

# 中国股市 2005 年以来新一轮热潮形成的原因、作用和影响

谢百三 (复旦大学 金融与资本市场中心,上海 200433 )

王黎明 (复旦大学,上海 200433 ;上海大学 国际工商与管理学院,上海 200072 )

**摘 要:**中国股市从 2005 年 6 月的两年来快速上涨达 400%,市值增长了 200%-250%,引起国内外广泛关注,且褒贬不一。我们认为,中国股市的新一轮高潮是由政治安定、经济增长、大部分企业效益明显上升、股权分置改革完成,以及因人民币升值而导致的流动性过剩等种种因素的综合作用形成的,应因势利导,兴利除弊,科学理性地对待之。

**关键词:**股市热潮;股权分置改革;流动性过剩

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2007)03-0005-06

2005 年 6 月,中国股市创下八年来新低,上证指数从 2245 点跌至 998 点。然而,2005 年 6 月以来随着股权分置改革的展开和人民币汇率机制改革,中国股市一路快速上涨,在两年时间里涨幅高达 400%。2007 年 5 月底上证指数曾经越过 4300 点,上海、深圳二市日交易额高达 4000 多亿元,是 2005 年全年成交量的 50 多倍。此外,趁着股市新一轮高潮到来,中国加快了直接融资速度,新股发行加快。至 2007 年 6 月 1 日中国证券市场共有上市公司 1473 家,沪深二市总市值高达 17.37 万亿元。从新股民开户数来看,2005 年全年新增开户数仅为 85 万,而 2007 年 5 月中下旬每天的新开户数就多达 30 余万,最多一天高达 45 万余人。截止到 2007 年 5 月底,中国股民帐户总数已超过一个亿,中国毫无悬念地进入了证券大国。面对一浪高过一浪的中国股市,海内外一些人士对中国资本市场褒贬不一,批评者忧心忡忡、猛力抨击,也招来了中国人民银行频频加息、提高准备金率和财政部提高证券交易印花税等宏观调控。究竟如何看待此事?我们认为 2005 年以来中国股市新一轮热潮的出现是由诸多

合理与不合理、正常与异常因素的合力造成的,是历史的理性的选择;有隐患,但更多的是积极作用,利大于弊,不能全盘否定,对它的宏观调控也要注意科学合理、小心谨慎。

我们认为,中国股市 2005 年以来的新一轮热潮是诸多正常的合理因素造成的,初期带有矫枉过正,恢复性上涨的意味,主要起因是中国政治局势空前稳定、实体经济 28 年持续高速增长、相当部分企业业绩上升、以尚福林为首的第五届证监会工作出色和股权分置改革切除了中国股市肿瘤等等。

## 一、中国政治局势空前稳定,人心思治人心思富

2005 年以来股市大幅上涨的第一位原因就是中国政治局势十分稳定,共产党领导下的多党合作制及改革开放各项政策深入人心;中国真正实现了和平崛起,国泰民安;外交政策也很正确,与世界绝大多数国家和睦友好,在联合国和世界各种主要活动中发挥越来越大的作用;中国的贫困人口已从改革开放前的 2.5 亿下降到 2500 万;中国没有恐怖主义活动,没有民族纠纷,成为世界公认的最有生气最安全的国家;中国目前处在有文字记载以来的几

收稿日期:2007-06-03

作者简介:谢百三,上海人,复旦大学金融与资本市场中心主任教授,博士生导师,曾被新浪网评为对中国证券市场最有前瞻性的经济学家之一,主要从事金融产业与证券投资、中国当代经济政策、企业发展战略,管理心理学,企业税务筹划等研究。

千年来第五个盛世初期,这是中国股市长期向好的最重要基石。

### 二、中国在今后相当长时期将是世界上经济发展最快的大国

中国改革开放 28 年来,经济持续高速发展。中国的 GDP 总量从改革开放初期的 3000 多亿元上升到 2006 年的 209407 亿元,28 年中 GDP 平均年增长 9.67%,远远高于同期世界各国经济平均 3.3%左右的年增长速度。特别是近几年,中国经济发展得更快。继 2003 年增长 10.0%、2004 年 10.1%、2005 年 10.4%之后,2006 年增速达 10.7%。

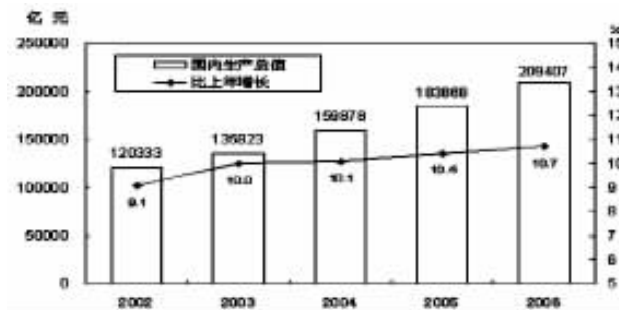


图 1 2002-2006 年国内生产总值及其增长速度

经济持续高速发展,使中国的综合国力大大增强,国际地位显著提高,经济总量跃居世界第四位,从 2004 年起成为世界第三大贸易国。人民生活显著改善,国家财力大幅提升,1978 年全国财政收入只有 1132.26 亿元,2006 年达到 3.93 万亿元。国家 GDP 大幅增长的同时,城镇居民人均可支配收入也由 1978 年的 343 元提高到 2006 年的 11759 元,2006 年实际增长 10.4%(见图 2);农民人均纯收入由 134 元提高到 3587 元,2006 年实际增长 7.4%(见图 3)。

2004 年,著名的美国《华尔街日报》对 12 位诺贝尔经济学奖获得者进行调研,问题是“70 年后谁是世界上最大的经济体——美国、欧洲、中国?”,包括弗里德曼(已故)、科斯、马科韦茨等在内的七位著名经济学家都异口同声地回答是中国。毫无疑问,在今后相当长时间内中国将是世界上发展最快的大国。这是自 2005 年起中国进入并将持续多年的股市上涨周期的最坚实基础。

### 三、“国九条”开道,中国政府全力支持股市发展

从 1990 年 11 月上海证交所成立,中国股市发

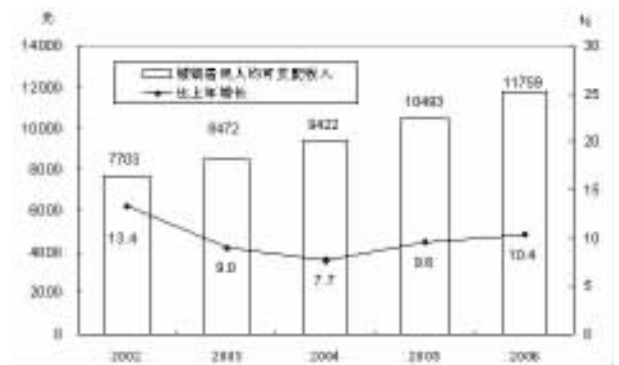


图 2 2002-2006 年城镇居民人均可支配收入及其增长速度

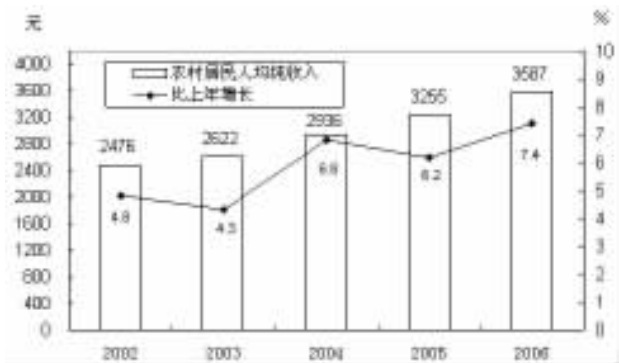


图 3 2002-2006 年农村居民人均纯收入及其增长速度

展至今 17 年了,过去中国一度对于股市采取“高了就砸,低了就救”的政策,类似五、六十年代对民族资产阶级的“限制、利用、改造”的既想使其有限发展又害怕其造成危害的政策,对股市只是用用而已,比如中国证监会一位前任领导明确表示,中国发展证券市场主要目的是为国有企业服务。此外,政府还曾出台多项限制政策,如规定处级以上干部不能炒股等等。这是当时股市低迷不振的重要原因之一。

进入 21 世纪以来,中国共产党和政府就高度重视和支持股票市场,当股市还处于大熊市的 2003 年中国领导人就明确指出:中国与外国不同,在股市中有很多退休工人与下岗工人,一定要把它搞好。

2004 年春,是中国股市的重要转折点,中国政府明确支持资本市场发展。国务院制定了一系列的振兴股市的政策。中国“国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展若干意见”(即“国九条”)的颁布,表明了政府从战略上高度重视资本市场,并决心全力发展它,首次指出要从制度上完善资本市

场。2006年底,国务院又颁布了《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》,要求推进国有资本向重要行业和关键领域集中,并加快国有大型企业股份制改革。2007年3月1日中国领导人在《全面深化金融改革促进金融业持续健康安全发展》的讲话中,强调发展资本市场,发挥资本市场的资源配置作用,要求通过扩大企业直接融资比重来优化金融体制,促进现代企业制度建设,分散银行体系的风险,增强中国金融体系的弹性——这一系列政策是中国股市处于低潮时,政府全力拯救股市的重大举措。这都形成了新一轮股市热潮的坚实的政策基础。

#### 四、新一届中国证监会工作出色领导有方

这次股市热潮与尚福林主席为首的第五届中国证监会工作出色领导密切相关。这一届证监会为股市发展作了大量艰苦扎实的基础性工作,是历届证监会中思路最清晰、改革开放意识最强、创新能力最强、工作最扎实、最能抓关键、抓主要矛盾的一届。他们严打庄家,严令大股东对上市公司于2006年底前清欠退还大量占款(否则将追究其个人法律责任);恢复IPO以全额资金打新股方式;多方维护中小股东权益以使中小投资者放心。最重要的是尚福林和这一届证监会卓有成效地领导了事关中国股市命运的股权分置改革。这也是中国股市蓬勃发展的重要原因之一。

#### 五、成功的股权分置改革彻底根除了中国股市制度性缺陷

新一轮股市高潮与中国成功地进行股权分置改革有最重要的直接关系。在中共中央和国务院的直接关心、支持、领导下,2005年5月9日中国启动了股权分置改革,这场持续两年之久的历史性改革彻底根除了曾长期严重制约股市发展的制度性缺陷。中国证监会在国务院及各级地方政府及几千万投资者的支持下,采用——支付对价、发放权证、承诺回购、定向增发等多种方式,到2007年6月,约99%的上市公司完成了股权分置改革支付对价的阶段,并已有10%的非流通股得以流通。这场改革切除了非流通股长期侵占流通股权益的制度性毒瘤,解决了中国股市17年来被制约的主要矛盾,为2008年以后股市全流通,真正市场化扫清了制度性障碍。这也是这轮股市形成热潮的最重要原因之一。

#### 六、近几年来出现了一批利润高增长的上市公司

股权分置改革基本完成后,中国资本市场收购兼并以及优化资源配置的功能得到强化。大股东通过向上市公司注入盈利性资产或进行债务重组;或优质企业以并购整合或借壳方式进入股市。各行业优势资源正在加速向股市集中。2006年以来股市的资源配置功能得到明显提升,股改之后大股东对待上市公司的态度与之前截然不同,由于利益一致,大股东向上市公司注入资产的内在动力日益增强。占总市值30%的上市公司加入到注资队伍,对上市公司整体业绩上升影响力很大。有180多家上市公司与中央企业整体上市有关,其累计市值占总市值的比重约25%。若加上借壳上市进入股市的上市公司资产,涉及到的上市公司的累计市值在总市值中的占比就更大。注资过程实际上是各产业优势资源逐步向股市集中的过程,其不仅提升了上市公司的质量,还对上市公司今后的发展具有积极的意义。

这几年,中国股市中确实出现了一大批发展很快的好企业,如贵州茅台、万科、中信证券、招商银行、宝钢股份、烟台万华等等,它们中有的利润年增长30%—50%。另外,通过注资又造就一批优质上市公司,如宝钢等三大钢铁巨头的整体上市、东方电气集团的整体上市、四大航运公司整体上市,还有造船业(南船集团主业整体上市)、汽车业(中国几大汽车集团的整体上市)等。这些行业龙头的上市公司通过整合业绩都大幅提高,从上市公司财务报表可以看到:优质资产的注入使上市公司盈利大幅增长,整体质量出现根本好转。2006年1470多家上市公司业绩增长46%,平均每股收益约0.24元。2007年更上一层楼,一季度有数据可比的1450家上市公司业绩增长80%多,平均每股收益0.08元多。可见,中国上市公司正步入业绩上升期,它又支持中国股市持续稳定向前发展。

#### 七、“两税合一”的税收改革和新会计制度实行

2007年3月,全国人大决定将内外资企业的所得税率统一为25%。“两税合一”使中国企业税赋下降24%,很多企业从中受惠,特别是1000多家A股上市公司。此外,为了与国际接轨,2007年1月1日起,中国实行新的会计制度准则,根据新的会计制度,相当一部分企业所拥有的资产,如土地等都得到重新估值,它们的价格将会回归上涨。而上市

公司的资产价值重估又将会对股价的提升产生影响。

#### 八、城乡居民存款迅速增加但投资渠道甚少

中国股市在近两年中持续上涨的另一个原因就是中国城乡居民储蓄急剧增加,而银行存款利率又处于新中国成立50年来最低时期,相当一部分城乡居民急于将银行储蓄转向收益更高的投资领域。

1978年,中国城乡居民存款为210亿元。经过29年的改革开放与经济发展,城乡居民收入大幅增加。2007年7月居民存款余额已为17.4万多亿元,中国储蓄率之高为世界第一。居民高储蓄率与中国传统文化、社会结构、家庭观念等诸多因素有关,更与中国社会保障体系的不健全有很大关系,城乡居民看病、教育、就业、购房、养老等五大需求问题没有得到解决,所以大多不敢进行高消费,甚至连正常消费也受到局限。根据中国社会科学院发布的社会蓝皮书《2006年:中国社会形势分析与预测》,全国有65.7%的人没有任何形式的医疗保险,大约四分之一的受访者因为无力支付医疗费用而放弃医疗。

教育费用昂贵也是老百姓不敢花钱的原因。教育部规定高校收费普通专业每年不超过6000元,而中国目前除了艺术等专业收费每学年在万元以上,其他普通专业收费都在5000元以上。据统计,中国现阶段大学费用支出,包含学费、住宿费等所有开支,平均每年每个学生在1万元以上。这对于人均收入11000余元的城镇居民来说已是负担,而对每年人均纯收入不到3000元的9亿农民则更是沉重负担,加之农村城市化运动方兴未艾,每年1000万民工进城,急于租房买房,完全不敢正常消费,因此储蓄率很高。

中国城乡居民存款为17.4万亿,加企业与金融机构存款为35万亿;银行存款利率仅3.06%,扣税后仅为2.44%。国人急切寻找保值增值渠道,而在民间,除沪深股市外,直接投资渠道很少。因此,当股市走出低谷持续两年上涨四倍产生极大财富效应后,人们就忘记了风险,千军万马涌入了股票市场。在2007年“五一”节后,全国一天入市人数高达30-45万人,城乡新股民的资金又推动股市持续上涨。

#### 九、人民币汇率机制改革导致流动性泛滥推动

#### 股市上涨

2005年以来的这一轮股市热潮与这两年人民币汇率机制改革、人民币渐进式升值引发的流动性过剩密切相关。这是中国股市大涨的唯一非正常因素。中国这两年社会游资极多、流动性过剩严重,除了居民储蓄率高、存贷差较大等原因外,人民币渐进式升值是最重要原因。根据国际货币基金与世界银行的“测算”,2005-2007年,单从购买力平价看,1美元与人民币的比价应为1:1.8-1:1.91。人民币确有很大升值压力。中国货币当局决定人民币从2005年7月21日起,以缓慢渐进方式升值,到2007年6月2日,已从1:8.28升到1:7.64(升值7.72%)。外资在类似“贸易J曲线”与“赶末班车”紧迫心理的驱使下,以更快的速度涌入中国。他们或加快同中国的贸易,或以公开或隐蔽的形式将热钱投入中国,中国外汇储备急剧增加,20世纪90年代每年增加200亿美元,而2002年以来每年以1500-2000多亿美元(外汇)的速度增加,平均每天进入中国约为10亿-13亿美元。与此同时,为了防止人民币升值过快,中国人民银行用以购买美元投放的基础货币,即外汇占款也同比例每天以80-100亿元人民币增加。问题的严重性在于已经位列世界第一、高达12500多亿外汇储备的中国,至今每天仍在无奈地以1:7.64的汇率购买10多亿美元,导致外汇储备越来越多。央行为此频繁使用货币政策三大工具,发行了大量国债、央行票据,还多次加息、提高准备金率,但不可能全部兑冲收回因外汇占款而投放的基础货币,在乘数效应下,不断增加的基础货币使流动性过剩问题日益严重。

前已述及,造成流动性过剩的主要原因是多年来中国外贸持续顺差且数额不断扩大。从下表可以看出,从20世纪90年代中期开始中国外贸持续顺差,2004年以后,外贸顺差增速明显加大,到2006年底达到44750亿元。而中美两国出现了2300多亿的巨额顺差,不断增加的经常项目下交易促使基础货币投放越来越多,形成了流动性泛滥。

前已述及,构成中国流动性过剩还有一大因素是银行体系资金过多。存贷差日趋扩大。2000-2006年,银行人民币存款增长比贷款增长平均高4个百分点。银行存贷款增速的差异导致存贷款差额不断扩大,截至2007年3月末,银行存贷款差额已经高达11.46万亿元。这也就是有大量资金滞留银行间

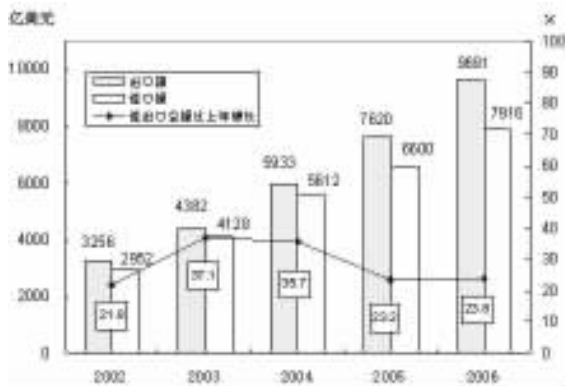


图 4 2002-2006 年进出口总额及其增长速度

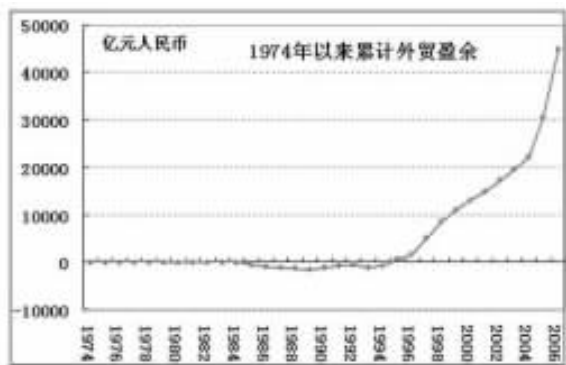


图 5 1974 年以来累计外贸盈余

市场,银行有相当规模的资金可运用。

总之,日益增加、迅速膨胀的外汇占款及银行

表 2000-2006 年人民币存款、贷款增速及存贷差

指标	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 月末
存款增速(%)	13.8	16.0	19.0	21.7	16.0	18.9	16.8	15.9
贷款增速(%)	6.0	13.0	16.9	21.1	12.1	9.3	15.7	16.3
存贷差(亿元)	24433	31302	39623	49060	63227	92479	110149	114600

资料来源于中国统计信息网。

间本身的巨额存贷差形成了十分严重的流动性过剩。这些近乎天文数字的社会游资在房地产市场被严厉调控后,就先后不断地涌入了日涨夜涨的股票市场,推动了中国股市一浪一浪地向前发展。

#### 十、房地产市场受到严厉调控,绝大部分游资涌入股市

1971 年到 1989 年日元升值时,日本的房地产是同步上涨的,两者先后都涨了 10 倍左右。八十年代新台币升值时,情况如出一辙,中国台湾股票市场涨了 18 倍,房地产市场涨了 3.5 倍。但人民币升值的今天,中国大陆房地产市场正受到严厉调控。

从 2005 年 4 月起国务院七部委共同发文严厉调控房价,从金融、税收、市场秩序(如土地供应计划、房屋转让政策、房屋销售政策)多方位进行调控。2006 年国务院又出六项措施强化调控——五年内出让房屋征收 5.5% 营业税,另要征收 20% 个人所得税。高额税收措施使房地产失去了流动性,使得房地产投资收益大大减少。这样,大量炒房资金被迫退出房市(约有 1.5 万亿),因缺少其他投资渠道资金只能选择进入也可以容纳巨资的股市。这是中国股市大幅上涨的另一因素。

综上所述,新一轮股市热潮是由诸多因素造成的,其中大部分是合理的正常的,也有一些异常的不可抗力造成。而后者在今后一段时间将长期存在。人民币波动与升值的空间还较大,外资对此预期很高,但又不能采用一步到位大幅快速升值,因为这样做将面临巨大风险:外贸出口将迅速大幅下降;来华外商投资将迅速减少,中国经济将迅速冷却。由于中国外向型企业占 50% 以上,失业人数会急剧增加。人民币过快升值,将使这些问题雪上加霜。这是中国谨慎对待人民币升值最重要的社会因素。

2005 年以来这一轮股市热潮,是中国经济高速列车来到十字路口时唯一理性的副作用最小的利大弊小的最佳选择,是疏导、渲泄流动性过剩的合

乎逻辑的现实选择。

股市走牛的好处其实还是很多的:一是可让中国 3 千多万家嗷嗷待哺的国有企业、民营企业尽快上市、募资,加快发展;二是可扩大直接融资比例,减少银行存贷差,缓解银行压力;三是可以多收印花税;四是可以疏导流动性过剩;五是可以化解通胀与房地产涨价压力;六是可以提高全国人民投资意识、金融意识。

面对几千万城乡居民积极投入的新一轮股市热潮,我们应该理性的客观的认识它,小心翼翼地对待它,因势利导、顺势而为,用科学合理的方式

进行宏观调控,切忌鲁莽操作,以免造成巨大波动。

**注 释:**

本文撰写过程中参考了中华人民共和国财政部网站、国家统计局统计公报、《中国统计年鉴》、中国人民银行网站和王中宇的《对金融界“流动性过剩”争论的思考》的相关资料。

(责任编辑:许桃芳)

## **Causes, Effects and Influence of the New-round Climax in the Chinese Stock Market since 2005**

XIE Bai-san, WANG Li-ming

(Finance and Capital Market Research Center, Fudan University, Shanghai 200433, China; Fudan University, Shanghai 200433, International Business Administration School, Shanghai University, Shanghai 200072, China)

**Abstract:** The index of the stock market of China has surged rapidly by 400% in the two years since June 2005, and the market value has risen by 200%-250%. Broad attention has been attracted at home and abroad, with different comments on the merits and demerits. The authors hold that it is the resultant force of the following factors that leads to the new climax in the stock market of China: the stable political environment, the economic growth, the obviously-rising effectiveness of most enterprises, the accomplishment of the Share-trading Reform of Listed Companies, and the liquidity surplus caused by the appreciation of RMB, etc. It is suggested that the authorities concerned should conduct the market according to current situation, promote the advantages and eliminate the disadvantages of the market, and adopt a scientific and rational attitude towards this climax.

**Key words:** climax in the stock market; Share-trading Reform of Listed Companies; liquidity surplus