



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007年第36期(总第192期)

2007年9月28日

中国股市：牛市依旧

中国社科院金融研究所 王国刚 何旭强

2007年，中国证券市场基本上延续了2006年的走势。从股票市场看，股指和股价持续上行，在2006年达到2675点基础上，2007年9月份上证综指突破了5400点。因此，可以说是一个快速上行的牛市。与此相比，由于央行连续五次提高存贷款利率、七次提高法定存款准备金率，同时，受股票市场快速上扬、物价上升等因素影响，债券市场呈现不景气的势头；但在不景气中也有亮点，其中包括制度创新屡有突破、公司债试点、资产证券化扩容等等。总的看，决策层的推进多层次资本市场的努力正在转化为实践行动。

进入 2007 年以后，沪深股市在 2006 年上涨的基础上延续了快速上涨的走势。上证指数年初为 2728.19 点，8 月末收于 5218.83 点，上涨 2490.64 点，涨幅为 91.3%。虽然中间经历了“5·30”的较大幅度的调整，但牛市的格局并没有改变，指数不断创出新高。

1. 股市上扬的成因分析

从直接成因上看，2006 年以来的此轮股市上行，是由上市公司总股本扩张和个股价格上涨引致的。2006 年至 2007 年 6 月底，上市公司的总股本从 7579.29 亿股增加到 16892.43 亿股，增长了 122.88%。这意味着，如果个股价格不变，按照沪深股市的指数计算方法，股指将在 2006 年 1 月份的基础上上涨 1.22 倍。股本扩张既来源于诸多新的上市公司入市，也来源于已有上市公司通过各种方式增发新股。与股本扩张相比，股价上涨对股指走高的贡献度更大。2007 年 9 月的股价比 2006 年初上涨了 230%以上；即便与 2007 年初相比，个股价格也上涨了将近 1 倍。如果与 2006 年全年相比的话，2007 年的特征更多地表现在个股价格上涨方面。

从内部成因来看，此轮股市快速上行主要是由入市资金快速增加和上市公司经营业绩提高引致的。2006 年之前，城乡居民储蓄存款的年净增额达到了 2 万多亿元，但在进入 2007 年以后，除了 2 月份增加了 9500 多亿元外，大多数月份呈现绝对额减少状况，以至于到 8 月份城乡居民储蓄存款余额的绝对数 169030.6 亿元，依然低于 2 月份的 172783 亿元。与 2006 年同期相比，城乡居民储蓄存款少增了 1 万多亿元。一个突出的现象是，IPO 的认购资金，在年初曾突破了历史高额，达到 14000 多亿元，但在随后的过程中，这一记录却一再被刷新，2007 年 9 月的建行 A 股发行中，认购资金达到 22000 多亿元。入市资金的快速增加，使得股市在大量新股上市中，不仅没有下落走低，而且持续上行。另一方面，2007 年上半年，上市公司的整体业绩明显提高。与 2006 年同期相比，上市公司的主营业务收入、

净利润等都有较大幅度增长，这在一定程度上支持了股价上行。

最后，从外部成因上看，这一轮股市上行受到外部一系列经济因素的有力支持，其中包括：第一，宏观经济持续走强。进入 2007 年以后，中国经济呈现加速增长的势头。2007 年 1 - 8 月 GDP 增长率保持在 11% 以上，持续性的经济景气使得上市公司业绩超预期增长。第二，流动性过剩。流动性过剩意味着社会各方面存在着大量可用于投资的资金，这给股市的资金供给提供了比较宽松的外部条件。第三，人民币升值趋势。这使得以人民币计价的资产在全面重估中整体升值。

2. 股市走势状况

2007 年第一季度，中国股市延续了 2006 年的上行走势，但受春节等因素影响，上行步速相对比较平稳。从 4 月份开始，股市呈现了一波高速提升的走势，上证综指不仅突破 3000 点的高线，而且在一个多月的时间内冲破了 4000 点大关，使得整体市盈率水平上升到了 1999 年“5·19”行情以后的高位，估值压力显现。2007 年前 5 个月，绩差低价股累计涨幅达到了 150% - 200%，预示着股市中的个股价格已发生结构性虚高。与此同时，基金发行节奏放慢之后，机构投资者主导市场的力量相对下降。一个突出的现象是，前 5 个月基金重仓的绩优股总体涨幅未能跑赢沪深 300 指数，仅仅略好于上证综指。问题不仅在于指数高涨和市盈率高企，而且在于股市交易异常活跃。2007 年第一季度，沪深两市股票交易的日均换手率为 3.5%，但在 4 - 5 月份则进一步上升到 4.5%；两市日成交额最高时超过了 4000 亿元，换手率达到 7% 以上。与此同时，证券市场新增开户数猛增，大量新股民开户入市。

随着股市走势加快和交易异常现象的强化，股市风险逐步加大。面对这一状况，监管部门陆续出台了一些强化监管的措施，其中包括证监会加大了查处内幕交易以规范市场交易行为，银监会加强了防范

银行资金违规入市的工作，央行则把资产价格泡沫纳入货币政策视野。在各项监管措施和调控政策中，对股市走势影响最大的无疑是调高印花税。5月30日，股票交易印花税从1‰大幅度提高到3‰，直接引致了沪深两市股指大幅下落，上证综指从5月29日的4335.96点最低跌至6月5日的3404.15点。股指反弹至5.30高点后再度下行，直到7月下旬才开始企稳上行。这次走势下落，使得前期涨幅过大的绩差股题材股受到重挫，很多股票被腰斩，至今仍有相当数量的股票没有创出新高。

印花税提高后，市场要求减少直接行政干预的呼声逐步形成，但在此后，相关监管部门和宏观调控部门出台的一系列政策措施，对股市走势依然有着重要影响。主要表现有五：一是由于经济增长势头强劲、物价上涨压力不容乐观，央行连续5次提高存贷款利率和7次上调存款准备金率，同时，国务院决定将储蓄存款利息所得个人所得税的适用税率由现行的20%调减为5%。二是6月份，人大常委会批准财政部发行15500亿元特别国债购买外汇，批准2007年末国债余额限额调整为53365.53亿元，并将在9月份分三期在全国银行间债券市场公开发行1000亿元特别国债，并在第四季度发行另外1000亿元。三是在商业银行系统和证券公司施行QDII，个人海外直投开闸（“港股直通车”），以疏导居民外汇资金。四是推进大型国企加速回归A股市场，以平衡市场需求。五是国资委开始进行央企国有股的“大小非”减持试点。

“5·30”以后，从6月中旬开始，股市发行步速加快，尤其是红筹股公司和H股公司回归A股市场，使得股市迈入了一个新的发展过程。经过了近两个月的调整，股市才重新站稳4000点，但从7月中旬开始，蓝筹股几乎集体发力，上证指数登上5000点并迅速上探至5500的历史高点。在这个阶段的行情中，绩优蓝筹股，如地产、金融、钢铁、煤炭、机械、有色金属、航空板块均呈现了大幅上涨。

总体上看，2007 年的股票市场，在不断突破历史高点的过程中持续上行，既给投资者以极大的信心鼓励，也有效加快了中国资本市场的发展进程。到 9 月底，股市的市值已达 25 万亿元，不仅超过了 2006 年的 GDP 总值，而且可能超过 2007 年的 GDP 总值。这在 10 多年的股市发展史中尚属首次。另一方面，在股指和股价不断上行的过程中，股市也不断受到来自估值方面的压力困扰，诸如风险加大、市盈率过高、泡沫即将破灭等议论不绝于耳。但中国近几年一直保持 10% - 11% 的高速经济增长率，上市公司业绩超预期增长，这些估值压力有可能逐步化解，由此，股指的继续走高还将是一个基本趋势。需要强调的是，股指最高并不直接意味着个股价格也将持续最高，事实上，随着大盘股的不断发行上市，个股价格的分化必然发生。一个突出的现象是，到 9 月底，尽管股指又上行了 1000 多点，但依然有 40% 的个股价格没有达到“5·30”的价位，因此，个股的风险不容忽视。

主 办： 中国社会科学院金融研究所

主 编： 李 扬

副 主 编： 王国刚

联 系 人： 刘戈平

电 话： 010-85195338

电子信箱： ifb@cass.org.cn