个月期央行票据。自今年2月11日起, 央行已连续进行二十多次正回购交易, 累计回笼资金超过2140亿元。笔者认为, 以上调控工具对于股市的影响主要体现在, 一是央行票据的利率水平为整个市场利率体系提供了基准利率, 从而会通过其他相关市场利率的变化逐步渗透影响到股票市场。二是提高存款准备金率以及央行票据的正

回购业务将导致市场上货币的供应量下降，对股票市场产生抑制作用。

3、为了抑制因流动性过剩而导致的国内A股市场持续走高和资产泡沫的进一步加剧，监管当局加快了股市扩容的步伐，以缓解资本市场供需的不平衡。股市扩容，一般而言就是指增加市场上股票的数量和种类。这是平衡股票市场上旺盛的需求、增加股票供给的有效手段。扩容从短期来看，能影响短期资金供需平衡，扩容过快促使资金躲避二级市场风险堆积在一级市场，致使出现上万亿的资金热炒新股的现象。从长期来讲，股市扩容增加了上市公司的数量，为投资者增加了更多的投资选择，同时也起到稀释泡沫平抑股价的作用。目前，我国股市的扩容主要来源于两种途径。一是我国于2005年进行了股权分制改革，原有流通股得到相应的对价补偿以及大量的限制流通股在锁定期满后得以流通的扩容。二是通过IPO方式的扩容，其主要表现为红筹股回归A股、企业整体上市等。管理层也在政策层面支持股市的扩容，缩短企业的上市周期，比如取消一年辅导期的规定等。到今年10月份，沪深股市新上市公司达到103家，募集资金超过了4000亿元，这些举措都将导致二级市场资金供给量的大幅度减少。

随着资本市场货币供给量的下降，流动性过剩的局面将得以改善，支持股指单边上扬的过剩流动性将得到缓解，在失去强大资金的支撑后，本已虚高的股价和指数必将向合理价值回归，因此6124点将更加难以逾越。

二、A股市场泡沫严重，上市公司盈利能力不强

1、在大多数情况下，一国股票市场的变化应该是对该国实体经济质量的反应。上市公司的股票价格应是其企业自身内在价值、盈利能力、核心竞争力以及所处市场地位的综合体现，股票价格在长期应围绕企业的内在价值波动。然而目前国内上市公司的股价已经远远与其内在加之相偏离，因此有回归合理价格的需要和预期。据统计，截至2007年10月24日沪市A股平均市盈率已达68.29倍。所谓市盈率是指在一个考察期（通常为12个月的时间）内，股票的价格和每股收益的比例，简单来说就是投资者能够收回其投资所需要的年限。市盈率通常用来作为比较不同价格的股票是否被高估或者低估的指标，投资者通常利用该比例值估量某股票的投资价值，或者用该指标在不同公司的股票之间进行比较。一般认为，如果一家公司股票的市盈率过高，那么该股票的价格具有泡沫，价值被高估。在目前，世界市值前十名的公司中有五家是来自中国内地的企业。截至2007年3月，美国纽约证券交易所平均市盈率为17.66倍，香港联交所平均市盈率为11.62倍。而我国沪深股市在经历了11月前三周下跌之后，到11月27日的平均市盈率依然高达53.05倍和58.41倍，表明我国股票市场的整体价值已全面高估，国内股票市场已不具有投资价值，投资A股将面临巨大的风险。

2、从去年国内上市公司公布的年度业绩报告来看几乎实现全部盈利，也为股市的持续上涨提供了动力。截至2007年7月16日沪深两市上市公司业绩预增的公司数量便达到298家，但是并非所有的上市公司都具有投资价值。

首先，我们需要考量上市公司净利润来源的稳定性。通过仔细分析我们不难看出，在相当一部分上市公司的财务报表中，投资收益增长迅速并且占了很大的比重，甚至超过自身的主营业务收入，而其主营业务增长率很低，甚至有些上市公司的主营业务出现了负增长。这说明部分上市公司的主要利润来自于国内股市上涨的投资收益，这种与股票市场的波动具有较强关联性和较高依存度的状况，也加大了企业的风险，使企业股市下跌的时候利润也将随之减少。在没有主营业务作为利润支撑的情况下，企业将面临较大的经营风险。

其次，我们看到一些上市公司在前几年，特别是股权分制改革以前业绩很差，但在股改后得到资产重组或注资，使其得以咸鱼翻身，获得因以往业绩差基数低而促成爆炸式增长的假象。这类上市公司的发展前景还有待进一步的观察。再次，在我国目前上市公司的构成中，制造业和资源类的企业占有很大的权重，而代表新经济和未来发展趋势的企业则是凤毛麟角。美国证券市场近几年的主流行业分别为电子商务、生化科技和网络运营，它们在一定程度上代表着未来经济的趋势及走向，然而所属于这些行业的上市公司在我国的股票市场上还很少甚至是没有。众所周知，在产业链中制造环节属于低附加值的部分，有些甚至已经成为夕阳产业利润十分微薄，许多发达国家都将这部分转移和变卖给新兴市场国家，而集中资源掌控研发和流通两个高附加值和利润率的环节。因此，在我国目前提出跨越式发展的战略构想，以及加大查处高耗能、高污染企业的背景下，部分上市公司能否成功实现产业升级和顺利完成产业转型对于其股价的未来走势显得至关重要。

3、目前，人民币升值问题已经成为世界范围内所关注的焦点，也是最为敏感的问题。多年以来，巨额贸易顺差发挥了拉动国内经济增长的积极作用，净出口一跃成为今年GDP增长的主力军。由于我国出口导向性的经济在国民经济中占有较大比重，以及长期以来的成本低廉的劳动力优势，同时某些资源类商品价格存在与国际倒挂的现状，形成了我国对外贸易的巨大顺差。据我国海关统计，今年1—6月我国外贸出口总值4285.9亿美元，增长25.2%，实现贸易顺差614.4亿美元，外汇储备已经接近1.5万亿美元。巨额的外汇储备迫使央行不得不大量投放基础货币来进行对冲，这也大大增加了央行的对冲难度和成本。人民币的升值对于国内企业来讲最主要的影响就是生产和出口成本将增加。目前中国大多数一般贸易企业，特别是占大头的轻工业产品出口企业和，这些企业平均利润都低于10%，并且这些企业又往往是劳动密集型行业，由于员工数目大，人民币支付成本高，人民币升值后，其成本压力就更大，成为影响企业经营的最主要因素之一，如果这些企业又没有足够的内销产品取得人民币收

入,完全靠外币结汇支付,所受的影响就会越明显。一旦人民币升值幅度过高,企业将受到极大的冲击。而那些仅靠低价竞争,甚至要依靠国家出口退税弥补亏损的边际企业肯定会被淘汰出局。公司基本面的变化也必将影响到股票市场的走势。

由于目前资本市场上投机气氛浓烈,在资本其逐利特性的引导下,大量的资金盲目地进入股票市场进行投机,这势必影响了企业对于新产品在开发和创新领域投资的积极性,以牺牲长远发展来获得短期的暴利,使企业的核心竞争力受到削弱,主营业务受到较大的影响。同时,企业大量的资金进入股市,使企业的自身经营状况与股市的变化紧密联系在一起,具有高度的关联性,这将导致系统风险和非系统风险和二为一,加大了资本市场的整体风险,投资组合分散风险的功效也无法得到应用。

三、股指期货对于股票市场影响

所谓股指期货,其全称是股票价格指数期货,是指以股价指数为标的物的标准化期货合约,双方约定在未来的某个特定日期,可以按照事先确定的股价指数的大小,进行标的指数的买卖。股票指数期货的最主要作用有,一是价格发现功能。期货市场由于所需的保证金低和交易手续费便宜,因此流动性极好,一旦有信息影响投资者对市场的预期,会很快地在期货市场上反映出来,并且可以快速传递到现货市场,从而使现货市场价格达到均衡。二是具有风险转移的功能。股指期货的引入,为国内A股市场提供了对冲风险的途径,期货的风险转移是通过套期保值来实现的。如果投资者持有与股票指数有相关关系的股票,为防止未来下跌造成损失,他可以卖出股票指数期货合约,即股票指数期货空头与股票多头相配合时,投资者就避免了总头寸的风险。因此,股指期货的推出对于中国宏观经济的走势以及资本市场的发展是有利的。但对于目前泡沫现象严重的国内A股市场来说则是较大的利空,其对A股市场的影响主要体现在以下两个方面。

1、股指期货可以进行卖空交易。参照国际其他国家的数据显示,在股指期货的实际操作过程中,有半数以上的指数期货交易拥有卖空交易头寸以应对系统风险。对于投资者而言,做空机制最具吸引力之处在于,当预期未来股市的总体趋势将呈下跌态势时,投资人可以主动出击而非被动等待股市见底,使投资人在下跌的行情中也能有所作为。在以往我国股票市场的交易过程中,无论是机构投资者、个人投资者还是GFII要想从股市获得收益就只能忽略所有市场指标忘掉已经高得离谱的股价和指数来共同唱多,这种被迫集体做多的行为助推了股市屡创新高。而当股指期货推出后,做空机制将使投资者在通过有效地分析和对市场正确判断的前提下,即使股市下跌也可以从中获得收益。从理论上讲,股指期货的合理价格与股指价格之间应维持在一个套利理论所界定的范围内,两者的价格一旦偏离此范围,套利者即可入市进行无风险套利交易,多空双方将根据自己对于市场前景的预期来进行投资操作,使股票市场在双方的博弈中达到平衡,反映出市场的真实价值,避免股价指数非理性的单边上涨和证券市场泡沫的膨胀,促使国内股市的真实价值得以体现出来。

2、股指期货所采用保证金和每日无负债结算的交易制度。保证金制度是指投资者在进行期货交易时,必须按照其买卖期货合约价值的相应比例来缴纳规定的资金数额,作为履行期货合约的资金保证,然后才能参与期货合约的买卖。例如:假设沪深300股指期货的保证金为10%,合约乘数为300,那么,当沪深300指数为5000点时,投资者交易一张期货合约,需要支付的保证金应该是 $5000 \times 300 \times 0.10 = 150000$ 元。但在投资者现实的交易过程中15万元是远远不够的,由于期货交易具有的杠杆效应可以放大风险,加之股指期货交易采取每日无负债结算制度也称为“逐日盯市”制度,是期货交易所要根据每日市场的价格波动对投资者所持有的合约计算盈亏并划转保证金账户中相应的资金。因此,为应对指数点位、合约价值、保证金的变化,在实际交易时合约占用的保证金一般不应超过保证金账户资金总额的1/3。也就是说,投资者买卖1手合约应准备大约50万元的资金。如果出现账面余额不足的情况,投资者还需要不断追加保证金。因此,投资者对于规避系统风险和套期保值的需要,以及随时可能出现的追加保证金要求,都将持有相当一部分的现金头寸作为储备,从而导致相当数量的资金从股票市场撤出进入股指期货投资领域。从而导致股票市场上资金数量的减少,最终影响到股票价格和指数。

随着当前政府调控力度的不断加强,A股市场出现的大幅度回调,投资者对于后市的预期更加谨慎,这反映了投资者的投资意愿趋于理性,投机气氛逐渐消退,这也说明我国股市在逐步走向成熟和健康。我国作为一个快速崛起的发展中国家,居民的生活水平在不断改善,可支配收入也显著增加,有着强大的消费能力和购买欲望。这都将成为国内经济保持快速增长的强有力保证,也为企业的发展提供了良好的契机。从长远发展的角度来看,在企业不断成长的同时,我国的股票市场也将得到长足的发展,更充分更准确地展现其宏观经济晴雨表的重要作用。

参考文献:

- [1]张学东. 股价指数期货理论与实践研究. 中国社会科学出版社, 2005;6(1)
- [2]向新民. 金融系统的脆弱性与稳定性研究. 中国经济出版社, 2005;6(1)
- [3]史永东. 投机泡沫与投资者行为. 商务印书馆, 2006;8(1)
- [4]曹华. 中央银行学. 科学出版社, 2006;8(1)
- [5]顾晓安, 卢蕾. 问题贷款人. 立信会计出版社, 2006;9(2)
- [6]市场研究小组. 研究报告一股市市盈率中外比较研究. 深圳证券交易所综合研究所. 深证综字第0155号, 2007-7-30

数据来源:

- 1、 中国证券登记结算有限责任公司官方网站
- 2、 中国人民银行官方网站
- 3、 中国国家统计局官方网站
- 4、 上海证券交易所网站
- 5、 深圳证券交易所网站

作者简介: 王毅(1983年--), 男, 2004年至今就读北京理工大学管理与经济学院国际经济与贸易本科专业; 同时攻读了法律专业双学士学位; 今年10月份被北京理工大学保送企业管理专业硕士研究生, 研究方向: 为企业战略管理。

版权所有: 《现代经济》编辑部

E-MAIL: mejc@vip.sohu.com 电话: 0898---68928581 传真: 0898---68919810

地址: 海口市龙昆北路24号龙园别墅D1栋 邮编: 570105