

一览众山小

———07 年宏观、债市、股市策略报告

王晓东

021-62583894

wangxd5025@gtjas.com

(2006 年 12 月 31 日)

姜超

021-62580818-430

jiangchao6164@gtjas.com

下述研究员共同参与了本报告
的下述工作:

李关峥:

风险溢价的测算及部分文字

陈卫然:

期指组合的测算及部分文字

王 成:

台湾股市数据

吴坚雄:

香港股市数据

吴天宇:

国内基金数据

摘要

韩国、印度、日本及台湾升值窗口期间都有极其一致的表现:为抑制外汇流入,利率水平被刻意压制,也因于期间的通胀攀升,实际利率水平更是明显降低。由此,固定资产投资增幅往往明显跃升,股市也总是因于估值提升而涨幅惊人。

中国目前的处境其实并无特别。我们认为,投资理应而且也会持久维持高位;而由于生产效率及劳动力工资的显著差距,中国的出口竞争力并不可能因于汇率的渐进调整而明显受损;消费增长,则更是前景乐观。特别是,高水平的企业利润率仍有向上动力。

并没有观察到银行体系市场化进程的明显进展,预计低利率环境和依然偏紧的信贷投放并存的局面仍将继续。由此,波澜不惊或是 07 年债市的一个接近事实的描述;也由此,我们可以期待股市的持久繁荣而非昙花一现。

流动性过剩与股价上扬的内在逻辑联系是风险溢价的下降。我们的测算结果显示,目前股市的风险溢价依然处于不尽合理(考虑到经济增长更趋稳定、公司治理大幅提升、流动性极其充裕等基本背景)的高位水平。

主要基于风险溢价的下降预期,我们认为股市的估值水平仍会大幅提升,预计沪深 300 指数未来三年里可再涨一倍。

“低利率”是贯穿本文的重要线索:低利率构成了投资的内生动力、解释了储蓄资金的分流、消除了对美国地产市场的疑虑、……最终成就的是股市神话。

本报告总篇幅 100 页、图 174 幅、表 6 张。

免责声明:本报告是国泰君安证券股份有限公司研究所为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均不代表国泰君安证券股份有限公司及其研究所的观点和建议。本公司虽已力求报告内容的准确可靠,但本公司及其研究所并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。国泰君安证券股份有限公司以及与该公司有关联的任何个人均不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,如需引用或转载本报告,务必与国泰君安证券股份有限公司研究所联系,否则后果自负。

目 录

引言：会当一览众山小.....	4
他山之石——年年岁岁花相似.....	6
一、韩国经验.....	6
二、印度经验.....	9
三、日本经验.....	13
四、台湾经验.....	16
五、中国现状.....	19
六、总结：中国会是例外吗？.....	21
宏观背景——不畏浮云遮望眼.....	22
一、出口：渐进升值无碍竞争优势.....	23
1、美国经济：依然乐观.....	23
2、升值压力：与日俱增.....	26
3、贸易条件：亟需改善.....	27
4、升值依据：竞争优势.....	30
5、升值预测：日韩启示.....	38
二、投资：利润高企激发内生动力.....	40
1、增长源泉：投资重要.....	41
2、公共投资：助推发展.....	42
3、利润高企：内在动力.....	46
4、利润格局：比翼齐飞.....	50
5、利润动因：竞争优势.....	53
三、消费：工资增加促进结构和谐.....	56
1、增长结构：渐趋均衡.....	56
2、劳力转移：核心背景.....	57

3、工资增加：助推消费.....	58
4、物价预测：稳步向上.....	60
债市展望——无可奈何花落去.....	65
一、银行：资金充裕无奈身不由己.....	65
1、招商银行.....	65
2、工商银行.....	66
3、交通银行.....	67
4、银行总结：身不由己.....	69
二、央行：韩印经验佐证数量调控.....	74
1、准备金率预防过热.....	74
2、货币利率两头受压.....	76
三、债市：曲线趋平似为寻常现象.....	78
1、利率曲线均趋平.....	78
2、银行配置是主因.....	79
股市展望——而今迈步从头越.....	82
一、供需：过剩储蓄悠然应对扩容.....	82
1、储蓄波动：实际利率如影随形.....	82
2、储蓄趋势：资本市场亦步亦趋.....	83
3、格局变迁：机构主导蓝筹领衔.....	84
4、储蓄过剩：蓝筹海归携手共进.....	85
二、估值：风险溢价并未与时俱进.....	87
1、债市启发：风险溢价的角度.....	87
2、增长刻画：ROE 而非 EPS.....	88
3、估值现状：风险溢价未到位.....	89
4、估值路径：外资 P/E 或更高.....	91
5、行业结构：估值改善仍可为.....	94
三、期指：套利投机均能各得其所.....	97
1、套利组合：超越安枕无忧.....	97
2、操纵组合：四两可拨千斤.....	99

引言：会当一览众山小

过去的 5 年中，在流动性泛滥的背景下，全球股市一派欣欣向荣，而其中最耀眼的莫过于新兴市场。

来自 IMF 的测算数据表明，从 02 年至今，拉丁美洲股市上涨了 3 倍，东欧股市上涨了近 2 倍，亚洲新兴股市平均也上涨了 1 倍多。但与此形成鲜明反差的是，中国 A 股市场仅才恢复到 01 年时的平均水平（考虑到上证综指的严重失真，本文以天相流通市值指数作为市场指数的代表）。

这种显著反差也同样体现在备受关注的“金砖四国（BRICS）”的比较中：以 MSCI 指数口径衡量，01 年以来，截至到 06 年 11 月，俄罗斯的涨幅高达 600%，印度和巴西也分别高达 200% 和 180%，但中国的涨幅仅仅只有 95%（主要成分是香港的国企股及美国的中国概念股）。

图 0-1:
新兴市场股市涨幅
(01 年——06 年 7 月)

来源: IMF

注:

以 01 年月度均值为 100，
中国数据为天相流通市值
指数，截至 12 月 20 日

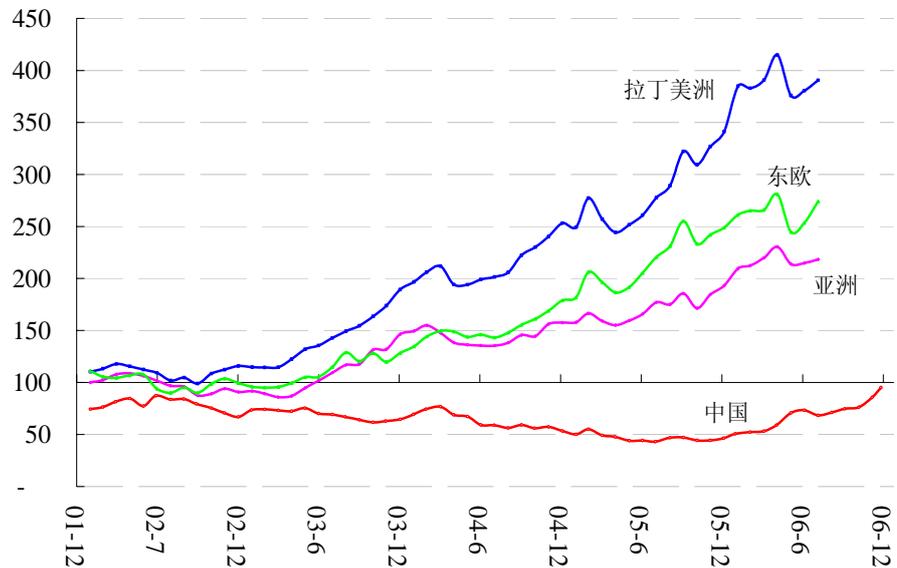
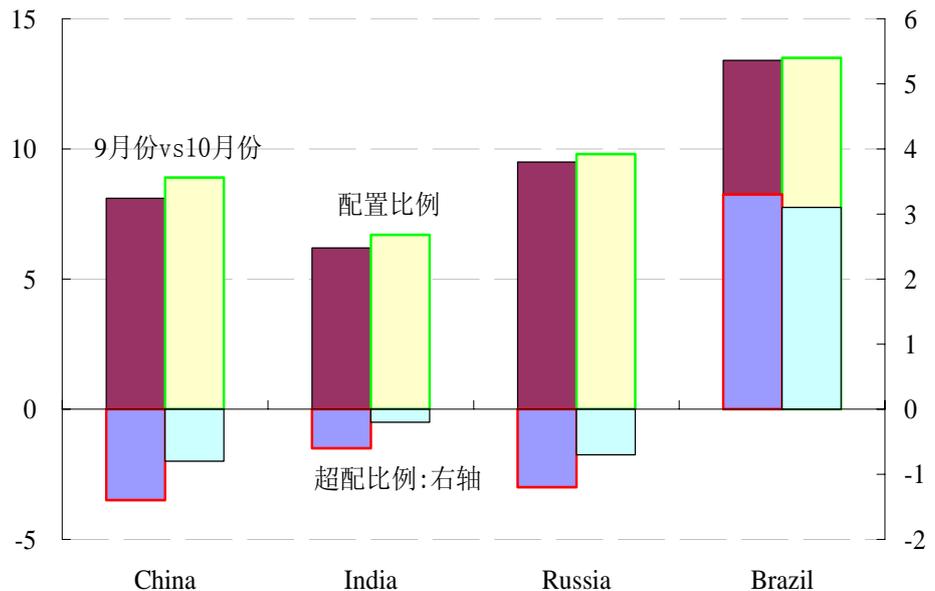


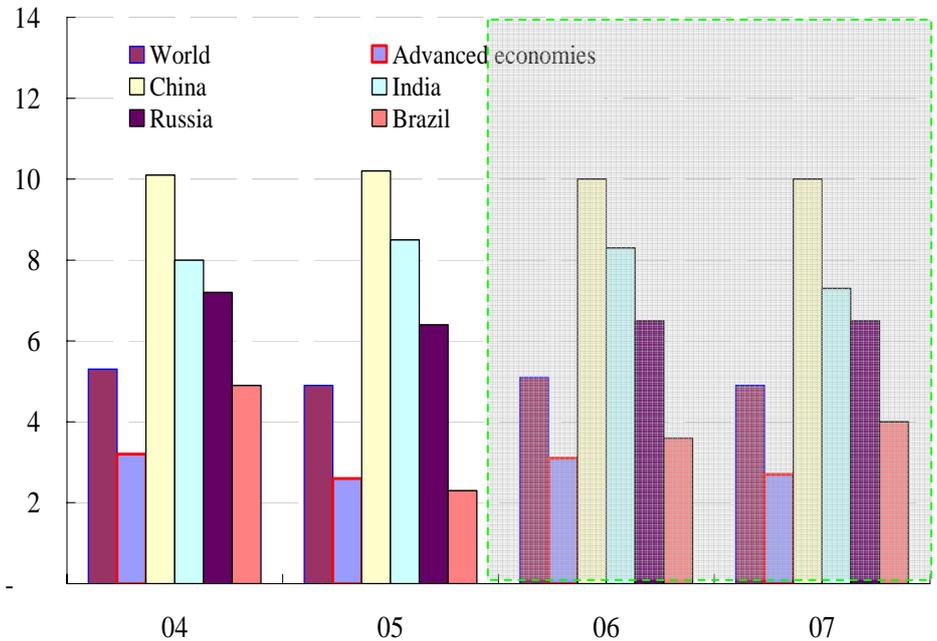
图 0-2:
MSCI EM 指数中，全球
基金对金砖四国的实际
配置比例及超配比例：
06 年 9 月与 10 月的对比
单位: %



中国市场的落后局面，一个重要原因是全球基金对中国市场（主要指香港市场）的配置明显不足：06年10月份，在MSCI EM（新兴市场）指数中，中国市场的市值占比为9.7%，而全球基金的配置比例仅为8.9%，低配幅度达0.8%。在金砖四国中，是低配程度最高的。

同样形成鲜明反差的是，中国经济的“一枝独秀”：不仅发达国家难望其项背，即使是其它“金砖三国”，也是相去甚远。

图 0-3:
全球及各经济体 GDP 的
预测
单位: %
来源: IMF
注: 阴影部分为预测值



不合理的终究难以维系，事实上，局面已经开始改观：1) 全球基金对中国市场的配置正在逐步提高：相较于9月末的水平，10月末的配置比例已提高了0.6个百分点；2) 资金流入也明显加快：截至12月22日，今年新兴市场股市净流入资金总额达220亿美元，较去年的历史高点200亿美元高出约10%，其中106亿美元流入了中国市场（大陆、香港、台湾）；因而3) 今年以来中国股市的涨幅已是雄踞全球榜首。

当然，更为深刻的内在变化是我国股市的以股权分置改革成功为主要标志的浴火重生，身处人民币升值这个宏大历史进程之中的中国股市更是风云际会：基于年年岁岁花相似的国际经验启示、基于投资增幅理应而且也会持久维持高位、渐进升值难撼巨大出口竞争优势、消费增长明显启动等宏观经济背景的判断、基于流动性极其充裕而实际利率水平却难以提升的预期，我们认为，中国股市的繁荣景象必定是超乎想象的，06年仅仅是序幕初启，中国股市决不可能久居人后，必当一览众山小。

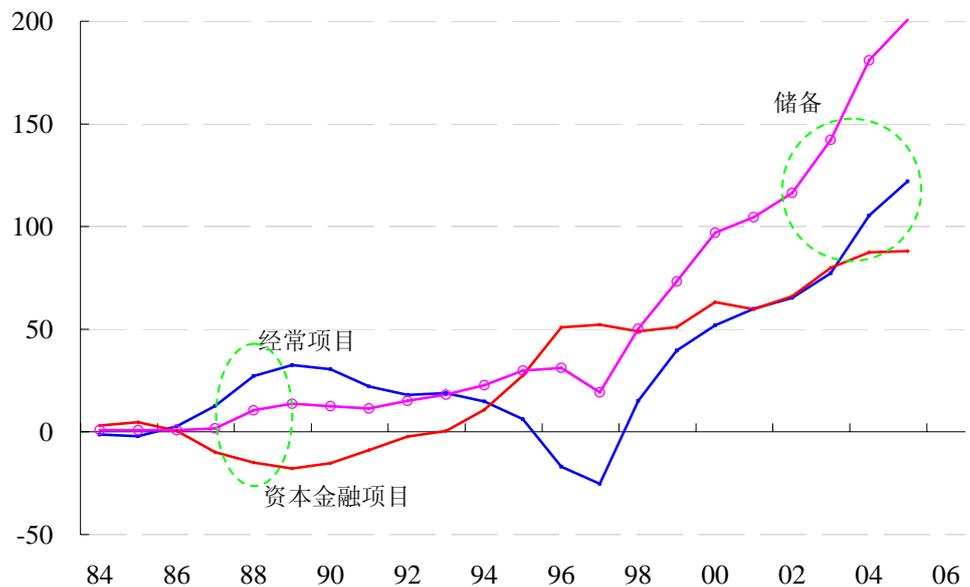
他山之石——年年岁岁花相似

本币升值其实是很多国家（地区）寻常的历史境遇。我们认为，通过对新兴工业化的韩国、发展阶段及背景状况类同的印度、援为升值经典案例的日本、以及包括文化秉性相同在内的有太多共同之处的台湾——这四个代表性经济体在升值窗口期间的宏观经济及资本市场表现的考察，应能得到一些有意义的启示。

一、韩国经验

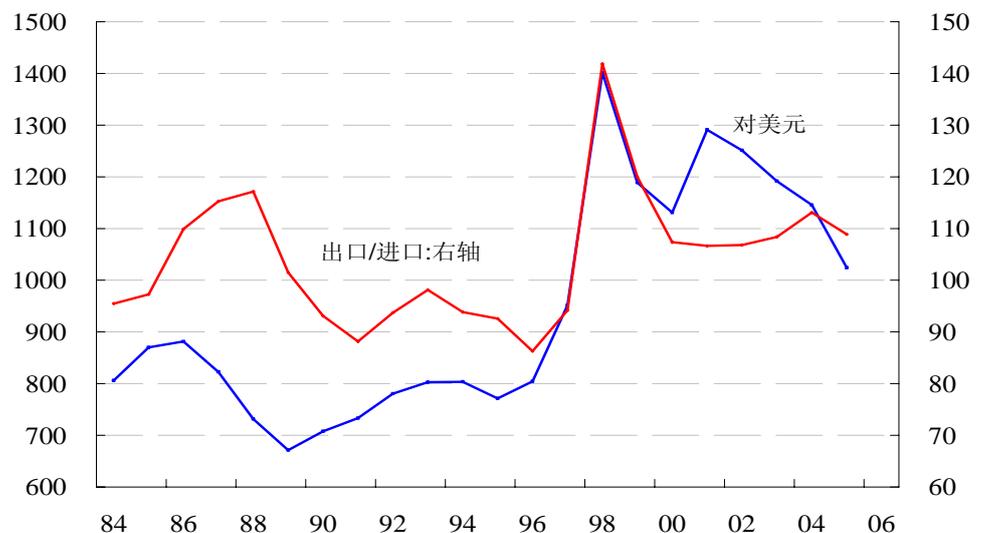
观察的起点自然是国际收支状况。80年代末及98年至今，韩国外汇储备大幅攀升，是为观察时间窗口。

图 1-1:
国际收支: 经常项目、
资本金融项目, 外汇
储备
(84年 - 05年)
单位: 亿美元
注: 累计额口径, 下同



在这两个时间段，韩元均有比较明显的升值，使得出口和进口金额的比率有所降低，并对外汇储备激增的局面有一定的改善。

图 1-2:
对美元汇率、出口金
额与进口金额比率
(84年 - 05年)
比率单位: %



我们发现，无论是 86 至 88 年间还是 98 年以后，韩美 1 年期利率的利差水平均呈现持续下降的趋势。而且和相邻历史期间的比较来看，这两个升值阶段的韩美利差均为相对较低水平。

图 1-3:
1 年期央票利率, 美国
1 年期国债收益率、两
者利差
(87 年 1 月—06 年 9 月)
单位: %

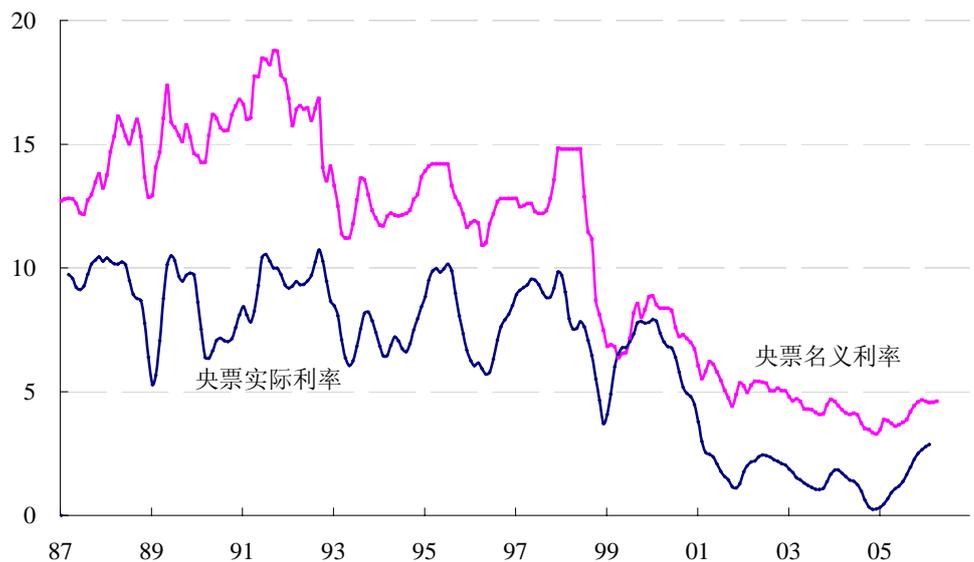


升值期的实际利率也保持明显低位，主要有两方面的原因：

一方面，名义利率因为保持利差的考虑，通常会有一定回落，而由于热钱的流入，国内物价往往有上行的压力，使得实际利率更趋下降。

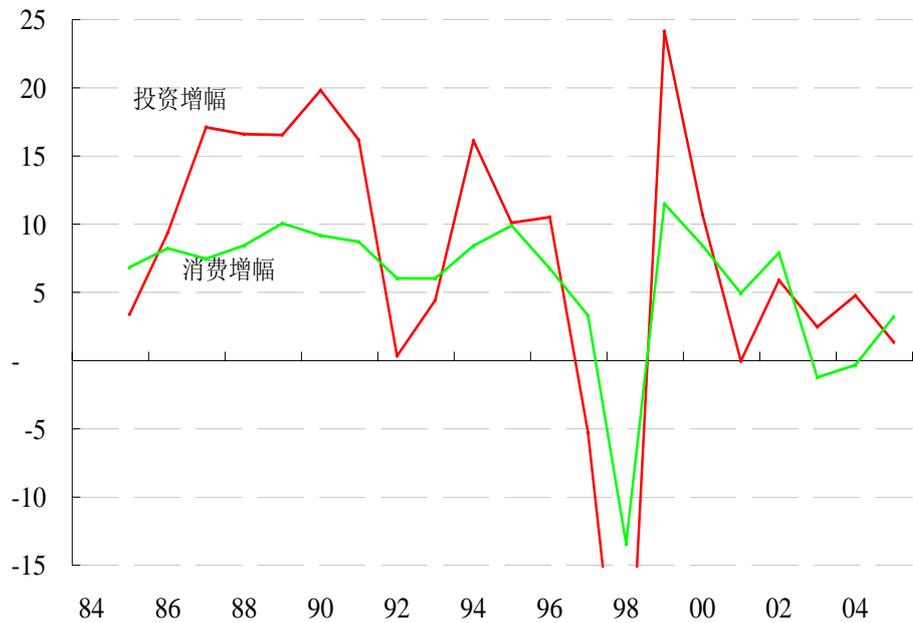
另一方面，由于担心升值后出口下降影响经济增长，央行会有意维持实际利率的相对低位。

图 1-4:
1 年期央票的名义利率
与实际利率
(87 年 1 月—06 年 9 月)
单位: %
注: 实际利率=
名义利率—核心 CPI



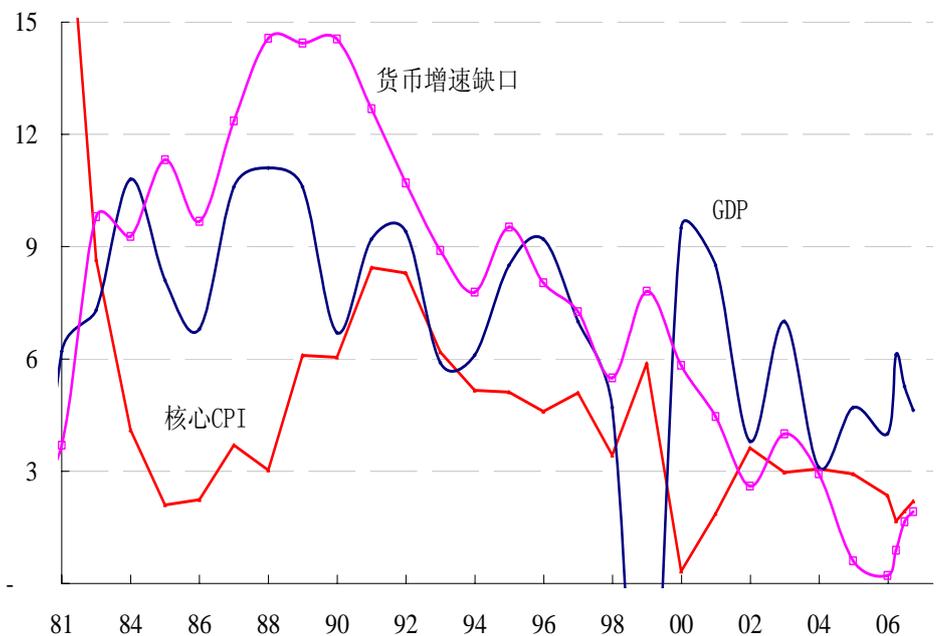
而实际利率的走低会推动实体投资的增长，我们观察到，在 86 至 89 年间，韩国的投资增幅明显攀升。

图 1-5:
国内资本形成、私人
消费增幅
(85 年—05 年)
单位: %



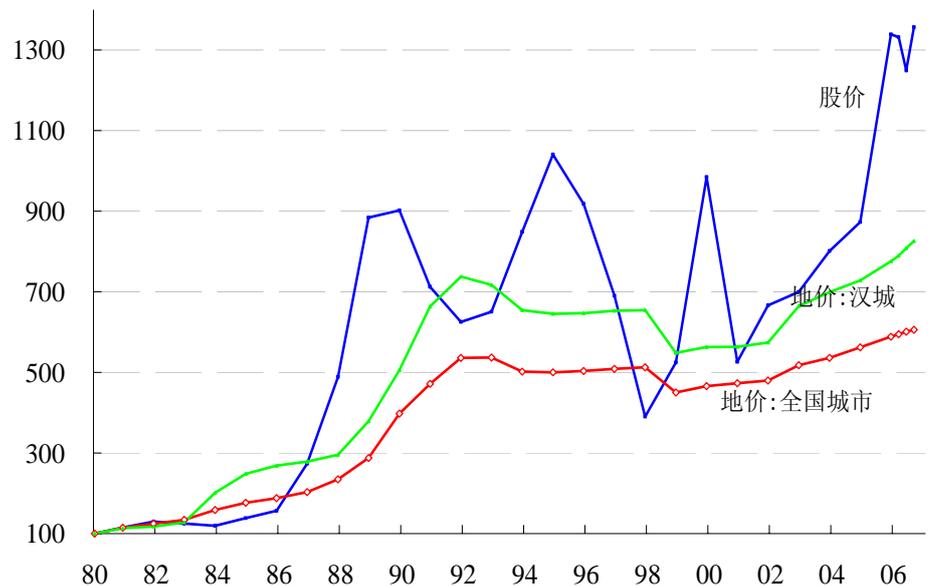
在虚拟经济方面，由于外汇顺差及各类热钱的持续流入，国内货币供应量增速明显加快，使得货币增速缺口（M2 与 GDP 增速之差再减去 CPI）不断扩大，这表明超过实体经济增长所需要货币的供应量，并没有全部体现为通货膨胀。

图 1-6:
GDP、核心 CPI、货
币增速缺口
(82 年—06 年)
单位: %
注: 货币增速缺口 =
M2 - 实际 GDP - CPI



货币增速缺口扩张的影响主要体现在资本市场上，在 86 至 89 年间，无论股市还是房地产市场均大幅上涨，其中股价在 3 年内涨了 5 倍，而房价的涨幅也接近 4 倍。

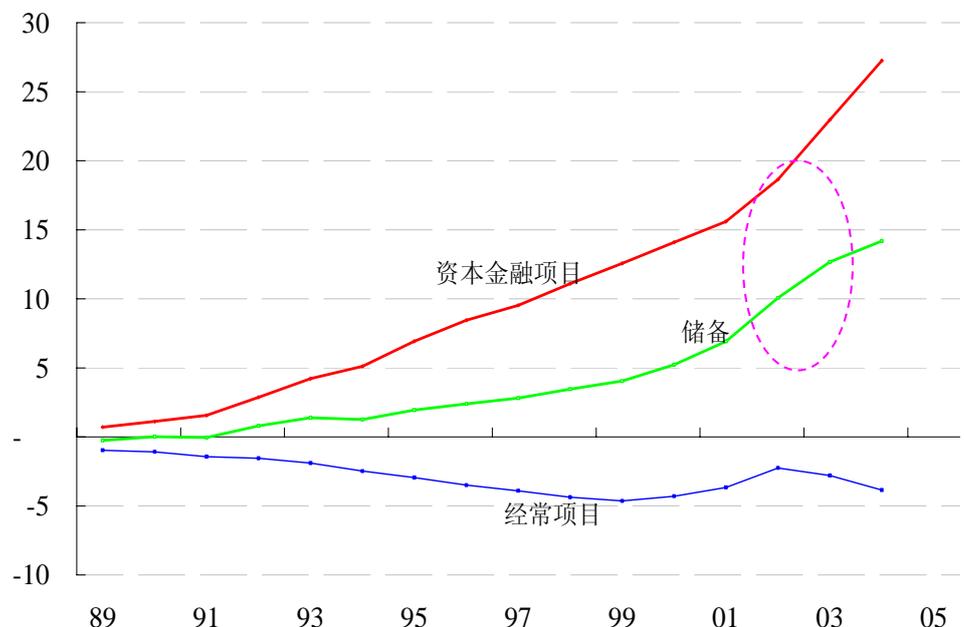
图 1-7:
韩国地价和股价涨幅
(80 年— 06 年)
注: 以 80 年初为 100



二、印度经验

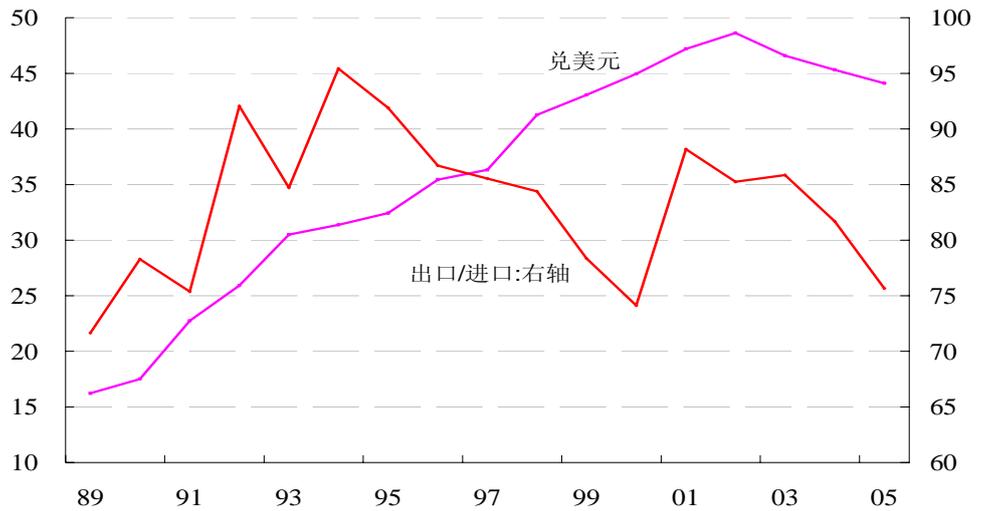
从 01 年开始，印度的外汇储备增速明显上升。与韩国的区别在于，资本项目顺差是其储备增加的主要来源，而同期的经常项目总体保持在逆差水平上。

图 1-8:
国际收支: 经常项目、
资本金融项目, 外汇
储备
(89 年 — 05 年)
单位: 百亿美元
注: 累计额口径, 下同



由于卢比的升值，02 年以后印度出口和进口的比率继续下降，造成经常项目逆差的进一步扩大，这对储备增速减缓有一定的帮助。

图 1-9:
对美元汇率、出口金
额与进口金额比率
(89年—05年)
比率单位: %



在升值期间，我们同样观察到印美 1 年期利差水平的持续下降，目前的印美利差已经降至 90 年代以来的最低水平。与韩国一样，自 01 年卢比升值以后，印度的实际利率也明显下降。

图 1-10:
印度 1 年与 10 年期国债
利率，印美 1 年期国债
利差
(87 年 1 月—06 年 10 月)
单位: %

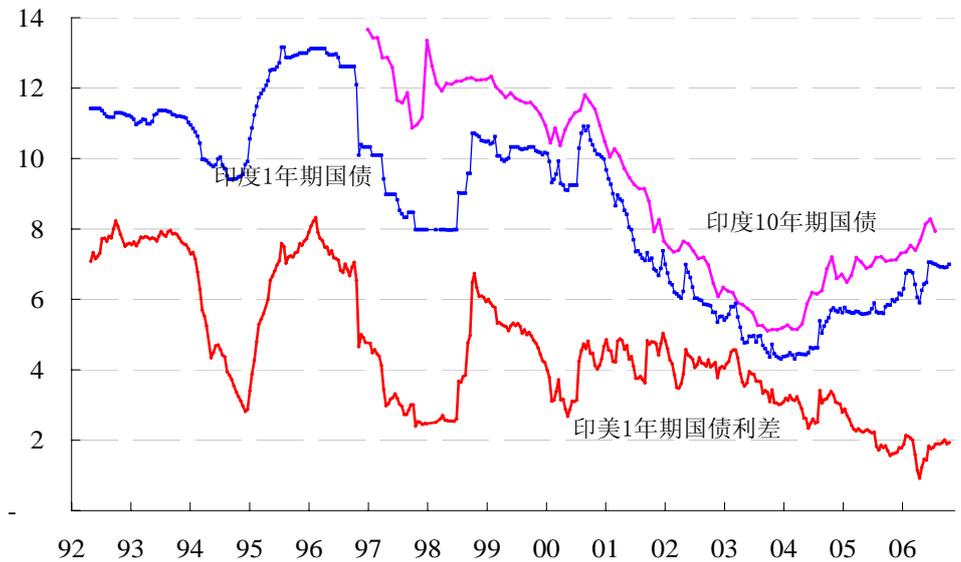
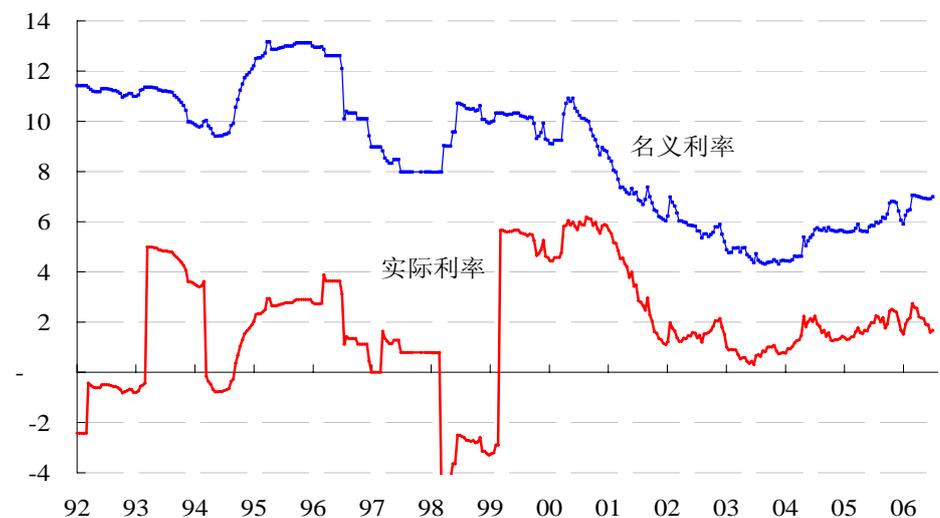


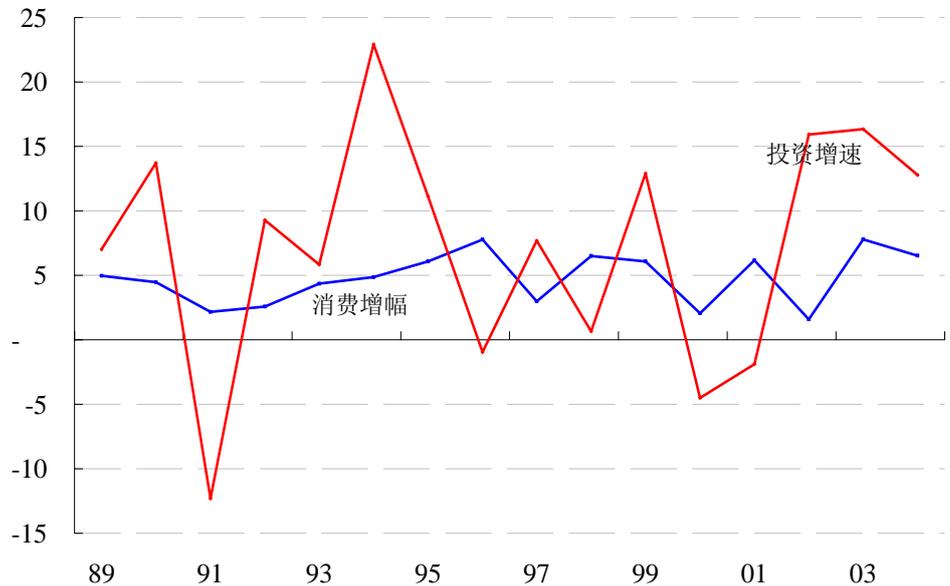
图 1-11:
1 年期国债的名义利率
与实际利率
(92 年 4 月—06 年 10 月)
单位: %
注: 实际利率=
名义利率—CPI



实际利率的下降同样促发了实体投资的增长。

我们看到，与实际利率的下降几乎同步，印度的投资增速从 02 年起迅速反弹至 15% 左右的高位，并保持至今，这与韩国 80 年代升值期的经验完全类似。

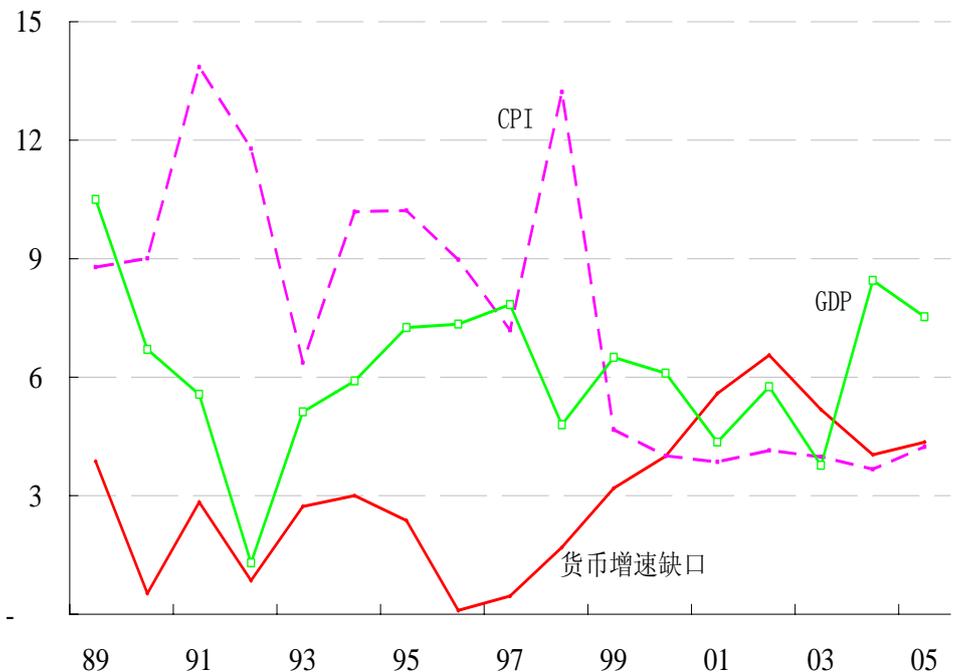
图 1-12:
国内资本形成、私人消费增幅
(88 年—04 年)
单位: %



升值期间外汇热钱的流入同样造成了广义货币量的扩张。

自 01 年以来，在 GDP 增速及物价基本保持稳定的背景下，主要因于货币供应量的扩张，印度的货币增速缺口亦明显攀升：从之前十年的平均水平 2% 上升到 5%。

图 1-13:
GDP、CPI、货币增速缺口
(88 年—05 年)
单位: %



货币增速缺口的扩张同样主要反映在股市和房地产市场上。从 01 年至今，虽然房价涨幅只有 34%，但股指涨幅高达 250%。

图 1-14:
房价、股价指数
(90 年—06 年 10 月)



从股指上涨的推动因素来看，业绩增长应是主导因素，其 02 以来的增幅达 150%。但估值水平的提升亦占有重要地位，市场平均市盈率从 02-03 年间的平均 14.5 上升到 06 年 10 月的 21.6，升幅高达 50%。

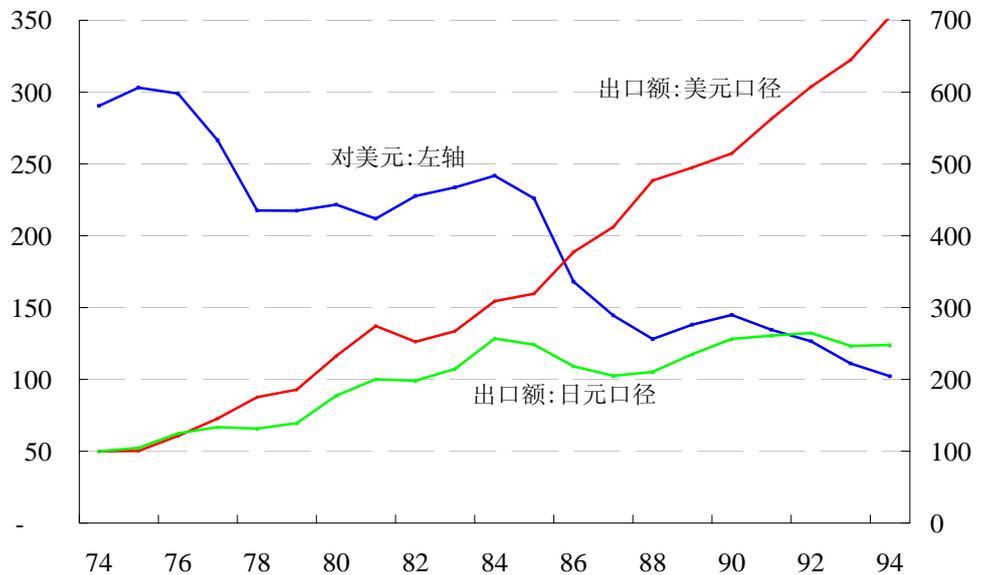
图 1-15:
股指、市场 EPS 指数及
P/E
(90 年 4 月—06 年 10 月)
注:
指数以 02 年初为 100
EPS 指数=股指 ÷ P/E



三、日本经验

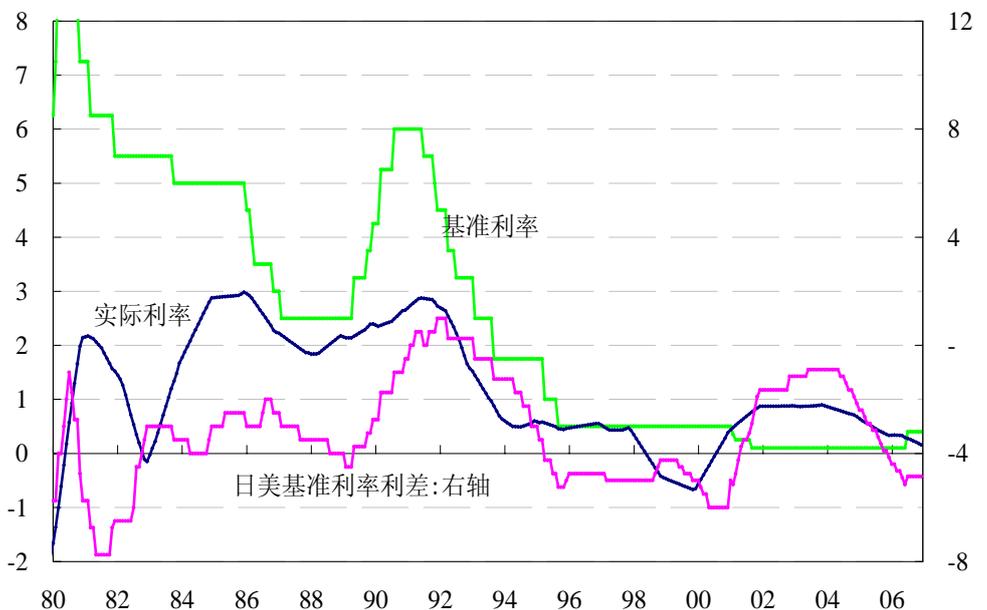
1985 至 88 年的短短 3 年间，日元对美元的升值幅度高达 100%。日元的剧烈升值对其出口形成重创，以本币口径衡量的出口额在 85 年以后逐年下降。

图 1-16:
对美元汇率、出口额指数
(美元口径及日元口径)
(74 年 - 94 年)
注:
1、出口额指数以 74 年为 100
2、出口额的美元数值按汇率年度均值水平折算为日元数值



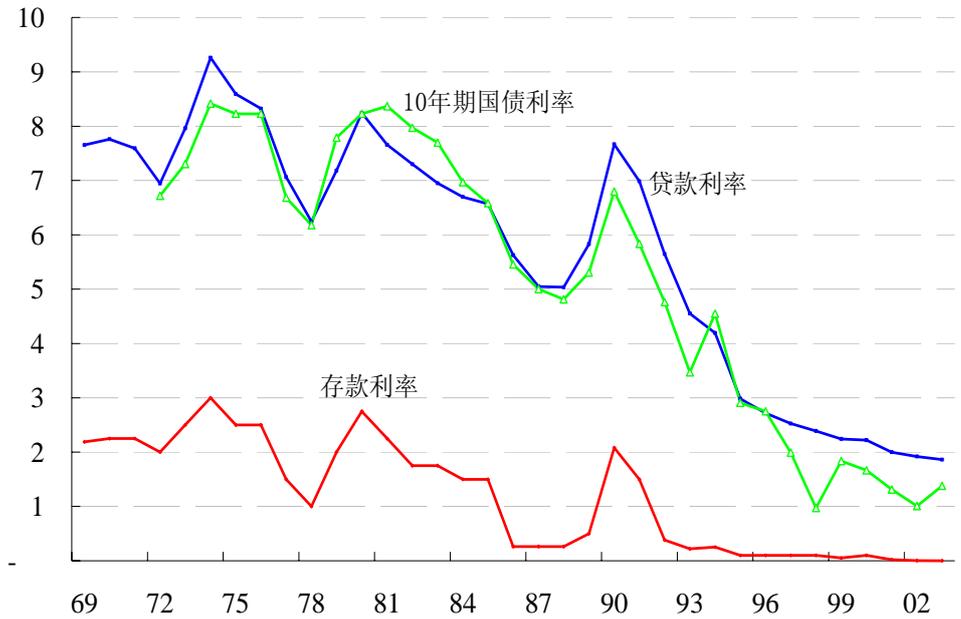
也是在 85 至 88 年间，同样我们也观察到了日本的基准利率及其相对于美国的利差、以及实际利率的降低。

图 1-17:
基准利率的名义值与实际值、及与美元基准利率的利差
(80 年 - 06 年 10 月)
单位: %
注: 实际利率 = 名义利率 - CPI



市场利率，特别是银行信贷利率和长期国债收益率，在该升值期间亦均与基准利率保持一致，呈现下降趋势。

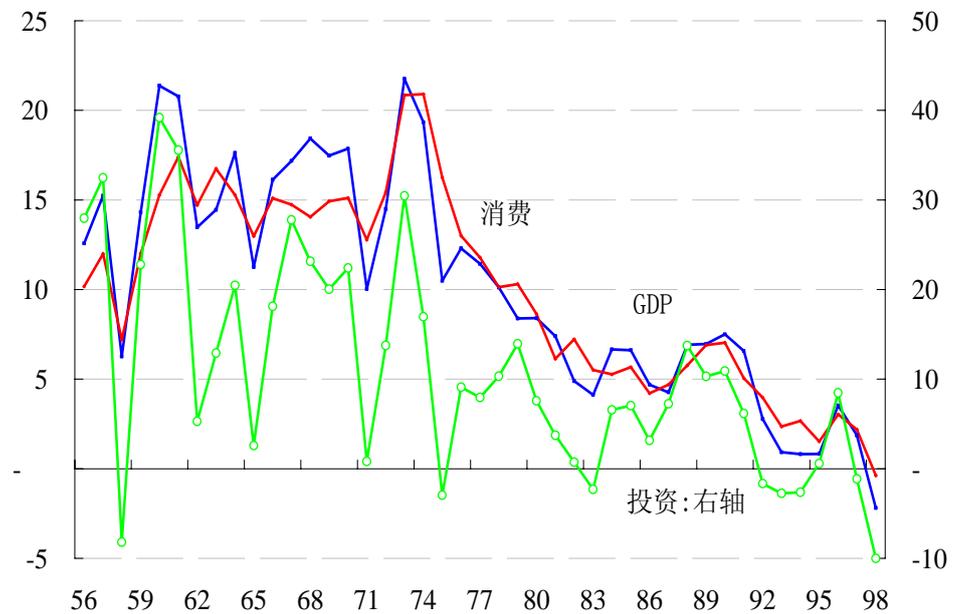
图 1-18:
国内银行存贷款利率、
10 年期国债收益率
(70 年—03 年)
单位: %



因于实际利率的下降，投资增速在同期明显上升。86 年时日本投资增速还仅为 4%，到了 88、89 年，已经上升至 10% 以上。

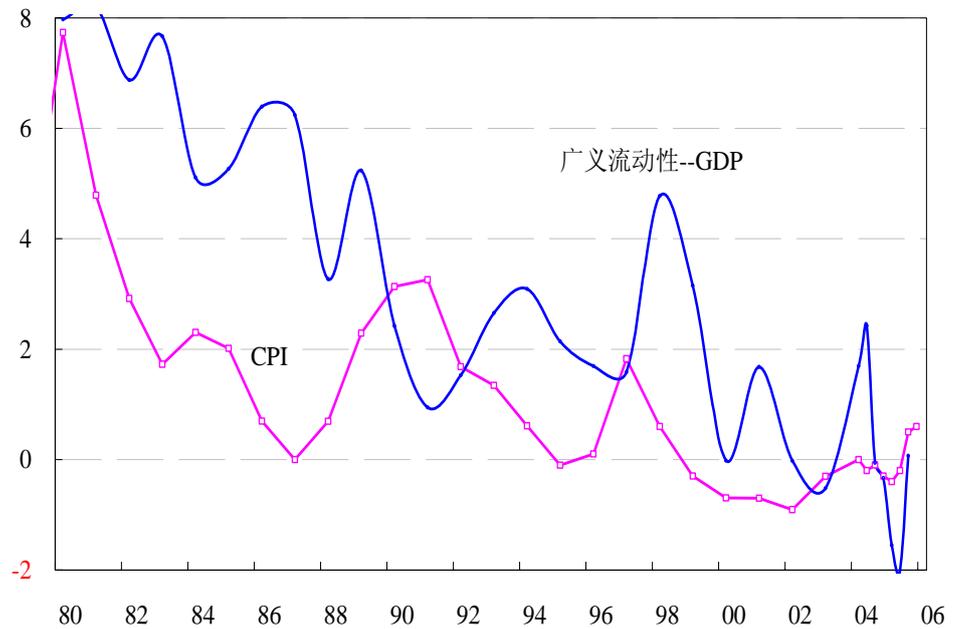
由于同期消费增速也出现了明显反弹，GDP 增速由此显著回升，到了 89 年，GDP 增速达到整个 80 年代的峰值水平。

图 1-19:
国内资本形成、私人
消费、GDP 增幅
(56 年—98 年)
单位: %
注:
右标尺是左标尺的 2 倍



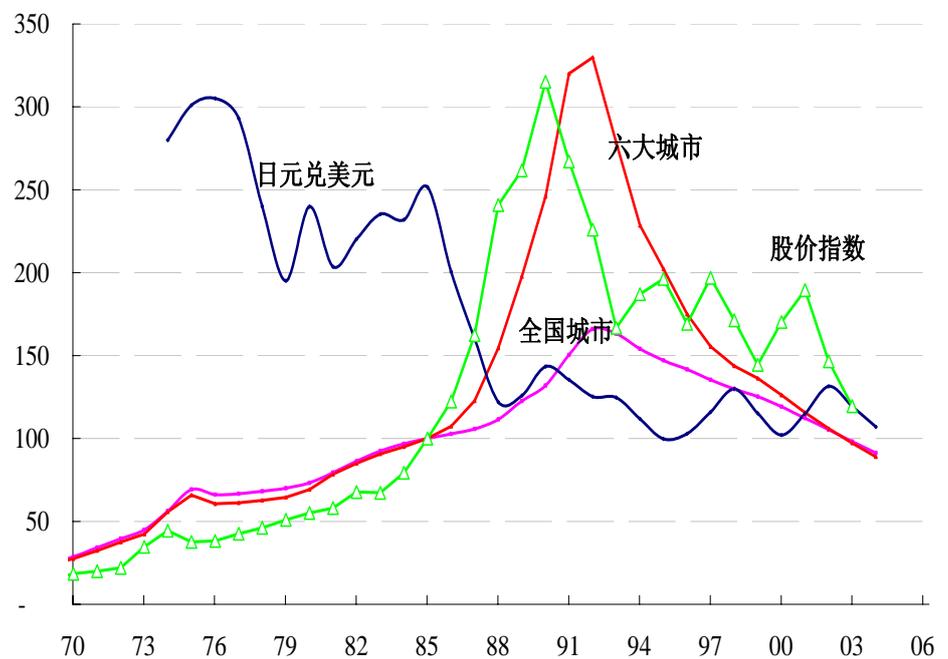
在 86 至 89 年间，虽然物价也急速上升，但于广义货币量的超速增长，货币增速缺口依然明显扩大。

图 1-20:
GDP、CPI、广义流动性
(80 年 1 月—06 年 10 月)
单位: %



广义货币量的超速增长在资本市场上得到了充分反映：从 85 年到 90 年间，股价一路攀升，涨幅超过 200%，而六大城市的房价也达到了类似的涨幅。

图 1-21:
日元汇率、城市地价及
股价
(70 年—04 年)
注：地价、股价以 85 年初
为 100



日本股市飙升的主要动力显然是因于市场估值水平的提升: 市盈率水平甚至一度曾高达 500 倍。

图 1-22:
股指、市场 P/E 及银行
业 P/E 指数

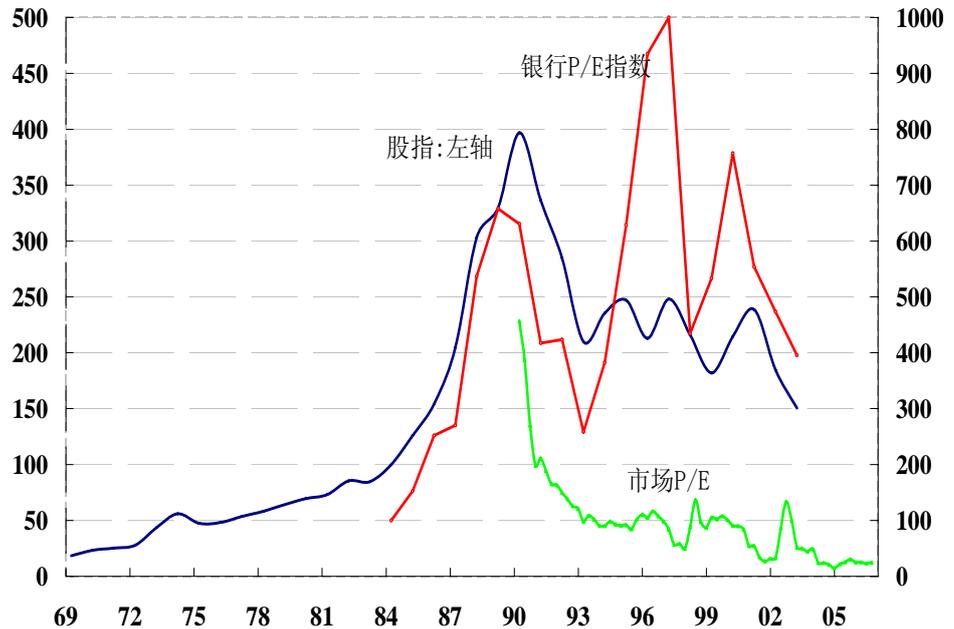
(69 年 4 月— 06 年 9 月)

注:

指数均以 84 年 3 月为 100

银行业 P/E =

银行指数 ÷ 银行利润



四、台湾经验

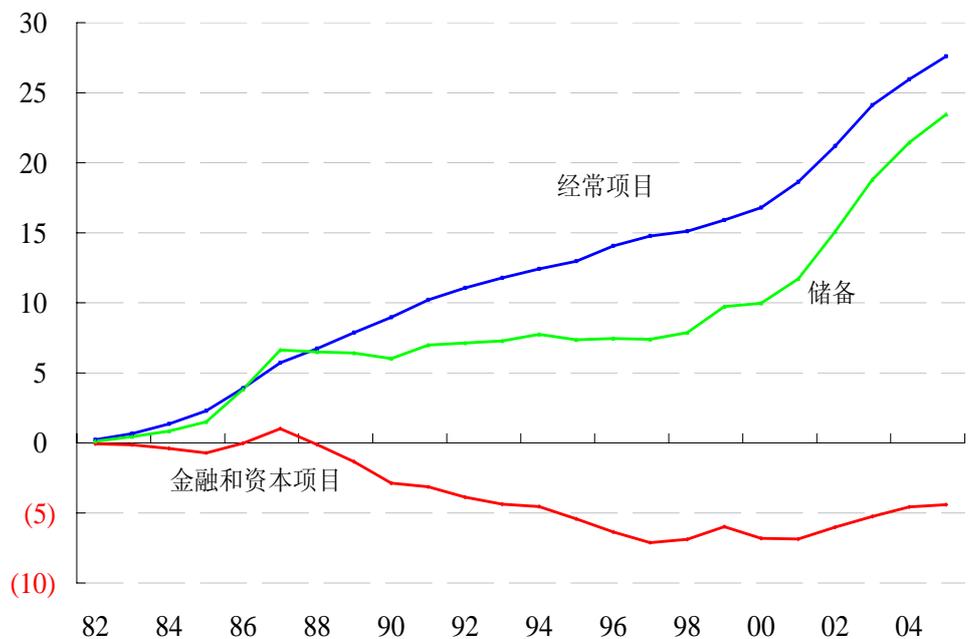
台湾外汇储备的急剧上升也是经历了两个阶段，第一阶段是 1985 至 88 年，经常项目和资本项目出现双顺差；第二阶段是 01 年以后，储备的增加主要源于经常项目。

图 1-23:
国际收支: 经常项目、
资本金融项目, 外汇
储备

(82 年— 05 年)

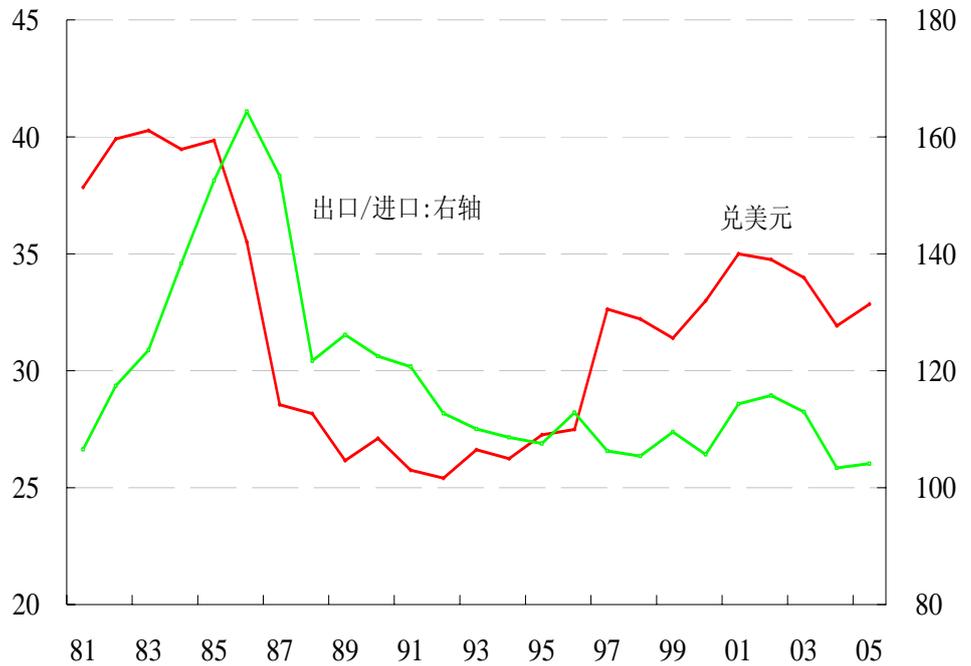
单位: 百亿美元

注: 累计额口径



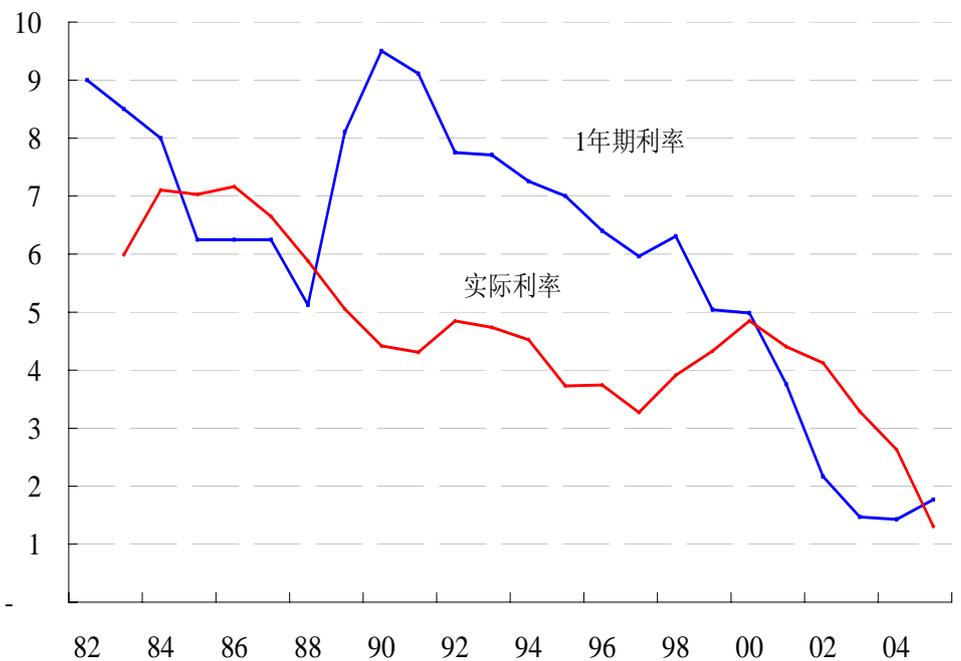
在这两个阶段，台币都出现了非常显著的升值。本币的升值使得进口需求增加，而出口商品的竞争力下降，最终导致出口和进口金额比率的降低，使得经常项目顺差的增速减缓。

图 1-24:
对美元汇率、出口金
额与进口金额比率
(82年—05年)
比率单位: %



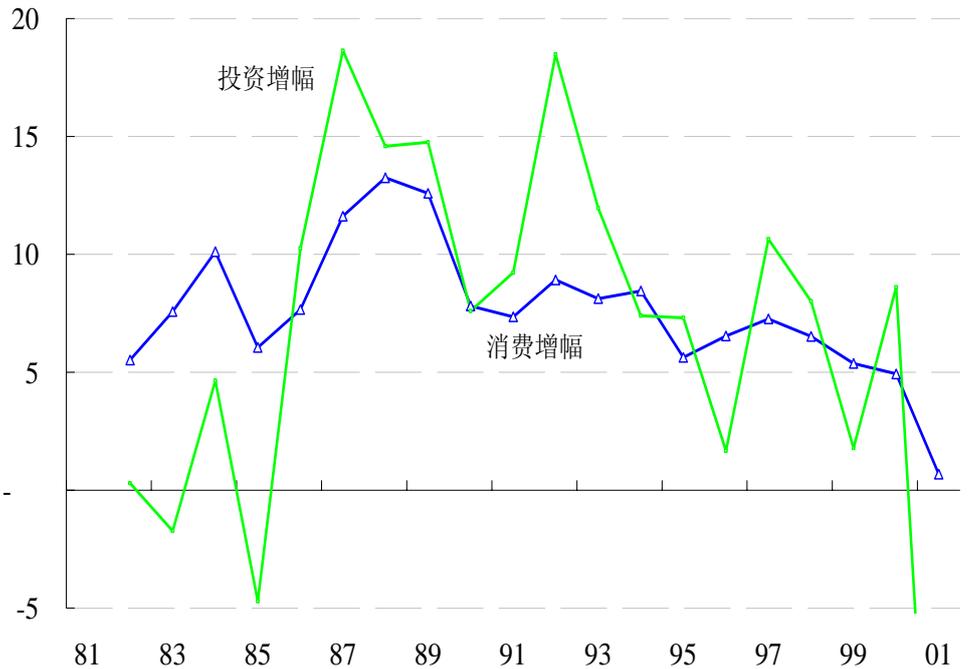
同样地，在两次升值期间，台湾的名义利率以及实际利率水平均出现了明显的下降。

图 1-25:
银行 1 年期存款的名义
利率与实际利率
(82年—05年)
单位: %
注: 实际利率 =
名义利率 - CPI



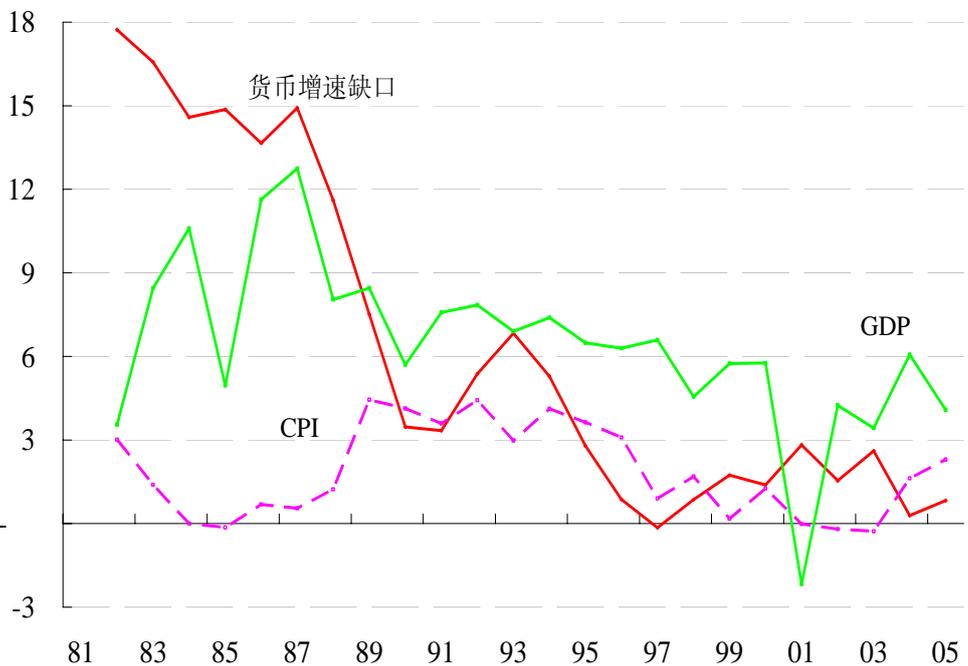
在 85 至 88 年间，台湾的投资增幅急剧上升，85 年时投资还是负增长，到了 87、88 年，已经上升到 15% 以上。

图 1-26:
资本形成、私人消费增幅
(82 年— 02 年)
单位: %



同是在 85 至 88 年间，台湾的货币增速缺口也处于明显的高位水平，这无疑也是升值背景下广义货币供应的急剧膨胀所导致。

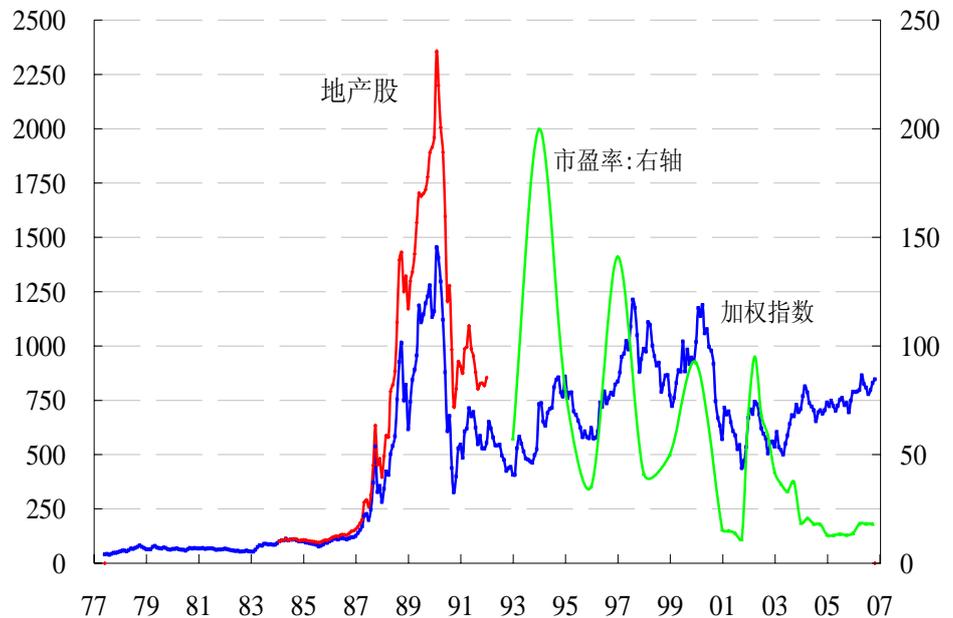
图 1-27:
GDP、CPI、货币增速缺口
(82 年— 05 年)
单位: %



货币增速缺口的扩张在股市及房地产市场均有剧烈反映。从 84 年到 90 年，台湾加权指数涨了 13 倍，而地产类股指则涨了 20 倍以上。

虽然我们没有找到同期市盈率的变化数据，但是 90 年代及之后的市盈率数据表明，在 80 年代的台湾股市市盈率应与 90 年代初期的水平相当，在 50 倍以上，而远高于目前的水平。估值的提升也应是升值期间台湾股市上涨的根本动力。

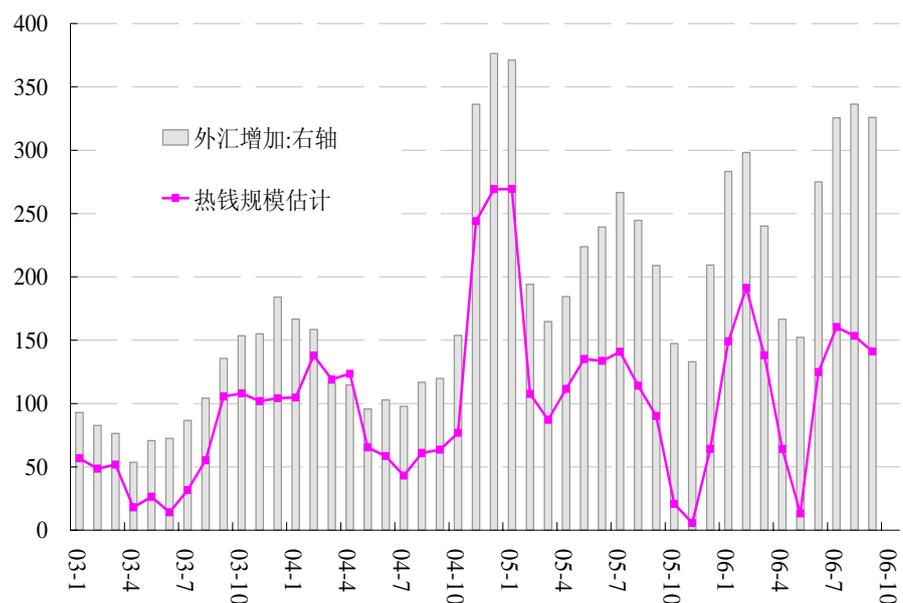
图 1-28:
台湾加权指数与房地产
股指数、市场 P/E
(77 年— 06 年 9 月)
注:
指数均以 84 年 1 月为 100



五、中国现状

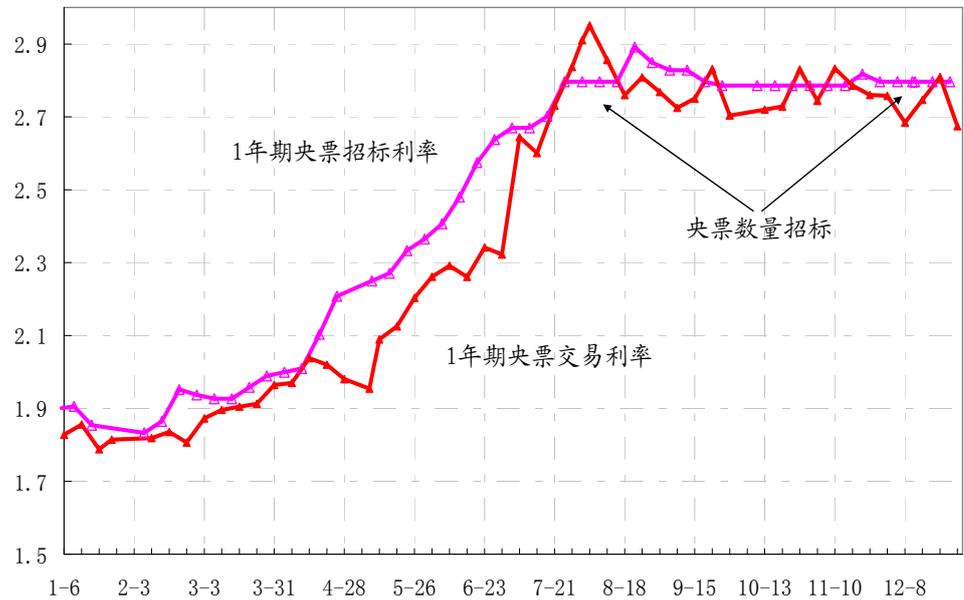
中国目前面临的局面显然更为严峻：由于贸易顺差的居高不下以及 FDI 及热钱的蜂拥而入，月度的外汇流入额（通过金融机构人民币信贷收支表中的外汇占款数据观察，而非外汇储备）往往超过 300 亿美元之多。

图 1-29:
外汇热钱的估计: 外汇占
款口径
(03 年 1 月— 06 年 9 月)
单位: 亿美元
注:
1、热钱 = 外汇占款 -
(贸易顺差 + FDI)
2、FDI 扣除了设备进口额
3、热钱估计为季度移动均值
4、外汇占款取自金融机构人
民币信贷收支表, 按月末牌
价折算为美元



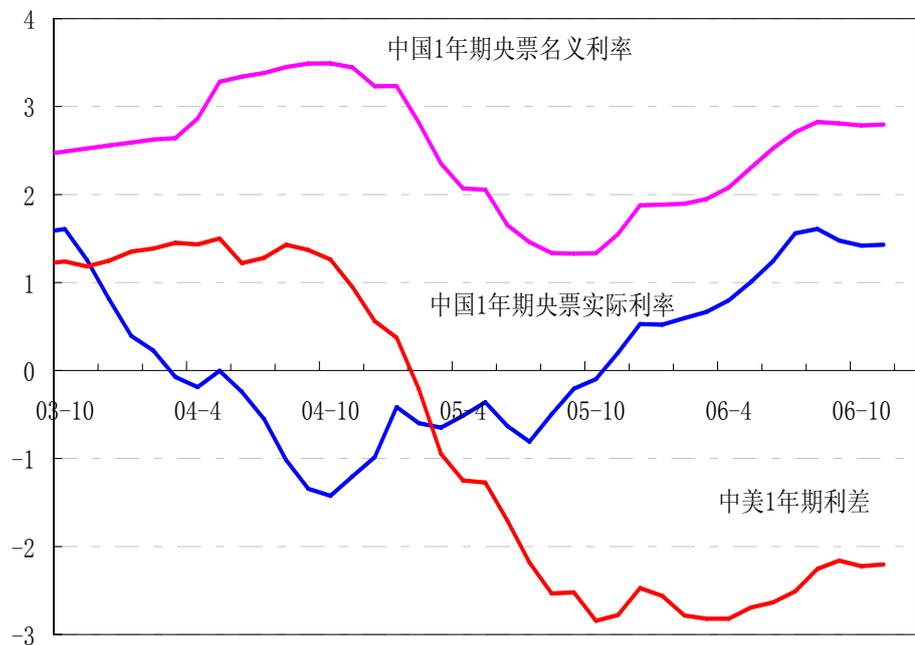
而中国的以1年期央票利率为主要代表的基础利率水平似乎也不能从容提升，这可以从央行两次数量招标的实施中得到充分佐证：央行显然有维持利率水平上限的诉求。

图 1-30：
1 年期央票招标利率与
交易利率
(06 年 1 月 - 06 年 12 月)



自然地，与美国的相对利差始终被压制；相对于 CPI 的实际利率水平也基本上在低位波动。

图 1-31：
1 年期央票名义利率、
实际利率，中美 1 年期
名义利差
(03 年 10 月 - 06 年 10 月)
单位：%
注：实际利率 =
名义利率 - CPI



同样类似地，我国的货币增速缺口自 02 年以来明显上升，外汇的加速流入是深刻的背景。我们预计，在外汇持续流入的支撑下，07 年的广义货币仍将保持在高位水平，而目前的货币增速缺口仍将继续维持。

图 1-32:
M2 - GDP 增幅与 CPI

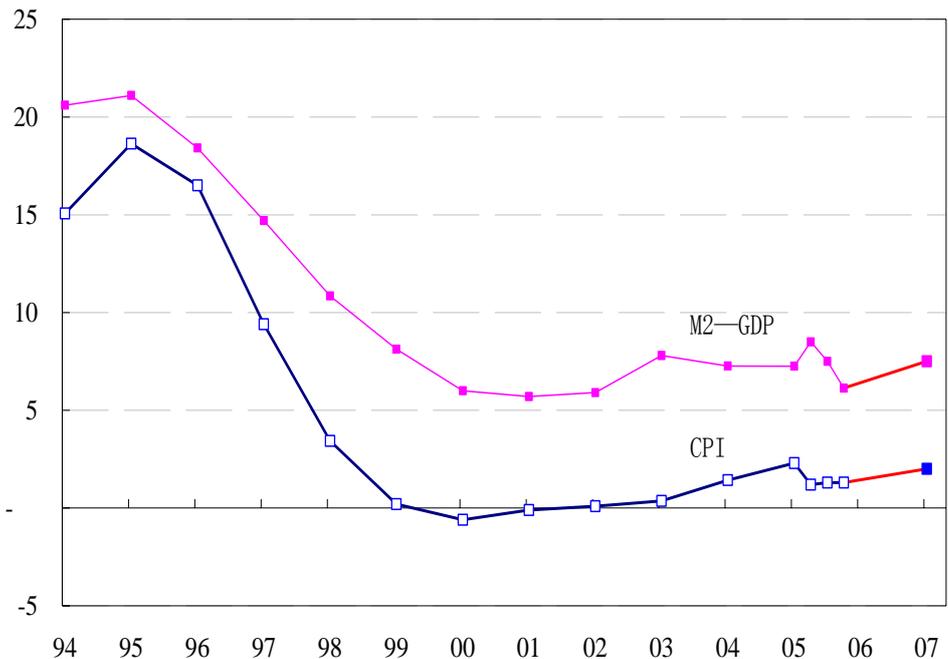
(94年-07年)

单位: %

注:

1、红线表示预测水平, 05年之前为3年期均值

2、07年 M2、GDP、CPI 的预测值分别为 17.5%、10%及 2%



六、总结：中国会是例外吗？

“极其一致的表现——无论是利率、投资还是资本市场”，无疑是观察韩国、印度、日本及台湾这四个经济体升值窗口期间表现之后得到的深刻印象。我们由此认为，其表象的背后应有内在的逻辑联系，因而表象上的一致并非偶然而是逻辑的必然。

我们认为，其内在的逻辑线索大致是：升值期间，为抑制外汇的进一步流入，名义利率被刻意维持在低位水平，也通常因于期间的通胀攀升，实际利率水平更是明显降低。由此，固定资产投资增幅往往大幅上扬，股市也总是因于估值提升而涨幅惊人。

而中国目前的处境其实并无特别：巨量的外汇流入、被小心翼翼维护的低利率水平、持续扩张的货币增速缺口、.....、特别是，中国的CPI水平已开始攀升、美联储的降息预期开始强化、人民币的升值压力与日俱增、.....

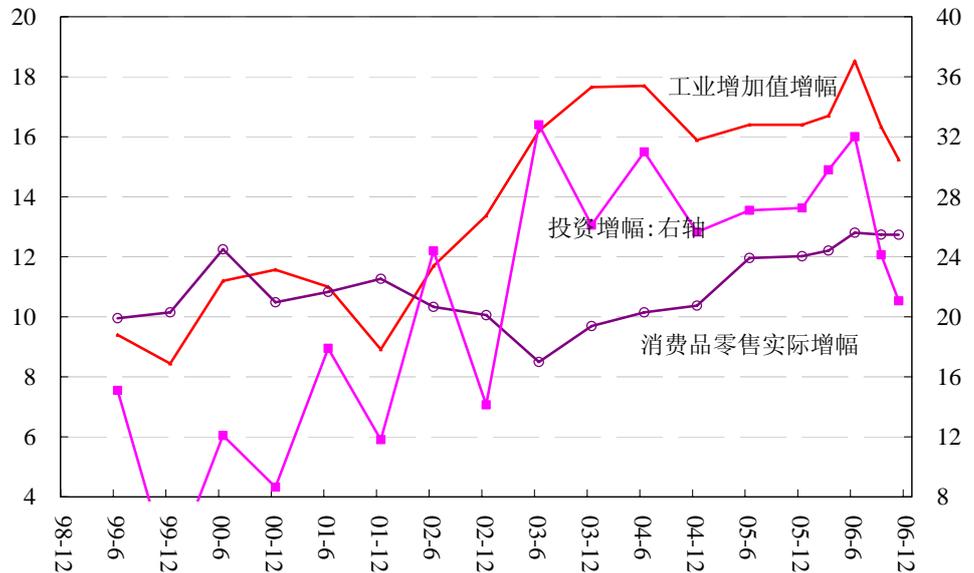
韩、日、印、台等之股市在升值窗口期间无一例外的惊人涨幅，有什么理由认为中国的股市会是例外呢？

值得强调的是，恰是有了升值预期转折后资本市场泡沫破灭对于经济的灾难性打击的前车之鉴，我国的升值进程必然是渐进的、而非一步到位的；我国的银行系统必然是受到严格监管的、而非可以深度介入资本市场的，因而我们更有理由期待我国股市的持久繁荣而非昙花一现。

宏观背景——不畏浮云遮望眼

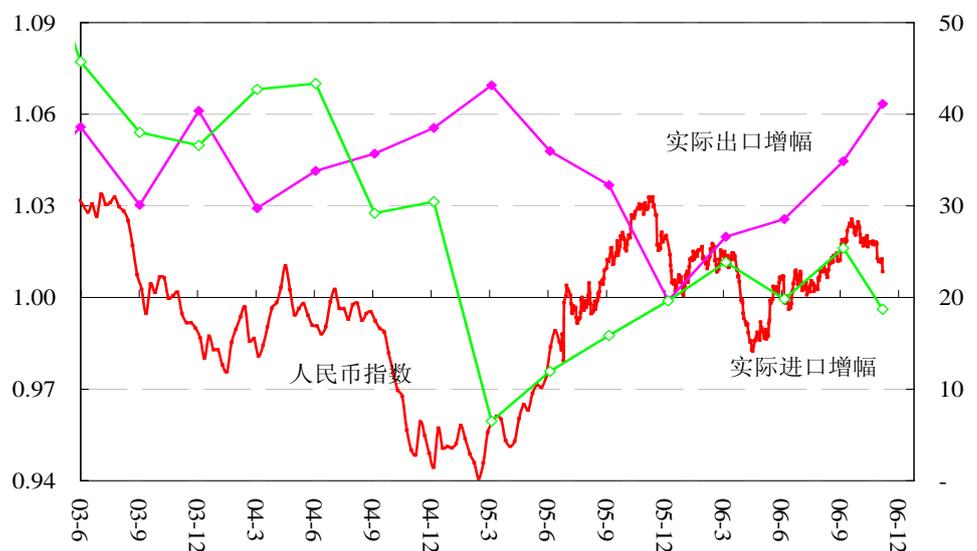
目前的宏观指标相当疲弱：仅是消费增幅相对稳定，投资增幅及工业增加值增幅急剧回落，特别是较之 04 年宏观调控时的情形，更是有明显落差。

图 2-1:
主要宏观指标：工业增加值、固定资产投资及实际消费年同比增幅
(99 下半年—06 年 11 月)
单位：%
注：
1、消费品零售实际增幅系指经 RPI 调整；
2、06 年开始为季度数据，之前为半年度数据；
3、10、11 月份为合并数据，下同



顺差水平的屡创新高，其实也是内需不足的一个印证：实际进口（扣除了加工贸易的影响）增幅明显回落；而目前看起来颇高的出口增幅，也很可能因于人民币的持续升值以及全球经济的预期减缓（美国房地产市场被认为是重要诱因）而难以为继。

图 2-2:
实际出口及实际进口年同比增幅、人民币指数
(03 年 2 季—06 年 11 月)
增幅单位：% (右轴)
注：实际水平系指剔出了加工贸易进口额



由此，基于投资难振和出口受损的预期，从而看淡中国经济的观点颇为盛行。而我们认为，基于经济增长的内在需要和利润导向的内在动力，投资增幅应该而且也会长期维持一个高位水平；制造业的巨大出口竞争优势不可能因于汇率的渐进调整而明显受损；因于劳动力转移的历史进程，消费的提升也仅是大幕初启，中国经济又好又快的发展态势将持久维系。

一、出口：渐进升值无碍竞争优势

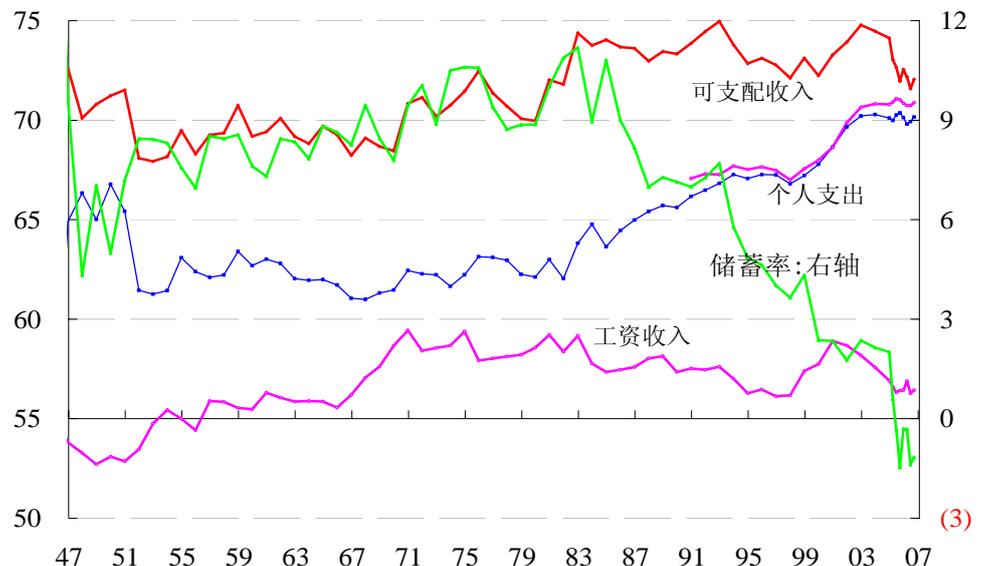
1、美国经济：依然乐观

➤ 储蓄率下降：财富效应

通过对美国近 60 年的个人收入及支出数据的观察，可以发现一个重要事实：80 年代以来，在个人可支配收入相对稳定的背景下，个人支出却持续大幅攀升，换言之，个人储蓄率（1 - 个人支出 ÷ 个人可支配收入）从 80 年代以来急剧下降，05 年以来甚至已降为负值。这与 80 年代之前的长达 40 年里的个人储蓄率在 9% 附近小幅波动的极其稳定的格局形成了巨大反差。

图 2-3：
美国个人工资收入、个人可支配收入、个人消费支出、个人储蓄率
(47 年—06 年 3 季度)
单位：%

- 1、除粉色线标识，所有均为名义值口径
- 2、储蓄率 = 个人储蓄 ÷ 可支配收入
- 3、其它指标均为占比当期 GDP 口径
- 4、05 年开始为季度数据，之前为年度数据，下同



关于美国人突然改变了多年传统（积习）的解释无疑都十分牵强。更有说服力的解释是，美国人的消费（储蓄）习惯或许根本没有变化，而只是统计数据的“缺陷”所致。

统计数据的缺陷在于，在核算个人收入时，只计入了利息收入和红利收入这两项资产收入，而没有计入资本利得收入。

由此，80 年代以来，特别是 00 年以来，房地产市场和股票市场的大幅上涨导致的个人（家庭）资本利得收入的大幅增加，才是储蓄率“表象”上大幅回落的真正原因。

➤ 房地产市场：至为关键

下图清楚揭示了资本市场与储蓄率的密切关系。值得强调的是，下图亦表明房地产市场的财富效应较之股市更为显著（亦有定量分析结果表明，房地产市场的财富效应大致是股市的 2 倍）。

房地产市场不仅影响个人消费开支（占比美国 GDP 高达三分之二），对投资（住宅类）的影响亦是立竿见影：尽管是季度数据，新屋销售增幅与住宅投资增幅的契合程度亦令人侧目。

图 2-4:
美国个人储蓄率与房
价、股价涨幅

(78 年——06 年 3 季)

单位: %

注:

- 1、股价取 S&P500 指数, 房价取自 OFHEO
- 2、股价、房价数据在 03 年之前取 3 年移动均值, 其后取当期季度值

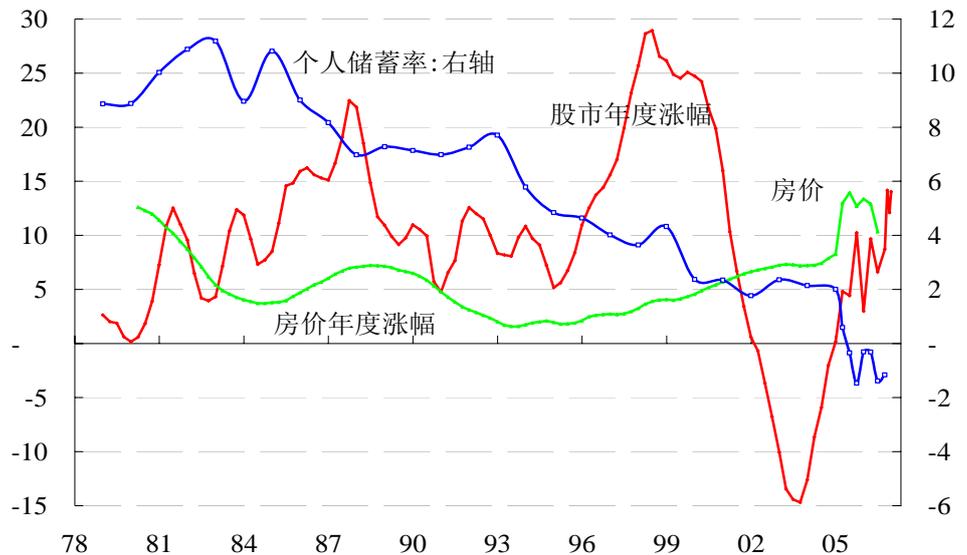
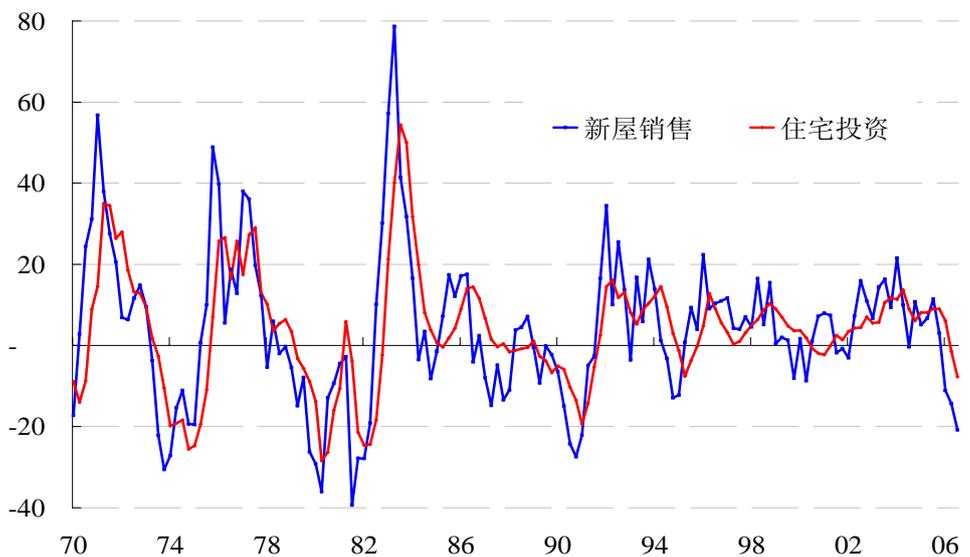


图 2-5:
新屋销售价格涨幅与住
宅投资增幅

(70 年 1 季—06 年 2 季)

单位: %



鉴于房地产市场形势对于美国经济如此至关重要的影响。不难理解, 惜字如金的美联储 (FOMC) 例会声明里, 近来每次都谈到了经济增长的减缓很大程度上是由于房地产市场降温。也不难理解, 很多对于美国经济 (以致全球经济、并波及中国经济) 不甚乐观的观点, 也主要是基于对房地产市场预期悲观的背景。

➤ 房地产牛市: 难言衰退

我们认为, 由于长期利率仍然处于历史的几乎最低位水平, 房地产市场出现大幅衰退的可能性极小。从下图不难注意到, 始自 05 年 3 季度以来, 房价涨幅虽然明显回落, 但涨幅依然可观。另一方面, 我们始终坚信美国货币政策的卓越成就以及美国经济的充分弹性 (历经 80 年代以来的多次严峻考验), 加之股市的大幅上涨以及油价的明显回落, 本轮仅是降温前景的房地产市场, 不致对美国经济全局造成明显拖累。

一个有力的佐证是, 除波动较大的进出口 (逆差减少亦意味着对 GDP 的正向贡献), 及目前降为负值的住宅类投资之外, 消费和非住宅投资这两个经济增长的核心成分并未观察到明显的下降。

图 2-6:
美国抵押贷款利率与房价涨幅
(80年—06年3季)
单位: %
注:
抵押贷款利率为30年期、
固定利率口径

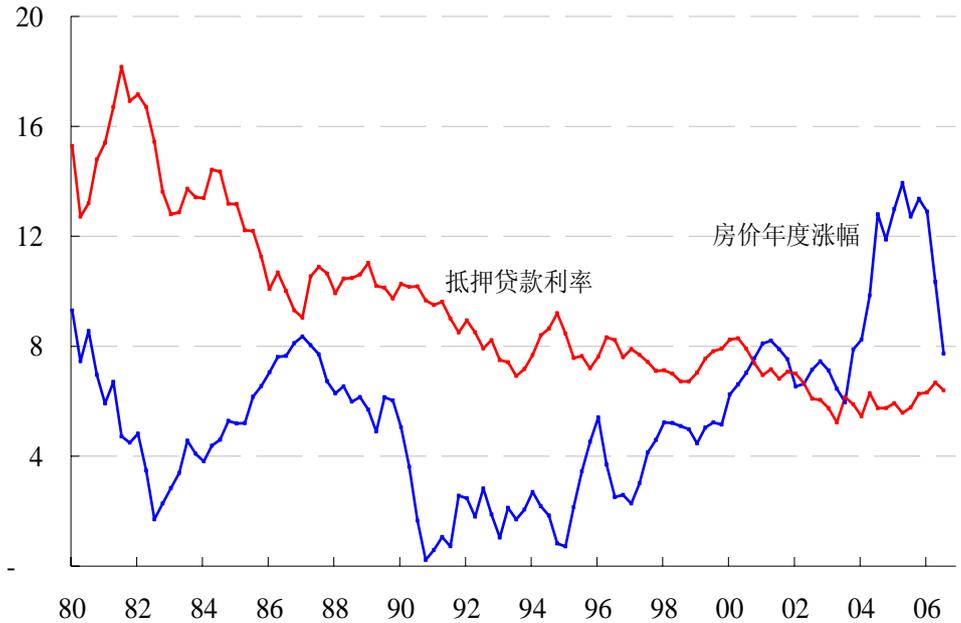
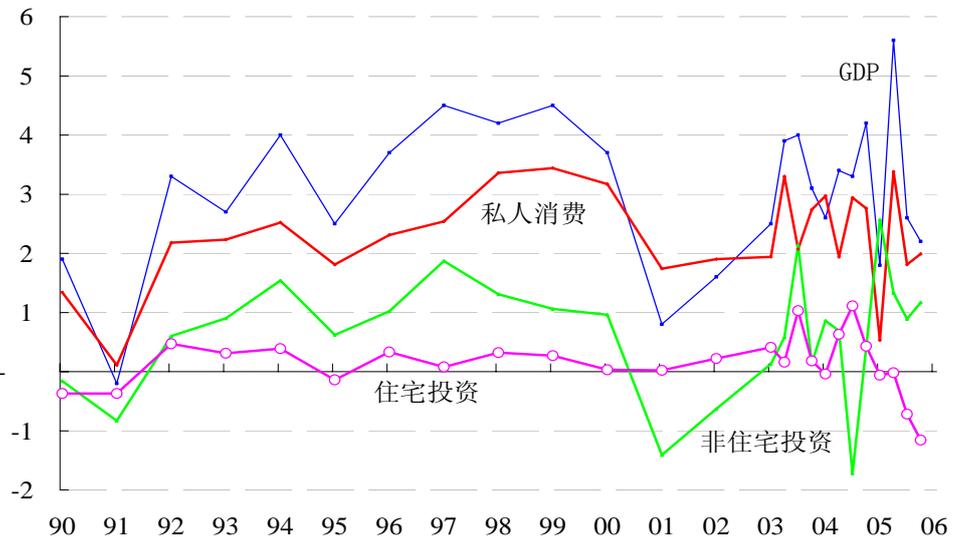


图 2-7:
美国 GDP 年同比增幅的
贡献分解: 私人消费、
住宅及非住宅投资
(90年—06年3季)
单位: %
注:
1、私人投资 = 固定资产
投资(非住宅+住宅)+
存货变动,
本文定义, 私人投资 = 住
宅投资+ 非住宅投资(含
存货变动)
2、04年开始为季度数据,
之前为年度数据



➤ **加息可能性: 已成往事**

因于油价及其它大宗商品价格的明显回落, 美国主要物价指数近期发生了明显转折。更为重要的是, 因于货币政策的应对得当, 通胀预期始终稳定, 核心 CPI 在经历了近 1 年的持续小幅爬升之后, 也终于转折向下。

由此, 目前市场的主流预期是, 美联储的货币政策在 07 年进一步趋紧的可能性极小, 转而可能是有 1 至 2 次的降息。

而欧元区及日本的加息预期却依然明确, 这意味美元更有可能走弱。

美联储降息及美元走弱的预期强化, 对于中国市场而言具有重大意义: 1) 加大了人民币升值压力; 2) 降低了中国加息的可能性。基于这两个基本前提, 对于中国资本市场的走势判断也就不言而喻了。

图 2-8:
美国主要物价指数与通胀预期
(03 年 1 月—06 年 11 月)
单位: %
注: 通胀预期取自 5 年期
国债水平

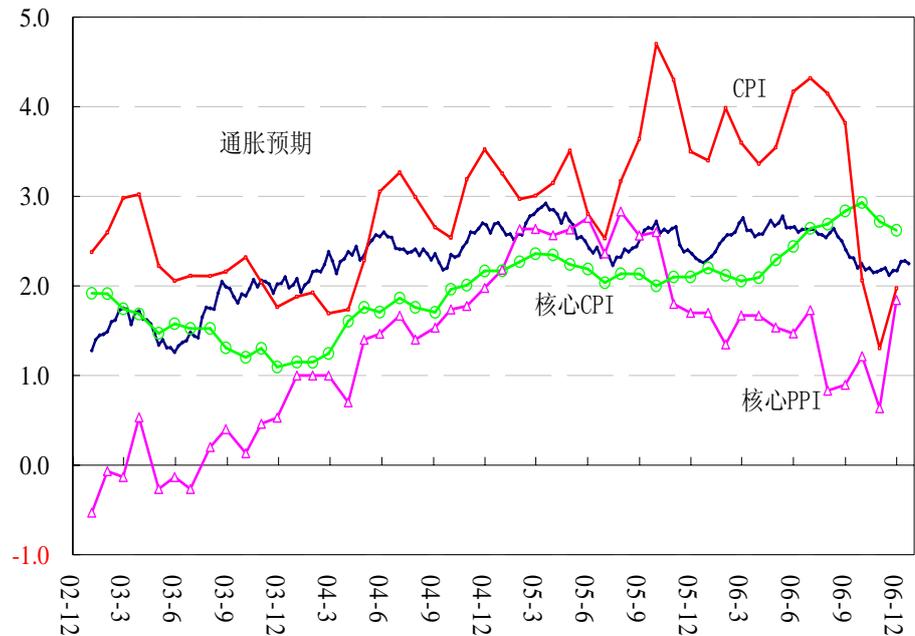
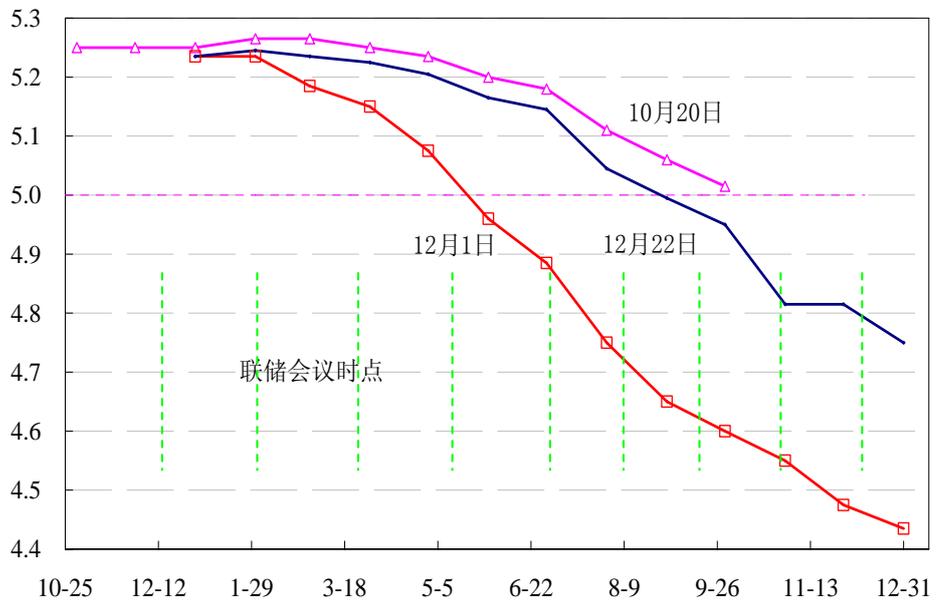


图 2-9:
各时点联邦基金利率期货
报价的对比:
10 月 20 日、12 月 1 日及
12 月 22 日
单位: %
数据来源: CBOT
注: 图示的最远期报价为
07 年 12 月份



2、升值压力：与日俱增

民主党当权或添新压力

人民币升值的外部压力主要来自美国。06 年 2 月份以来，因于对华贸易逆差的迭创新高（10 月份甚至接近 250 亿美元，占比美国总逆差竟然接近 40%），尽管人民币升值近期有所加速，但来自美国的要求人民币加快升值的压力却丝毫没有缓解。

而中国产品所以能在美国（世界）大行其道，价格低廉是主要原因：美国方面的数据显示，02 年以来，因于美元的整体弱势，美国进口商品价格（剔出了油之后）逐年上升，但形成鲜明反差的是从中国进口的商品价格却始终在节节下滑。

图 2-10:
各月度美国贸易逆差总额及对中国逆差额
(96年1月—06年10月)
单位: 亿美元
数据来源: 美国商务部

左标尺为右标尺的 4 倍

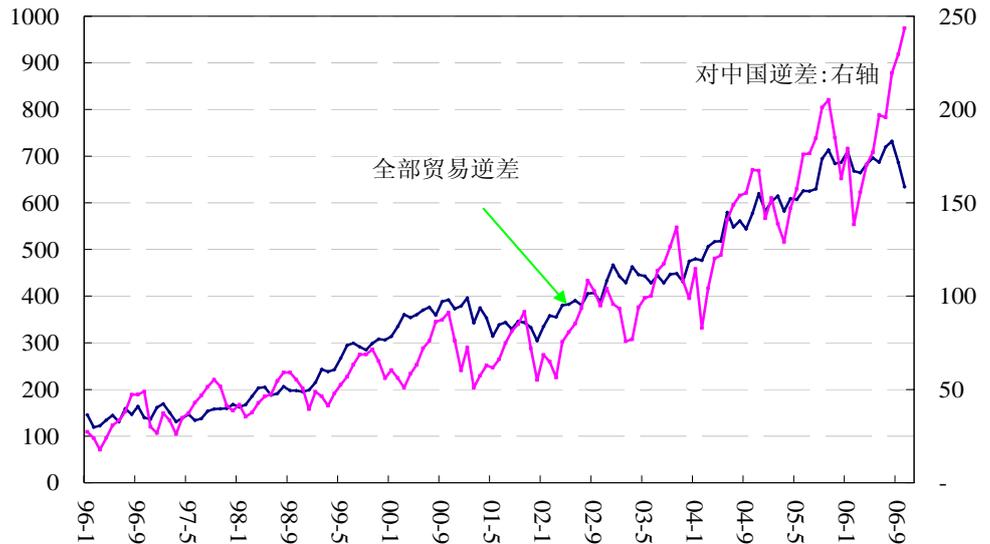


图 2-11:
美国进出口商品价格指数及美元指数
(02年1月—06年11月)



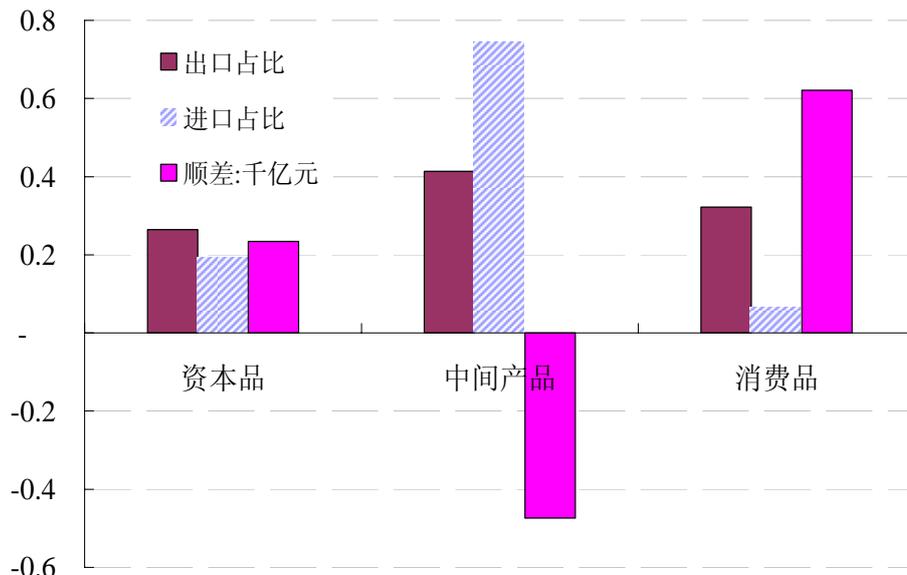
3、贸易条件：亟需改善

出口商品价格的过于低廉是美国施压人民币升值的重要缘由。我们认为，因于贸易条件的急剧恶化，我国亦有提升人民币币值的内生动力。

加工贸易是中国贸易结构的主要特点：以 06 上半年的情形为例，我国进口商品中，中间品占比超过 70%，远高于资本品和消费品的进口量，而对应的出口占比只有 40%。相应地，中间品贸易产生了大量逆差，而资本品、尤其是消费品则是我国贸易顺差的主要源泉。

就是说，我国目前的贸易方式主要以进口中间品为主，在经过加工之后，再以资本品和消费品的形式输出。

图 2-12:
进出口贸易的分类构成
及顺(逆)差
(06年上半年)
注:按 BEC 分类,进出口
商品可分为资本品、中间
产品及消费品



但令人意外的是,我国全部的贸易顺差几乎都由外资加工贸易所贡献:自 95 年以来,外资加工贸易顺差与我国全部贸易顺差的比值几乎都在 50% 以上;从 00 年起,这一比值始终未曾低于 100%:这意味着在扣除了外资加工贸易顺差之后,我国其它贸易类型(方式)总计竟然为逆差。

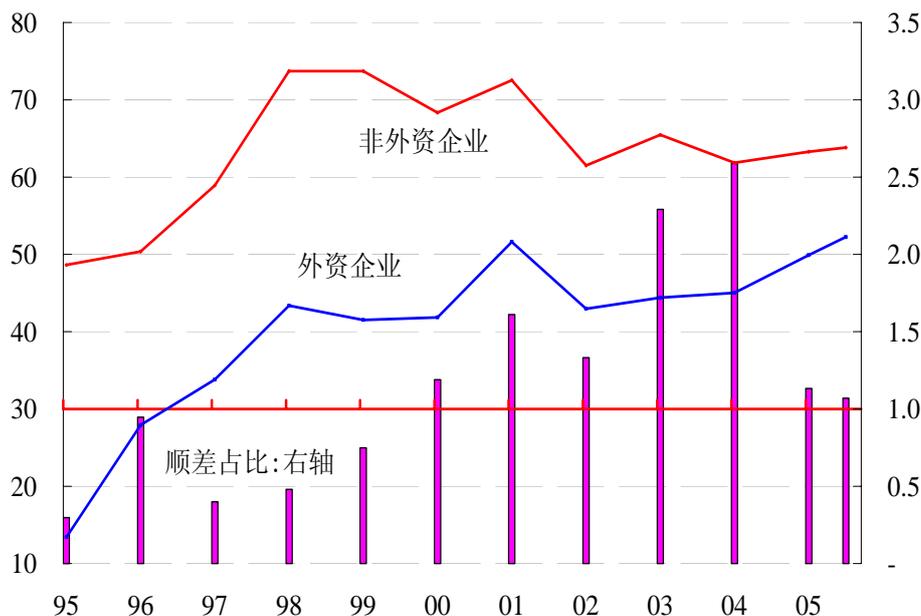
外资企业转移利润昭然若揭

进一步地,通过我们定义的贸易增值率(加工贸易顺差÷加工贸易进口额)这一指标,我们发现了更令人震惊的事实:外资企业的加工贸易增值率系统性地、显著地低于内资企业。

从逻辑上讲,外资企业的产品档次、技术水平以及管理水平理应高于内资企业,因而其贸易增值率也理应更高。

而这一反向事实表明,外资企业转移利润(高价从母公司进原料,低价向母公司卖产品)昭然若揭。但尽管如此,其顺差额还是超过了我国全部贸易顺差额。如此(为人作嫁)贸易增长方式,真是非改不可了。

图 2-13:
外资与非外资企业加工
贸易增值率,外资企业
加工贸易顺差额占比全
部贸易顺差
(95 年—06 年上半年)
增值率单位: %
注:
1、加工贸易项增值率 =
加工贸易顺差 ÷ 加工贸易
进口额
2、顺差占比 = 外资企业加
工贸易顺差额 ÷ 全部进
出口贸易顺差



进一步地，利用海关公布的大宗商品进出口数据，我们测算了我国的进出口价格指数。数据显示，我国的贸易条件在急剧恶化、惨不忍睹。

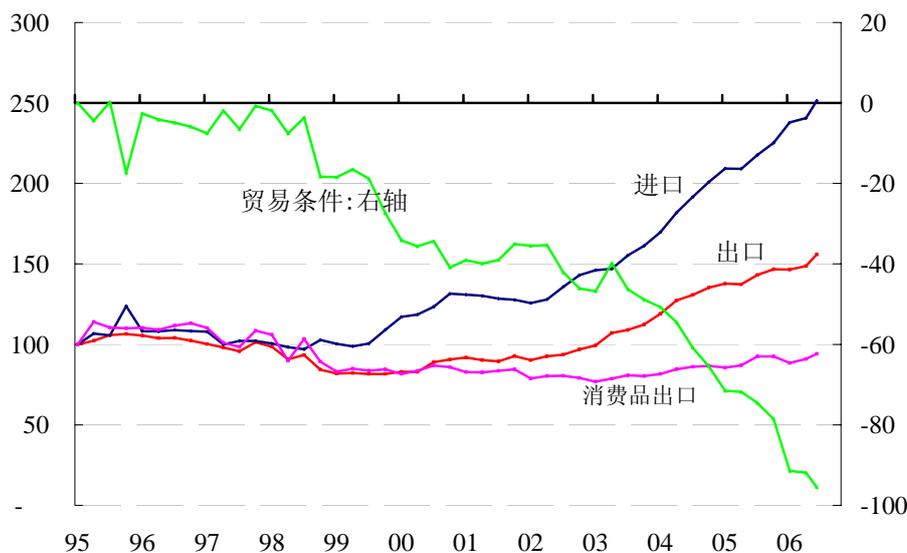
图 2-14:
中国进出口商品价格指数与贸易条件

(95年1季—06年8月)

注:

1、价格指数以 95 年 1 季为 100

2、贸易条件=
出口价格指数-进口价格指数



值得一提的是，历史上美国的贸易条件与其币值指数关联紧密，其变化几乎如影随形。然而从 02 年以来，两者发生显著偏离，虽然美元指数不断下降，但是其贸易条件却仍然在好转。

可能的解释为:

1) 同期美国从中国进口商品份额的占比大幅上升，2000 年时这一比例还只有 8% 左右，目前则上升接近一倍至 15%。2) 美国从中国进口商品的价格大幅下降。

因此，虽然同期美元持续贬值，但由于中国商品的低价效应，使得美国进口价格增速明显低于出口价格。

图 2-15:
美国进出口商品贸易条件、美元汇率指数、从中国进口商品份额

(67 年—06 年 3 季度)

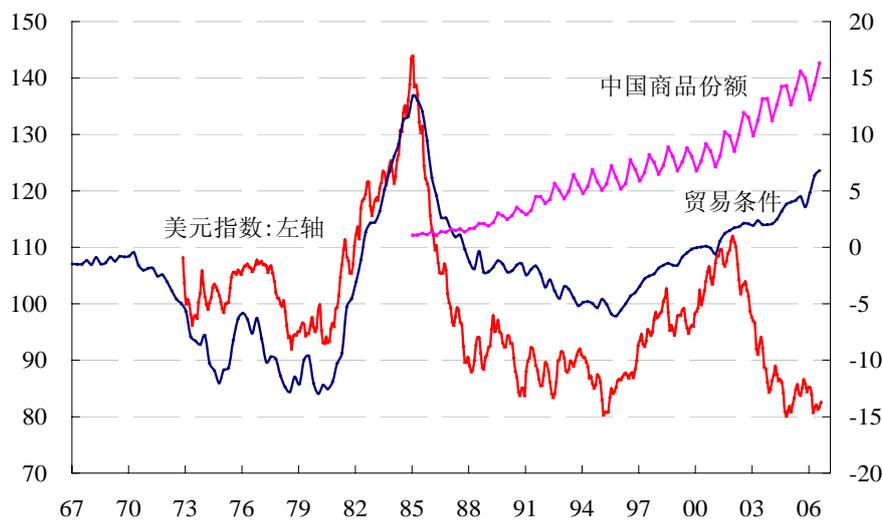
份额单位: %

注:

1、贸易条件=出口价格指数-进口价格指数

2、出口价格剔除农产品，进口价格剔除油

3、中国商品份额=从中国进口额÷美国全部进口额



在加工贸易主导的背景下，我国的出口及顺差在数量扩张上已经卓有成效。目前最重要的，应是推动进出口贸易朝质量效益方向上的转变。

而人民币的升值不仅可以直接改善持续恶化的贸易条件，还不失为促进贸易转型的有效方式。

通过汇率的市场调节机制，“赔本赚吆喝”的落后产业将被逐步淘汰，进而可以推动我国从加工贸易转向一般贸易。从长期来看，贸易的成功转型将是我国经济健康稳定发展的重要保证。

值得强调的是，观察人民币升值的合理视角应是人民币的综合币值水平，而非单纯的对美元的水平。图示结果显示，人民币的综合币值水平主要是追随美元指数，因于美元的弱势，汇改以来的人民币币值水平并未因对美元的明显升值而相应提高。

图 2-16:
人民币指数与美元指数
(05 年 3 月—06 年 12 月)
注：人民币指数为前七大
贸易伙伴汇率的加权均值



一个自然的问题是，人民币升值的最终依据是什么？对国内经济有何影响？我们下文试图通过工资收敛和产业竞争优势角度给出一些探索。

4、升值依据：竞争优势

日本：工资完成收敛

➤ 日美名义工资收敛：本币升值为主

在上世纪 50 年代末、日本的经济奇迹起步之时，其制造业的名义工资只相当于美国的 1/8 (12.3%，59 年)。经过近半个世纪的发展之后，目前已经与美国基本相当 (104.1%，03 年)。

观察日美制造业工资收敛的历史，我们发现两个主要特点：

其一：在 70 年代以前、日元汇率固定之时，日本工资的赶超主要通过较高的本币工资增速实现。但在日元启动升值之后，从 70 年至今，日美工资的变化与其相对汇率的变化基本一致。

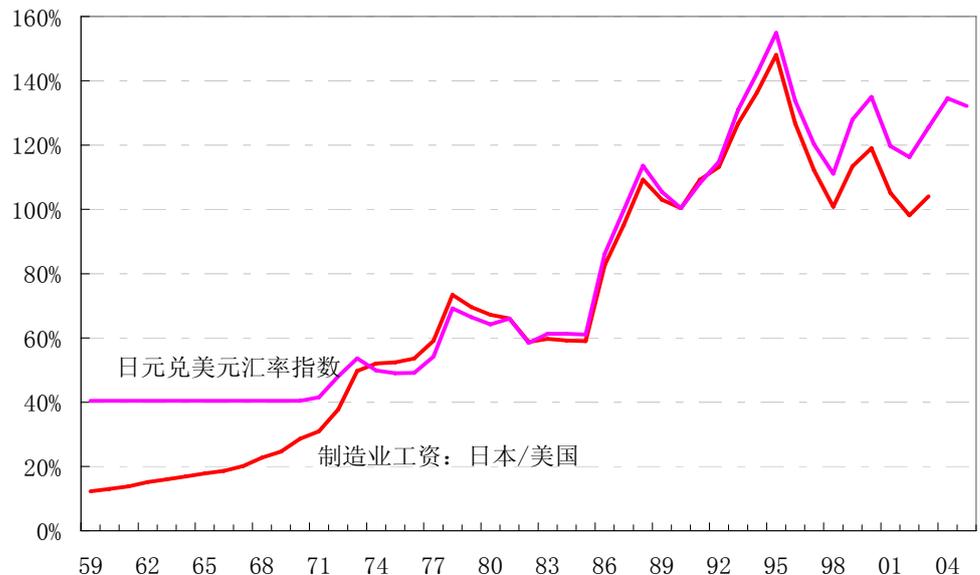
其二：从 70 年至今，日美汇率发生明显变化的主要有 4 个时期：71 至 78 年、86 至 89 年、90 至 95 年、以及 95 至 98 年。其中前三个时期为日元升值期，最后一段时间为日元贬值期。

在日元第二阶段的升值以后，90 年时日美制造业的名义工资已经基本相当。然而迫于美国的压力，日元在 90 年代初继续升值了 50%，并导致其制造业工资远超美国的同期水平，明显损害了日本的竞争力。

由此看来，95 年以后日元的贬值也理所应当：正是因为日本工资的涨幅超过了合理水平，使得日元必须大幅贬值以保持日美工资的平价。事实上，在 98 年末日元停止贬值时，日美工资比率又恢复到 100%。此后日美汇率的起伏依然明显，但是日美工资比率始终保持在 100% 左右的平价水平附近波动。

日美名义工资收敛的历史表明：名义工资的收敛是必然的趋势，而汇率是促使名义工资收敛的重要因素，在日美的名义工资收敛的过程中发挥了核心作用。

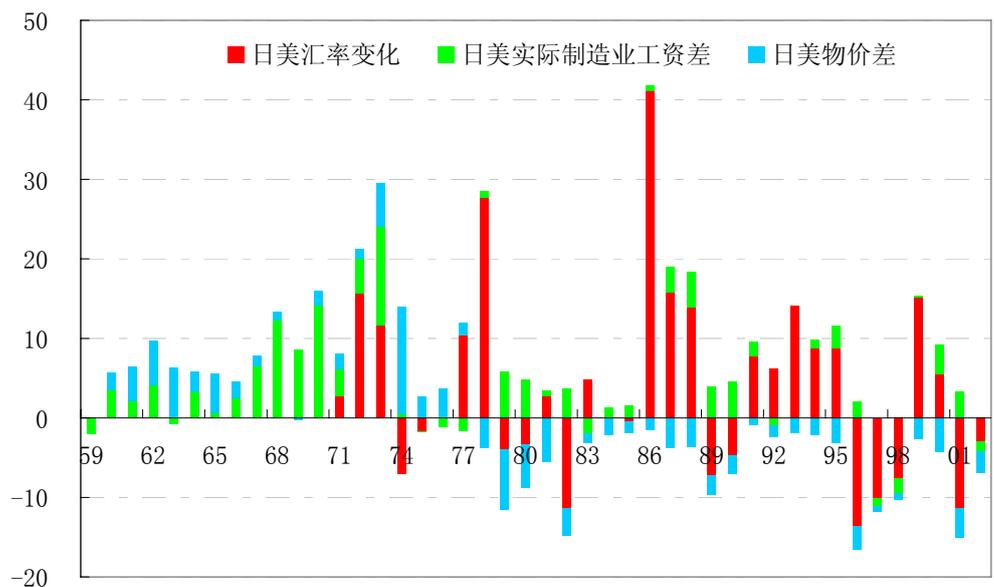
图 2-17:
日本：对美制造业名义工资比率及对美国汇率指数
(59 年—05 年)
注：汇率指数以 90 年末为 100%。



通常，在某一国内，名义工资的增长由实际增长以及通货膨胀两个因素所决定。而比较两国的名义工资水平，还需要考虑汇率因素。

据此，两国名义工资比率的变化可以分解为三个因素之和：汇率变化、本币实际工资增速差、再加上相对物价变化。

图 2-18:
对美制造业工资比率变化结构分析
(59 年—02 年)
单位：%
注：汇率调整后的名义工资比率变化=本币下实际工资增速差+物价差+汇率变化



对日美工资比率变化的结构分析表明：70 年代以前，物价及实际工资增速差是日本工资赶超的主要支撑；70 年代之后，日美工资比率变化由汇率变化所主导，实际工资增速差及物价变化的作用基本上相互抵消。

► 日美制造业竞争力：此消彼涨

对于一国制造业而言，人均产出的实际增速代表了每年的产出提高效率，这是实际工资得以增长的源泉。如果只把产出效率提高的一部分用来提高实际工资，则与剩余的部分相对应的是单位工资产出率的上升。

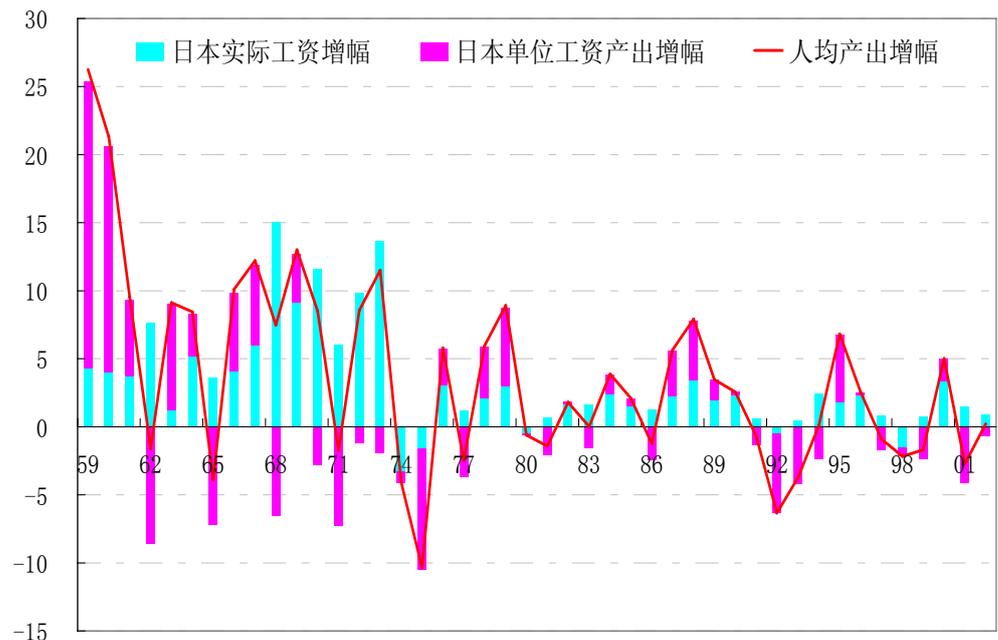
我们看到，59 年以后日本制造业的产出效率变化可以分为两个阶段：

第一阶段在 73 年之前，日本制造业产出效率的增幅在 10% 以上，同期不仅实际工资涨幅惊人，其单位工资产出率的提高也相当可观。

而从 74 年开始，日本制造业的产出效率增幅降至 5% 以下，在 90 年代以后甚至出现连续的负增长，由于同期日本实际工资增幅基本保持在正值水平，因而这段时期日本单位工资产出率的提高有限，在 90 年代以后甚至是大幅下降。

在进入 21 世纪以后，日本产出效率下降的势头依然没有得到显著改观，因而其单位工资产出率仍在下降。

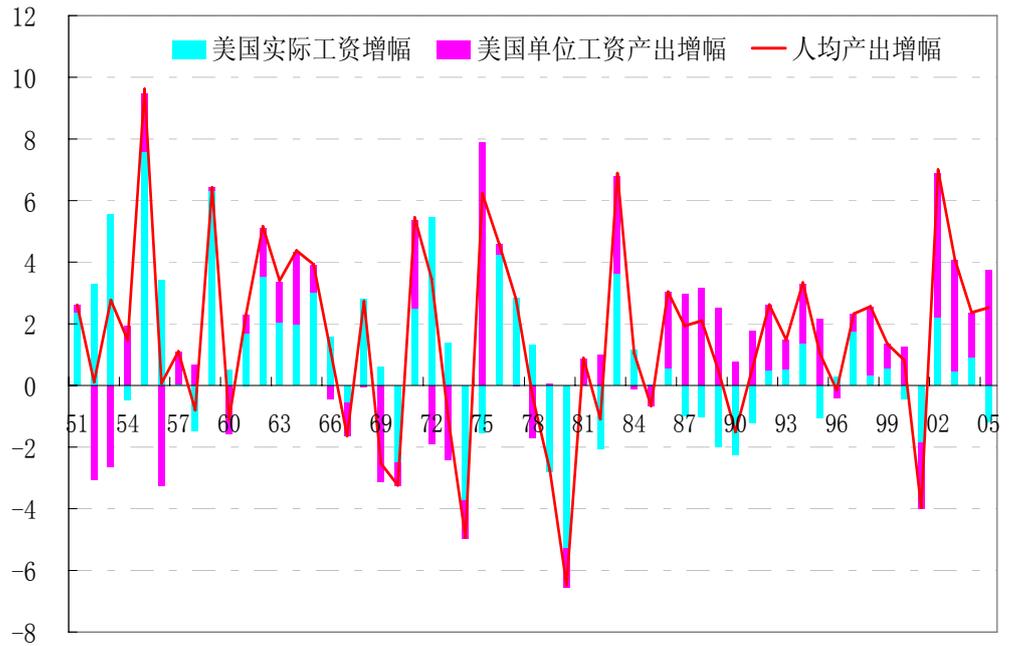
图 2-19:
日本制造业效率与实际
工资变化、单位工资产
出变化
(59 年—02 年)
单位: %
注:
人均产出增幅=实际工资
增幅+单位工资产出增幅



与日本相比，美国制造业的产出效率提高在 50 年代以来一直很平稳。在 85 年之前，产出效率的提高主要表现为实际工资的提高，而之后则主要表现为单位工资产出的上升。

进入 21 世纪以后，美国的人均产出效率增长有了显著提升，从 80、90 年代的年均 2% 跃升至 4%，而这部分效率提高基本都转化为单位工资产出的增加。

图 2-20:
美国制造业效率与实际
工资变化、单位工资产
出变化
(51年—05年)
单位: %。



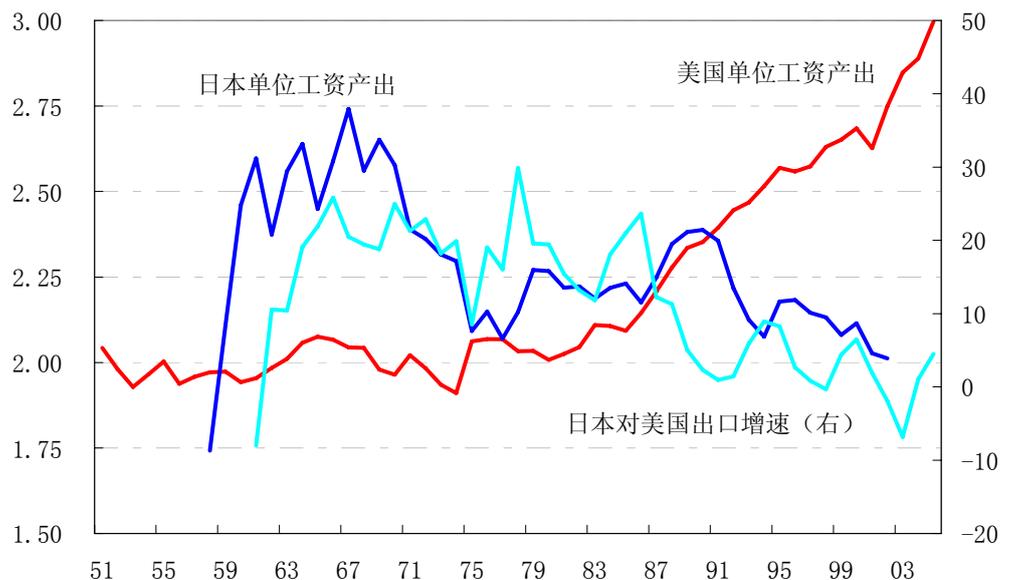
➤ 单位工资产出：出口竞争力的核心

与上述产出效率的不同变化一致，我们看到：

日本单位工资产出率在 70 年代以前迅速上升，之后则逐渐下降，进入 90 年代以后又进一步的回落。与之形成对照的是，美国的单位工资产出在 80 年代以前保持稳定，但从 80 年代开始则稳步上升。从 90 年开始，美国的单位工资产出超过日本，同期美国的经济走向欣欣向荣，而日本则步入了失去的十年。

我们认为，工资是所有投入要素中最重要成本，因而单位工资产出率是衡量制造业竞争力的核心指标。由于制造业属于可贸易品，而日本是贸易大国，因而出口增速的变化也是衡量日本制造业竞争力的重要标志。

图 2-21:
日本与美国单位工资产
出率、日本对美国出口
增速
(51年—05年)
右轴单位: %
注: 出口增速为 3 年均值



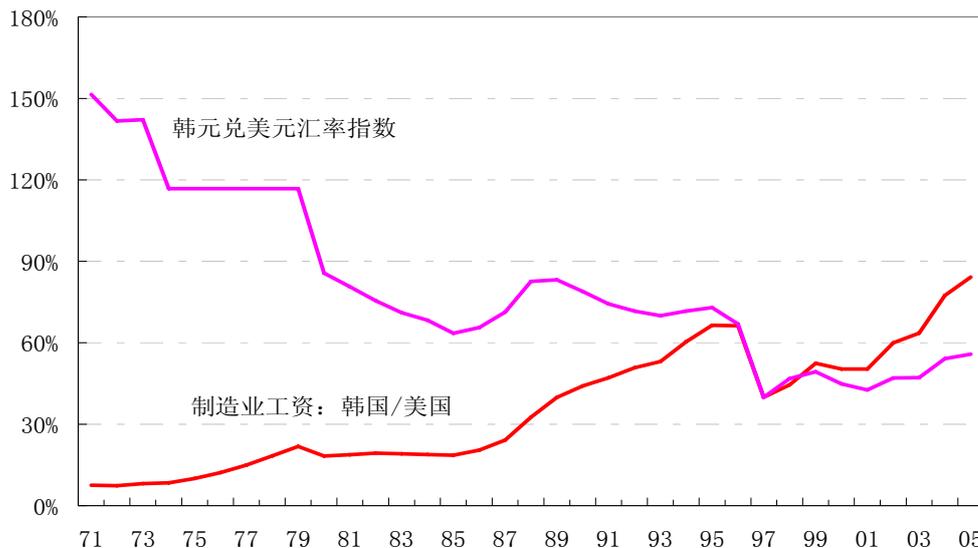
我们发现，日本单位工资产出率的变化与其对美出口增速的变化表现出惊人的一致。由此可见，单位工资产出率正是衡量一国制造业竞争力的核心指标。

韩国：工资即将收敛

➤ 韩美工资收敛：实际工资赶超为主

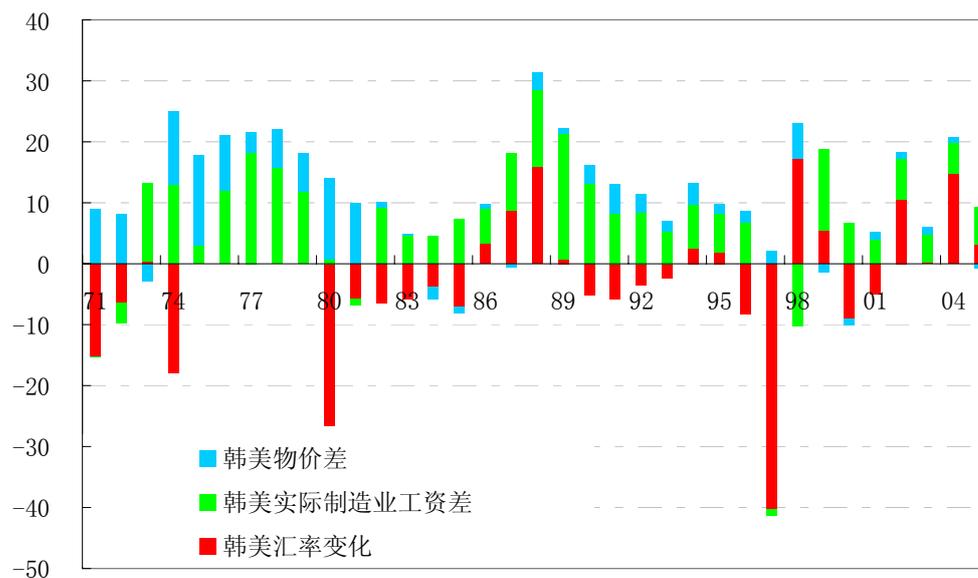
观察韩美工资比率的变化，我们同样观察到名义工资的收敛趋势。在 70 年代初，韩国的制造业工资只相当于美国同期的 1/13 (7.5%，71 年)。然而在经历了近 1/3 个世纪的赶超之后，截止 05 年末时韩国的工资已经相当于同期美国的 84.2%，其与美国的名义工资收敛即将完成。

图 2-22：
韩国：对美制造业名义
工资比率及对美元汇率
指数
(71 年—05 年)
注：汇率指数以 97 年末为
0.4，等于同期对美制造业
工资比率



与日元的大幅升值相反，70 年代以来韩元对美元的汇率总体上是不断走低，只是在 86-89 年以及 01 年至今这两个阶段有比较明显的升值。因此，韩美工资的收敛主要依赖于本币实际工资增速的赶超而非汇率。对韩美工资比率变化的分解也反映出这一点。

图 2-23：
对美制造业工资比率变
化结构分析
(71 年—05 年)
单位：%

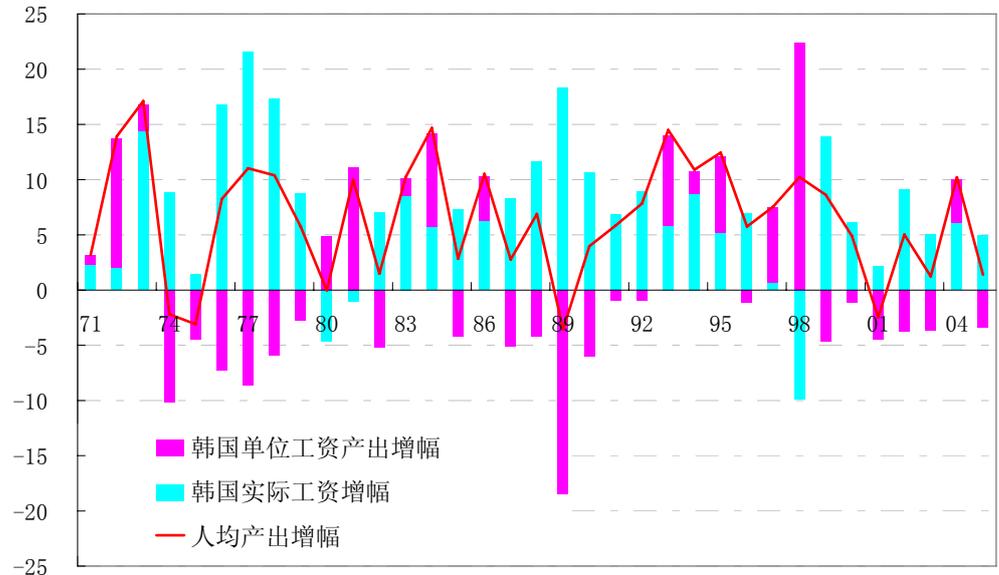


➤ 韩美制造业竞争力消涨

数据结果显示，韩国制造业的产出效率存在明显的周期性：从 80 年开始，在每一个年代开始时其产出效率逐渐提高，大致经历 5 年达到 10% 左右的峰值，然后逐渐回落，到年代结束时降至最低。而其实际工资的增速基本稳定在 5% 以上的高增长水平，90 年代初甚至一度达到 20%。

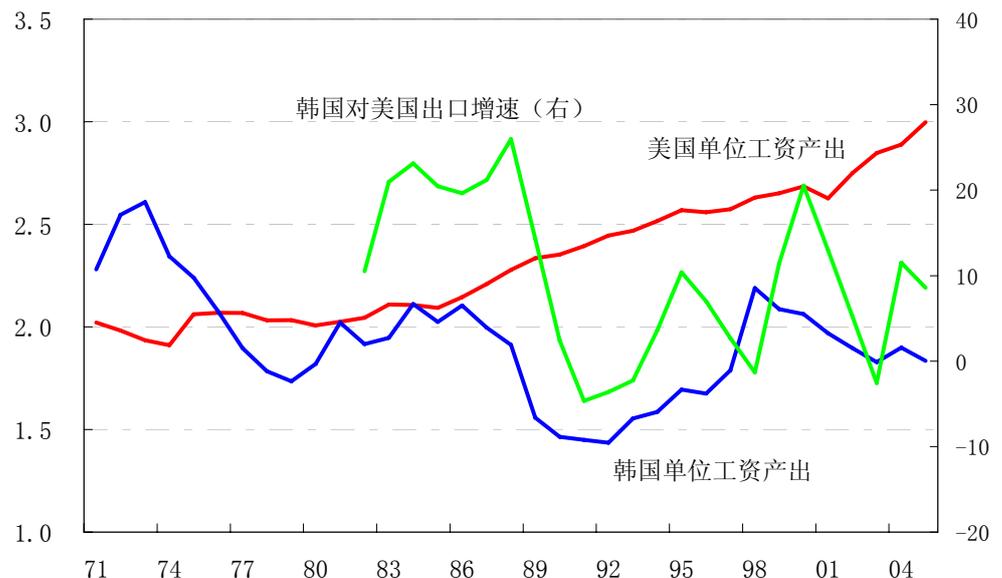
因而自 80 年代以来，在相当多的年份中韩国产出效率的提高都跟不上实际工资增长的步伐，从而导致了单位工资产出率的下降。

图 2-24：
韩国制造业效率与实际
工资变化、单位工资产
出变化
(71 年—05 年)
单位：%



我们发现，在 80 年代韩国的单位工资产出明显下滑，而同期美国的单位工资产出稳步上升，其结果就是韩美的制造业竞争力此消彼涨，韩国对美国出口增速大幅下滑，一度跌为负值。90 年代时韩国的单位工资产出一度有所回升，但是从 99 年开始又再次下降。竞争力的下降也反映在出口上，自 90 年代以来，韩国对美的出口增速也一直徘徊不前。

图 2-25：
韩国与美国单位工资产
出率、韩国对美国出口
增速
(71 年—05 年)
右轴单位：%
注：出口增速为 3 年均值



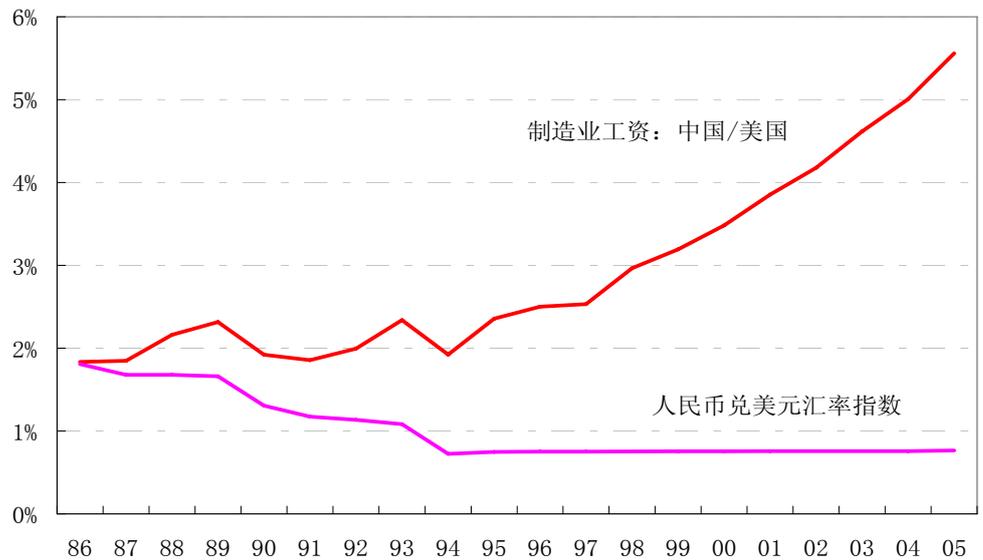
中国：工资收敛初启

➤ 中美工资收敛：由实际工资赶超到本币升值

韩国与日本的经验表明，其制造业名义工资相对于美国的收敛是一个必然趋势。而我国也表现出名义工资收敛的初步迹象。

自 86 年以来，虽然人民币对美元的贬值幅度超过 100%，但是我国制造业名义工资相对于美国的比率则上升了近 3 倍，由 86 年末的 1.8% 上升到 05 年末的 5.6%。

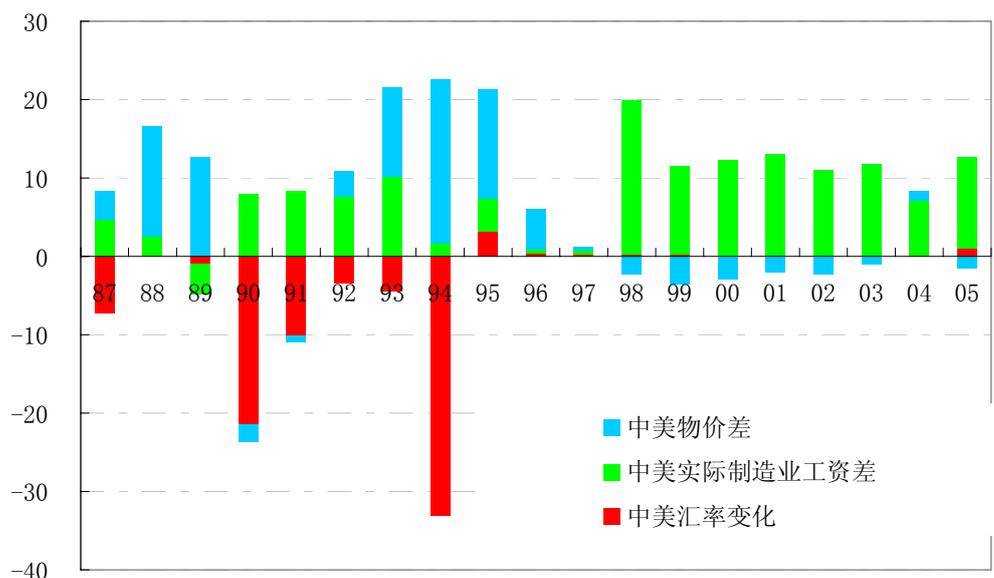
图 2-26：
中国：对美制造业名义
工资比率及对美元汇率
指数
(86 年—05 年)
注：汇率指数以 86 年末为
0.018，等于同期对美制造
业工资比率



对工资比率变化的分解显示：95 年之前，汇率及物价的相对变化基本上主导了工资比率变化，由于这两个因素互相抵消，同期我国对美国的工资比率基本保持稳定，在 2% 左右波动。

而自 98 年开始，人民币对美元汇率保持稳定，同时我国对美国的物价变化逐渐缩小，而同期我国制造业实际工资相比于美国有明显超出，平均保持在 10% 左右的水平，对于中美工资的收敛作出了主要贡献。

图 2-27：
对美制造业工资比率变
化结构分析
(87 年—05 年)
单位：%

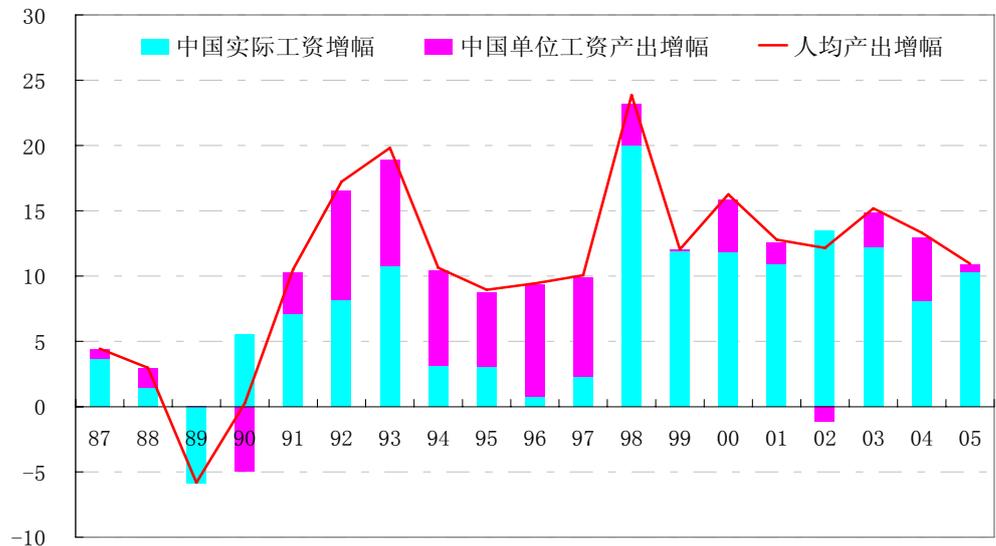


➤ 中美制造业竞争力比较

自 90 年代以来，我国制造业产出效率的提高基本稳定在 10% 至 15% 间。98 年之前，实际工资和单位工资产出均有增加。98 年之后，产出效率的提高主要表现为实际工资的上升。

图 2-28:
中国制造业效率与实际工资变化、单位工资产出变化
(87 年—05 年)

单位: %
注: 由于缺乏制造业增加值的详细数据, 本文采用工业增加值代替, 我国制造业是工业的绝对主体, 因此两者相差不大



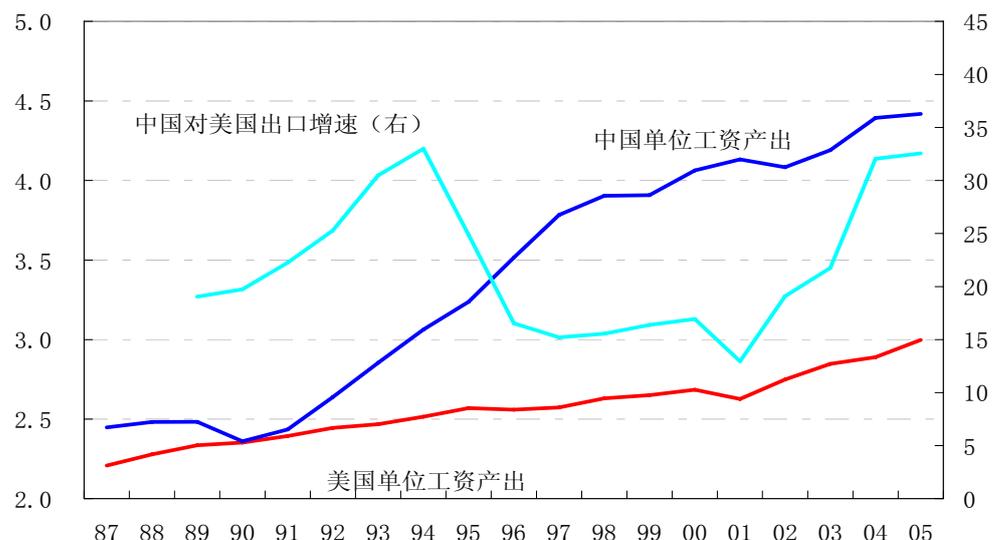
总体上看，我国单位工资产出在 90 年代以来得以大幅提升，相对于美国而言，逐步积累了巨大优势（98 年至今基本上高出近 50%）。

正是得益于制造业竞争力上的巨大优势，我国对美国的出口增速一直保持在 15% 以上的高位水平。尤其是自 01 年加入世贸以后，由于各类贸易壁垒大大减少，竞争优势更是充分显现，对美国出口增速是节节攀升。

由此可见，正是因为产出效率的高速增长，不仅提高了我国的实际工资，还大幅增强了我国制造业的竞争力。而只要我国的产出效率保持目前的水平，那么即便每年保持一定幅度的升值，也基本上无损于我国制造业的巨大优势。

图 2-29:
中国与美国单位工资产出率、中国对美国出口增速

(87 年—05 年)
右轴单位: %
注: 出口增速为 3 年均值, 为中国公布口径



5、升值预测：日韩启示

日本的工资收敛起步于 61 年，当时日本工资只相当于美国同期的 1/8。之后的过程可以分为 5 个阶段，分别是 61 至 70 年、71 至 80 年、81 至 90 年、90 至 95 年及 96 至 02 年。

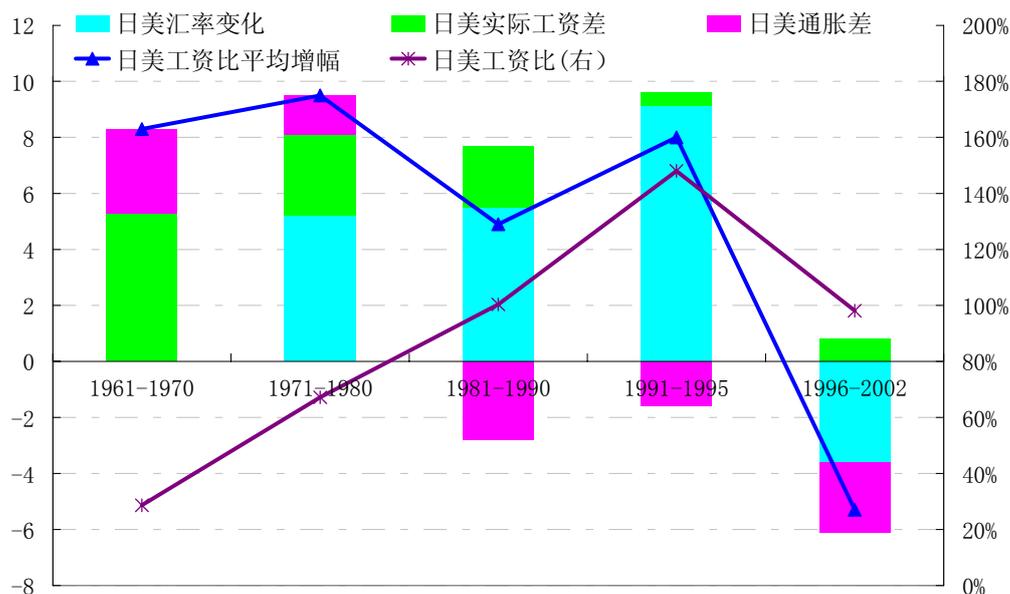
在前三个阶段之后，日美工资比率已经达到 100% 的平价水平，第四个阶段是过度升值阶段，而第五个阶段是调整到恢复正常的阶段。

在第一个阶段，日美汇率保持固定，实际工资及通胀差是工资收敛的主角。而随着日元升值的启动，实际工资的作用逐渐衰减，而通胀的贡献也逐渐由正转负。

图 2-30:
日美工资收敛的因素贡献分析，历史各阶段情况

左轴单位：%

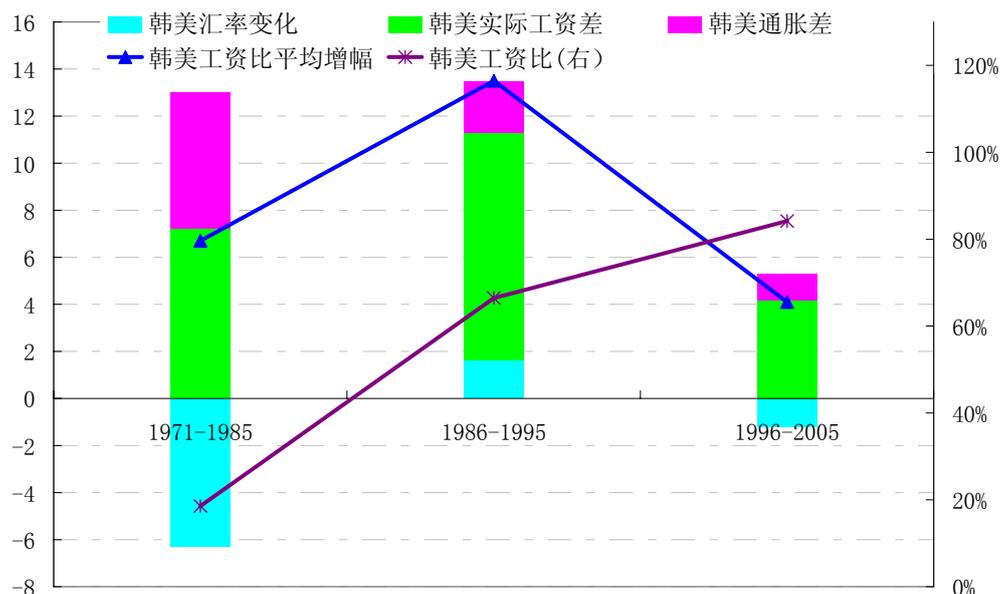
注：对日本制造业的研究截止于 02 年，主要是考虑到日美工资收敛过程已经结束。



而韩国的工资收敛同样也以分为三个阶段：71 至 85 年、86 至 95 年以及 96 至 05 年。在各个阶段汇率变化均不是工资收敛的主因。

图 2-31:
韩美工资收敛的因素贡献分析，历史各阶段情况

左轴单位：%



总结而言，日本及韩国的制造业工资都表现出相对于美国的收敛，但是两者的过程完全不同，表现出两种模式：日本主要依靠汇率的调整，而韩国则主要依靠实际工资的赶超。我们认为，采用这两种模式都能够实现工资的收敛，而具体模式的选择则取决于国内外的政治经济形势。

日本的经济规模远高于韩国，其竞争力高企对美国的冲击也不言而喻，因而美国的巨大政治压力是其采用本币升值来实现工资收敛的主要原因。而韩国的经济规模相对而言要小很多，虽然一度也受到美国的压力而在 86 年大幅升值，但是其升值压力没有持续性，从而可以长期保持汇率的贬值趋势，而实现实际工资的赶超。

对中国而言，虽然经济规模不如日本，但是要比韩国大很多，因而来自于美国的压力也具有持续性，因此我们在汇率方面需要做出妥协。但是日本的前车之鉴也表明，单纯的汇率升值对于国内的竞争力是有害的，因此我们也不可能完全采用日本的模式。总结来看，我们认为中国的工资收敛模式将是日韩模式的折衷，即汇率和实际工资的调整各占一部分。

我们将中国的工资收敛分为 6 个阶段：86 至 95 年、96 至 05 年、06 至 15 年、16 至 25 年、26 至 35 年、以及 36 至 45 年。

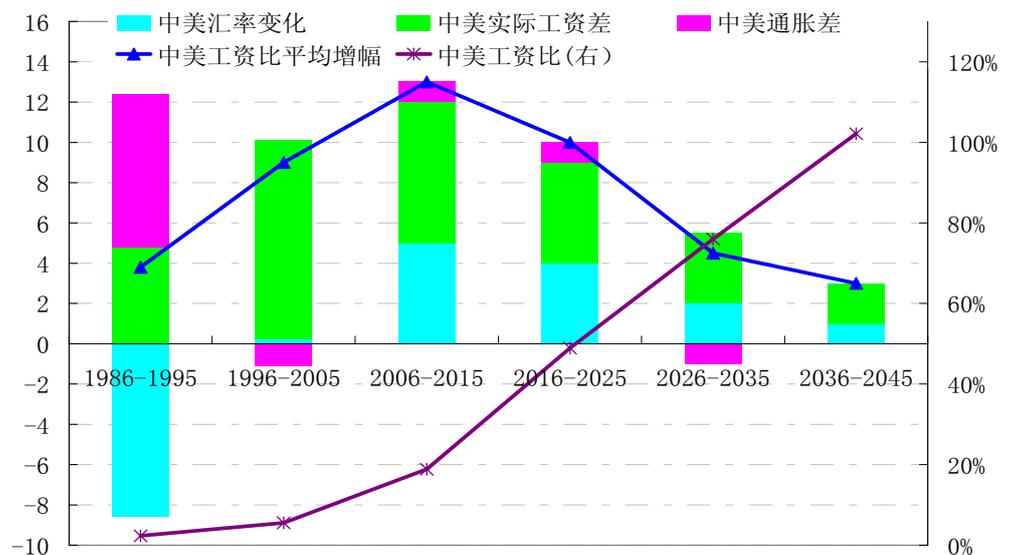
目前，前两个阶段已经结束。在这两个阶段，本币贬值和通胀基本抵消，工资比率改善主要依靠实际工资提高。从第三个阶段开始，本币升值将占据一定的地位，而实际工资的贡献也将逐步衰减。

按照日韩的历史经验，实际工资的衰减幅度在 30% 左右，目前我国同美国的实际工资差在 10% 左右，我们预期在今后的四个阶段实际工资差的贡献将降为 7%、5%、3.5% 和 2%。

同时，我们预计通胀在第三、四两个阶段贡献为正的 1%，第五阶段为负的 1%，而在最后一个阶段贡献为零。本币升值的压力在第三、四两个阶段较大，分别为年均 5% 和 4%，此后降为 2% 和 1%。

这样，在今后的十年我国工资收敛速度有一定提高，从目前的 10% 上升到 13%、此后逐步衰减为 10%、4.5%、3%。而在这六个阶段结束之后的 2045 年，我国也将实现对美国制造业名义工资的收敛。

图 2-32：
中美工资收敛的因素贡献分析，历史各阶段情况及未来预测
左轴单位：%



二、投资：利润高企激发内生动力

近期的固定资产投资数据不甚乐观：10、11月的投资增幅较之三季度又有明显下降；作为先行指标，计划投资额增幅已急剧降为负值；相对应地，剩余计划额水平急剧下滑，目前不足1.3（相当于按目前投资增速，在没有新开工项目的情形下，仅需16个月即可完成全部投资项目）。

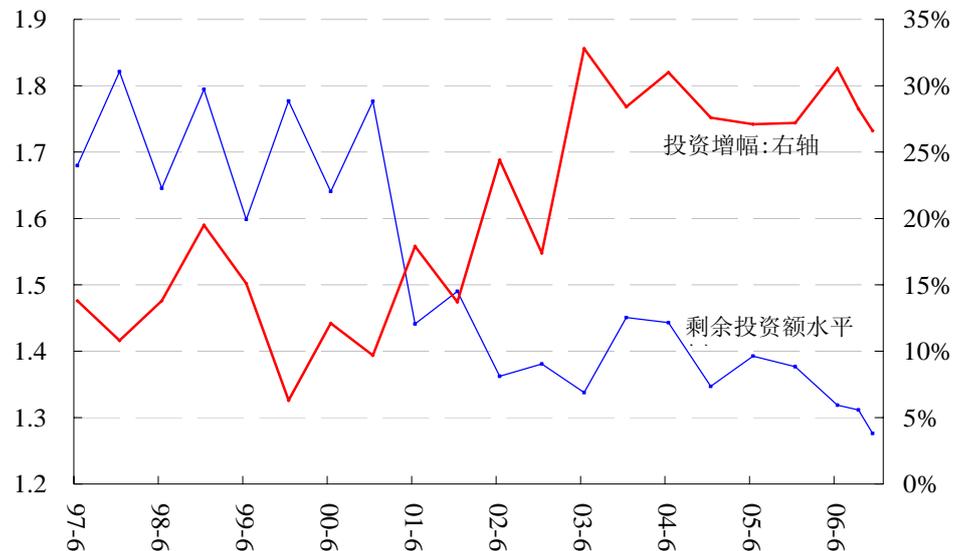
有不少观点认为，投资增幅已难以为继，从而中国经济面临较大考验。

图 2-33：
固定资产剩余额水平与
投资增幅

（97上半年—06年11月）

注：

- 1、剩余额水平=
(计划总投资额—已完成额) ÷ 预计年度完成额
- 2、投资增幅为累积数据，06年2季前为半年度数据，之后为季度数据，10月、11月为合并数据

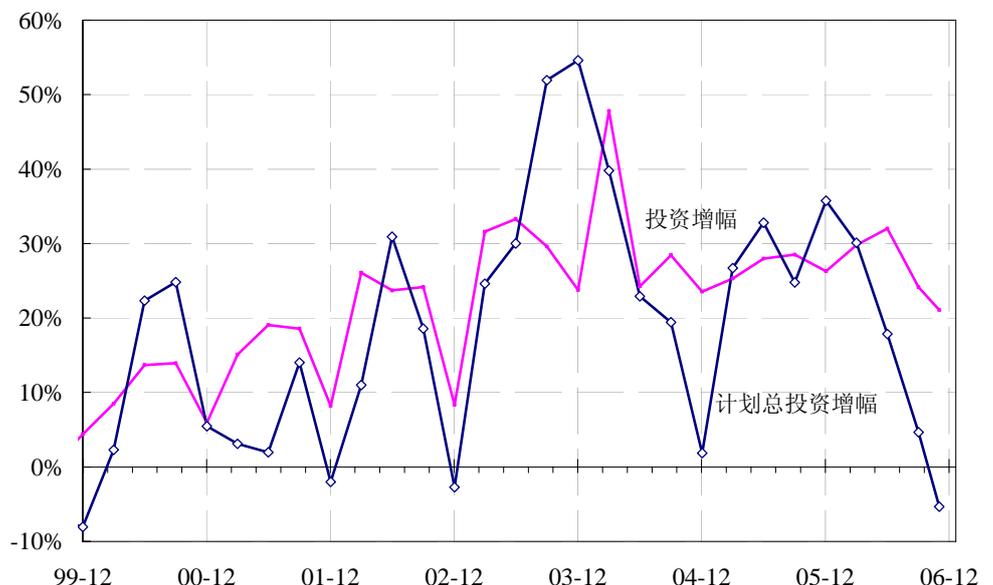


但我们认为，至少从图示历史数据上来看，剩余计划额水平并不是一个稳定可靠的先行指标，而其中的关节在于，计划额投资增幅弹性极大（04年宏观调控时的情形就颇为生动）。

图 2-34：
固定资产计划总投资额
增幅、完成额增幅

（99年4季—06年11月）

注：10月、11月为合并数据，其余为季度数据



我们试图从经济增长的内在需要、企业利润导向的内在动力来揭示，中国的投资增幅应该而且可能维持一个相对稳定的高速发展。

1、增长源泉：投资重要

在增长核算中，资本、劳动力和技术进步三个基本要素，共同推动了经济增长。其中资本和劳动属于有形投入，技术进步属于无形投入。

在有形投入中，劳动力的增长受出生率等自然规律的制约，而资本的增长虽然不受此约束，但其产出亦遵循边际效率递减规律。

在经济起步阶段，劳动力通常相对较充沛，此时资本的产出效率也往往较高。而随着经济的发展，资本的积累逐步增加，其产出效率也开始下降，这意味着要实现同等速度的增长，需要的资本规模不断扩张，甚至可能是成级数扩张。

而技术进步则不受边际递减规律的制约。这表明只要经济增长的策略得当，通过技术进步可以获得长期稳定的高增长，从而摆脱依赖有形要素投入时资源需求不断膨胀的窘境。

以上分析表明，在三大投入要素中劳动力的增长往往受限，因此资本和技术进步是可以持久倚重的两大增长源泉。而从各国增长历史的因素分析中也可以看出，资本和技术进步贡献了增长的绝大部分。

然而在资本与技术进步孰轻孰重的问题上，学术界向来分歧严重，各国的数据也表明没有一致的结论。

在日美等发达国家，技术进步（包括劳动力质量的提高）确实已经占据了经济增长的主角。然而我们也注意到，资本的作用同样不可忽视，即便在 90 年代的美国，资本的贡献仍然占到总增长的三分之一强。

在东亚的韩国和台湾等新兴经济体，无论是在起飞阶段还是整个发展期间，资本的贡献在经济增长中占据了绝对主体地位，这一点与我国极为类似。

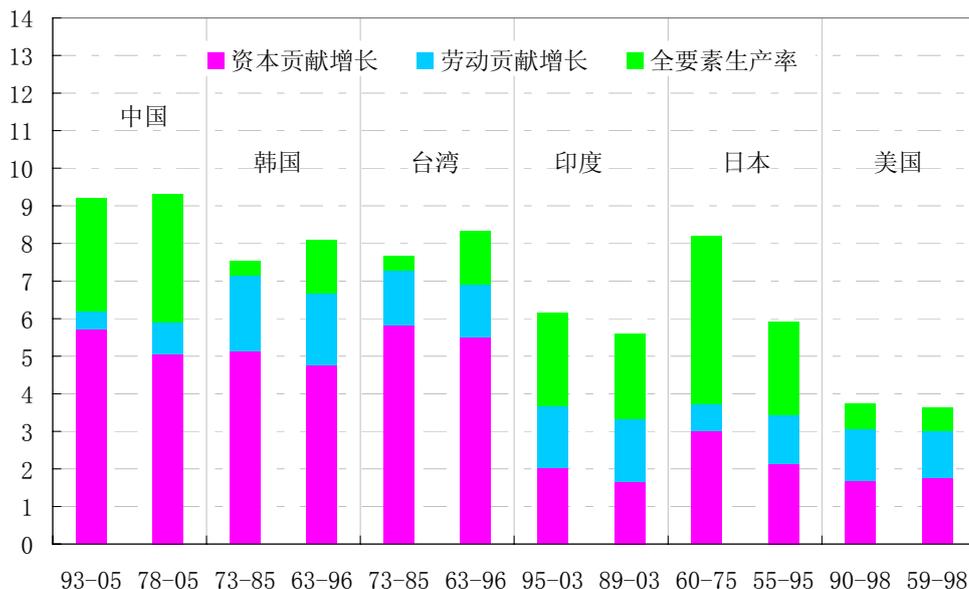
由此看来，在主要经济体中资本投入对于经济增长都极为关键，而且其贡献增长并不会随时间增长而消退，资本规模的扩张足以抵消边际效率递减的负作用。对我国来说，这意味着在未来的发展中，对投资（资本）仍应给予足够的空间。

图 2-35：
各国（地区）经济增长的全要素生产率分析

单位：%

注：资料来源于各学者研究，其中对美国和印度的研究中，劳动力贡献部分包含劳动力质量的提高，而在其它经济体的研究中这一部分被视为技术进步。

中国的技术进步亦相当可观，我们认为由于劳动力的转移带来的质量提升是关键因素。

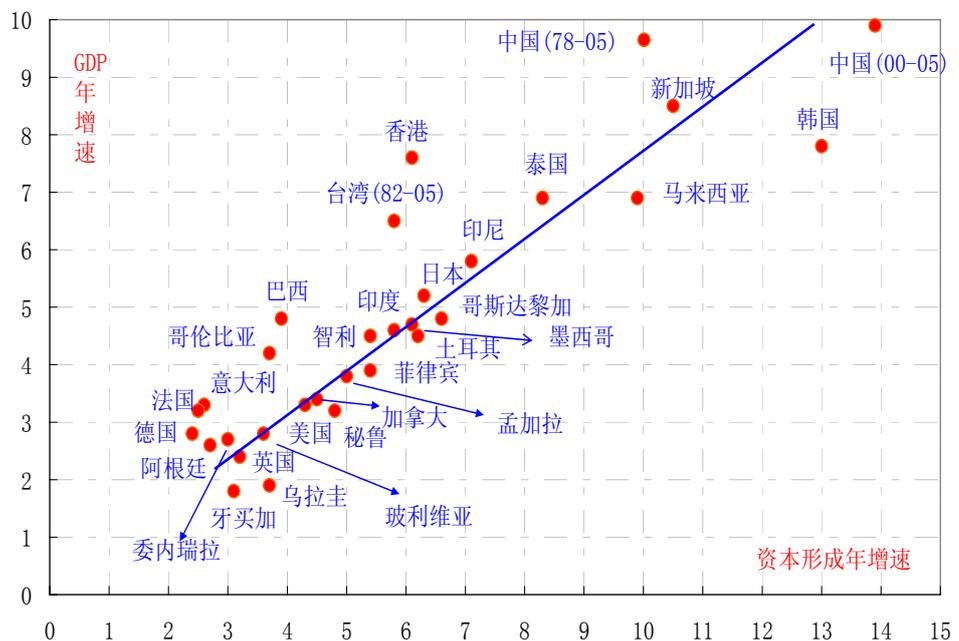


联合国 2003 年《世界发展报告》中对资本和经济增长的相互关系进行了深入分析，得出的结论是资本积累依然是推动经济增长的关键因素，并给出了近 30 个经济体 40 年中平均的 GDP 增速和投资增速。在此基础上，我们又补充了中国以及台湾地区的历史和近期数据。

数据表明，在投资增速与 GDP 增速之间具有很强的相关性，经济增速较高的东亚经济体，其投资增速也处于相对较高水平。

利用所有经济体的数据，我们画出了 GDP 增速与投资增速的趋势线。我们发现，中国改革开放以来的投资与经济增长并未与趋势水平明显脱节。00 年以后，我国投资增速显著扩张，但 GDP 增速亦有一定改善。如果说趋势线上的投资与经济增长是稳定的相互关系，那么中国目前的增长模式仍然是可持续的。

图 2-36:
GDP 增速与资本形成
年增速
单位: %
注: 时间窗口为 1960 年至
2000 年



2、公共投资：助推发展

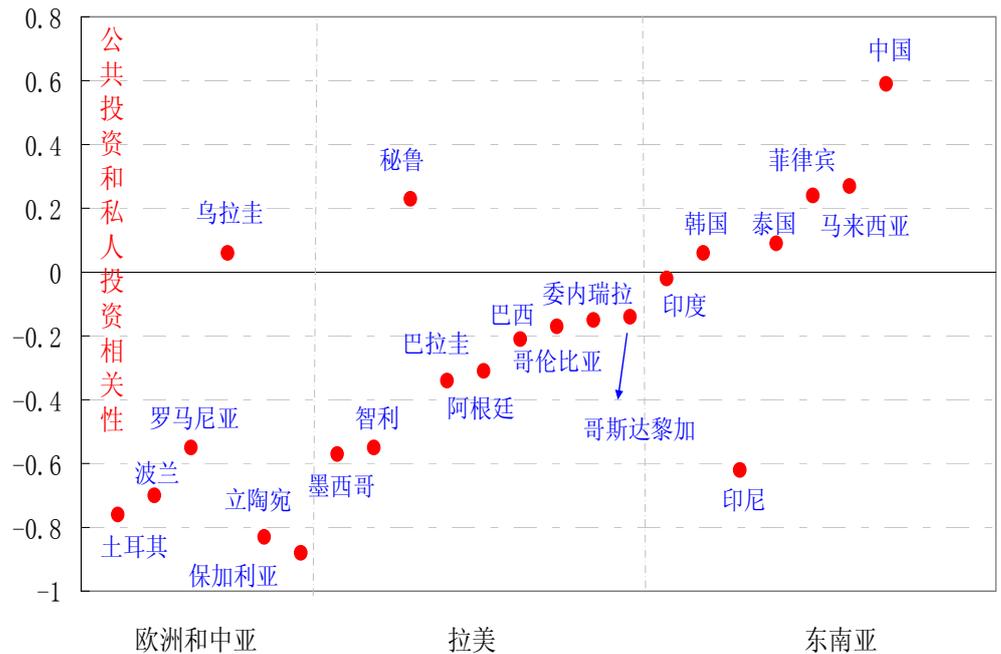
为什么东亚国家的高投资能带来高增长？答案可能多种多样。而一个不能忽视的事实是：东亚国家普遍有较高的公共投资比重，而且与教科书中的“挤出效应”相反，这些经济体的公共投资反而对私人投资的增长有促进作用。

“挤出效应”的来由是公共投资的需求增加提高了利率水平，而利率的上升又削弱了私人部门的投资欲望。然而，在现实经济中，利率并不一定随公共投资的上升而增加。

例如，很多东亚国家为了鼓励 FDI 及私人投资，在发展阶段往往将国内借贷利率限定在较低水平。而公共投资由于没有成本压力，可以大量投入在基础设施建设等公共领域。其结果就是社会整体生产效率的改善，以及整体回报率的提升，这显然对私人投资的增长形成良性循环。

图 2-37:
公共投资与私人投资相关性

注:
时间窗口为 1970 年到 2000 年, 其中中国数据为 80 年到 05 年



我国改革开放以后的区域经济发展史也充分反映了公共投资的作用。

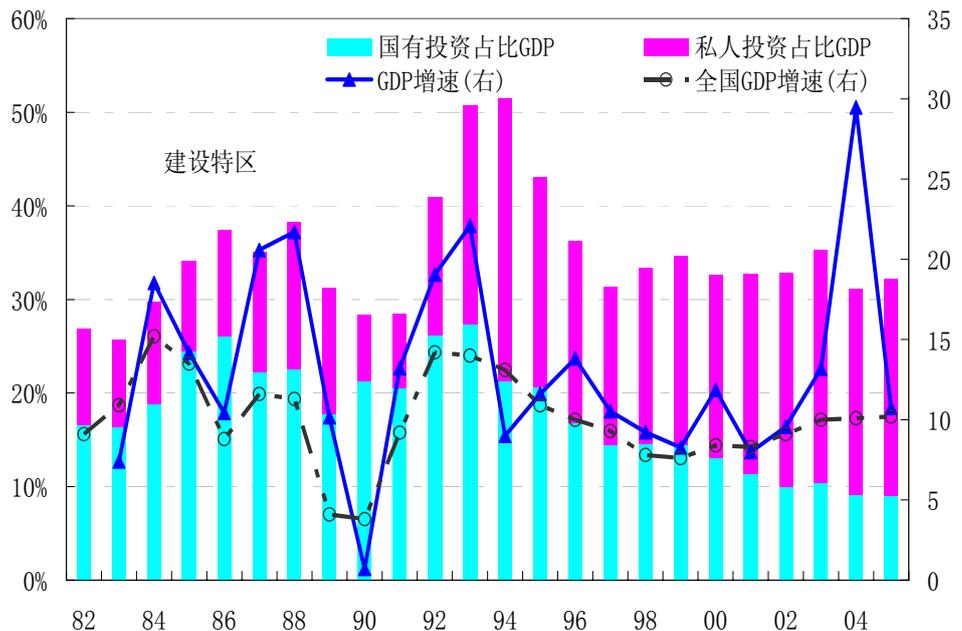
首先来看广东省的发展, 可以分为三个阶段:

第一个是 80 年代的“建设特区”阶段。可以看到公共投资占比逐年攀升, 而私人投资也同步走高。

第二个是 90 年代初期的“小平南巡”阶段。公共投资及私人投资比翼齐飞, 总投资在 GDP 中的比重一度达到 50%。

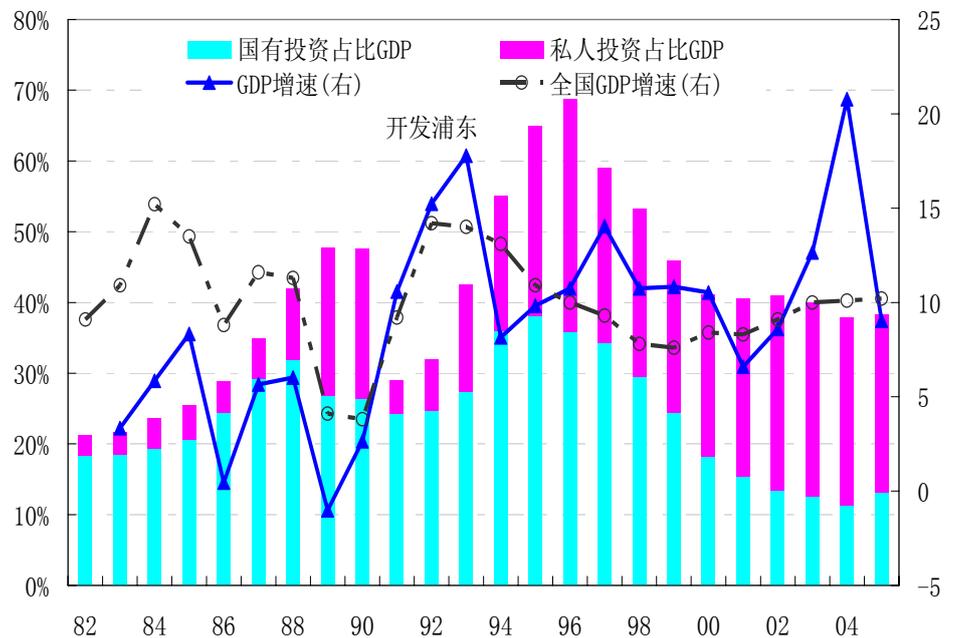
由于上述两个时期的国有投资充分改善了经济环境, 到 90 年代中期以后, 虽然国有投资的角色开始淡出, 但是私人投资完全接补了空白, 总投资的比重始终未有进一步下降。

图 2-38:
广东省 GDP 增速及两类投资占 GDP 的比重、
全国 GDP 增速
右轴单位: %



而上海的情形在“开发浦东”前后表现的淋漓尽致：随着经济建设的展开，国有投资占比从91年的24.2%上升到96年时的35.8%，而同期私人投资从4.7%上升到33%，几乎与国有投资并驾齐驱，两者占比和甚至达到GDP的70%。

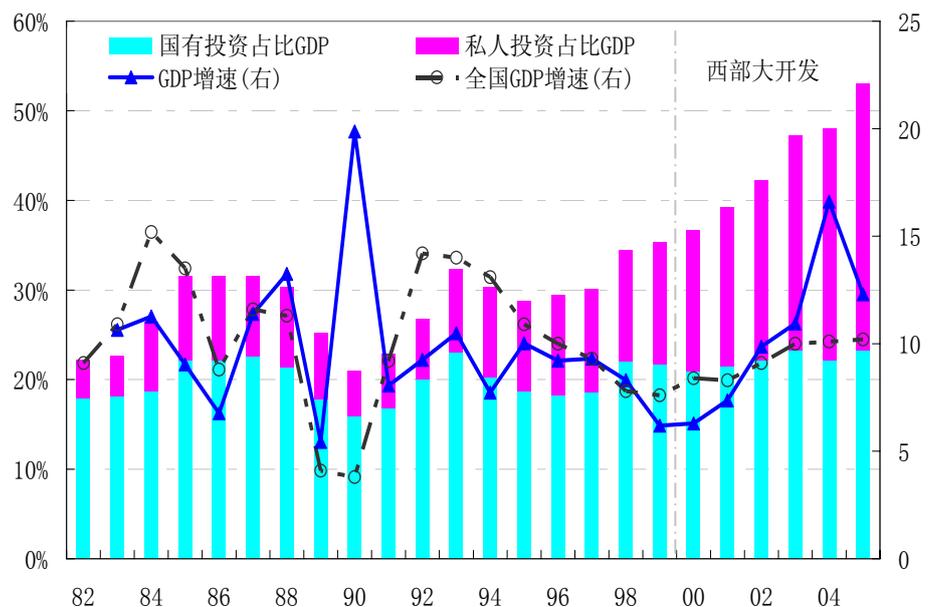
图 2-39:
上海市 GDP 增速及两类投资占 GDP 的比重、
全国 GDP 增速
右轴单位：%



“西部大开发”也是一个很好的例子。通过对比可以看出，00年时公共投资是西部投资的主体，占GDP的比重超过20%，远高于同期的广东与上海，而与后两者高速发展期的比重相当。

而随着01年以后西部大开发的推进，05年时公共投资占比已上升到23%，并带动私人投资从15%左右迅速升至30%。这一点与广东90年代初期的经验极为相似。

图 2-40:
西部十二省 GDP 增速
及两类投资占 GDP 的
比重、全国 GDP 增速
右轴单位：%

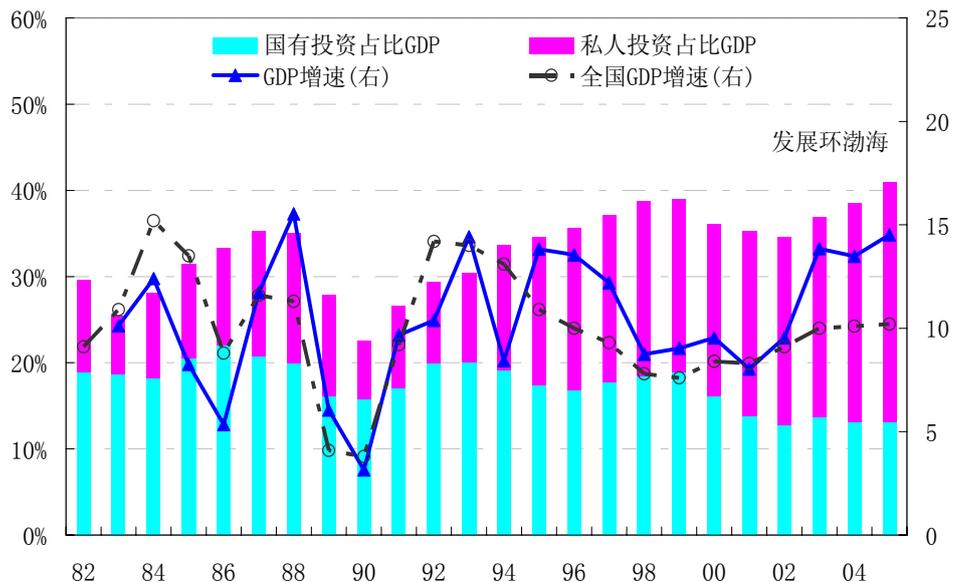


目前，河北及天津两地的投资占 GDP 比重只有不到 40%，而公共投资自 80 年代以来一直乏善可陈，近年来占比 GDP 更是创出不到 13% 的历史新低。

而从广东、上海及西部的发展经验可以看出，在国家发展规划实施之后，公共投资规模会稳步攀升，同时带动私人投资急速扩张，总投资占比升至 50% 甚至更高是普遍现象。

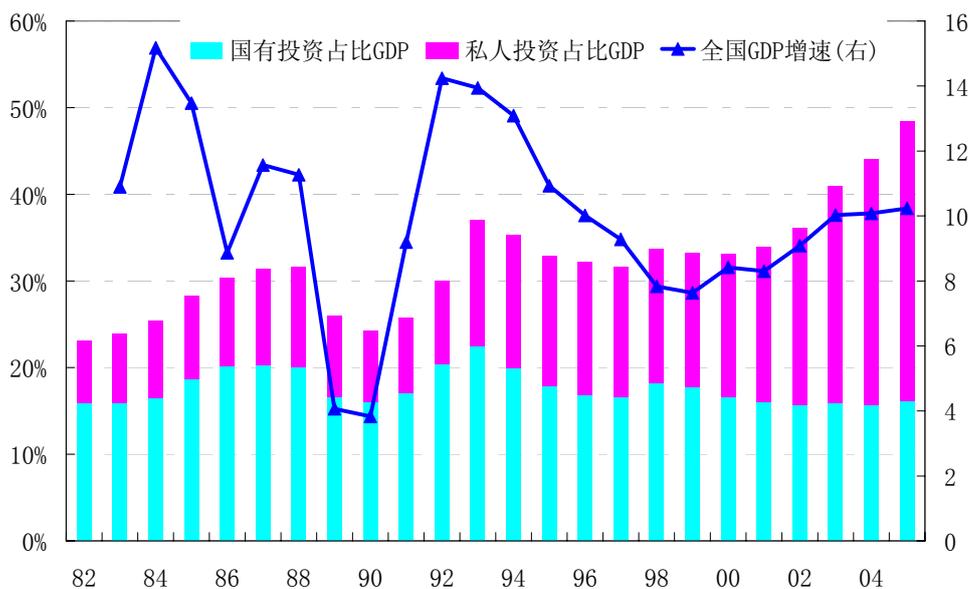
06 年，天津滨海新区开发开放纳入国家“十一五”规划的整体发展战略，被赋予带动环渤海地区发展的龙头地位。我们认为对于京津唐地区而言，这是空前的历史机遇。

图 2-41:
天津与河北两地的
GDP 增速及两类投资
占 GDP 的比重、全国
GDP 增速
右轴单位: %



自 90 年代中期以来，我国投资规模的扩张主要归功于私人投资的增长，而公共投资占 GDP 的比重一直保持稳定。我们相信，而随着新农村建设、铁路干线建设、开发环渤海等一系列国家政策的推进，公共投资会再现辉煌。

图 2-42:
全国 GDP 增速及两类
投资占 GDP 的比重
右轴单位: %



3、利润高企：内在动力

➤ 美国经验：利润投资良性循环

美国的经验表明，投资（非住宅）与企业利润的互动十分明显：自 90 年以来，历次投资涨幅的波动，均与同期企业利润增幅的变化息息相关。06 年以来，由于企业利润的明显回升，投资增幅也恢复上升势头。

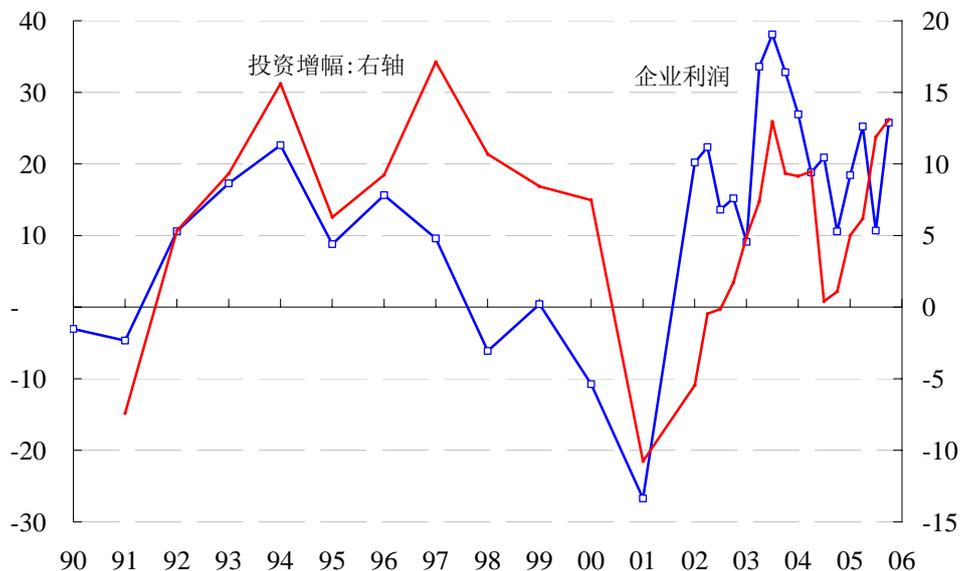
图 2-43：
美国企业利润增幅与非住宅投资增幅

(90 年 - 06 年 3 季)

单位：%

注：

- 1、国内非金融企业口径
- 2、投资增幅为非住宅投资口径（含存货变动）
- 3、03 年开始为季度数据，之前为年度数据



➤ 我国现状：利润率高在上

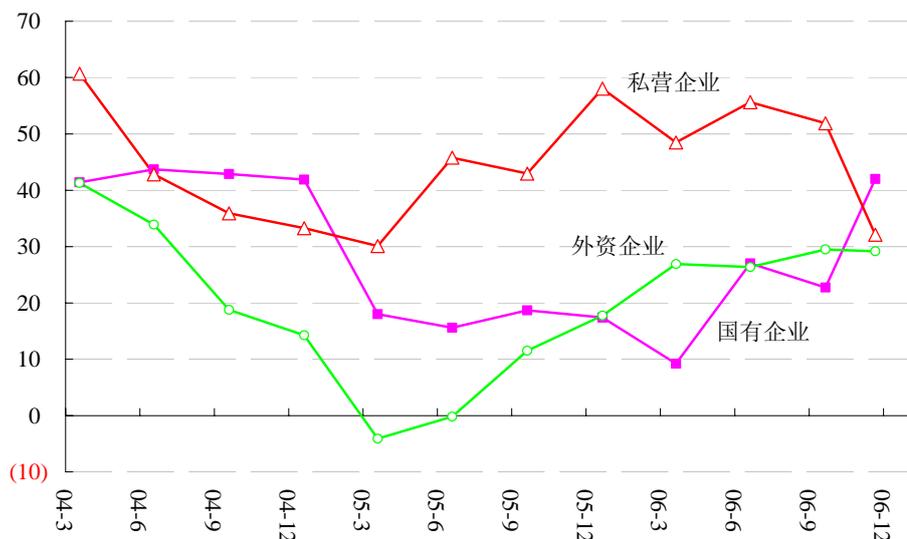
工业企业利润增幅已经连续 7 个月超过 30%，特别是，国有企业（指国有及控股）的利润增幅在 4 季度（10、11 两月）跃升到 40% 以上。而私营企业利润增速虽有所下降，但仍位于 30% 以上的高位水平。

图 2-44：
各类型企业利润增幅

(04 年 1 季 - 06 年 11 月)

单位：%

注：10、11 月为合并数据，其它为季度数据



06 年前三季度，所有工业企业的（资产加权平均）资产利润率（息税前利润 ÷ 总资产，年率）达到 8.39% 的历史新高。事实上，工业企业资产利润率的回升始于 02 年，且在 04 年以后一直稳定在 7% 以上水平。

企业的实际债务成本远非是贷款基准利率，是因为同时存在大量的非付息或低成本的债务

形成鲜明对照的是，前三季度的工业企业的平均债务成本率仅为 2.15%，这不仅远低于 1 年期贷款基准利率，更是大大低于 8.39% 的资产利润率水平。

由于息税前利润率远高于债务成本率，因而企业有着充分的动机举债投资、扩大生产规模以获取更高收益（ROE，净资产收益率）。可以看到，企业资产规模的扩张与利润率的上升几乎是如影随形。

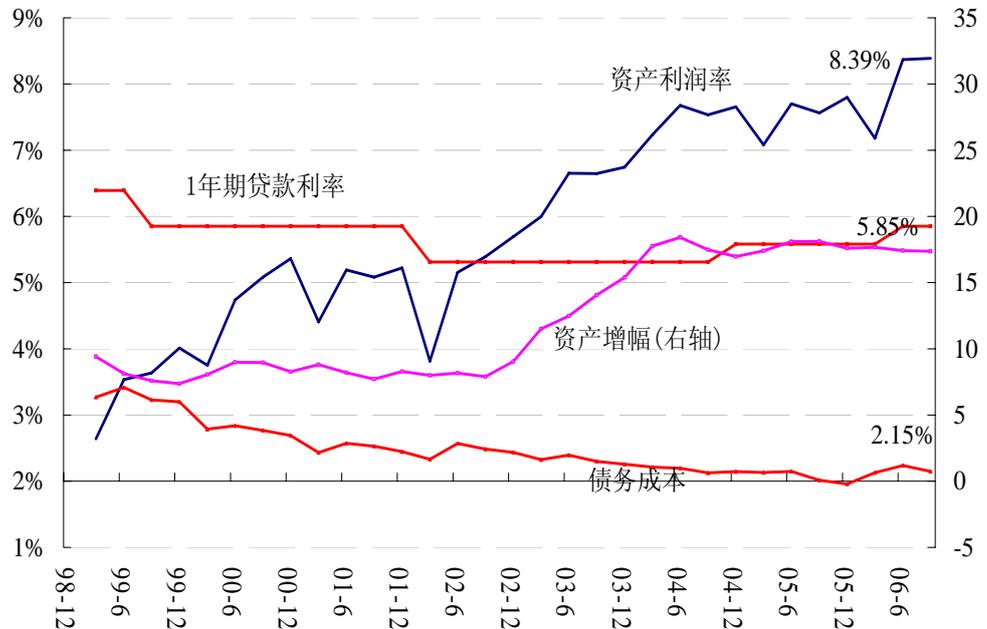
图 2-45：
工业企业的资产利润率、债务成本率

(99 年 1 季—06 年 3 季)

增幅单位：%

注：

- 1、资产利润率= 息税前利润 ÷ 总资产
- 2、债务成本率= 财务费用 ÷ 总负债
- 3、指标均已年化



需要指出的是，利润率高企并非是个别上游行业的“一枝独秀”所致，而是有着广泛基础的普遍现象。数据显示，资产利润率在 6% 及以上的企业其实是绝对主体：在销售收入、总资产、从业人员及利润总额等主要指标中，占比都在 80% 左右甚至更高水平。

表 2-1：
不同分档资产利润率的企业的指标及占比
(06 年前三季度水平)

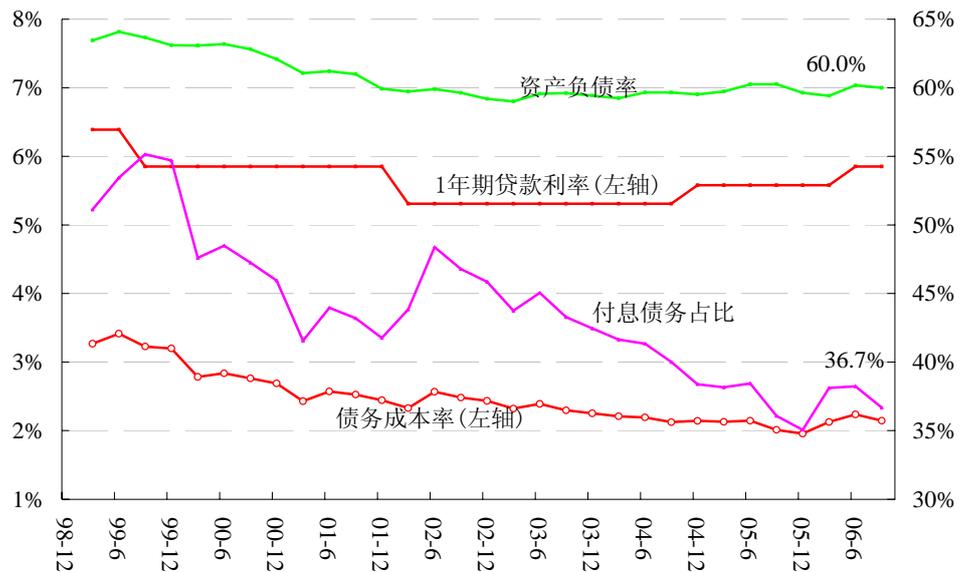
资产利润率	销售收入	资产	从业人员	利润	资产利润率	债务成本率
大于 10%	8.5%	7.8%	5.1%	32.6%	29.0%	2.0%
7% 至 10%	46.8%	45.0%	51.8%	41.3%	7.2%	2.0%
6% 至 7%	19.7%	26.7%	27.1%	17.7%	6.1%	2.7%
小于 6%	19.7%	17.5%	14.9%	12.0%	5.3%	1.1%
亏损	5.3%	3.0%	1.1%	-3.5%	-6.8%	2.0%
总额	204612	242228	6760	12269		
	(亿元)	(亿元)	(万人)	(亿元)		

自 99 年以来，企业债务成本率从 3.5% 急剧降至 05 年末的 2% 左右。06 年之后，虽然央行在 8 月份再次加息，但工业企业的债务成本率反而比上半年的 2.22% 有所下降。

由于企业资产负债率及基准贷款利率的变化近年来并不明显，企业债务成本率的降低应主要归功于企业非付息债务占比的上升。流动性充裕则是更为本质的背景。

图 2-46:
工业企业的资产负债率、债务成本率及付息债务占比

(99年1季—06年3季)
注:
付息债务占比=
债务成本率 ÷ 1 年期贷款
基准利率

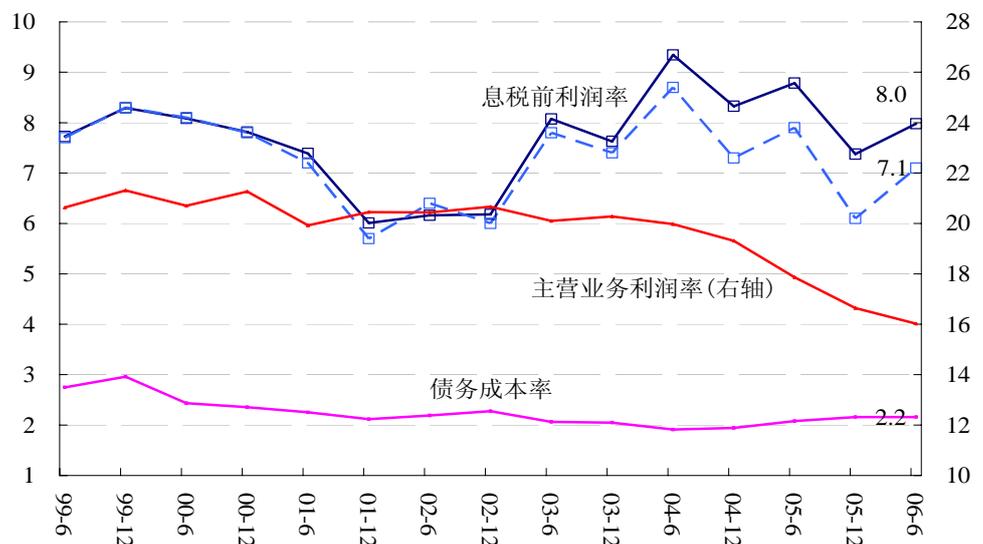


而从上市公司的角度看,亦得到相当一致的结果:工业类上市公司平均的资产利润率(息税前利润率)达到 8.0%,即便扣除中石化的影响,亦有 7.1%的不俗业绩。虽然上市公司资产利润率自 04 年中期以来不断下降,但是始终维持在 6.0%以上的高位水平,特别是,06 年中期的利润率开始有较大幅度的提升。

同样地,上市公司的债务成本率亦显得不足为虑,06 年中期的平均水平只有 2.2%,远低于其资产利润率水平。

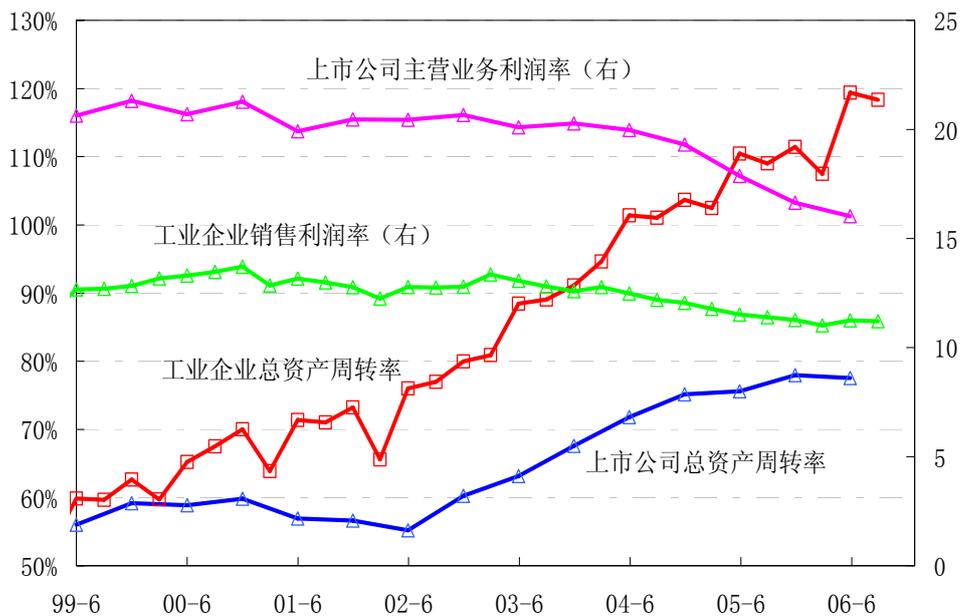
图 2-47:
A 股工业类上市公司的息税前利润率、主营业务利润率、债务成本率

(99 上半年—06 上半年)
单位: %
1、息税前利润率=
息税前利润 ÷ 平均总资产
2、债务成本率=
利息费用 ÷ 平均总负债
3、主营业务利润率=
主营利润 ÷ 主营业务收入
4、指标均已年率化,下同
5、虚线为剔除“中石化”后的水平



自 03 年以来,上市公司的主营业务利润率、以及工业企业的销售利润率均表现出趋势性的下降,这大致是因为上游原材料、基础资源价格自 02 年中以来持续上涨,从而导致了主营业务成本的不断增加。但由于企业生产效率(资产平均周转率的持续上升)的提高,企业的资产利润率水平并没有受到明显拖累。

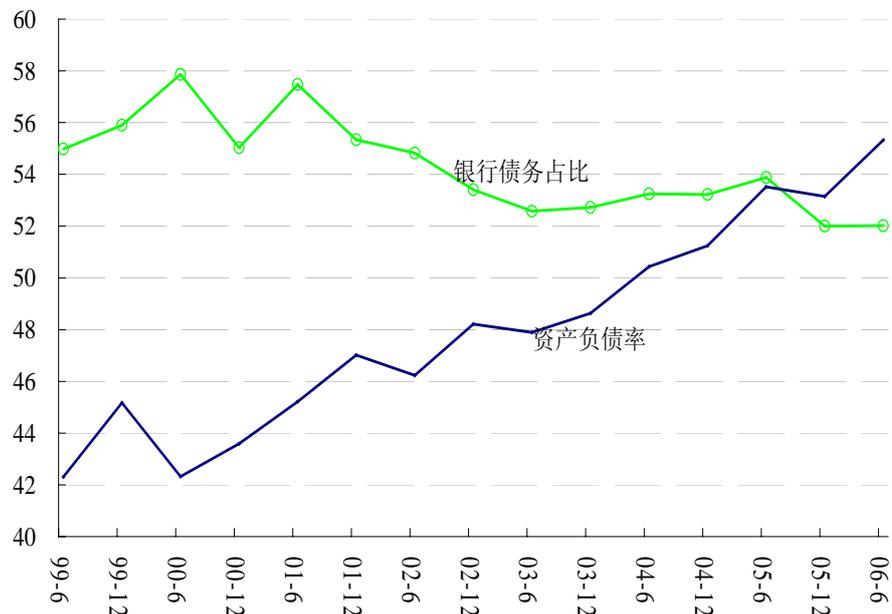
图 2-48:
A 股上市公司主营业务利润率、总资产周转率;
工业企业销售利润率、总资产周转率
(99 年 2 季—06 年 3 季)
右轴单位: %
注:
工业企业销售利润率=
销售利润÷销售收入;
上市公司主营利润率=
主营利润÷主营业务收入



上市公司债务成本率表现出的下降趋势,其背景是其他债务融资方式蓬勃发展、银行债务占比系统性的降低。

高企的资产利润率与明显偏低的债务成本率,是诱发企业大规模举债、进行投资扩张的根本动力。我们看到,上市公司的平均资产负债率从 99 年以来就系统性的上升。

图 2-49:
A 股工业上市公司资产负债率及银行债务占比
(99 上半年—06 上半年)
注:
银行债务占比=
(短期借款+1 年内到期的
长期负债+长期借款)÷总
负债



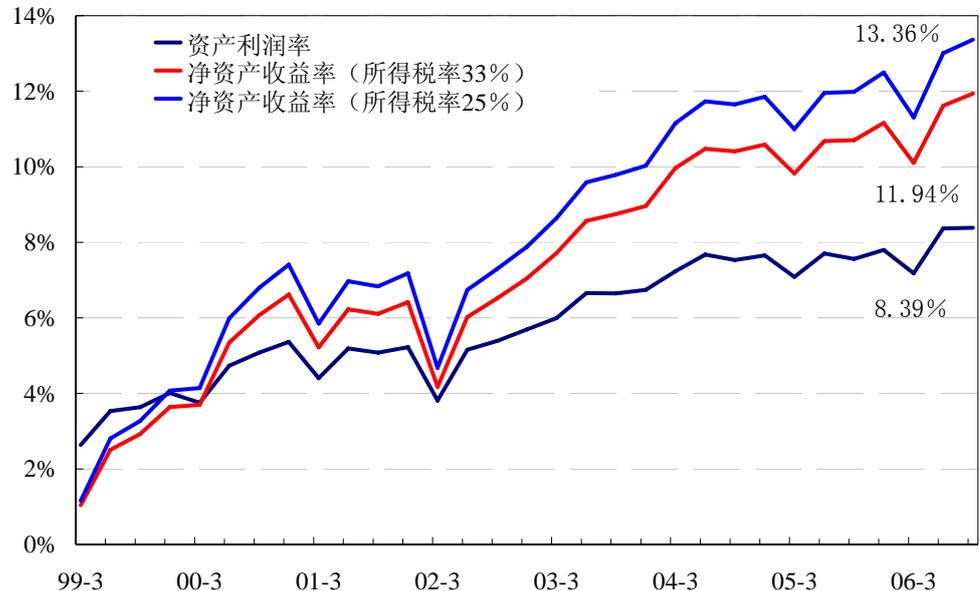
以上我们讨论时使用的利润率指标为总资产的息税前利润率,这一指标与债务成本的比较即能刻画企业通过负债杠杆、进行投资扩张的动力。对于企业而言,最核心的利润率指标当然是净资产收益率。

基于企业所得税并轨预期,我们测算了 33% 及 25% 两种所得税率下的净资产收益率水平。结果表明,工业企业在 06 年前三季度的净资产收益率分别可高达 11.94%、13.36%。

根据 Wind 统计，所有上市公司前三季度的平均净资产收益率约为 8.05%，这一数值虽然比去年同期的 7.27% 有所上升，但与上述工业企业的 11.94% 相比仍有很大的提升空间。

我们认为，随着中国石油、中国移动等优质企业的回归，上市公司的净资产收益率将会得到进一步的提升。

图 2-50:
工业企业资产利润率与
净资产收益率
(99 年 1 季—06 年 3 季)



4、利润格局：比翼齐飞

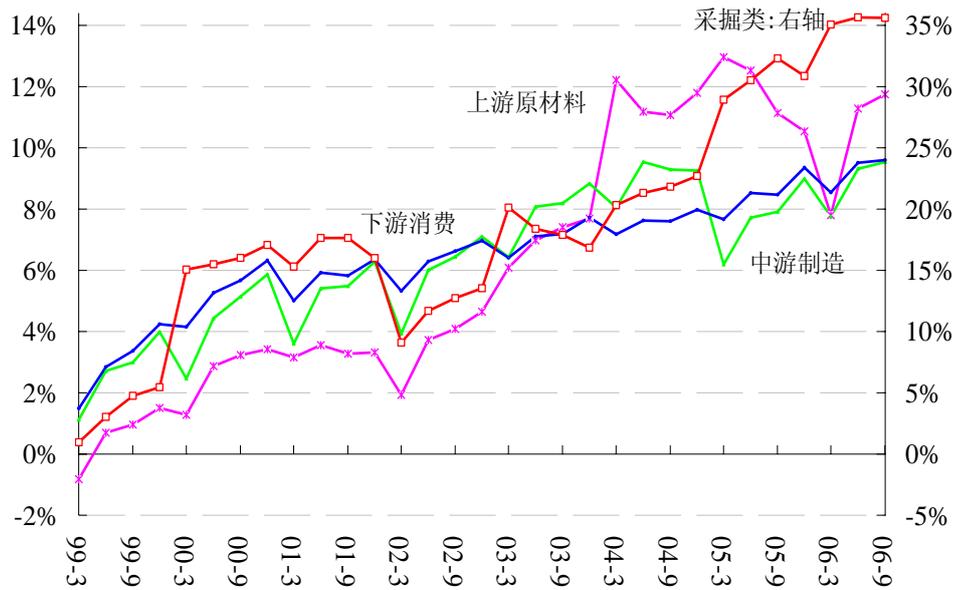
我们前述的关于工业企业效益水平的测算，事实上并没有涵盖全部 39 个工业大类行业，而是剔出了其中 7 个行业：规模过小的其他采矿业、工艺品及其他制造业、废弃资源和废旧材料回收加工业；行业性质特别的烟草制造业；以及政府管制的电力、热力的生产和供应业、燃气生产和供应业、水的生产和供应业。

我们将剩下的 32 个工业大类行业分为上游、中游、下游三类。其中上游进一步细分为采掘与原材料行业，中游主要为制造业，而下游主要为消费类行业（具体分类参见附表 1）。

我们计算了各类行业自 99 年以来的净资产收益率，结果表明，目前各类行业的净资产收益率均处于历史的高位阶段：

上游采掘及下游消费行业的净资产收益率保持上升趋势；上游原材料行业利润率在 05 年初达到最高点，此后的一年中持续回落，但目前已恢复至 04、05 年时的平均水平。而中游制造业的净资产收益率在 04 年末急剧下降，但此后一直恢复性上升，目前的 9.54% 已经与 04 年中期时创下的历史高点相当。

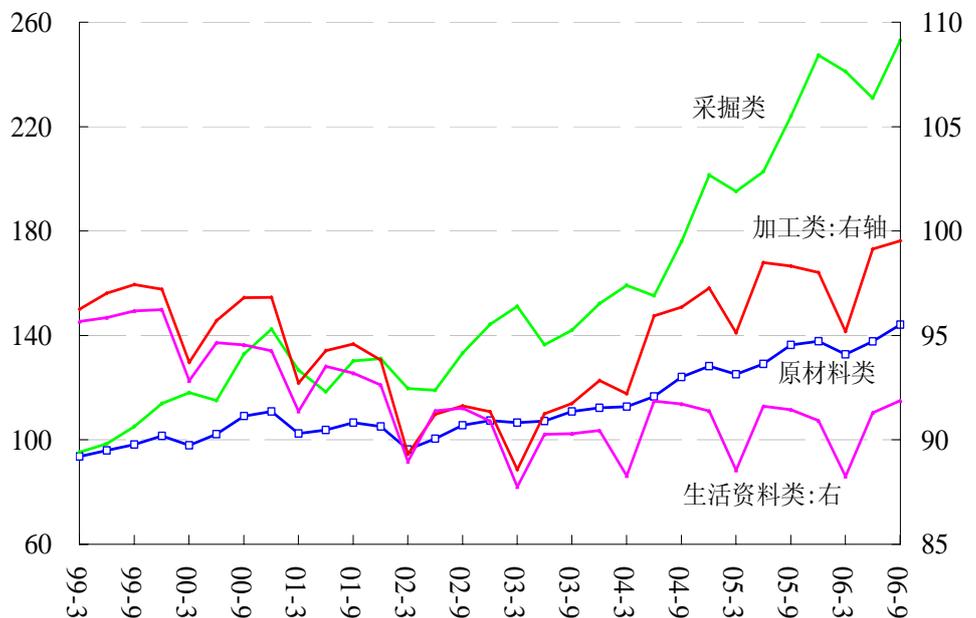
图 2-51:
上游采掘、原材料, 中
游制造, 及下游消费行
业净资产收益率
(99年1季—06年3季)
注: 假定所得税率为33%。



为了找出各类行业利润率变化的原因, 我们给出了同期各类工业产品的价格定基指数。

数据表明, 自 99 年以来, 原材料及采掘类工业品价格持续上升, 其中尤以采掘类工业品价格涨幅为最高, 而且两类工业品价格的上涨主要发生在 03 年以后。而生活资料类与加工类工业品价格在 03 年之前价格持续下降, 但此后两者价格产生分化, 生活资料类工业品价格基本保持不变, 而加工类工业品价格稳步回升。

图 2-52:
采掘、原材料、加工、
及生活资料类工业品出
厂价格定基指数
(99年1季—06年3季)
注: 定基指数以98年为100



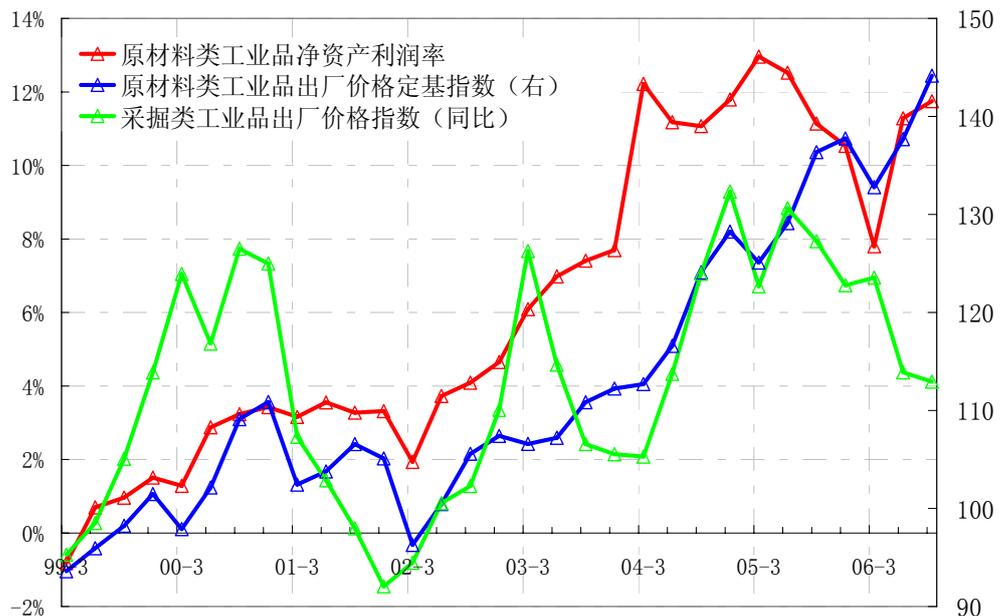
图示表明, 采掘类工业品的净资产收益率与其出厂价格定基指数密切相关。03 年以前, 采掘类工业品出厂价格变化不大, 而其净资产收益率也基本保持在 15% 以下。而到了 03 年以后, 采掘类工业品出厂价格迅速上涨, 其净资产收益率也相应急剧飙升至 35%。

图 2-53:
上游采掘行业净资产收益率与采掘类工业品出厂价格定基指数
(99年1季—06年3季)



原材料类工业净资产收益率也基本上由其价格所决定。然而在 05 至 06 年间原材料类工业净资产收益率大幅下滑，应与同期采掘类工业品价格涨幅居高不下有一定关联。而除去这一时期，尽管采掘类投入品价格持续上涨，但原材料类工业净资产收益率一直在上升之中，表现出相当强劲的价格消化能力。

图 2-54:
上游原材料行业净资产收益率、原材料类工业品出厂价格定基指数、采掘类工业品出厂价格同比指数
(99年1季—06年3季)



由于加工类工业品出厂价格指数在 03 年以前持续下降，而在 03 年以后逐步回升，与制造业净资产收益率并无显著关联。而且原材料类价格的上涨对制造业净资产收益率的影响也不明显。

我们发现，制造业净资产收益率与我国出口密切相关。04 年出口增速创出近年新高，而同期制造业净资产收益率也达到历史最高值。今年制造业净资产收益率有显著提高，我国出口增速的企稳回升亦是重要背景。

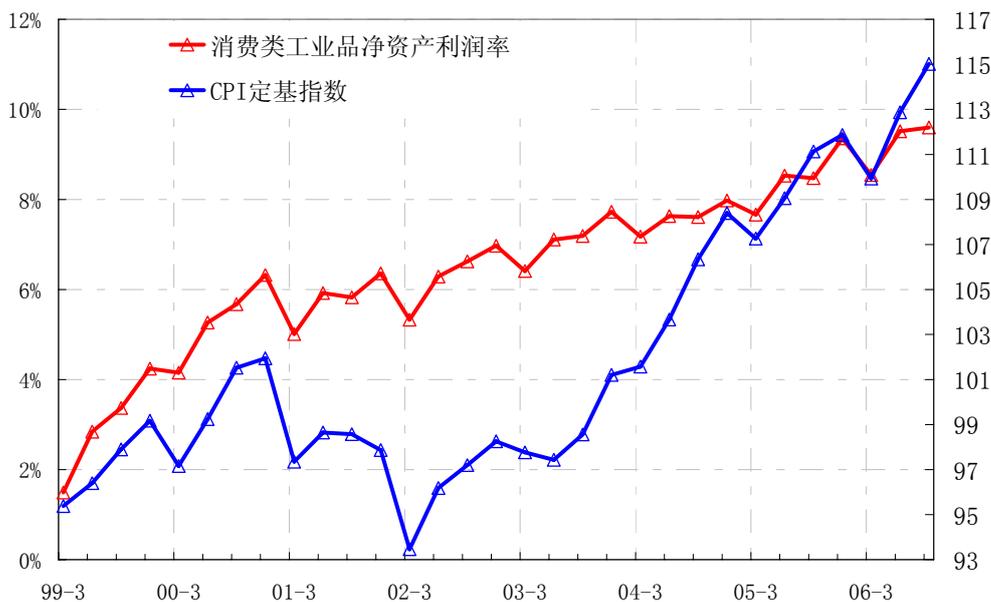
图 2-55:
中游制造行业净资产收益率与出口累积增速
(99年1季—06年3季)



消费类工业品净资产收益率与生活资料类工业品出厂价格指数无显著联系，而与消费者价格指数密切相关。

我们发现，只要消费者物价指数持续上升，消费类工业品的净资产收益率就继续增长，且与制造类工业品一样，不受原材料价格上涨的影响。

图 2-56:
下游消费行业净资产收益率与消费者价格定基指数
(99年1季—06年3季)



5、利润动因：竞争优势

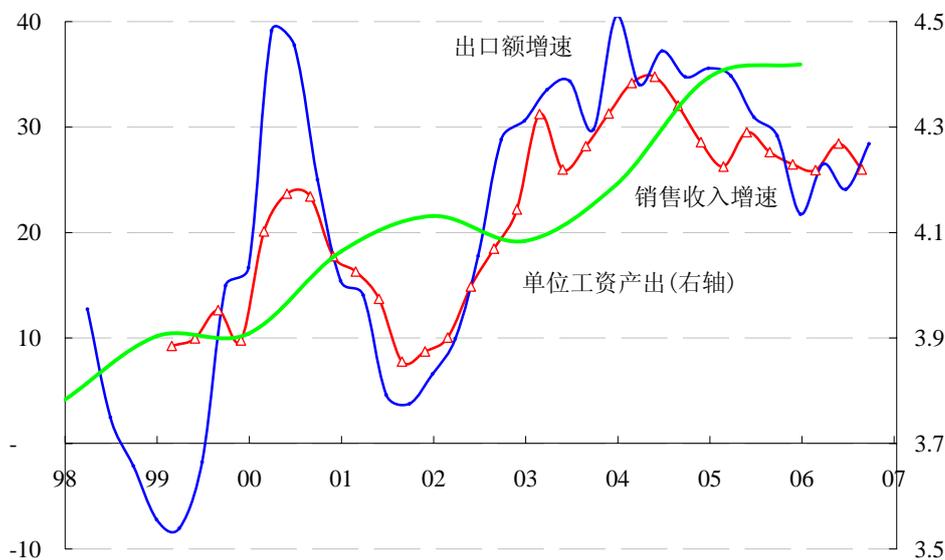
从上述分析也可以看出，产品价格固然会对我国某些行业的利润率产生影响，但是对于我国工业中最重要的制造类产业而言，其利润率与上下游产品价格并无明显关联，而与出口关系显著。

而中国出口增速自 01 年以来基本保持上升趋势，其重要背景是我国在同年正式加入 WTO。

在前文我们曾经提及，单位工资产出为决定一国制造业竞争力的核心因素，而我国在 90 年代以后产出效率保持高增长，远超过同期工资增速，其中多出的部分均形成单位工资产出的提高，使得我国积累了相对于美国的巨大竞争优势，并在加入 WTO 以后集中释放。

因此，正是我国单位工资产出的高度优势增加了我国的出口竞争力，并推动了出口增速的上升，而企业销售收入则随着出口的增长同步回升。

图 2-57:
出口额增幅、工业企业
销售收入增幅、中国单
位工资产出效率
(98 年—06 年 3 季)



伴随着企业销售收入的增加，企业净资产收益率也明显上升。

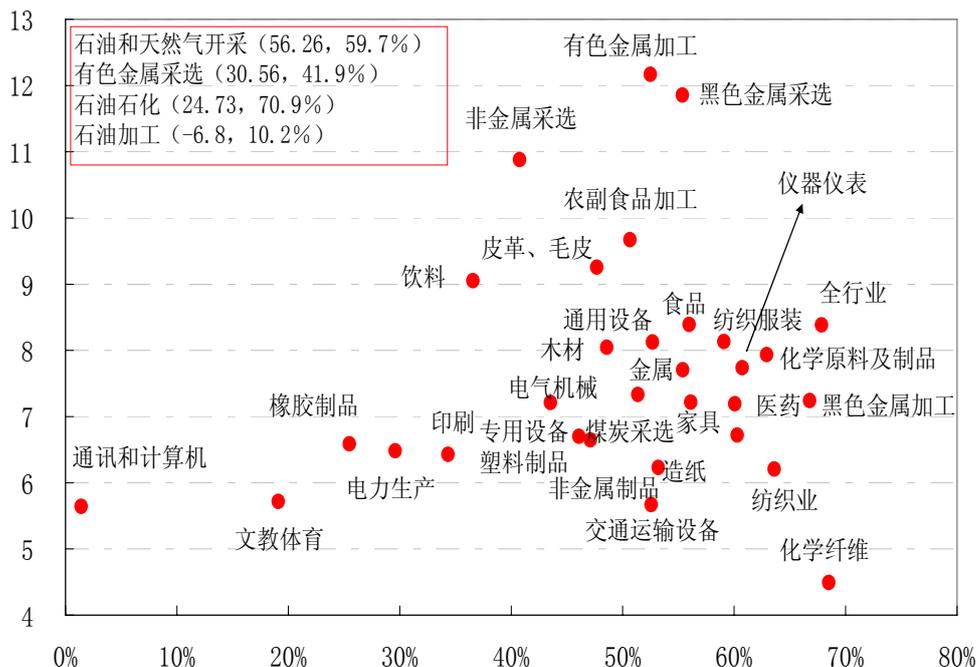
图 2-58:
工业企业资产利润率、
中国单位工资产出效率
(98 年—06 年 3 季)



出口的上升对净资产收益率的推动并不是个别现象，在我们研究的 32 个工业大类行业中，26 个行业的净资产收益率与出口增速的相关性都在 0.4 以上，19 个行业的相关性在 0.5 以上。

这表明出口增速的增长与净资产收益率的提升之间确实有明显关联。

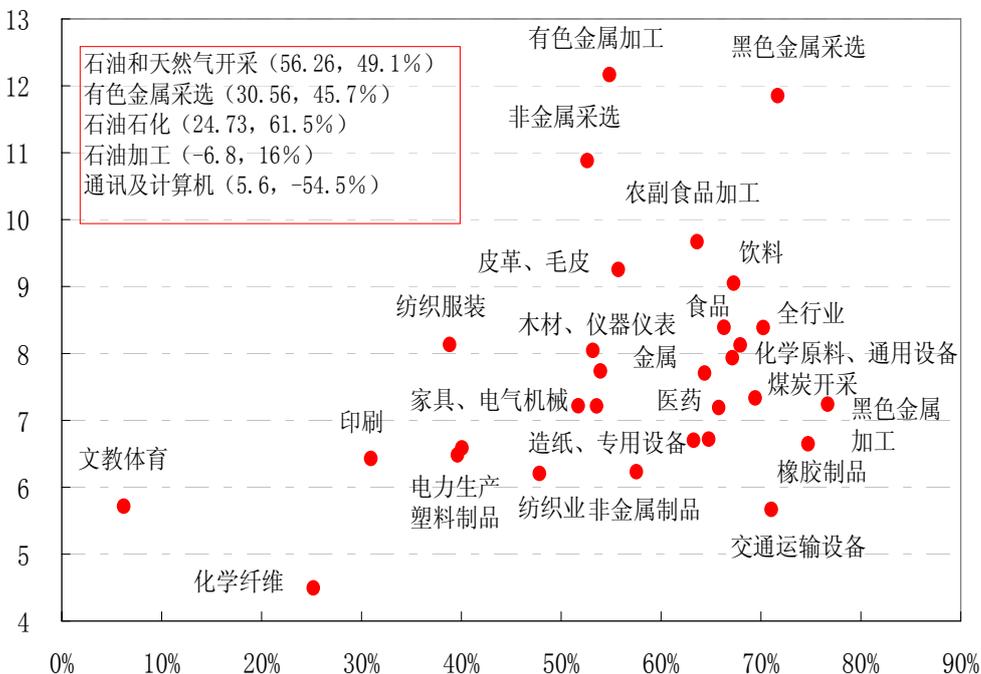
图 2-59:
32 大工业行业及全行业的当期净资产收益率与出口增速的相关性
注: 以 99 年 1 季至 06 年 3 季的季度数据序列求出



而利润率的增长对投资形成有力推动。在我们研究的 32 个工业大类行业中, 26 个行业的净资产收益率与出口增速的相关性都在 0.4 以上, 22 个行业的相关性在 0.5 以上。

这表明, 在出口、利润率、投资三者之间很可能存在相互传导关系, 即出口的增长推动了利润率的提高, 进而又带动了投资的扩张。

图 2-60:
32 大工业行业及全行业的当期净资产收益率与城镇固定资产投资增速的相关性
注: 以 99 年 1 季至 06 年 3 季的季度数据序列求出

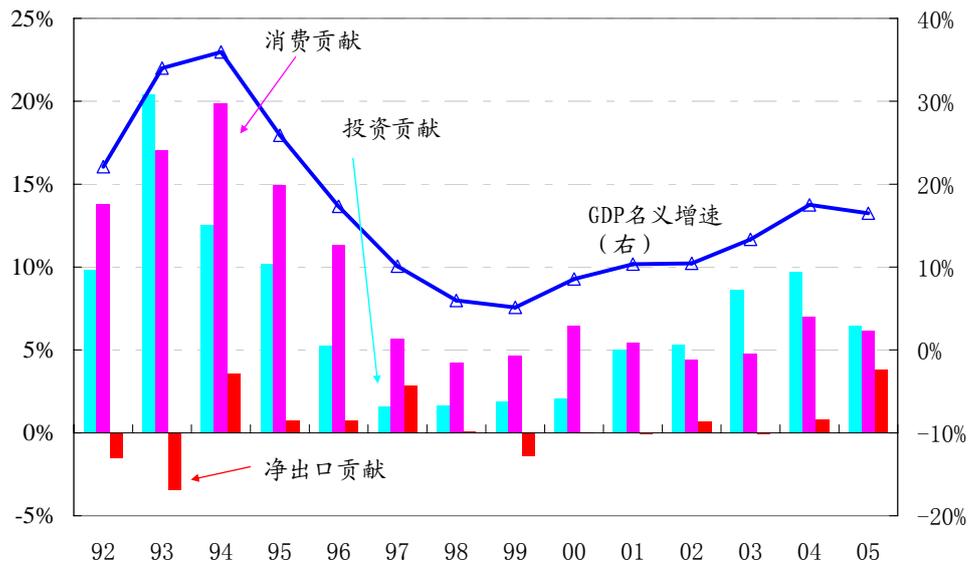


三、消费：工资增加促进结构和谐

1、增长结构：渐趋均衡

利用《中国统计年鉴 2006》的数据，可以将 GDP 的增速分解。我们发现，消费在 90 年代对 GDP 增速的贡献显著。进入 21 世纪，消费贡献一度有所下降，但目前已走出低谷。到了 05 年，由于投资增速的大幅回落及净出口的异军突起，经济的三架马车已经呈现并驾齐驱的态势。

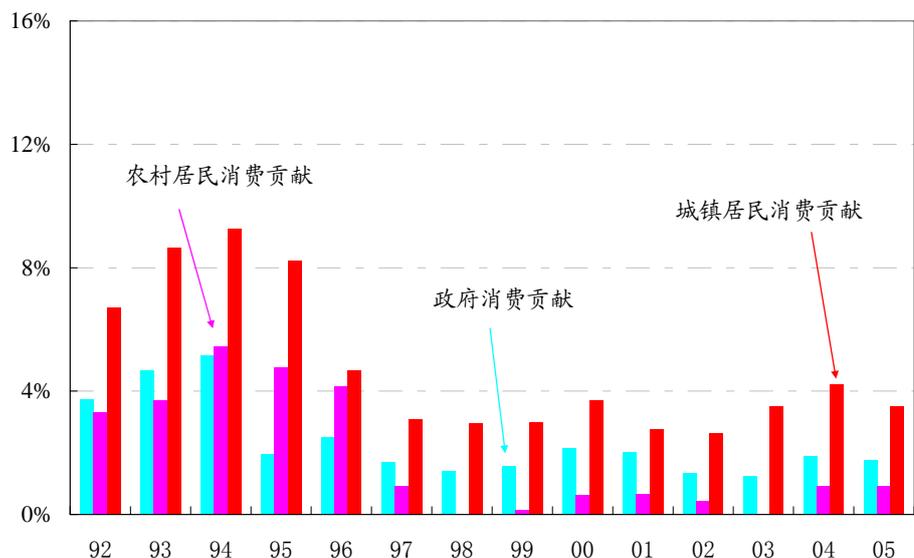
图 2-61:
支出法 GDP 名义增速、
各成分对其贡献
(92 年-05 年)
注：贡献额为各成分同比
增速与其在 GDP 中比重(上
年值)的乘积



对消费的进一步分解显示，03 年以后城镇居民消费的贡献变化不大，而农村消费和政府消费的贡献则明显上升。尤其是农村居民消费，从 98 年开始其贡献一直在 0 左右徘徊，而近两年的贡献额迅速上升至 1% 左右。

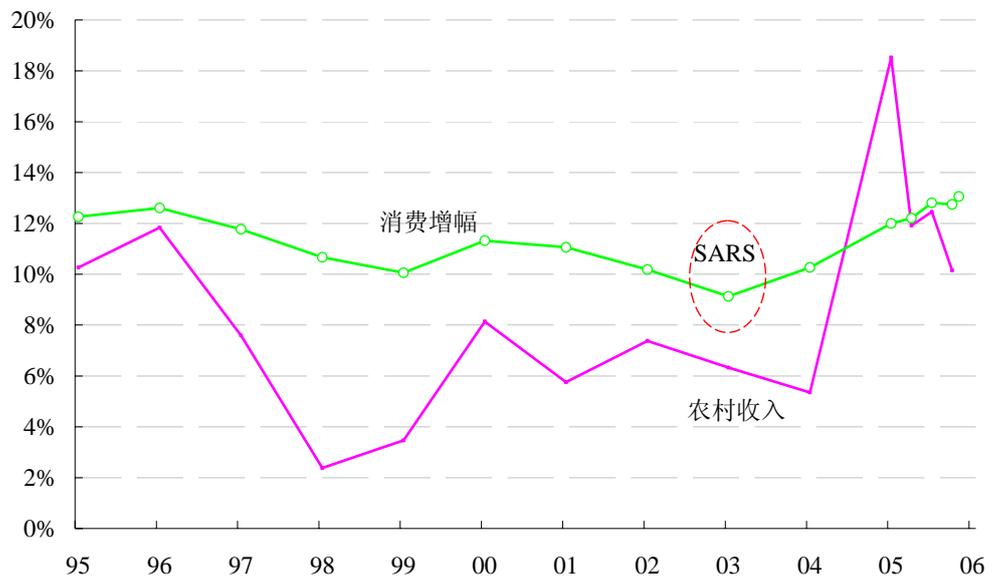
政府消费贡献的上升应是税收超速增长的反映，而农村居民消费贡献的上升应与农民收入的增长有显著关联。

图 2-62:
支出法消费各成分对
GDP 名义增速的贡献
(92 年-05 年)
注：
支出法消费 =
居民消费 + 政府消费
居民消费 =
农村居民消费 + 城
镇居民消费



农民收入增长对消费的贡献也反映在增速上。04 年起，社会消费品零售总额实际增幅恢复上升势头。今年以来，在宏观调控的阴影下，消费增速更是屡创新高，其背景是农民实际收入增速的大幅提升：05 年超过 18%，今年仍有 10%。

图 2-63:
消费实际增幅与农村居民实际收入增幅
(95 年-06 年 3 季)
注：均剔除了物价影响



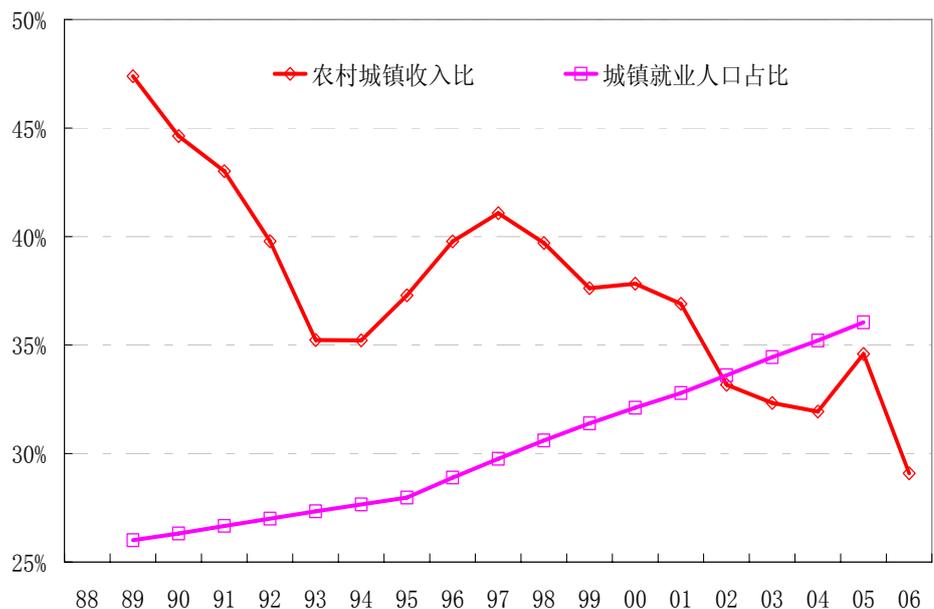
2、劳力转移：核心背景

而农民收入得以不断提高，持续不断的劳动力转移是深刻的背景。

随着经济的发展，城乡居民收入差距仍在不断扩大。89 年时，农村居民收入相当于城镇居民的 47%，而目前已降至 30% 以下。

正是因为巨大的收入差距，使得农村居民源源不断向城镇就业转移。从 96 年以来的 10 年间，城镇就业人口占总就业的比例已经从 28% 上升至 36%，年均增幅近 1 个百分点。

图 2-64:
农村城镇人均收入比、
城镇就业人口占总就业
比重
(89 年-06 年 3 季)
注：
农村城镇收入比=
农村居民全年现金收入/城
镇居民全年实际收入



对农村居民收入增长的分解也显示，货币工资的贡献在 05 年以来迅速上升。05 年时农村居民高达 18% 的增长中，由粮价上涨带来的种粮收入（经营收入）贡献固然占了绝大部分，但是工资贡献的上升也不可小视。

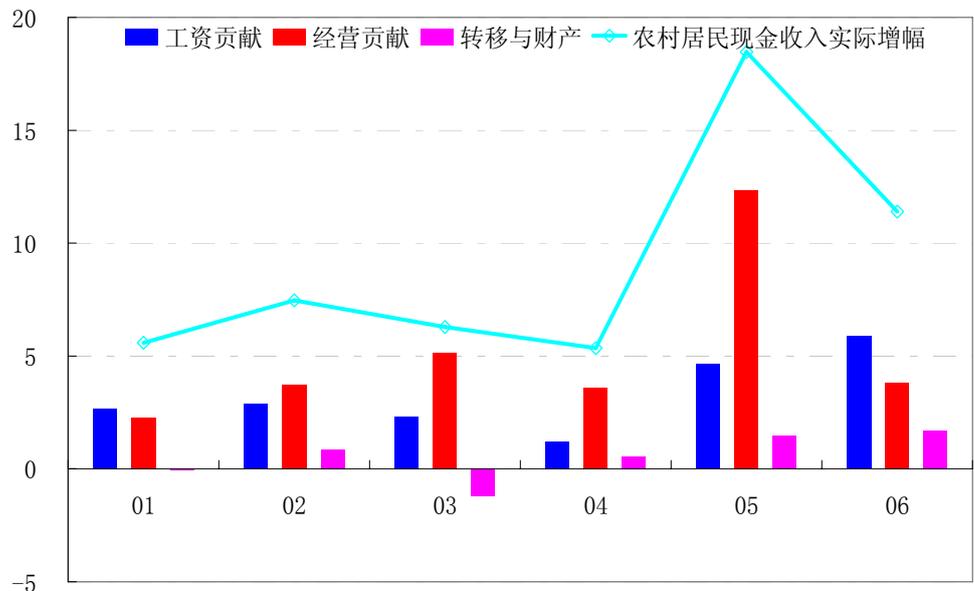
06 年前三季度，虽然农民经营性收入受农产品价格影响，贡献的增幅大幅下降，但是工资性收入的贡献则进一步提高，并使得其现金总收入的实际增幅保持在 11% 的高位水平。

而农民工资收入的提高，主要归功于源源不断的城镇就业转移。

图 2-65：
农村居民现金收入实际增幅、各成分贡献额
(01 年-06 年 3 季)

单位：%。

注：农村居民现金收入包括工资、经营、转移和财产收入四大类

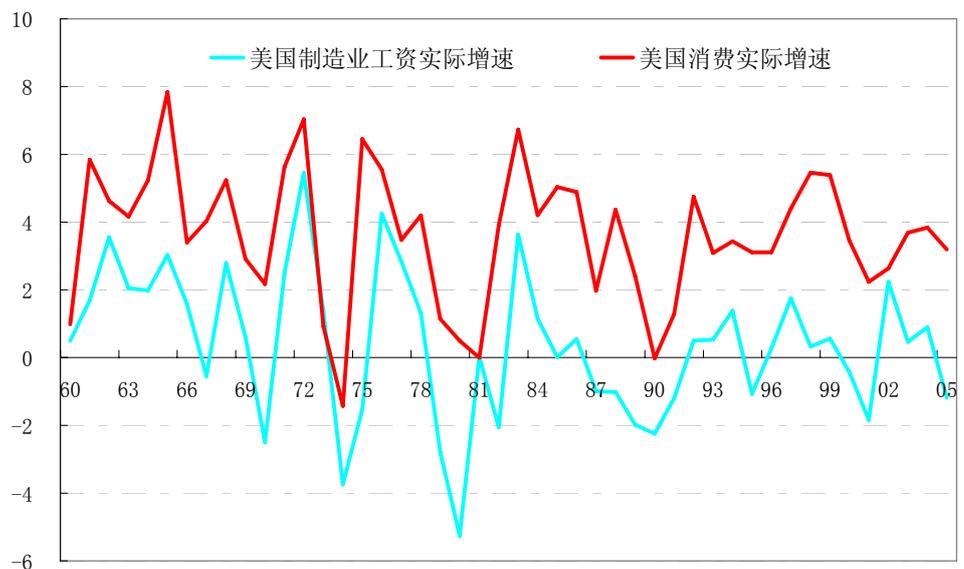


3、工资增加：助推消费

世界各国的经验均表明，工资收入的提高是促进消费增长的主要因素。美国 50 年以来的数据显示，其消费实际增速的变化与制造业实际工资增速的变化息息相关。

图 2-66：
美国制造业实际工资增速与私人消费实际增速
(50 年-05 年)

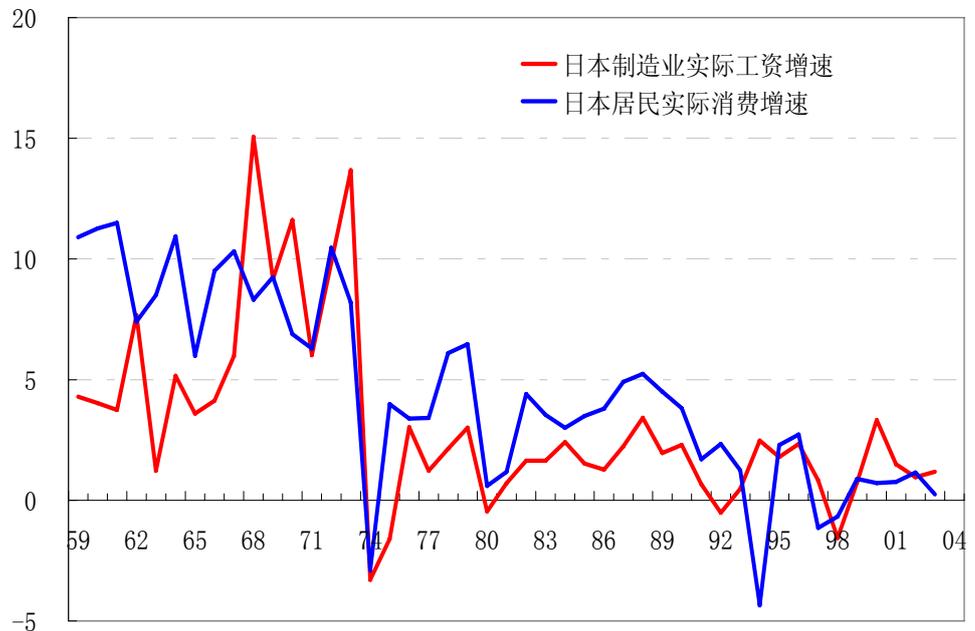
单位：%。



日本的经验也如出一辙。

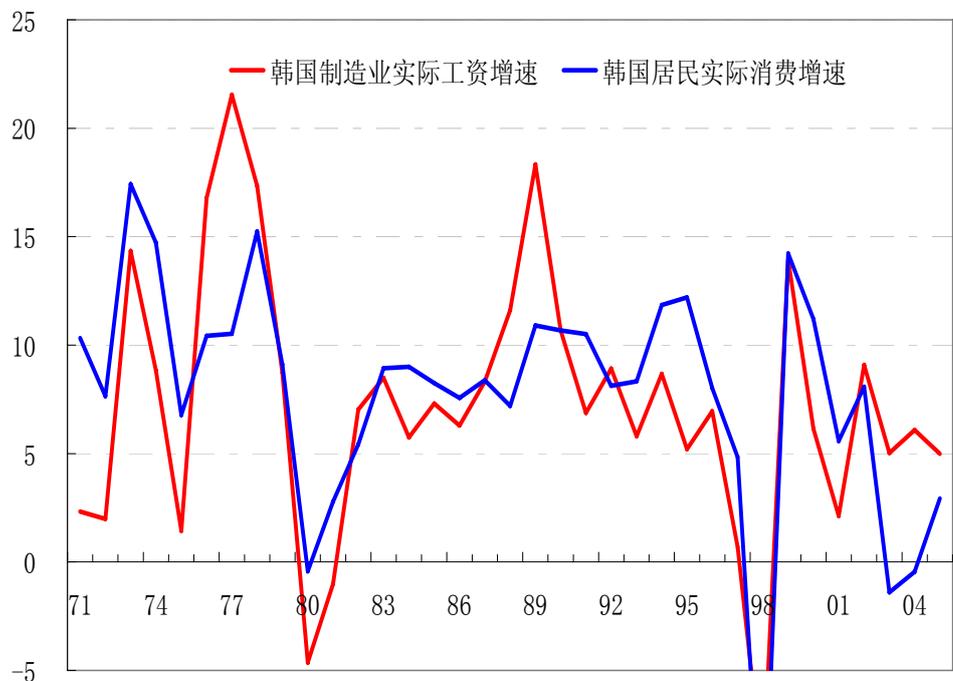
70年代以前日本居民实际消费增速居高不下,而同期制造业实际工资保持高速增长。而自70年代以后其工资实际增速减缓,与此同时消费实际增速也显著下滑。

图 2-67:
日本制造业实际工资增速
与私人消费实际增速
(59年-02年)
单位: %。



韩国自70年以来的居民消费增速波动明显,也与其制造业实际工资变化的模式基本相同。由此可见,韩国的实际消费之所以能保持平均10%左右的高增速,与其实际工资的高速增长有直接关系。

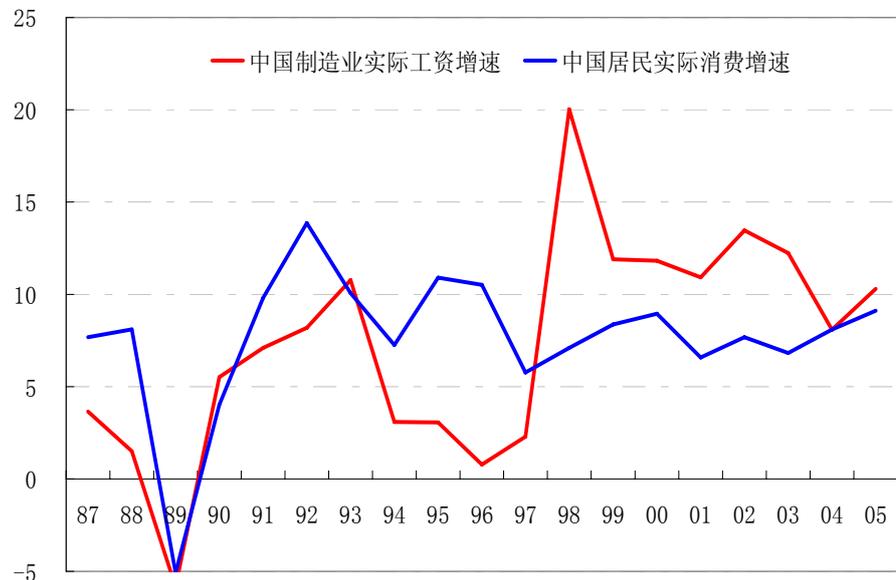
图 2-68:
韩国制造业实际工资增速
与私人消费实际增速
(71年-05年)
单位: %。



我国制造业实际工资增速在 90 年代初期曾有明显下降,但自 98 年以后,已经恢复稳定的高增长水平。而正是从 98 年开始,我国个人消费实际增速停止了下降的势头,此后一直保持平稳增长。

如果我国劳动力转移的模式得以持续,且生产效率的提高保证制造业实际工资的高增长,则农村居民的增收就有了根本保障,我国未来的居民消费增长也具备了坚实基础。

图 2-69:
中国制造业实际工资增速
与个人消费实际增速
(87 年-05 年)
单位: %。

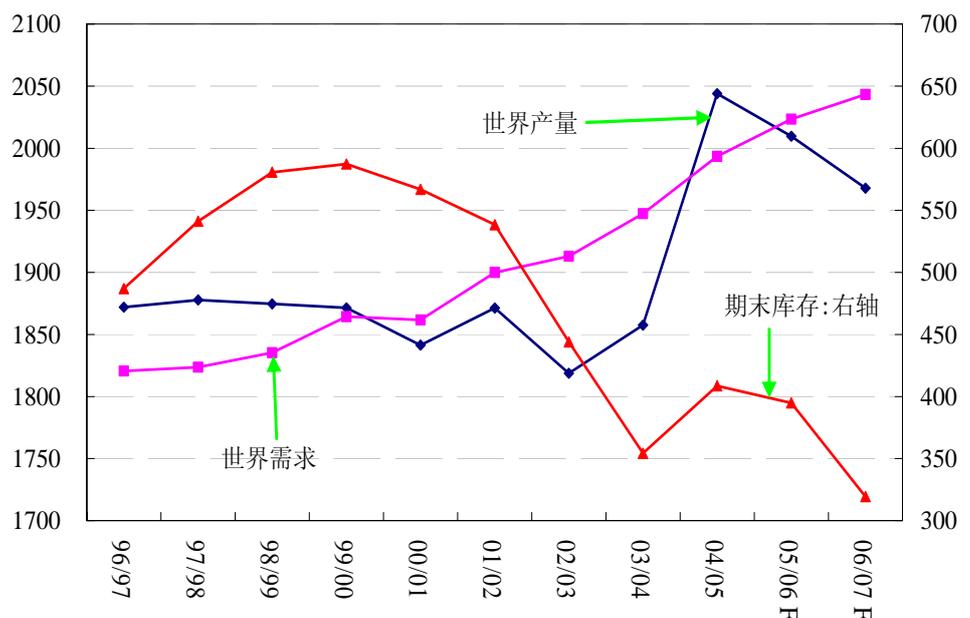


4、物价预测：稳步向上

➤ 国际粮价持续上涨

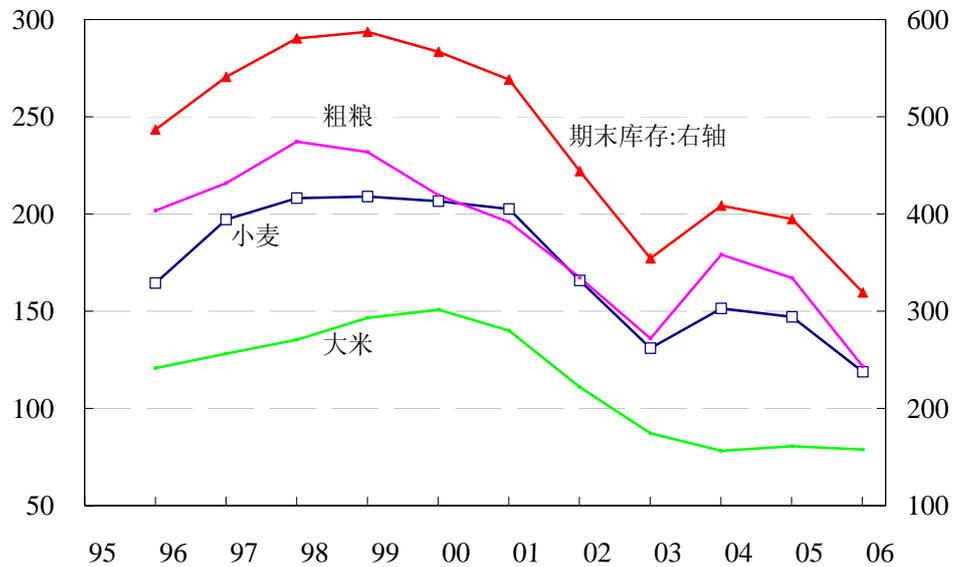
美国农业部的预测显示,全球谷物需求量逐年增加,而产量从 04 年起大幅下降,导致 05、06 两年的产量均低于需求量,其结果是世界谷物的库存量从 05 年起大幅下降。

图 2-70:
全球谷物的年度供需及
年末库存变化
(96 年-06 年)
单位: 百万吨
来源: 美国农业部



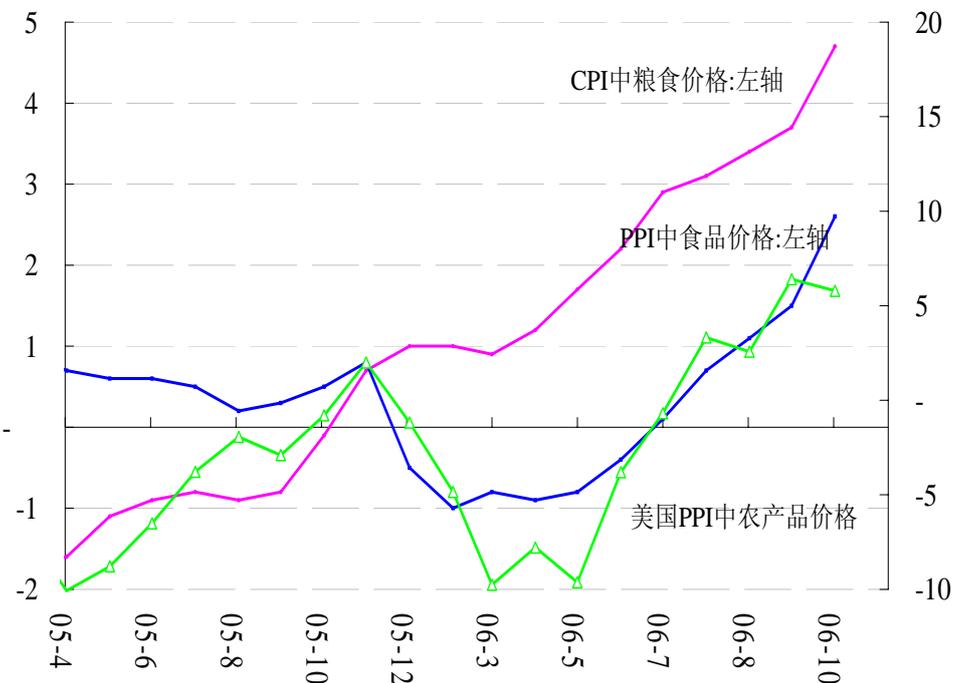
而粮食库存的下降是全方位的，包括小麦及粗粮（玉米等）在内的各主要粮食品种全球库存量均在今年大幅下降，而大米的库存虽然变化不大，但其 01 年以来下降的趋势是很明显的。

图 2-71:
全球谷物的期末库存的变化
(96 年 - 06 年)
单位: 百万吨
来源: 美国农业部



全球粮食库存的下降带动全球范围内粮食价格的迅速上升，无论是美国的 PPI 中农产品价格、还是我国 CPI 和 PPI 中的食品价格，均在今年以来大幅上扬。

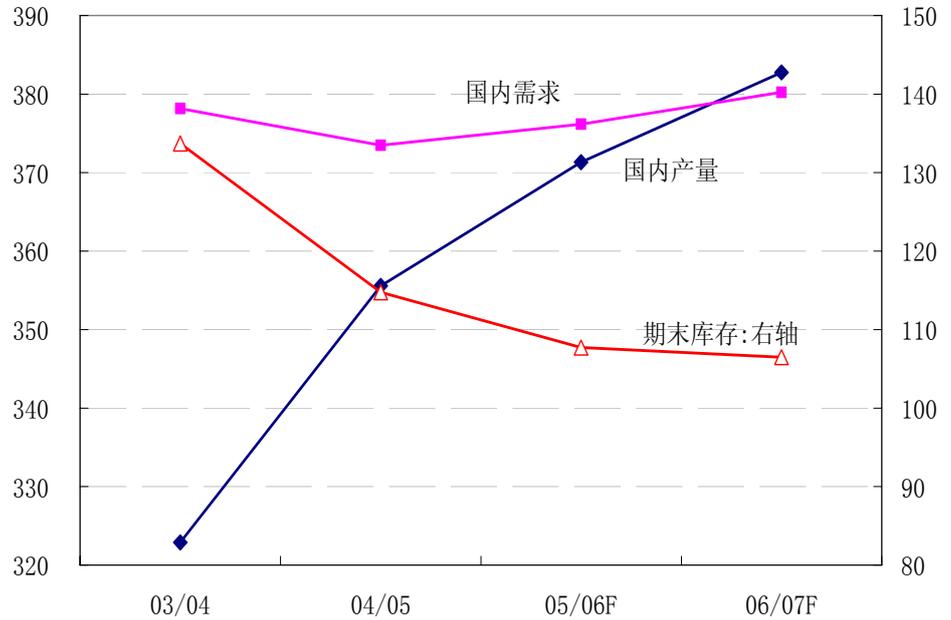
图 2-72:
各类食品（粮食）价格指数同比涨幅
(05 年 4 月 - 06 年 11 月)
单位: %



➤ 中国形势明显不同

但国内的谷物供需与国际形势有显著区别。目前，国内谷物产量已经连续3年丰收，今年的产量更是首次超过国内需求量。与此相应，今年的国内谷物库存终于有望停止自03年以来大幅下降的趋势。

图 2-73:
中国谷物的年度供需及
年末库存变化
(03年—06年)
单位: 百万吨
来源: 美国农业部

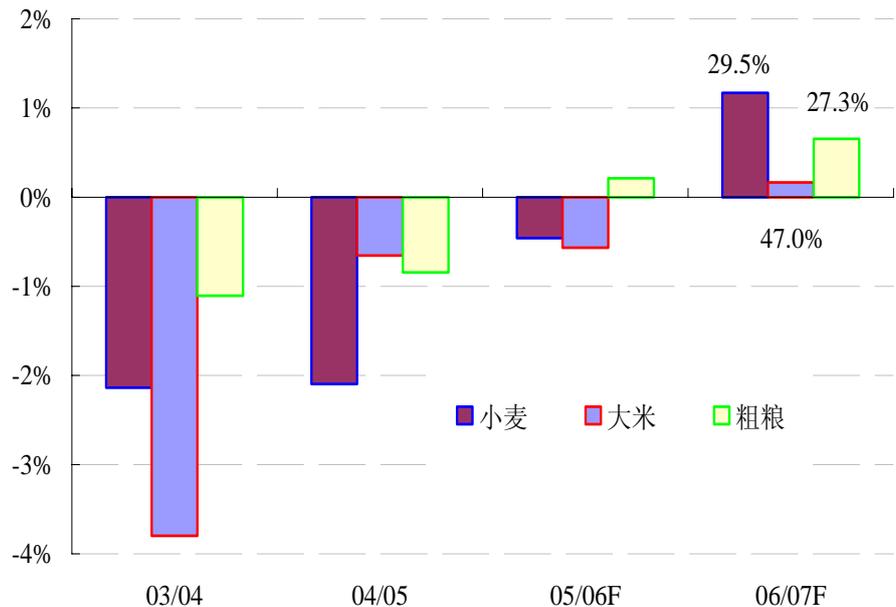


而且从中国谷物占全球的供需缺口上，也能看出明显的改善趋势。自03年以来，我国各类谷物逐渐由净缺口转为净剩余，这意味着我国谷物产量的世界占比已经超过了需求所占比率。

而且中国各类谷物库存在全球中均占有重要地位，如小麦与粗粮占比均接近30%，而大米占比接近50%，对世界粮价的影响日益重要。

因而我们认为，本轮粮价的上涨并不是趋势性的。

图 2-74:
中国谷物占比全球谷物的
年度供需缺口及年末
库存占比
(03年—06年)
来源: 美国农业部
注:
年度供需缺口=
产量占比—需求量占比
标示数据为库存占比

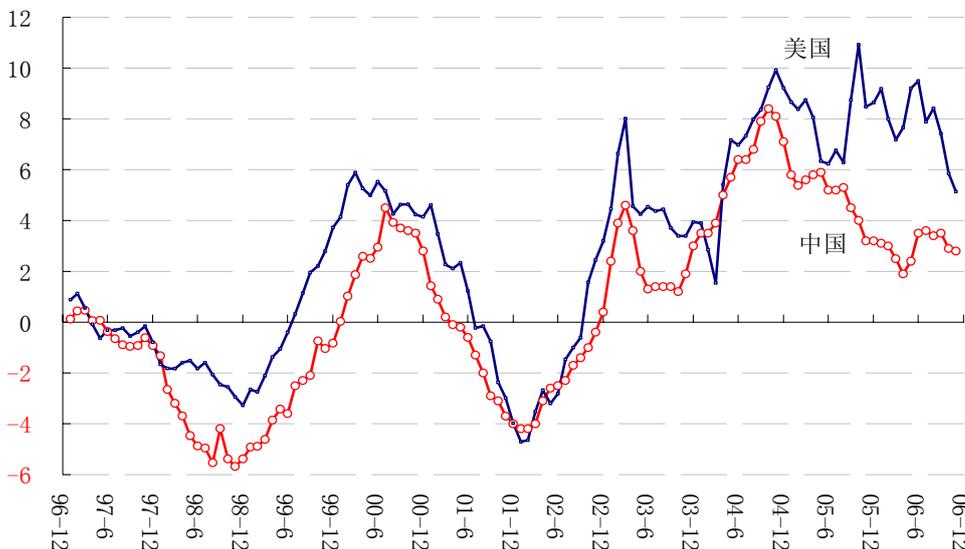


► 预测物价稳步向上

由于我国国际贸易程度的日益深化,我国同美国物价的关联程度也显著提升,表现在工业品出厂价格上,两者自96年以来的走势基本一致。

而由于油价下降及产品供给充足等因素,我们认为上游工业品价格下降的趋势仍将继续。

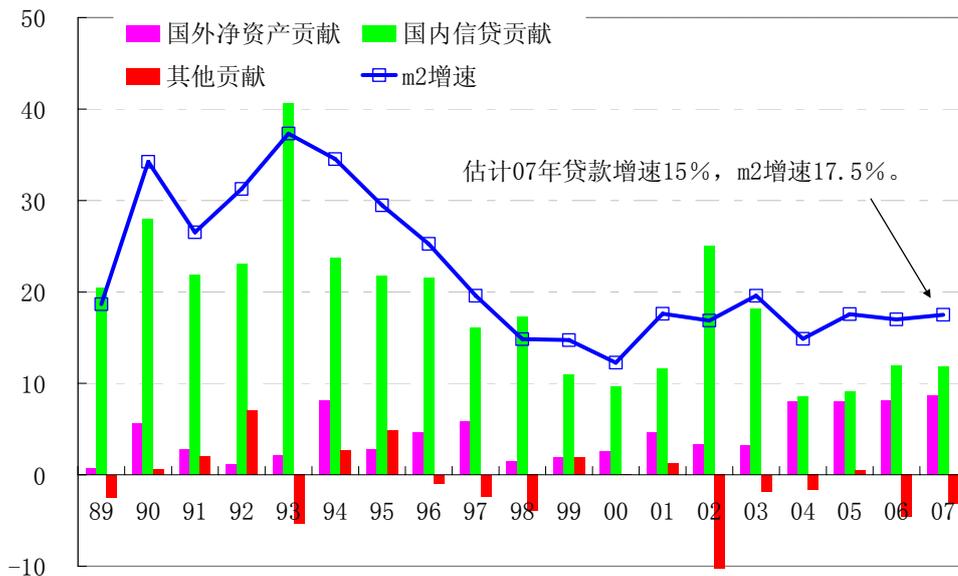
图 2-75:
中美 PPI 的联动
(97年1月 -06年11月)
单位: %
美国数据为中间品口径



广义货币是预测物价的重要指标。广义货币为一国银行系统的负债,其对应的表现为银行系统的资产,主要包括国内信贷和国外净资产,以及其他因素。

我们将89年以来广义货币增长分解,发现自04年以来国外净资产的贡献明显上升,与国内信贷的贡献基本持平,都在8%左右。06年国内信贷的贡献升至12%,但由于其他因素亦降低了4.6%,使得M2总增速与去年相比将略有下降。对于07年,我们预计国外净资产的贡献略有上升,而其他两个因素的贡献基本保持稳定,则全年M2有望升至17.5%。

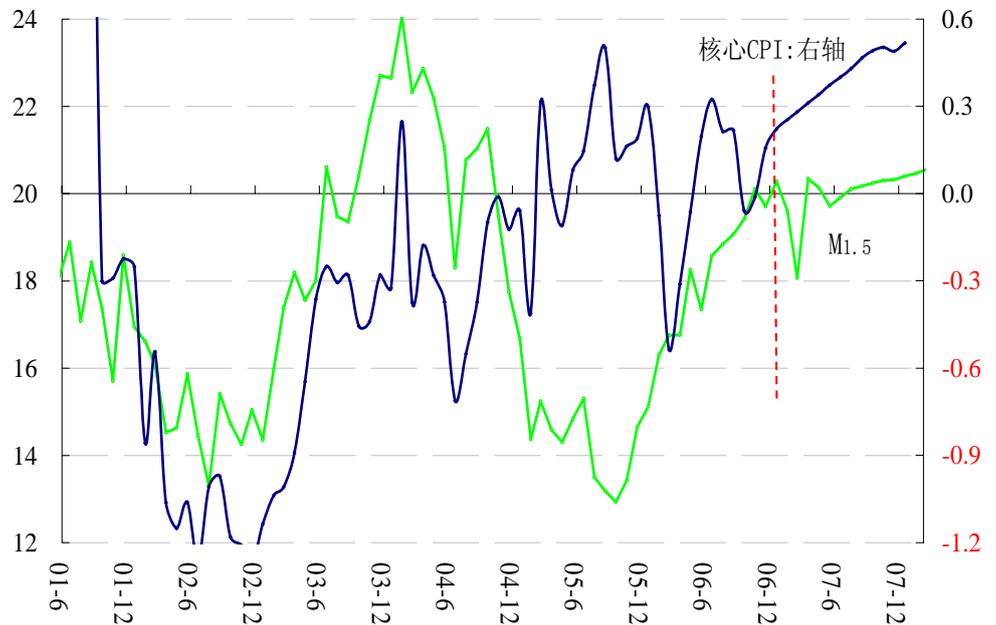
图 2-76:
M2 增速及各要素贡献
注: 06、07 年底数据为预测值。
06 年公布的 m2 增速比利用名义值得到的增速高出约 1.5%。



在 M2 中减去居民定期储蓄，可以得到 M1.5。与 M2 相比，M1.5 不包含短期内难以形成购买力的定期存款，对于物价的变化更具有指示作用。

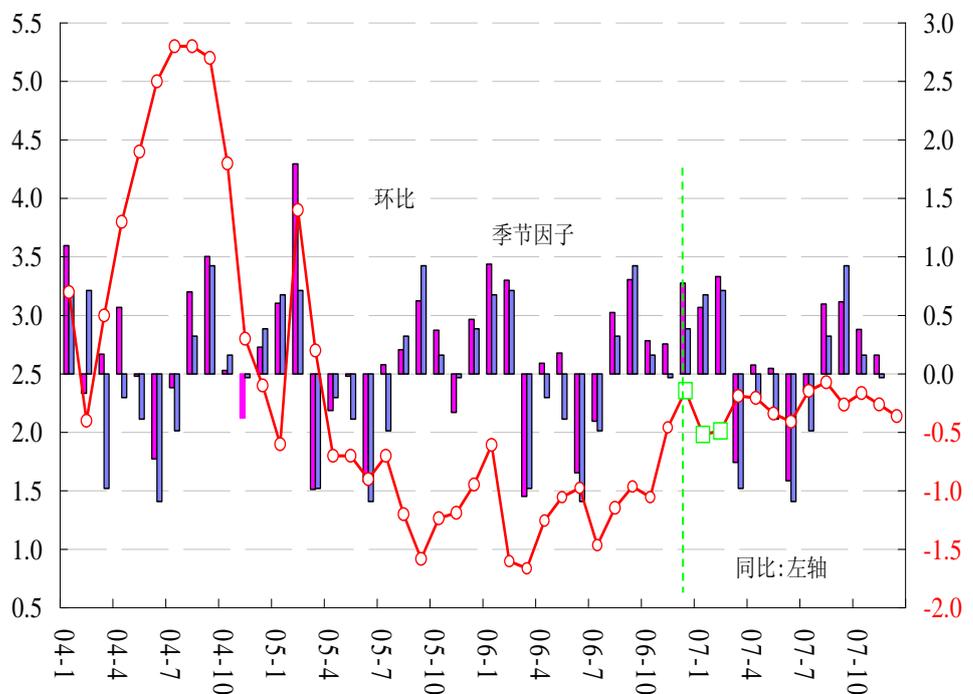
利用对 M2 和存款增速的预测，我们判断 M1.5 在 07 年仍将维持高位上升态势，相应核心 CPI 也将保持稳定上行。

图 2-77:
M1.5 与核心 CPI
(01 年 6 月—07 年 12 月)
单位: %
注:
M1.5=M2 - 定期储蓄
，滞后 5 个月显示



根据对粮价以及核心 CPI 的判断，我们预测 07 年的 CPI 均值在 2% 以上，峰值将达到 2.5%。

图 2-78:
CPI 的预测
(04 年 1 月—07 年 12 月)
单位: %
绿色标示及之后为预测值



债市展望——无可奈何花落去

因于国有商业银行的相继境外上市，其资产配置（行为模式）是否有所改变，是我们讨论的重点。

国有商业银行的行为模式是影响债市的重要因素，但主导债市方向的关键因素，还是央行的行为模式：面临人民币升值背景下外汇储备激增的局面，其如何应对，对资本市场而言至为关键。

一、银行：资金充裕无奈身不由己

我们考察的起点是招商银行，在某种意义上，其可以被认为是银行业市场化的标杆。

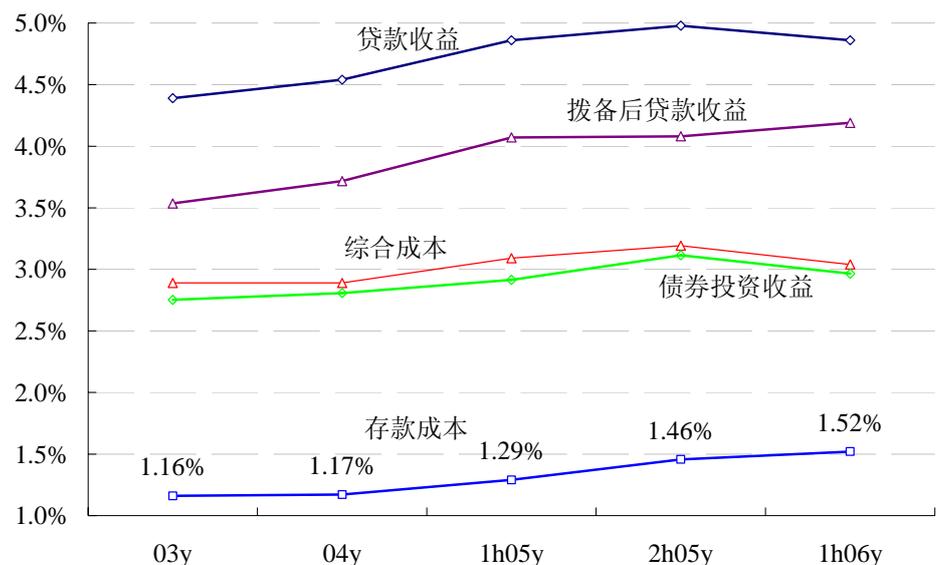
1、招商银行

自 03 年以来，招商银行的综合成本率约为 3%，其中存款成本和经营费用成本各占约 50%。在两大类投资中，债券投资收益率一直低于其综合成本率；贷款收益率则独占鳌头，远高于债券收益率，即便是考虑了坏帐拨备之后的收益率（超过了 4%），仍明显高于 3% 的综合成本率。

图 3-1：
招行：各类资产收益率、
存款利息及综合成本
(03、04 年度、05 上下半
年、06 上半年)

注：

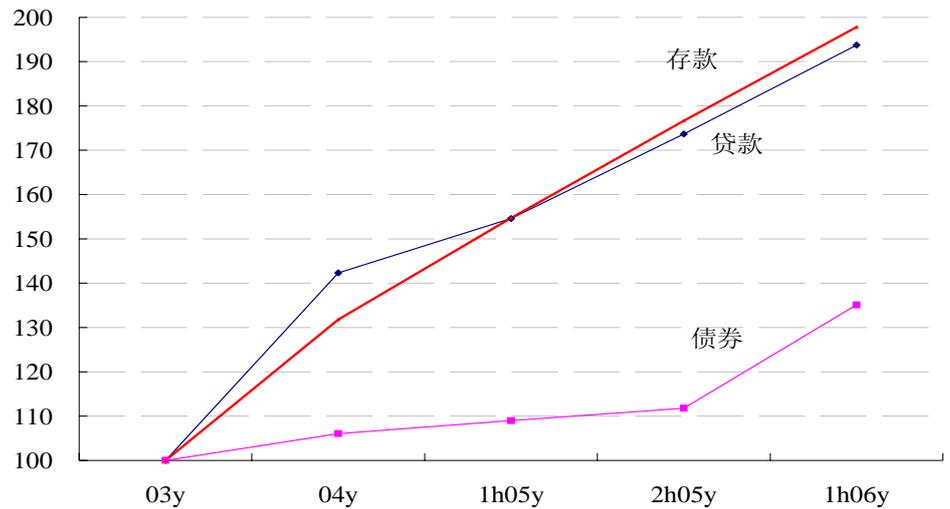
- 1、资产分为存放央行、存放同业、投资（主要是债券）及贷款四大类，下同；
- 2、综合成本 = (利息支出 + 经营费用) ÷ 生息负债，下同
- 3、测算依据为期间日均额数据



由于贷款为其唯一可以覆盖成本的投资，因而可以观察到：招商银行的贷款增长与存款增长几乎同步，自 03 年以来规模均已翻番；而其债券投资的增长速度则远为逊色，03 年以来的增幅只有 35%。

但值得注意的是，招行的债券投资规模从 06 年开始大幅扩张。

图 3-2:
招行: 存款、贷款及债券投资的增长
(03、04 年度、05 上下半年、06 上半年)
注: 以 03 年度均值为 100

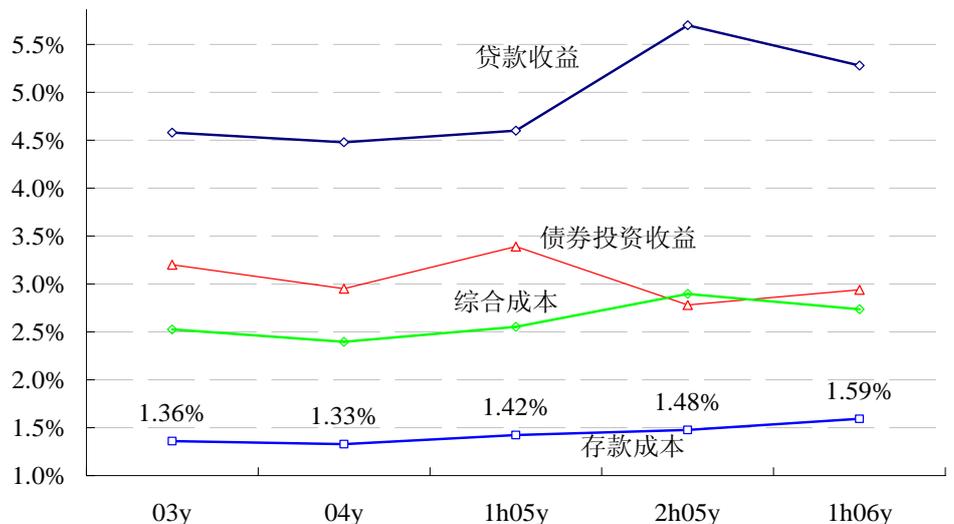


2、工商银行

工商银行的规模是压倒性的，其行为取向是至为重要。

我们观察到，其成本收益结构与招商银行大致相仿：06 上半年，其综合成本率为 2.7%，其中 1.6% 为存款成本；05 年上半年以前，债券收益率高于其综合成本率约 50bp，但此后收益率一路下滑，06 年中时仅为 2.9%，虽略高于综合成本率，但较之高达 5.3% 的贷款收益率仍相去甚远。

图 3-3:
工行: 各类资产收益率、存款利息及综合成本
(03、04 年度、05 上下半年、06 上半年)

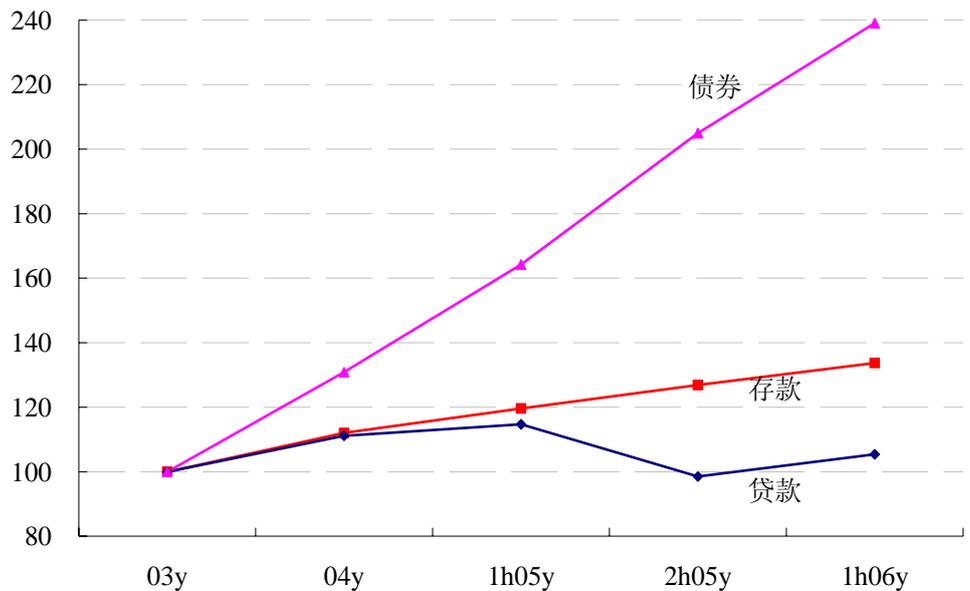


但工行的资产配置情形却与招行有显著差别：虽然贷款的收益最高，然而自 03 年以来，其累积增幅居然不到 5%，不仅远低于 40% 的存款增幅，和债券投资近 150% 的增幅更是无从比较。

为改制上市做足资本充足率显然是主要原因：其一是在财政部等的担保下，工行将大量的不良贷款置换成华融等发行的特别债券；其二是减缓了贷款发放速度。

一个自然的问题是，既然改制上市业已完成，工商银行被压抑已久的贷款投放需求是否会集中释放呢？

图 3-4:
工行: 存款、贷款及债券投资的增长
(03、04 年度、05 上下半年、06 上半年)
注: 以 03 年度均值为 100

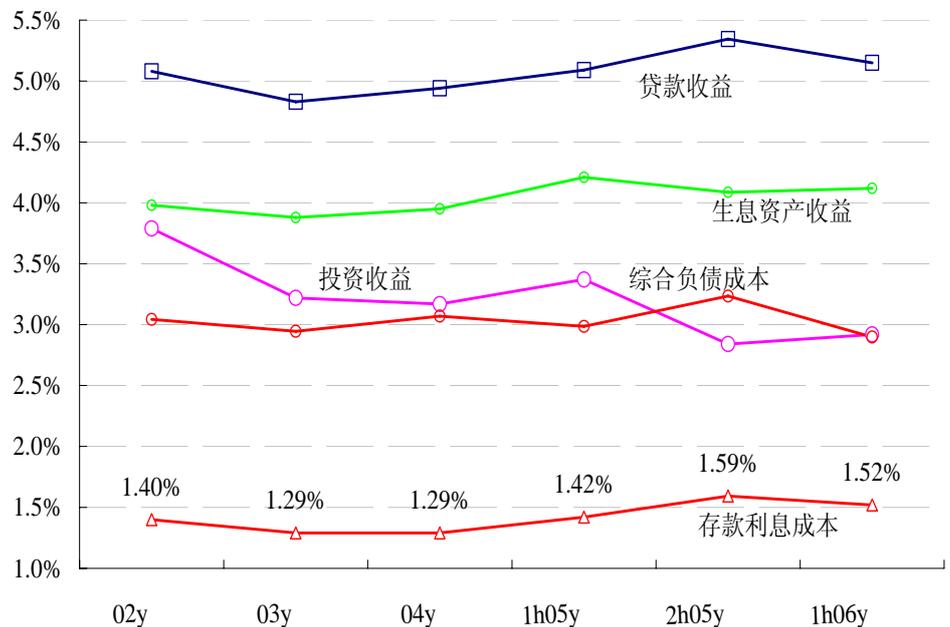


交通银行是最早 (05 年上半年) 在香港上市的国有大型银行, 对其上市前后行为模式的考察, 显然是最有说服力的视角。

3、交通银行

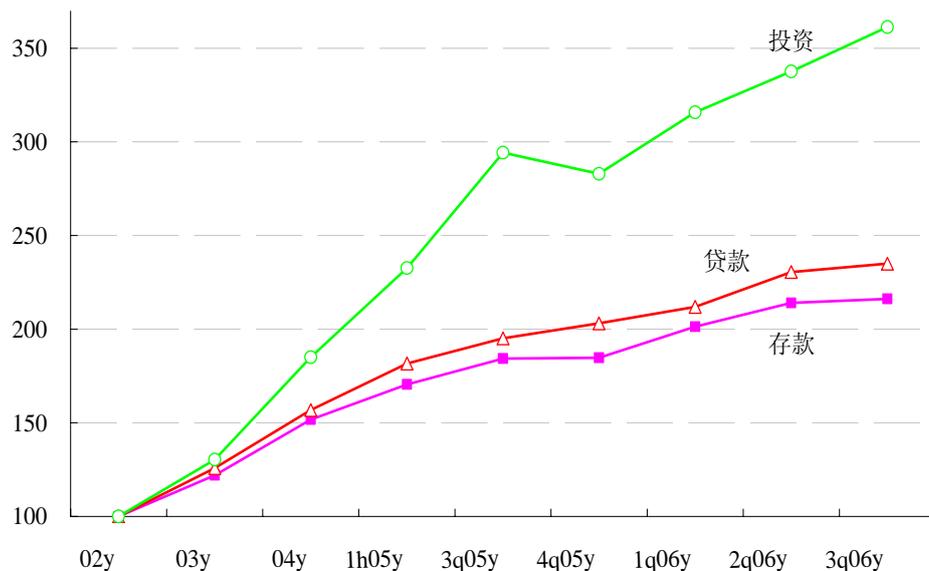
不出意外地, 交通银行的成本收益结构与工商银行、招商银行大致类似: 其综合负债成本也在 3% 附近 (存款成本大致也为其负债总成本的一半), 与目前的债券投资收益率相当, 也是远低于其贷款收益率。

图 3-5:
交行: 各类资产收益率、存款利息及综合成本
(02、03、04 年度、05 上下半年、06 上半年)



但颇为意外的是, 交行在上市以后, 低收益的债券投资仍在大幅扩张, 而高收益的贷款资产却只是与存款规模大体同步增加。

图 3-6:
交行: 存款、贷款及债券投资的增长
(02、03、04 年度、05 上半年、05 年 3 季度—06 年 3 季度)
以 02 年度均值为 100

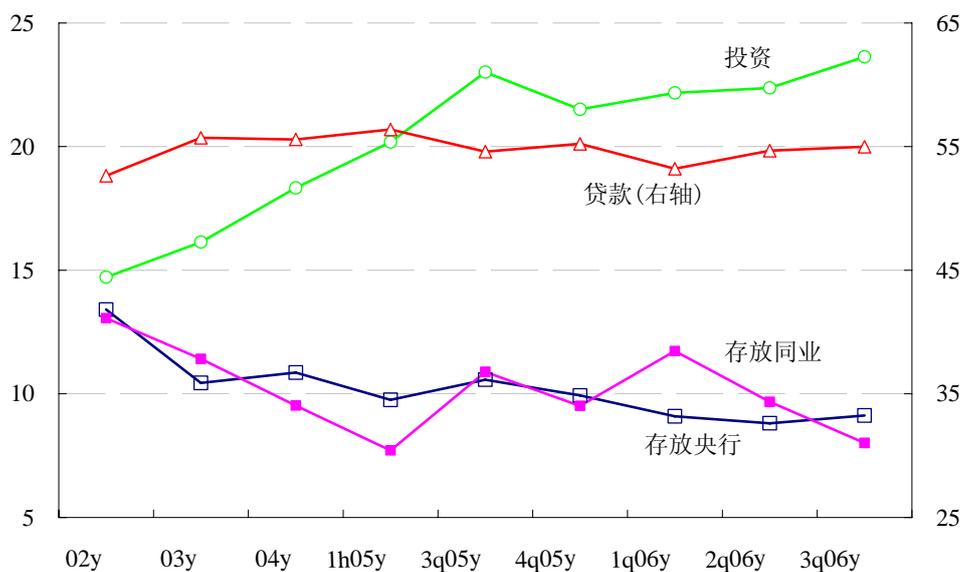


图示之交行债券投资的大幅扩张, 会否仅是因于起点过低导致的呢?

然而, 交行的资产结构也显示出一致的结果: 其上市以后的债券投资占比的确也在明显增加, 同时贷款占比的确并未提升。

值得提及的是, 与债券投资占比明显增加相对应的是更低收益的存放同业资产占比的明显下降, 这无疑表明其经营效率有所改善。

图 3-7:
交行: 各类资产的总资产占比
(02、03、04 年度、05 上半年、05 年 3 季度至 06 年 3 季)
以 02 年度均值为 100

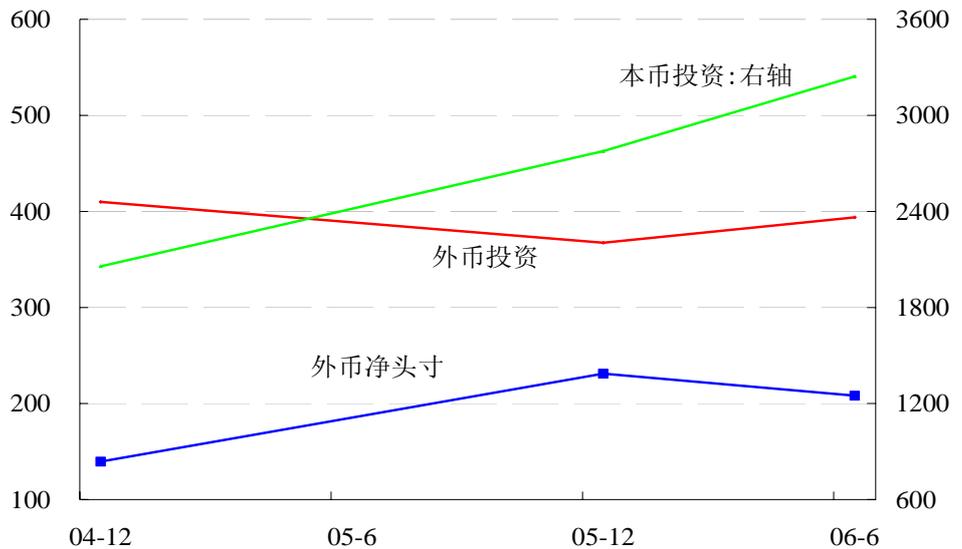


进一步地, 我们考虑了另一种可能性: 债券投资占比的增加, 是否是因于其上市筹集的外汇资本金没有完全结汇转而投资外币债券所致呢?

然而交行的本外币投资结构却显示, 其外币投资规模远小于本币水平, 而且自今年年初以来, 其外币净头寸甚至有所下降。

所有的证据都表明, 交行在上市之后, 仍然在大规模地增持低收益的债券资产, 而高收益的贷款资产的占比却未提升。

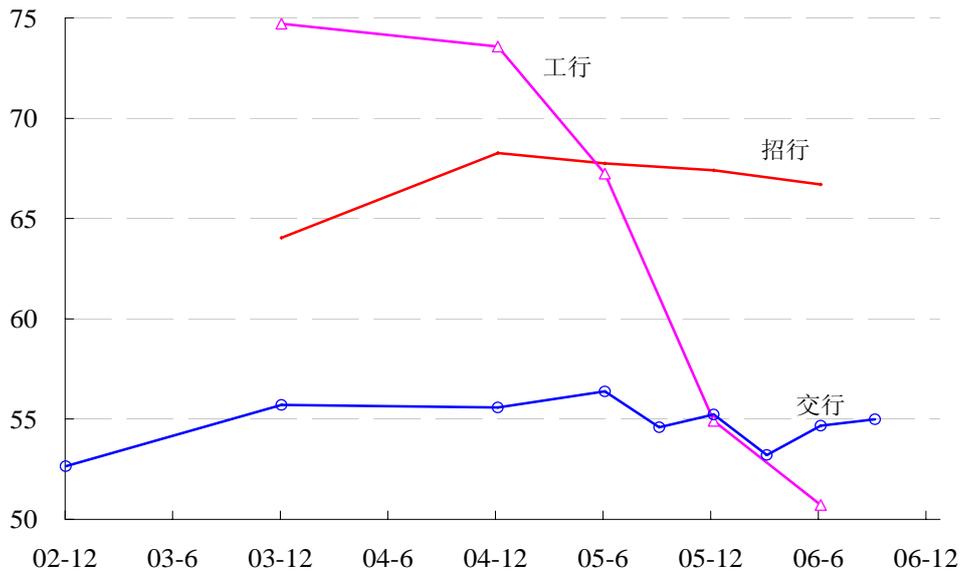
图 3-8:
交行: 外币净头寸与本
外币债券投资
单位: 亿元
注: 净头寸 = 资产 - 负债



4、银行总结: 身不由己

对于交行出乎意外的资产选择行为,“身不由己”应是一个合理解释:其背景是行政调控依然强势,上市理应但却没有造就一个市场化的主体。

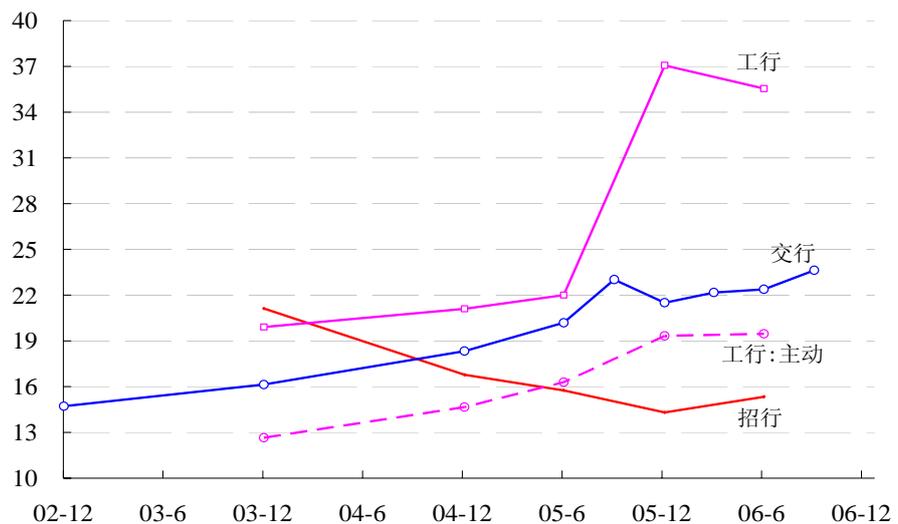
图 3-9:
三大银行: 贷款占比总
资产
单位: %



交行所面临的问题,显然是商业银行系统的共同问题:即使是最市场化的招商银行,我们依然观察到了其债券投资规模在 06 年的明显扩张,由此我们完全没有理由预期工商银行——这个最大的国有银行,通过境外上市即能在市场化进程上取得进展。

商业银行系统依然身处并未放松的行政干预的事实,对于资本市场的意义重大:于债市而言,低利率水平仍将有效维系;于股市而言,避免了因银行系统失控从而导致市场反向预期形成之后对经济的灾难性打击,股市由此可以预期持久繁荣。

图 3-10:
三大银行: 债券占比总资产
单位: %



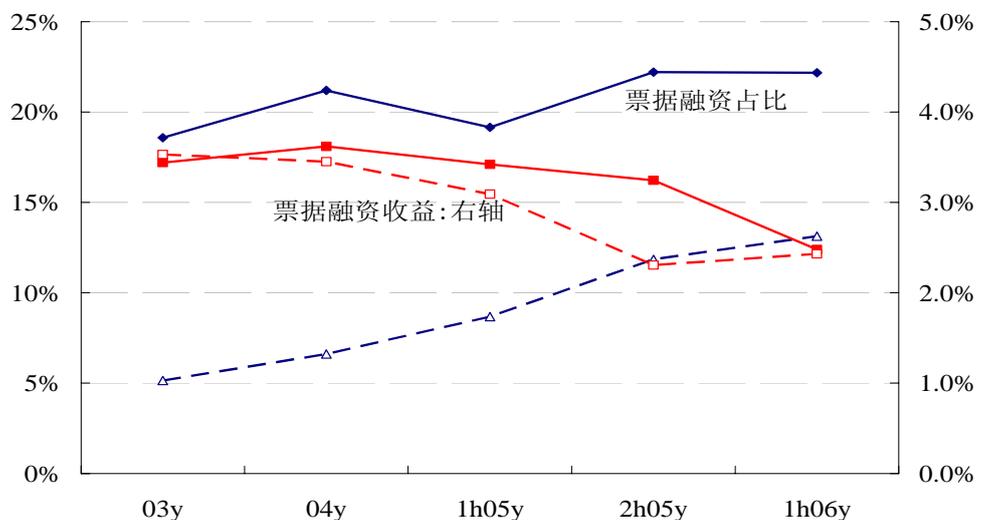
值得提及的是, 就工行而言, 虽然上半年债券总投资占比略有下降, 但是除去被动投资(为了准备上市将不良贷款置换成有担保的特别债券), 其主动债券投资占比并未下降。

➤ 贷款: 结构调整

在前文中我们提到, 三大银行年初以来的贷款收益率有所下降。

我们发现, 招行和工行的票据融资占比在 03 年以来不断上升, 而对应的票据融资收益率则不断下降, 尤其是在 06 年上半年。这两方面的一增一减意味着贷款整体收益率受到了票据融资的极大拖累。

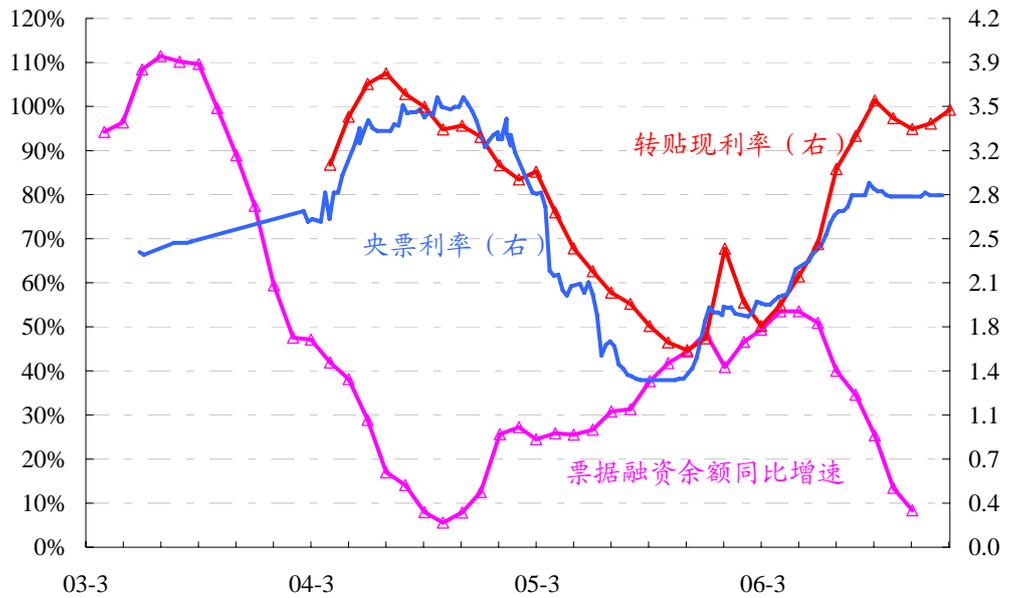
图 3-11:
贷款中票据融资的占比, 以及票据融资的收益率
(03、04 年度、05 上下半年、06 上半年)
注: 实线为招行、虚线为工行; 蓝线为占比、红线为收益率



对银行而言, 票据转贴利率与直贴利率分别为票据业务的成本与收益, 而票据融资收益率为这两者之差。03 年以来, 票据融资收益率的下降源于票据直贴利率的下滑, 这是因为各类银行纷纷重推这一业务, 竞争加剧而导致利率下降。

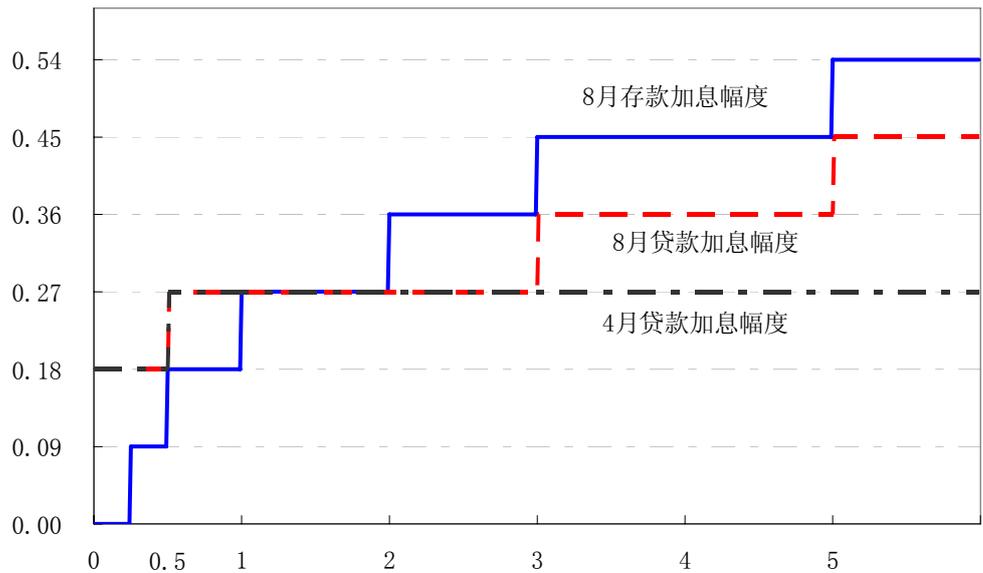
而今年以来, 由于票据转贴利率随央票利率急剧上升, 亦再次降低了银行票据融资收益率。可以看出, 银行票据融资余额增速在 06 年 4 月份以后已经大幅下降。

图 3-12:
票据转贴现利率、央票
招标利率及金融机构票
据融资余额同比增速
(03年3月-06年12月)
注: 转贴现利率来源于中
国票据网。



在普通类贷款方面, 今年以来央行连续两次加息, 尤其是 8 月份的贷款加息幅度与期限成正比, 大大地提高了银行的长期贷款基准利率。

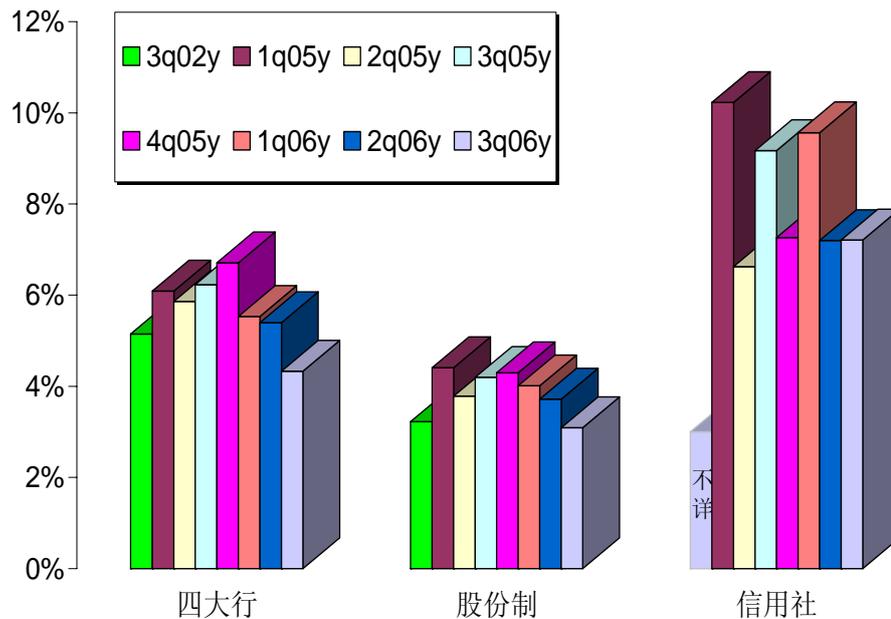
图 3-13:
2006 年两次加息中各
期限存贷利率的上调幅
度
利率单位: %



然而在基准利率提高之后, 各类银行均加大了贷款利率的下浮幅度。无论是四大行, 还是股份制银行, 从 05 年末以来其贷款利率上浮水平直线下降。

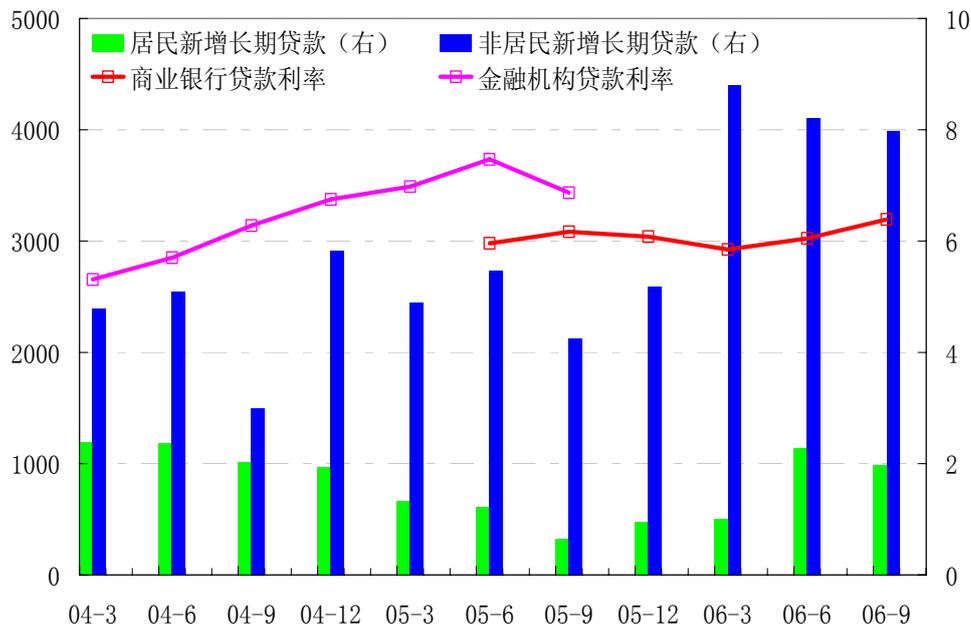
而正是从 05 年末以来, 大型国有银行的改制上市进入尾声。在股东利益的压力下, 增加贷款的发放比例也在情理之中, 而降低贷款利率无疑是增加贷款投放的最直接方法。

图 3-14:
各类型银行当季贷款利率相对基准利率上浮水平
(03 年 2 季, 05 年 1 季至 06 年 3 季)
注: 为图示方便, 信用社之数值扣减了 50 个百分点



可以看到, 06 年 1 季度以后, 虽然商业银行贷款基准利率两次提高, 但是商业银行平均贷款利率的增加幅度十分有限, 与之相应的是中长期贷款并未明显下降。

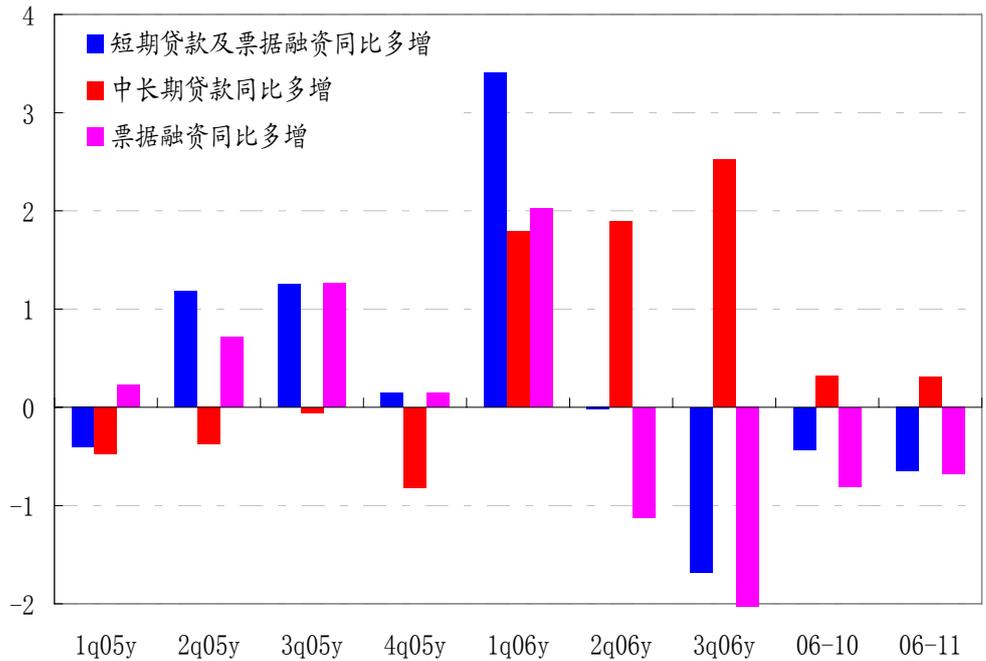
图 3-15:
商业银行贷款利率、居民与非居民新增中长期贷款
(04 年 1 季至 06 年 3 季)
增幅单位: %
金额单位: 千亿元



由此看来, 商业银行资产运用中的贷款占比并未明显下降, 只是在央行调控的压力下, 顺应市场的形势进行了结构性调整。一方面, 票据融资的收益下降, 将其规模大规模缩减; 而对于高收益的中长期贷款, 其规模反而有所扩张。

在 06 年三季度, 中长期贷款的同比多增额为 2500 亿, 比前两个季度显著超出, 10、11 月份的同比多增额亦均为正值。而在各类贷款中, 06 年 2 季度以来唯一同比少增的只有票据融资。

图 3-16:
短期贷款及票据融资、
中长期贷款、票据融资
的同比多增额
(05 年 1 季至 06 年 11 月)
单位: 千亿元



➤ 准备金: 充分挤压

利用各类银行的资产负债表, 我们计算出了各类银行机构的超储率及债券存款比率。

注: 括号内为央行货币政策报告公布数据。

我们发现, 国有商业银行的超储率已经从 05 年末的 2.5% (2.7%) 降至 3 季度末时的 2% (2%)。而股份制银行的超储率从 5% (4.8%) 降至 3.8% (3%)。

对银行整体而言, 在央行的调控压力下, 其贷款占比并未实质性下降, 只是根据市场变化进行了结构调整。而盈利的压力迫使其必须提高资金的运营效率。其结果就是, 银行均提高了债券投资的比重, 而降低了准备金。在央行屡次提高法定准备金的背景下, 对应着超额储备的急剧下滑。

图 3-17:
国有商业银行的超储率、
贷存比及债券占存款比率
(98 年 12 月—06 年 9 月)

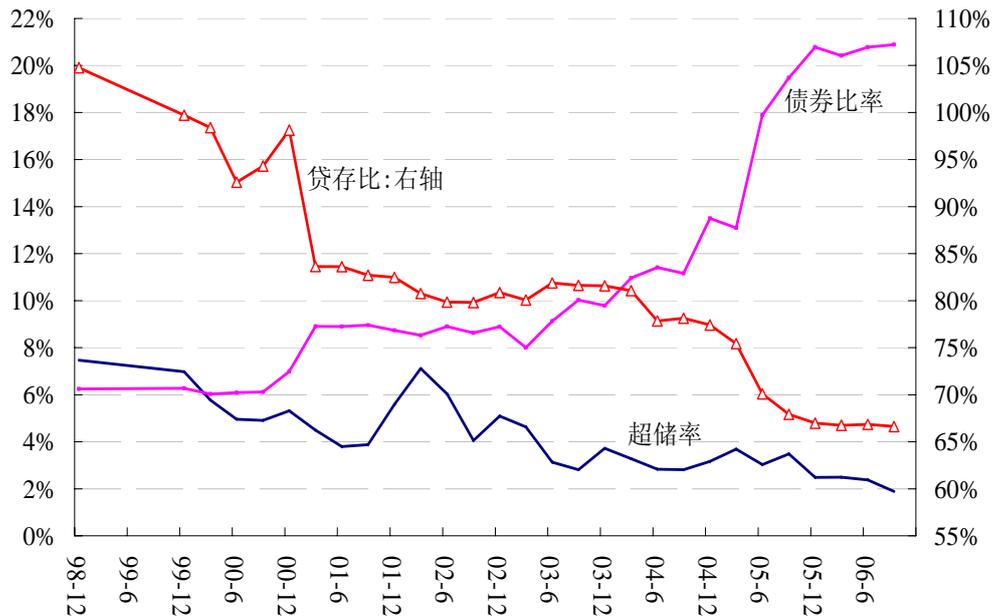
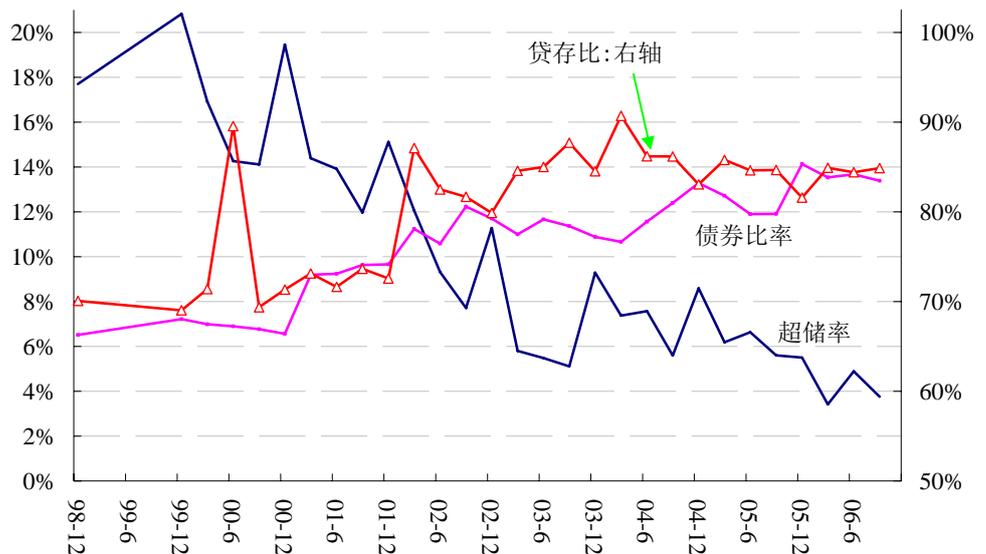


图 3-18:
股份制银行的超储率、
贷存比及债券占存款比
(98 年 12 月—06 年 9 月)



二、央行：韩印经验佐证数量调控

央行如何出牌，是决定债市方向的核心因素。它山之石，显然对央行有明显启发。

1、准备金率预防过热

80 年代以后，韩元曾两次出现比较显著的升值，其背景均是外汇储备的剧烈膨胀，表现为央行总资产中外汇资产占比的急速扩张。

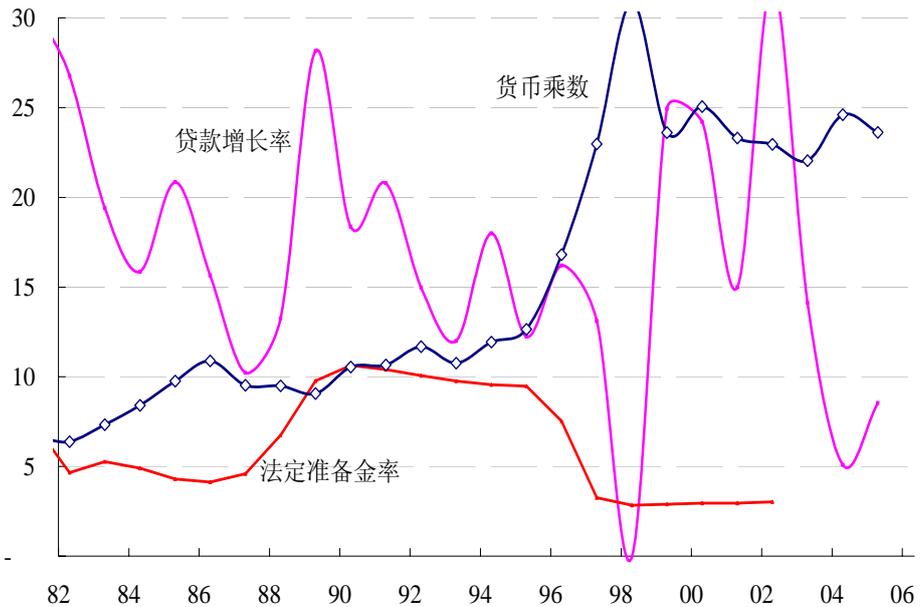
为了对冲基础货币的扩张，发行央行自身的债券（即央票）是常用方法。可以看到，韩国外汇资产占比在近年来已经上升到接近 90% 的水平，而央票占比也在同期迅速增加。

图 3-19:
韩国央行外汇资产的总
资产占比、央票余额的
总负债占比
(78 年 1 月—06 年 9 月)
单位：%



前文中提到，在升值的背景下，实际利率的低位会刺激投资增长。而为了防止信贷过热，提高准备金率是常用的调控手段。如韩国在 86 至 89 年间大幅提高准备金率从 5% 至 10%，之后贷款增速迅速下降。

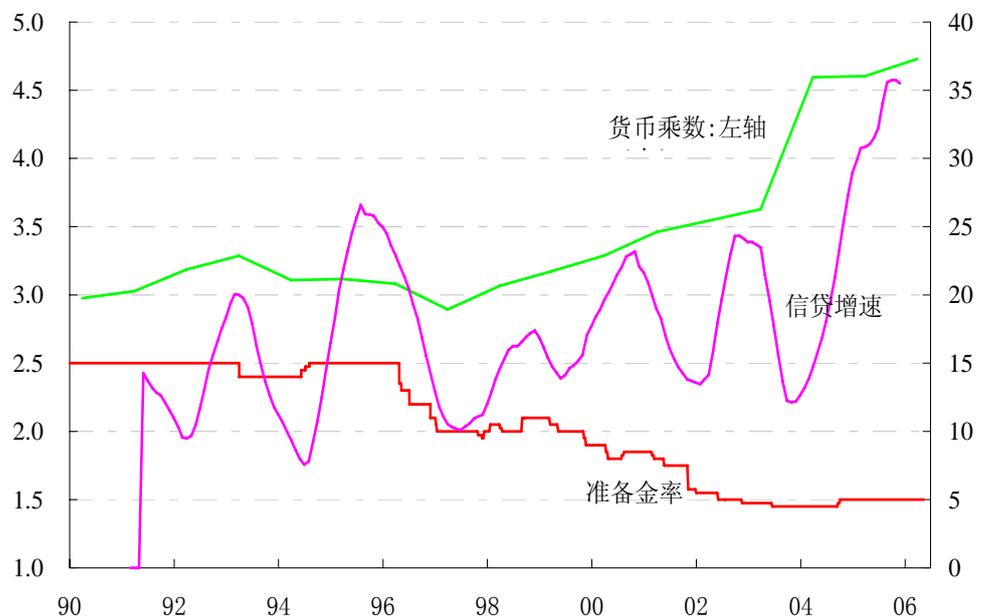
图 3-20:
韩国法定准备金率、贷款增长率和货币乘数
(82年—05年)



而法定准备金率在使用上存在争议，因为它相当于对银行系统的征税，会削弱本国银行的竞争力，同时导致资金从银行流向非银行系统，即金融系统脱媒化。正是因为这一点，不少发达国家已经立法要求逐步降低甚至取消法定准备金率。

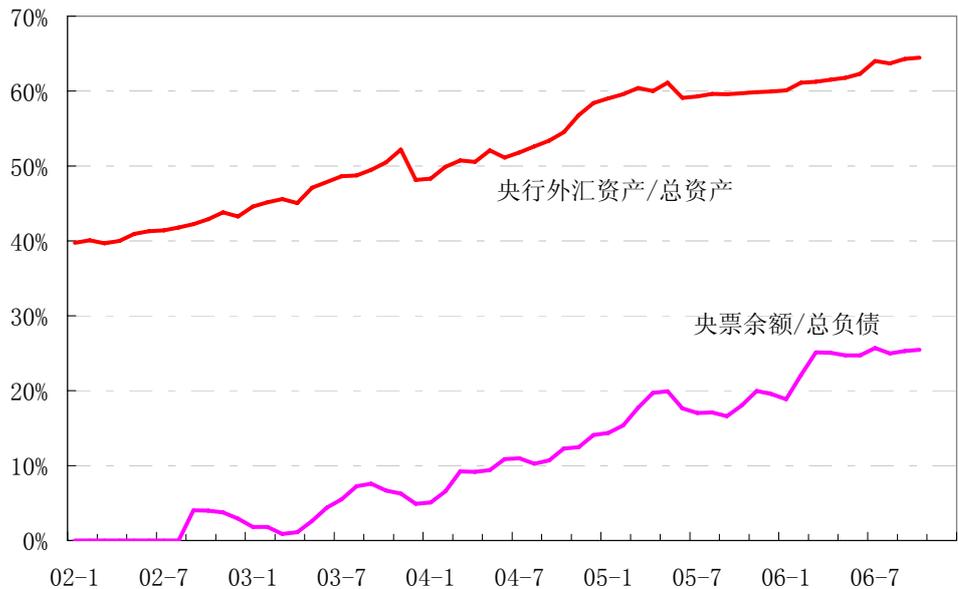
我们看到，韩国在 98 年以后的外汇膨胀阶段并没有提高准备金率，而印度也同样如此。在 02 年以后印度遭遇外汇过量流入引发的升值压力，但是其法定准备金率并未提高。而这两者在同期的信贷增速均位于高位水平。对比可以看出，法定准备金率确实是调控信贷的良方。

图 3-21:
印度货币乘数、信贷增速和法定准备金率
(90年1月—06年3月)
单位: %



我国外汇资产占总资产的比例逐年上升。从 02 年初到 05 末，这一比值从 40% 上升到 60%，截止 06 年 11 月时已经上升至 65%。而我国央行的央票发行也同步展开，从 02 年至今，央票从无到有，目前的占比为 25%，恰好等于外汇资产占比的增量。

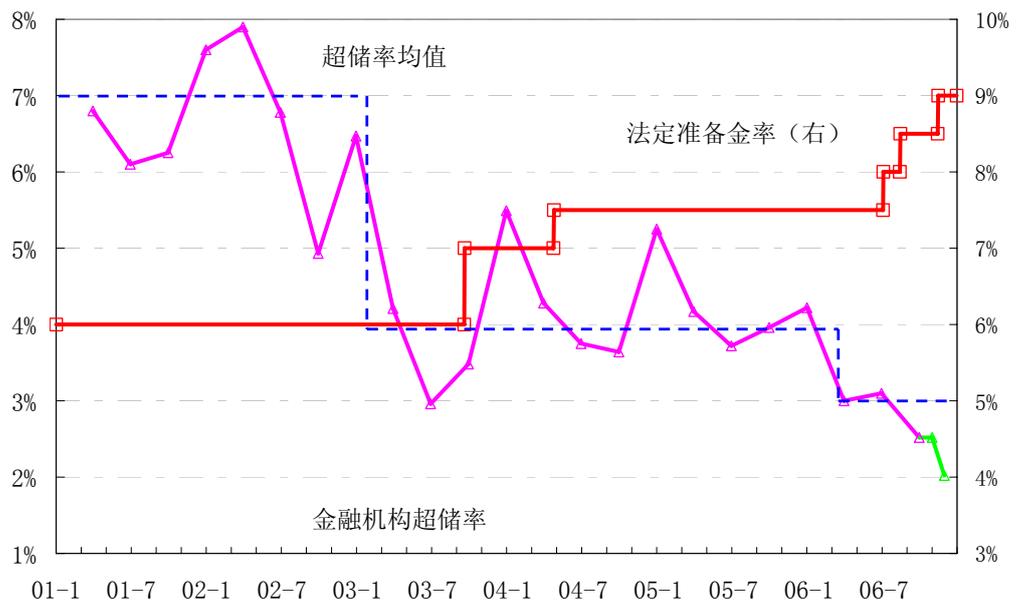
图 3-22:
中国央行外汇资产的总资产占比、央票余额的总负债占比
(02年1月—06年11月)



03 年以来，我国也屡次出现信贷投资过热的现象，而央行同样倚重于准备金率工具，截止目前央行已经 5 次提高法定准备金率。

由于银行贷款规模并未显著减少，同时债券投资规模又有显著扩张，法定准备金率提升的结果必然是超储率的急剧下降。截止 06 年 9 月份，金融机构超储率已降至 2.5%，目前可能已进一步降至 2%。

图 3-23:
中国：法定准备金率与金融机构超储率
(01年1月—06年11月)

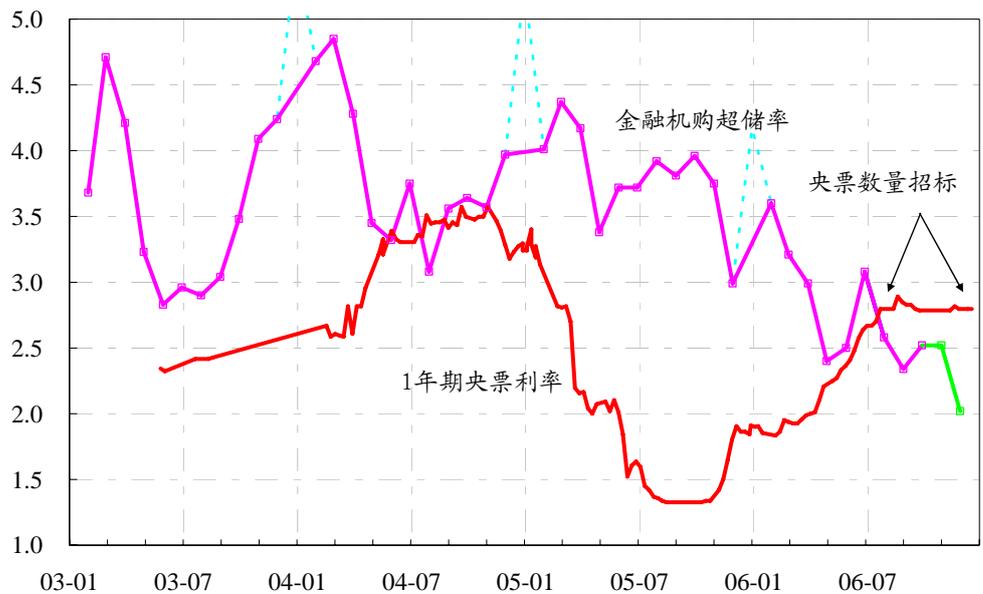


2、货币利率两头受压

而超储率的下降直接推动短期利率的上扬。年初以来 1 年期央票利率一路走高，其中超储率的下降是最重要的原因。

然而在外汇持续流入的情况下，国内利率的上行受到国外市场的制约，8 月份以后 1 年期央票利率基本保持在 2.8% 附近，和央行屡次使用数量招标不无关系。这也意味着，央行对于利率的上行存在底线。

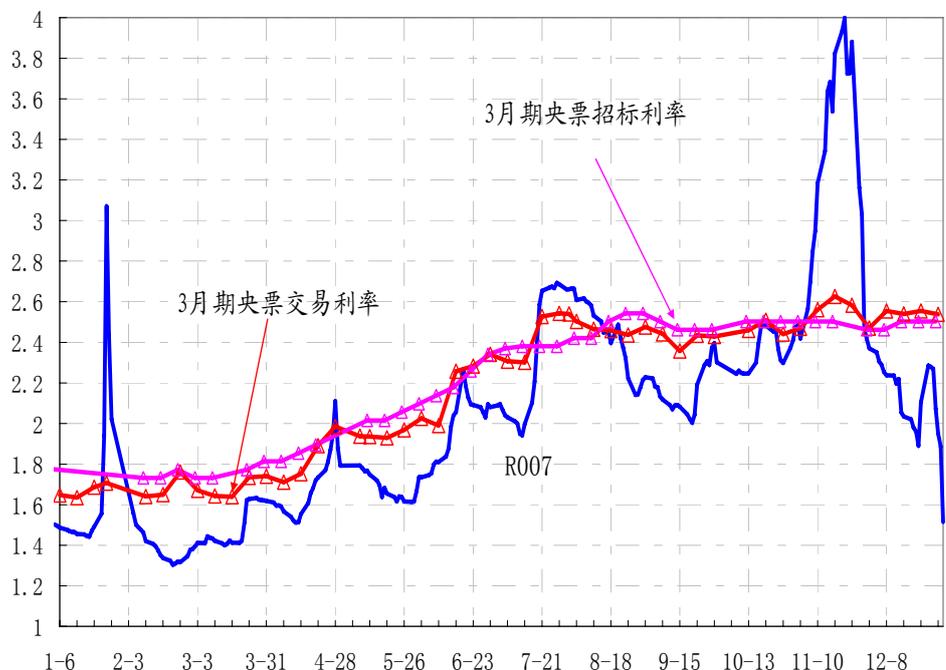
图 3-24:
中国：金融机构超储率
与 1 年期央票招标利率
(03.年1月— 06.年12月)



1 年期央票招标利率是货币市场利率的风向标，其持续上升带动了货币市场利率的全面上扬。年初以来，短期央票的交易利率及回购利率均直线上升。而到了 8 月份以后，随着 1 年期央票利率的走稳，其余期限央票利率也基本保持平盘。

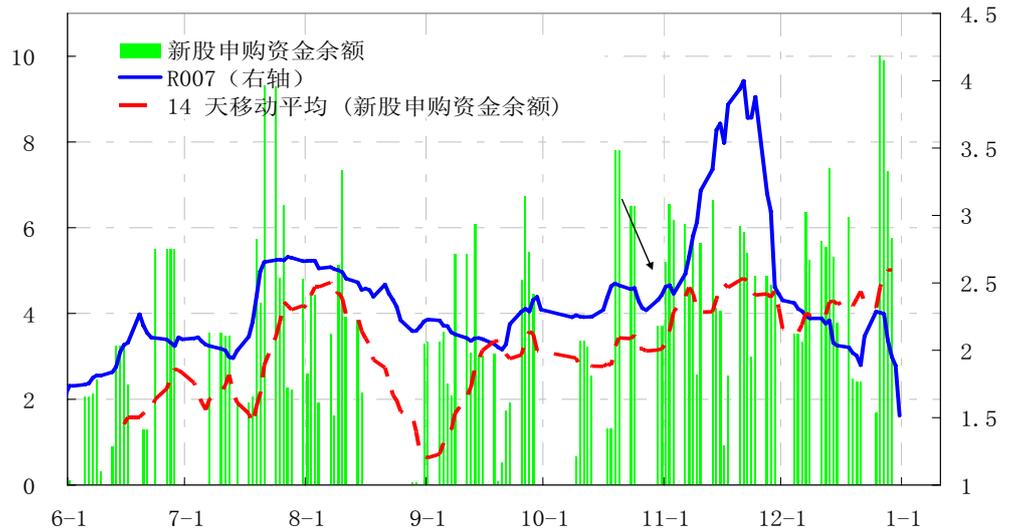
回购利率的长期趋势与央票利率保持一致，但其短期内的波动则取决于其他因素。如 11 月中旬回购利率一度升至 4%，和超储率降至历史新低直接相关。在银行充分提高资金效率的背景下，超储率的低位态势不会扭转，这也意味着未来回购利率的波动会加剧。

图 3-25:
3 月期央票交易利率、3
月期央票招标利率及 7
天回购利率
(06.年1月—06.年12月)



今年 6 月份以后，新股恢复发行，新股申购资金成为影响回购利率的一个重要因素。8 月份回购利率的冲高就与新股的密集发行有直接关系。然而在对市场新股发行的节奏适应之后，其对回购利率的影响已经减弱。

图 3-26:
新股申购资金余额、14
天移动平均值、7 天回
购利率
(06 年 6 月 - 06 年 12 月)



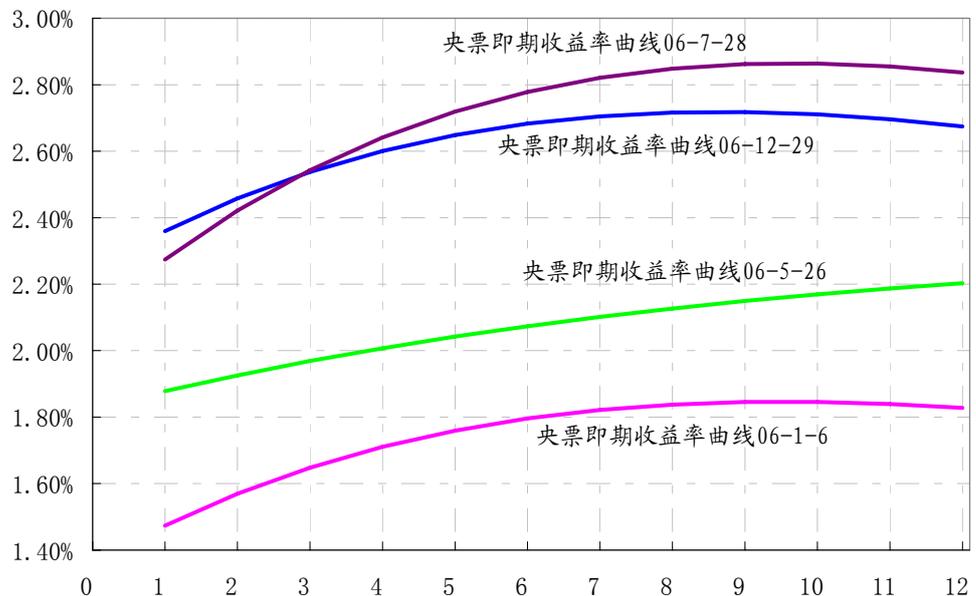
三、债市：曲线趋平似为寻常现象

1、利率曲线均趋平

年初以来，在 1 年期央票招标利率的带动下，货币市场收益率曲线全面上行。目前，各期限的央票即期利率比年初上升了约 90bp。

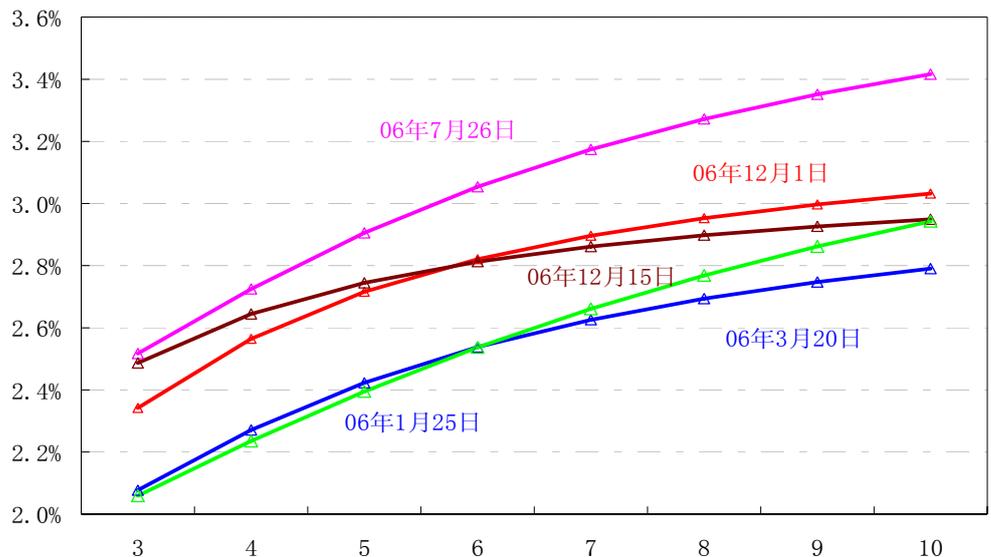
进入 8 月份以后，一方面，央行信贷调控的阴影始终未散，超储率的连创新低使得货币市场持续高位运行；与此同时，数量招标的屡次实施又使得 1 年期央票利率的上行受限。其结果就是央票利率的长端上不去、短端下不来，央票即期收益率曲线趋于扁平化。

图 3-27:
央票即期收益率曲线
(06 年 1 月 - 06 年 12 月)



收益率曲线的扁平化也体现在国债市场上。截止 12 月 15 日的国债即期收益率曲线中，10 年期的收益率与年初时基本相同，而随着期限的降低，年内收益率的上行幅度就越大。

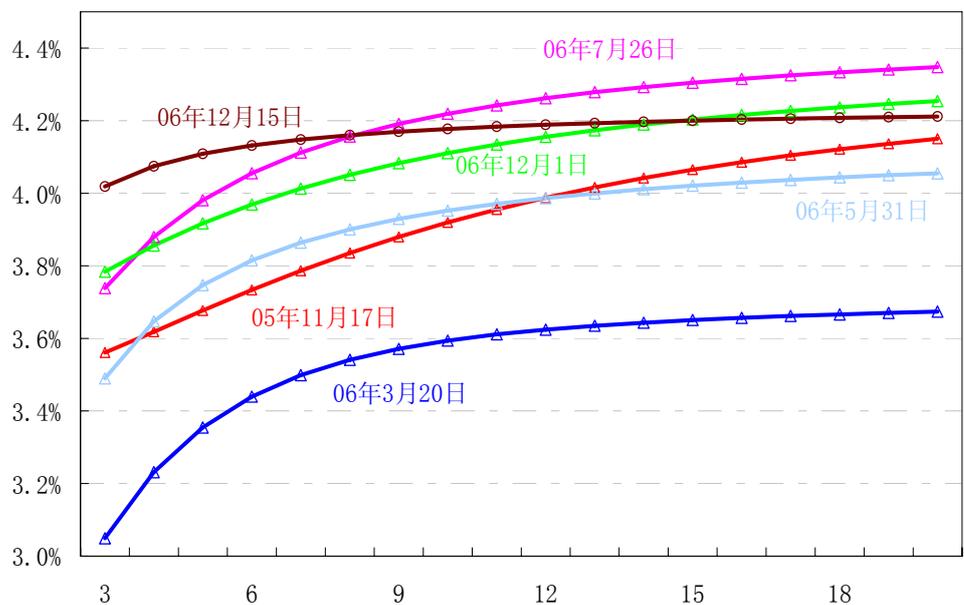
图 3-28:
国债即期收益率曲线
(06 年 1 月 - 06 年 12 月)



企业债市场更是如此。截止 12 月 15 日，10 年期以下收益率大幅上行，而 20 年期券种收益率却有所下降。目前，7 年期以上企业债的收益率相差已经不到 10bp，使得企业债收益率曲线近似一条直线。

在我国，长债的供给有限，而由于机构期限配置的需要，导致其需求严重得不到满足，因而造成了收益率过低的局面，而今年以来银行对长债配置比例的上升是重要背景。

图 3-29:
企业债即期收益率曲线
(05 年 11 月 - 06 年 12 月)

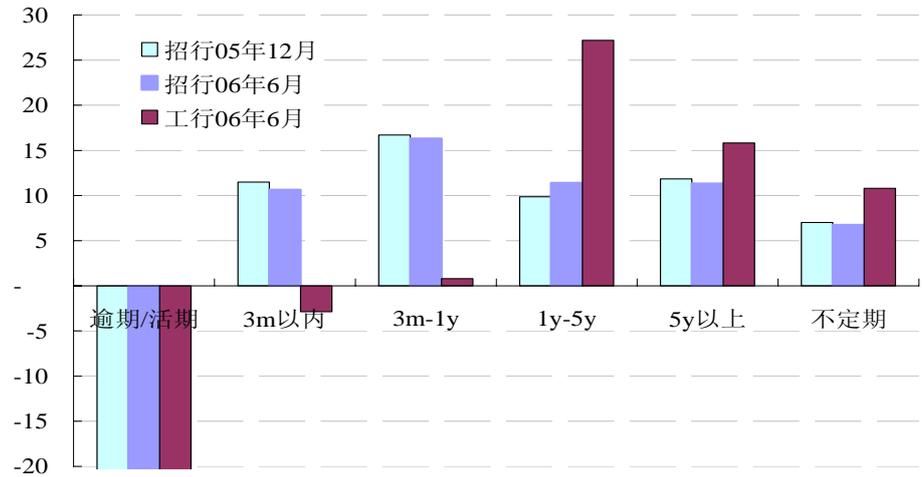


2、银行配置是主因

在资产配置方面，招行及工行均具有大规模的短期债务缺口（负债减资产），并通过长期资产缺口（资产减负债）的运用创造收益。

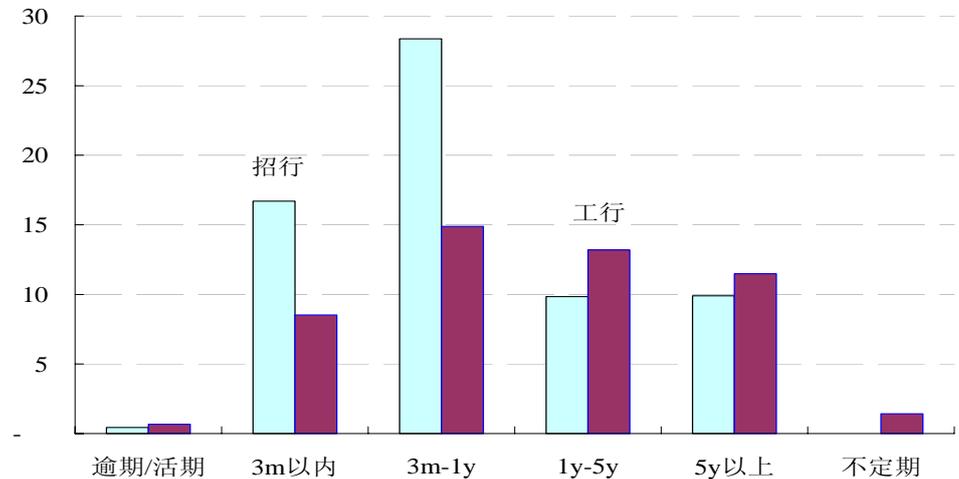
招行在 06 年上半年增配了 1-5 年期的资产，而 5 年期以上的资产仍在减持。而与招行相比，工行在 1 年期以上的资产大幅超配。

图 3-30:
资产负债流动性缺口
(06年6月30日)
单位: %
占比总资产口径



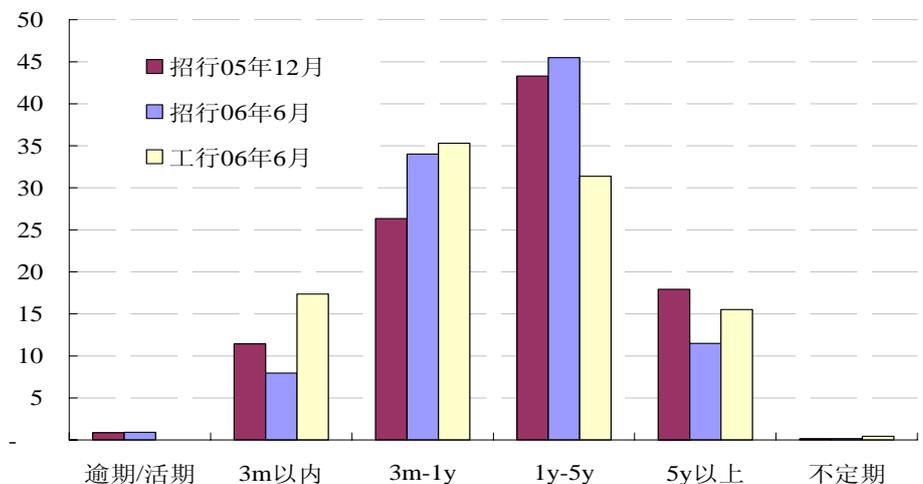
在贷款发放上, 工行1年期以上贷款占总负债比例虽然高于招行, 但两者相差并不明显。由此可见, 工行在1年期以上资金运用超配的主要是债券。而工行即便扣除被动投资的债券(由坏帐置换而来), 其剩余各期限债券所占比例仍然高于招行, 尤其是5年期以上债券。

图 3-31:
招商 vs 工行: 贷款的期限分布结构
(06年6月30日)
单位: %



06年中期, 工行5年期以上债券占比远高于招行, 而招商的5年期以上债券占比相较于05年大幅下降。如果招商的行为更市场化, 那么工行5年期以上债券的超配只能说明这是流动性充裕下的无奈之举。

图 3-32:
债券的期限分布结构
单位: %

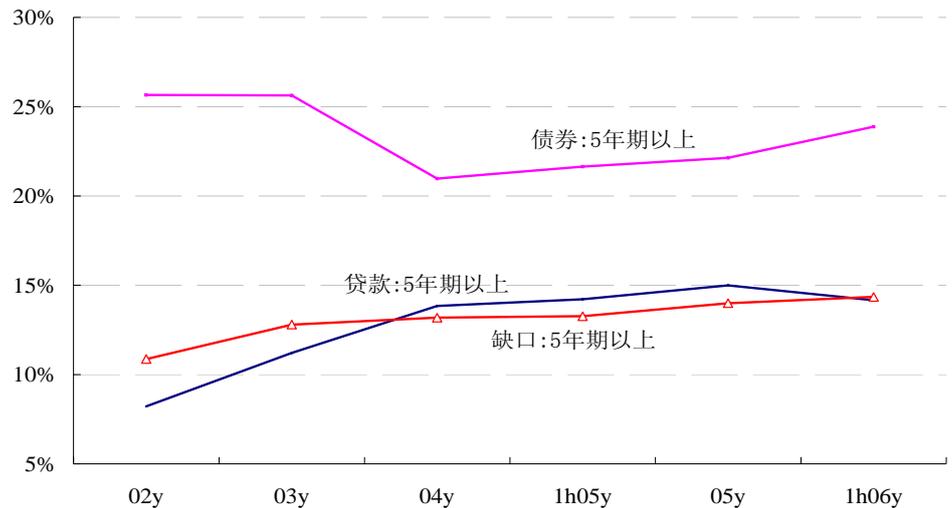


交行的情况也极为类似，其5年期以上的资产缺口在增加，这主要归功于债券占比的上升，而5年期以上贷款占比还略有下降。

由于流动性极其充裕，放贷又受到央行的行政控制，在上市后的盈利导向下，所有银行只能从资产的配置上创造收益，前文提到的降低央行存款增加债券投资比例即是一方面。而在债券投资中，又增加了长期债券的投资比例。这是导致今年以来债市长端利率始终位于低位的根本原因。

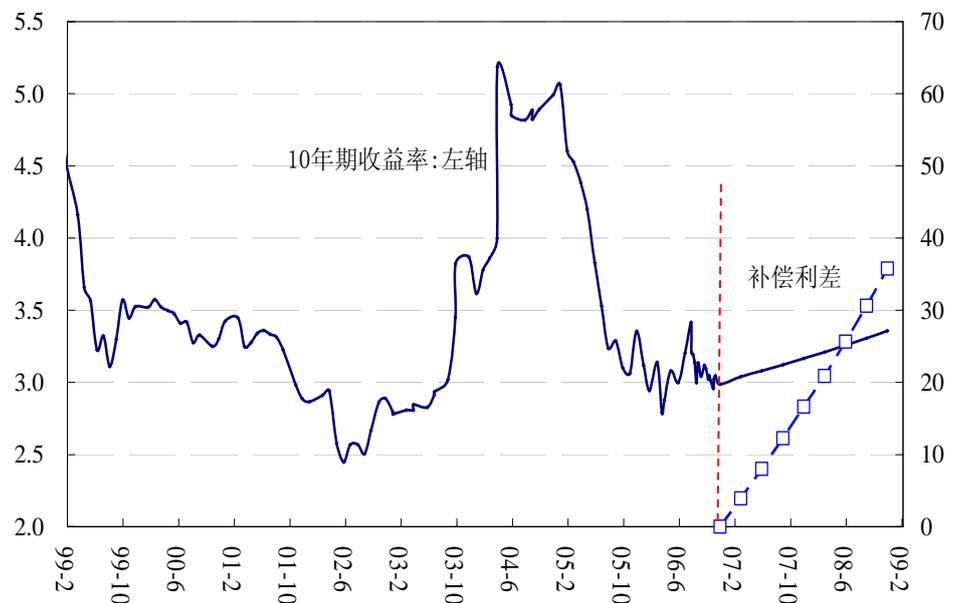
而短端利率在央票利率的推动下不断上行，其结果就是产生了目前债市利率曲线极度平坦的现状。

图 3-33:
交行: 5 年期以上债券、
贷款占比总资产, 5 年
期以上流动性缺口
单位: %



但测算表明，因于利率曲线过于平坦，10年期国债的等待成本极其低廉，1年也不足20bp，而10年期国债历史上每年的波幅都不止20bp。这个结果或是对可以相机决择的投资主体有参考价值。

图 3-34:
10 年期国债等待成本:
(99 年 2 月 - 08 年 12 月)
注: 红色线右侧为考虑了
补偿利差之后的模拟值。
考虑了收益率曲线斜率
3 月期央票利率为 2.5%,
可比收益率为 2.25%



总结来看，因于商业银行系统仍然受制于严格的行政调控，低利率的市场环境将得以有效维系，但考虑到通胀压力，利率水平已无下行空间。由此，波澜不惊或是接近07年债市实景的一个描述。

股市展望——而今迈步从头越

探讨市场趋势，供需分析不可或缺。对于股市供需而言，流入资金是所谓“需”，股票扩容是所谓“供”，两者都涉及颇多复杂内容，我们仅从储蓄波动及H股海归这两个点面出发，对股市的供需做一初步分析。

探讨股市趋势的另一项重要内容是估值分析，我们观察的角度是风险溢价，讨论的起点是风险溢价的历史变动以及行业分布结构。

一、供需：过剩储蓄悠然应对扩容

1、储蓄波动：实际利率如影随形

图 4-1：
居民储蓄存款增幅与实际利率

(96年1月—06年11月)

单位：%

注：

实际利率 =

1年期定存利率 - CPI

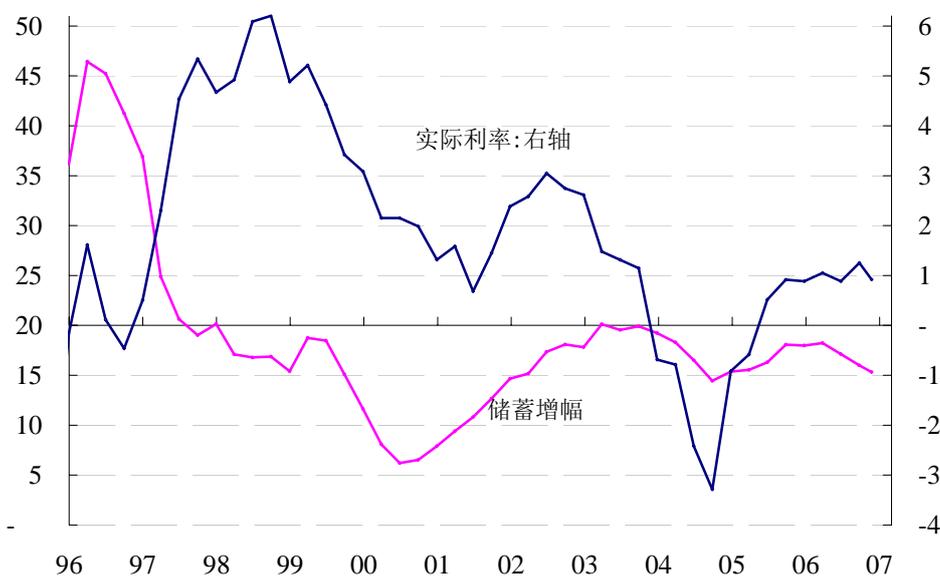


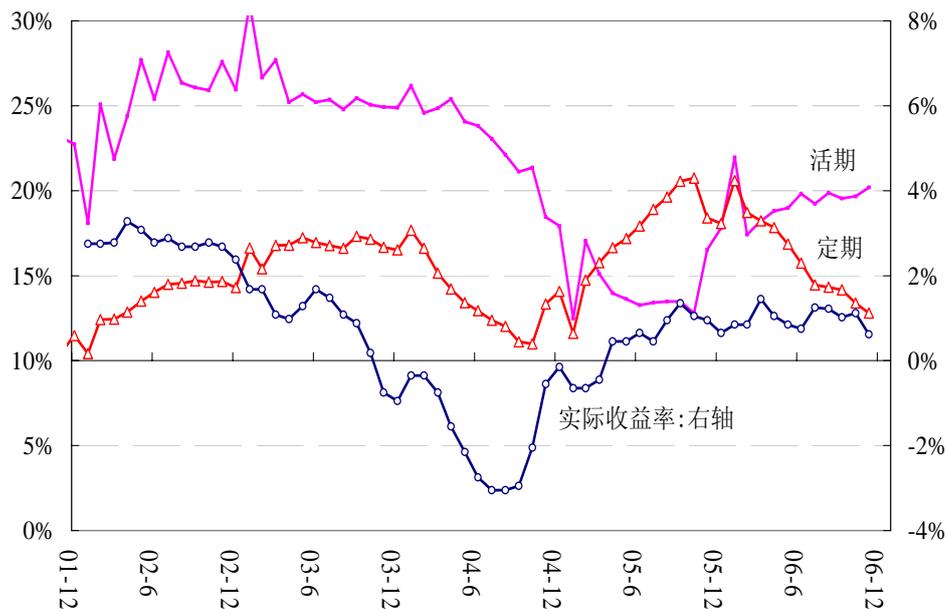
图 4-2：
活期、定期储蓄存款增幅与实际利率

(01年12月—06年11月)

注：

实际利率 =

1年期定存利率 - CPI



历史数据雄辩揭示，实际利率是决定储蓄变化的核心因素。从 98 年至今，储蓄增幅的历次变化莫不与同期实际利率的走势息息相关。

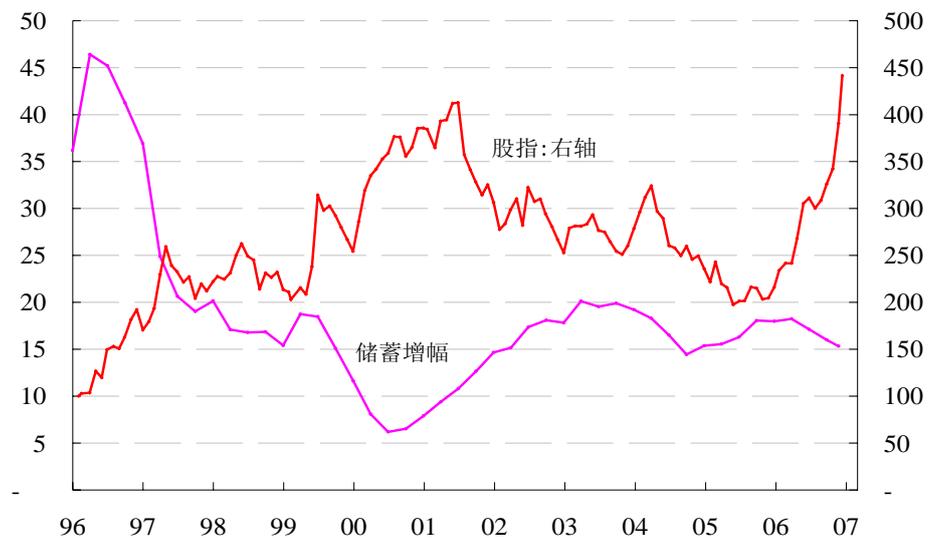
今年 4 月份以来，我国储蓄增幅再次出现明显的下降势头，其重要背景是市场普遍预期利率在升值的背景下抬升有限，而且因于货币供应的上升会增加通胀压力，从而预期实际利率更有下行趋势。到了 11 月份，物价上行的形势已经明朗，而储蓄增幅下降的趋势加剧。

数据进一步表明，储蓄中的定期部分对于实际利率的波动更敏感

2、储蓄趋势：资本市场亦步亦趋

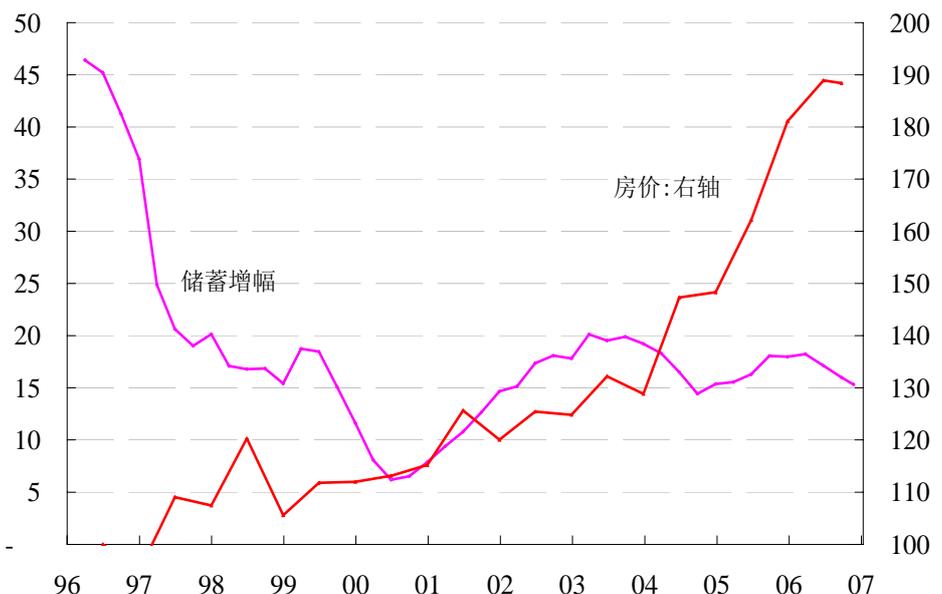
历史数据同样清楚地显示：股市趋势波动的基本背景为储蓄波动。两者关系的唯一背离仅是在 04 至 05 年间。

图 4-3:
储蓄存款增幅与股指
(96 年 1 月—06 年 12 月
20 日)
注：
股指为天相流通指数，以
96 年初为 100。



然而，我们在此期间却观察到了房价的大幅飙升：正如我们在前述经济体所观察到的那样：股价与房价从来都是交相辉映。

图 4-4:
储蓄存款增幅与房价
(96 年 1 月—06 年 11 月)
注：
商品房房价 =
销售金额 ÷ 销售面积
以 96 年上半年为 100



3、格局变迁：机构主导蓝筹领衔

储蓄流入股市有两种渠道，一是个人直接参与；二是通过基金（及保险）等机构投资者间接参与。

基金是中国机构投资者的主要代表，下图揭示了基金规模（因是份额增幅，所以更为客观）与市场走势“共进退”的典型格局（01 年始有开放式基金，其时因于总体规模过小，因而对市场无足轻重）。

图 4-5:
股票基金份额增幅、股指
(96 年 1 月—06 年 11 月)
注：股指以 96 年末为 100



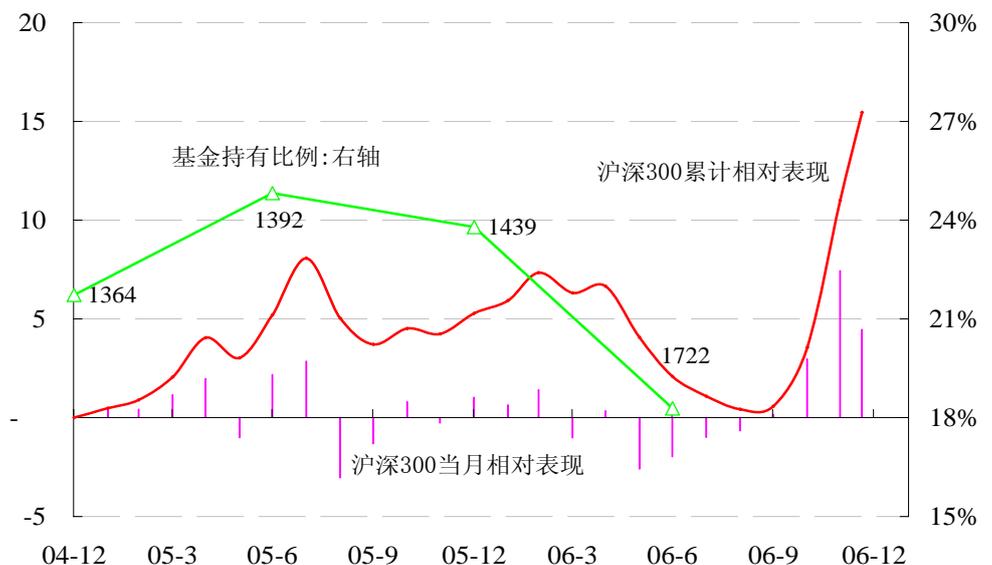
06 年基金中报数据显示，基金持有的股票市值占全市场流通市值的比例仅约 13%，基金对市场影响是否有夸大之嫌？

10 月份以来，中证 100 的超额收益更是接近 30%

基金主要持有大蓝筹股票，沪深 300 成分股的持有市值占比超过 80%。而下图显示，沪深 300 指数相对于全市场的表现，显然与基金持有的比例（也即基金的规模）高度相关。今年 10 月份以来，沪深 300 的显著超额收益，有理由认为与此期间基金规模的超常扩张密不可分。

因而，我们认为，以基金为代表的机构投资者的壮大发展，对市场有着深远影响。

图 4-6:
沪深 300 的相对表现与基金持有比例
(05 年 1 月—06 年 12 月 20 日)
左轴单位：%
注：
1、相对表现系指沪深 300 指数相对于天相流通指数
2、持有比例系指所有基金持有的成份股市值占比沪深 300 的总市值
3、标示数字为基金持有的成份股市值（亿元）



4、储蓄过剩：蓝筹海归携手共进

只有剔出了当月的市场融资额之后，月度间流通市值的变动幅度才能真正刻画整个市场价格（财富）的涨跌，也由此可以描述新入资金（融资流出）的收益水平。

测算表明，99年1月份至今的总融资额近8000亿元，其平均收益率仅为4.8%（此期间累积收益率为105%，可以“归属”为原有的5700亿元市值的财富增加），因而股市的财富效应其实不宜夸大。

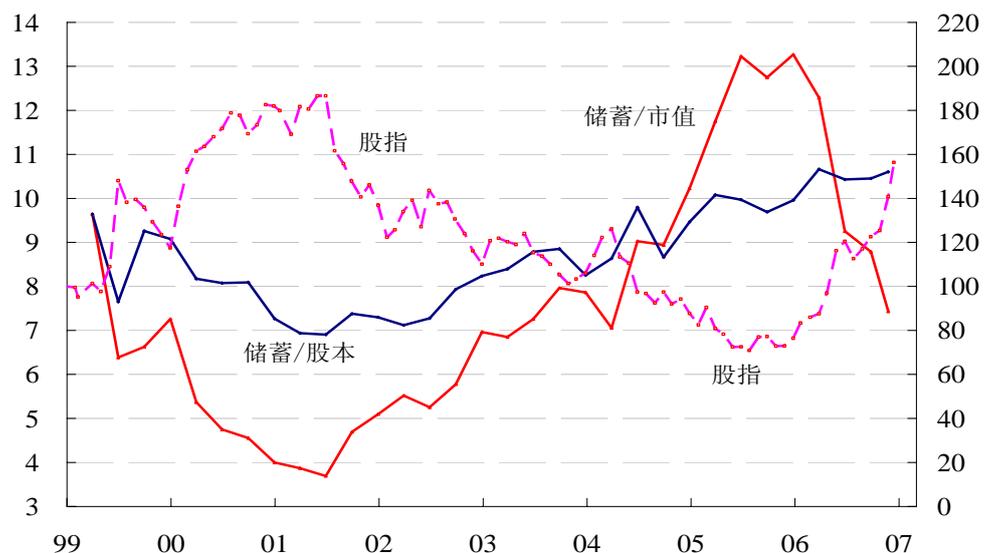
图4-7:
99年初至今的累计收益及融资比例
(99年1月—06年11月)
比例单位: %
注:
融资比例为当月融资额占当月流通市值的比例, 图示为6个月移动累计值



基于历史经验，很多人担心目前加快的融资节奏对于市场的压力。

储蓄（或M2）与市值的比例，通常被用来衡量市场容纳扩容的潜力，但该指标也是急转之下。

图4-8:
股指、储蓄与流通市值的比率、储蓄与股本的比率指数
(99年1季—06年11月)
注:
股本 = 市值 ÷ 股指



但我们认为，储蓄/市值这一指标其实并无意义，正如图示，其大致只是股指波动的镜像反应。

而如果通过股指过滤市值，得到虚拟的股本数据，进而得出“储蓄/股本”这一指标，我们却可以观察到一条更有意义的曲线：这条曲线揭示，01年以来，相对于储蓄的增加，股市的扩张明显滞后，以致该指标持续攀升，目前已接近11。

即使仅假设该指标可以恢复到9这一历史平均水平，这也意味着股市仍有20%的扩容空间。

07年股市扩容的焦点无疑是H股的海归。下表显示，仅就目前收集到的信息，H股的预计A股筹资额即可能高达1500亿元。

表 4-1:
拟于07年发行A股的香港中资公司的预计筹资

香港代码	公司名称	发行股本(亿)	预计筹资额(亿)
694	首都机场	8	40
857	中石油	100	400
883	中海油	未知	未知
941	中国移动	未知	未知
991	大唐发电	10	60
1919	中国远洋	15	55
2318	平安保险	11.5	200-250
2600	中国铝业	15	100
3328	交通银行	20	100-120
筹资合计			1400—1500

我们认为，以国企大蓝筹公司为主要代表的H股的回归，对A股市场而言，更本质的意义是正面激励、而非直觉上的负面压力。

这是因为，流动性充裕是全球性的普遍问题，其根源在于美国的巨额贸易逆差所对应形成的以包括中国在内的亚洲新兴市场国家以及石油出口国为主要代表经济体所持有的巨额美元资产。而中国概念目前正是全球资金最为津津乐道的话题之一。香港市场无疑是全球流动性注入最便捷的渠道，因而有H股的A股公司的估值将大为受益而不是相反。

图 4-9:
各经济体经常项目盈余占全球 GDP 的比例
(97年—07年)

单位: %

注:

- 1、06、07年为预测值;
- 2、新兴亚洲指中国、亚洲四小龙、四小虎

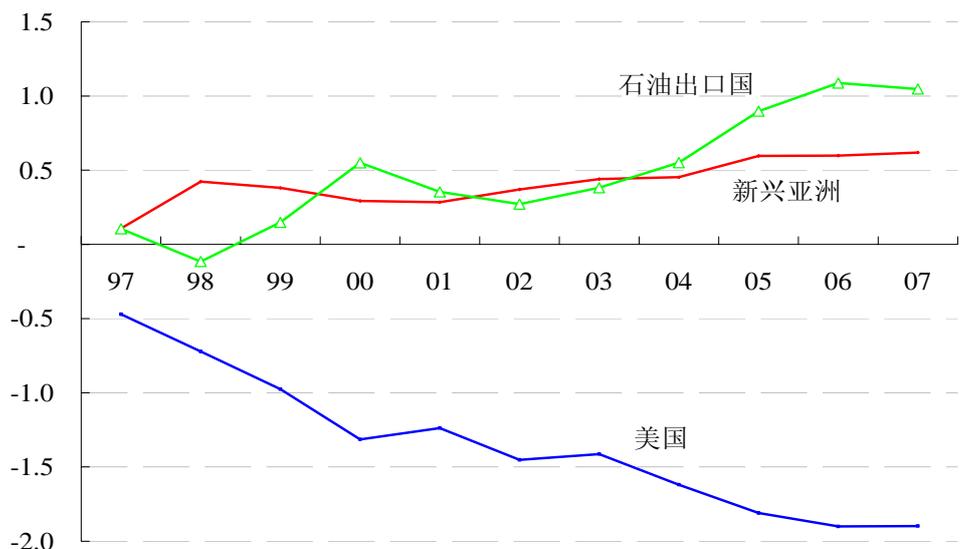
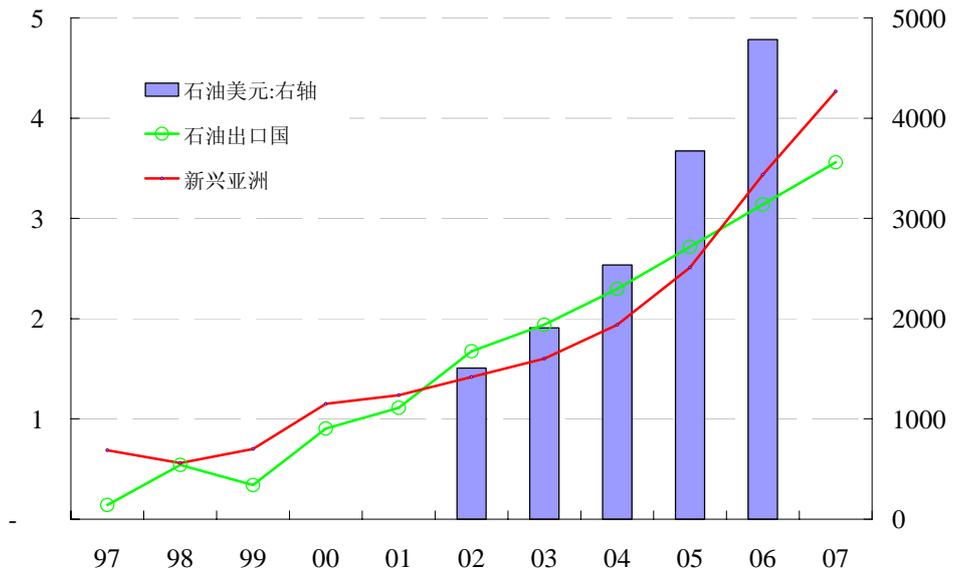


图 4-10:
各经济体国外净资产占全球 GDP 的比例
(97 年—07 年)
占比单位: %
金额单位: 亿美元
注:
石油美元仅指中东石油出口国的石油出口收入



正是基于全球流动性极其充裕（本质即是储蓄过剩）这个基本背景，我们认为，以 H 股回归为主要特征的 07 年的股市扩容，给国内股市发展带来了动力而非添加了压力。

二、估值：风险溢价并未与时俱进

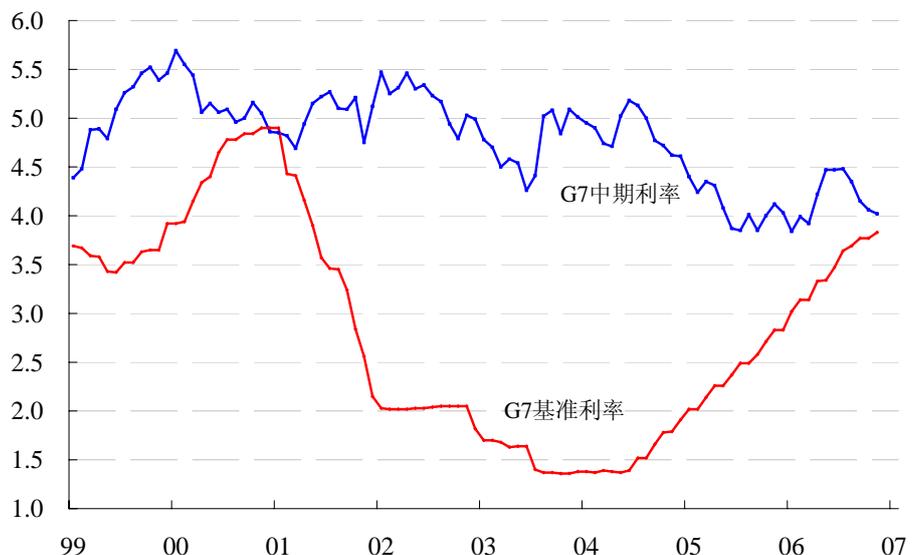
前述的供需分析，显然仅是形成判断的一个起点，对股市的认识最终还需落实在估值上。

1、债市启发：风险溢价的角度

对股市估值的认识，我们却是从债市中获得了重要启发。

收益率曲线的日渐平坦、甚至倒挂，是主流经济体债券市场近年来的主流特征。美国的情形较之 G7 国的平均水平其实更甚一筹：其 10 年期国债收益率目前仅为 4.6%，大大低于其 5.25% 的基准（隔夜）利率。

图 4-11:
G7 国政策利率与中期利率
(99 年 1 月—06 年 11 月)
注:
1、以名义 GDP 的市场汇率值为权重的加权均值
2、中期利率为隐含的 5 年期远期利率



通常情形下，收益率曲线的倒挂往往意味着经济衰退的市场预期。但其它宏观指标，特别是低投资等级公司债券的信用利差也几乎在历史最低水平等，却表明市场预期相当乐观。格林斯潘也曾对此深感困惑，将长期收益率持续维持低位的现象称之为“迷”。

但这个“迷”已经有了清晰答案，即是风险溢价的下降。下图是美联储的一项著名研究成果（另可参阅伯南克的 Global Saving Glut）。

图 4-12:
美国 10 年期国债收益率的第 10 年的远期名义利率的分解:
远期利率预期 + 期限风险溢价
(90 年 7 月-06 年 1 月)
数据来源: 美联储



关于风险溢价的更多论述，参见 06 年二季度债市策略报告《静观其变》

风险溢价，是对未来波动（风险）的收益补偿，其本质上也是一种资金价格（利率），其呈现的下降主流趋势，有二个重要的基本背景：

1) 全球经济，特别是以美国为代表的主流经济体，80 年代中期以来虽历经多次重大考验冲击（如 9.11、油价暴涨），但产出水平及通胀水平总体上相对稳定；

2) 流动性日渐充裕。

由此启发，我们认为，人民币升值背景下的流动性充裕与股价上涨的内在逻辑联系即是“风险溢价”。进而联系到，中国经济平稳高速增长的预期前景、股权分置改革所确立的共同利益基础、以及公司治理结构及法治环境的日渐改善，我们有理由认为，中国股市的“风险溢价”也当呈现下降趋势。

2、增长刻画：ROE 而非 EPS

估值的另一个重要问题是，如何刻画公司股东回报意义上的增长。

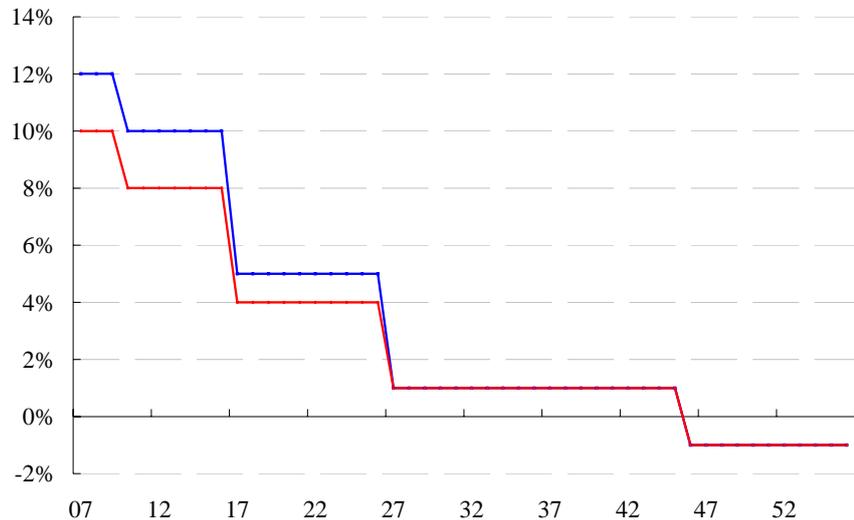
我们认为，ROE 是刻画公司为股东创造财富增长的核心指标，而 EPS 增长率有本质缺陷：1) 很不稳定：ROE 的微小变化会导致其大幅波动；2) 分红扭曲：对股东分红回报越多，指标反而恶化；3) 处理较难：寻常的股本变动，就会面目全非。

表 4-2:
ROE 的微小变化与 EPS 增长率的大幅波动

%	ROE	EPS 增长率（三种情形下）		
		不分红	50%分红	20%送红股
第一年	10.0			
第二年	11.0	21.0	15.5	0.8
第三年	9.0	-9.2	-13.7	-24.3

基于 ROE，我们用一个五阶段、五十年期模型来分析企业的价值：第一、第二阶段为 10 年期的高速增长阶段，其中前 3 年的 ROE 较之当前水平再高出 2%，之后的 7 年里，维持当前的 ROE 水平；第三阶段是 10 年期的稳定增长阶段，这时 ROE 为当前水平的一半；第四阶段是 20 年期的缓慢增长阶段，每年的 ROE 仅为 1%；最后是第五阶段，企业走向衰亡，ROE 变为-1%，只考虑其 10 年的价值（显而易见的是，后续年限的企业价值的现值将微不足道）。

图 4-13：
企业价值分析的五阶段、五十年期模型



为简化分析，我们进一步假设企业不分红，而把获得的收益全部用于再投入。如此市盈率水平将取决于下述公式所描述的 ROE 的未来路径和投资者期望的回报水平，即贴现率 r 。而贴现率扣除了无风险收益率之后，即可得到风险溢价。

$$P/E = \sum_k \left[\prod_{j=1}^k (1 + ROE_j) / (1 + r)^k \right]$$

由此，根据一支股票的 P/E 水平、ROE 水平、以及当时的无风险收益率水平，我们可以推断其当前价格水平所蕴含的风险溢价水平。

3、估值现状：风险溢价未到位

值得提及的是，由于市场早期存在制度性缺陷等原因，造成上市公司质量良莠不齐，有些公司几乎没有能力为股东提供回报。因此在对 A 股市场进行整体分析之前，有必要把那些不具备分析价值的股票排除在外。

我们的筛选标准仍然建立在 ROE 的基础之上，具体的标准是：00 年以来或上市以来（不少于 2 年）ROE 年均值不低于 3.0%、且 ROE 的单位波动（即 ROE 的标准差除以其均值）不超过 1.0 的公司。符合条件的公司共计 799 家，本文称之为 A 股市场的“代表性公司”。

按流通市值加权原则，根据每支股票的每股收益、每股净资产及每月末收盘股价等数据，我们可以得到这些“代表性公司”的汇总 P/E 值和汇总 ROE 水平。

需要说明的是，为了反映投资者预期在估值中的作用，在计算 P/E 和 ROE 指标时，涉及的每股收益、每股净资产等财务数据都采用未来一期的报表数字；此外，在具体时间节点的处理上，03 年之前我们仅采用年度报表数据，03 年至 05 年间采用半年度报表数据，而 06 年开始则采用季度报表数据。

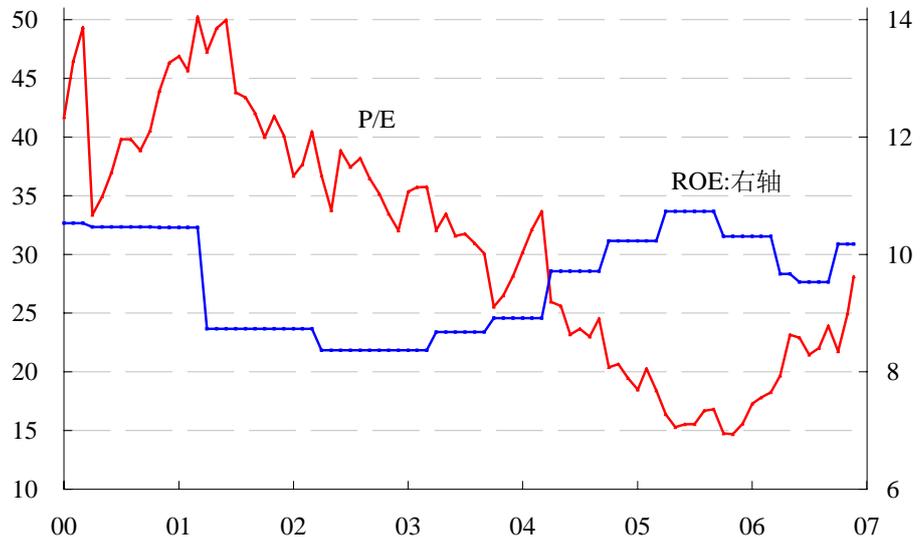
图 4-14:
代表性公司月度 P/E 和 ROE 走势

(00 年 1 月—06 年 12 月 20 日)

右轴单位: %

注:

- 1、选择 A 股市场上 ROE 均值较高、波动较低的 799 家作为代表性公司;
- 2、采用未来一期报表数字计算财务指标。



根据上图中的 P/E 和 ROE 序列，通过前述贴现公式，可推导出对应的贴现率序列。进而根据无风险收益率水平（本文约定为扣除了核心 CPI 之后的实际水平），可得到风险溢价序列。

图 4-15:
代表性公司风险溢价的历史

(00 年—06 年)

单位: %

注:

无风险实际利率 =
长期国债收益率 - 核心 CPI



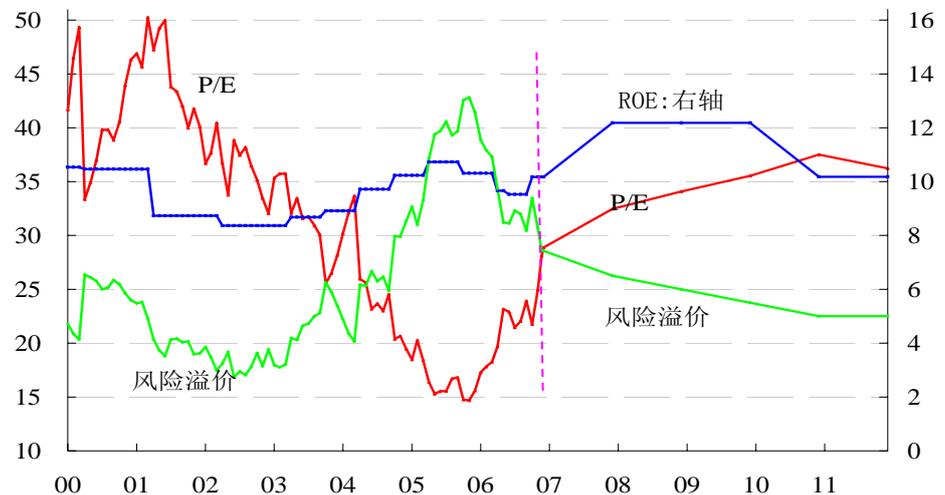
数据结果显示，今年以来风险溢价水平虽已有明显回落，但仍然处于历史高位水平。

而考虑到流动性更趋充裕、经济增长更趋平稳、公司治理不断改善、大盘蓝筹渐呈主导等基本背景，没有理由可以认定，目前的风险溢价水平还应高于其历史平均水平。

4、估值路径：外资 P/E 或更高

因而，我们预期市场的风险溢价仍将继续下行，基于假定 1) 风险溢价在 5 年内回复到 05 年之前的平均水平，即 5%，2) 核心 CPI 连续 5 年每年攀升 0.25%，而名义利率不变，由此实际利率相应每年下降 0.25%。我们推导出了未来 5 年里资金意愿接受的 P/E 水平的变化路径。

图 4-16:
代表性公司：后 5 年
ROE、风险溢价及 P/E
水平的预测
(00 年 1 月—11 年 12 月)
右轴单位：%
注：
基本假设包括：
1、市场整体的风险溢价水平 5 年内下降到 5%；
2、核心 CPI 未来 5 年每年攀升 0.25%



需要提及的是，因于人民币升值，境外资金愿意接受的 P/E 水平显然与内部资金的诉求不能相提并论。

另因于外资在 A 股市场参与的日益深入 (QFII 额度的扩大是一方面，境外资金追捧香港中资股的间接呼应或许更为关键)，其对 A 股估值的影响已不容忽视。

综合考虑外资的直接参与间接呼应，特别是我们考虑的公司样本是业绩较好的“代表性公司”，我们因而假设外资在代表性公司的影响力在 06 年即达到了 10%，并在此基础上，以后每年递增 5%，在 2011 年达到 35%。

由此，我们给出了外资 P/E 水平路径变化的预测，基于的基本假设：

1) 人民币升值：人民币兑美元在 07 年初的 7.80 的基础上前 10 年每年升值 5%，后 10 年每年升值 2%，最终稳定在人民币兑美元 3.80 的水平 (为简化分析，与报告宏观部分中关于人民币升值路径的预测稍有不同)；

2) 无风险利率：基于中美长期国债收益率间的利差水平，我们假设外资要求的无风险实际收益率比国内资金高 1.5%；

3) 风险溢价：相对于内部资金，境外资金显然面临更多的风险因素，因而也会有更高的风险溢价诉求，我们假设外资高出 0.5%。

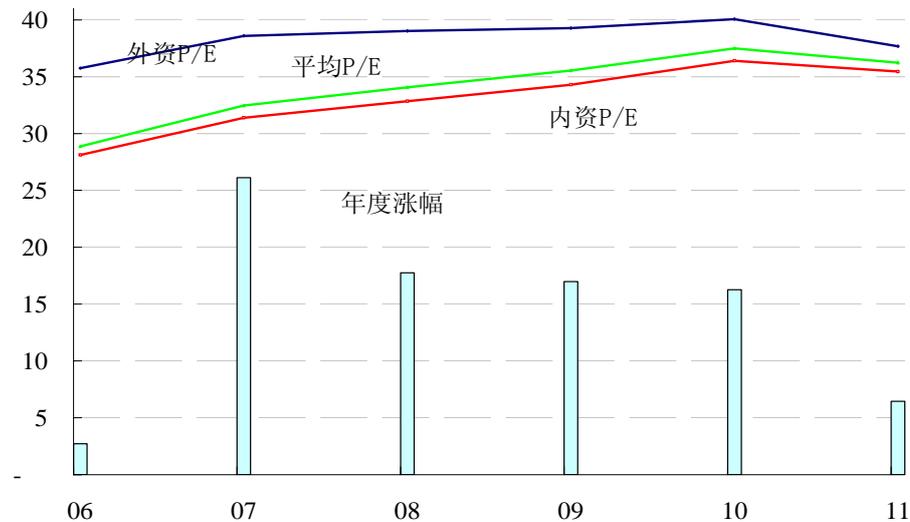
测算结果显示，外资愿意接受的 P/E 水平明显高于内资水平，主要因于人民币升值效应的逐渐衰减 (我们仅假定了 20 年的升值)，2010 年之后，P/E 水平有所回落。

以外资的前述假定的影响力为权重，我们可以给出市场的最终 P/E 路径，并基于每股盈利的相应水平，可得到价格路径，再进而得出年度价格涨幅的估计。

这个测算结果显示，代表性公司的估值水平在未来 3 年里大致为 35 倍 P/E，对应的年度涨幅在 20% 左右。

图 4-17:
代表性公司：内资、外资 P/E 的差别及指数年度涨幅

(06 年 12 月—11 年 12 月)
涨幅单位: %
基本假设包括:
1、人民币升值历程将持续 20 年，最终美元兑人民币
汇率稳定在 3.80;
2、代表性公司中外资影响力从 06 年的 10% 逐渐增加到 2011 年的 35%



由于机构投资者的日渐壮大、由于大型蓝筹公司的踊跃回归与大量发行、由于股值期货的推出在即、.....，有太多理由让我们把关注的目光投向沪深 300 指数。

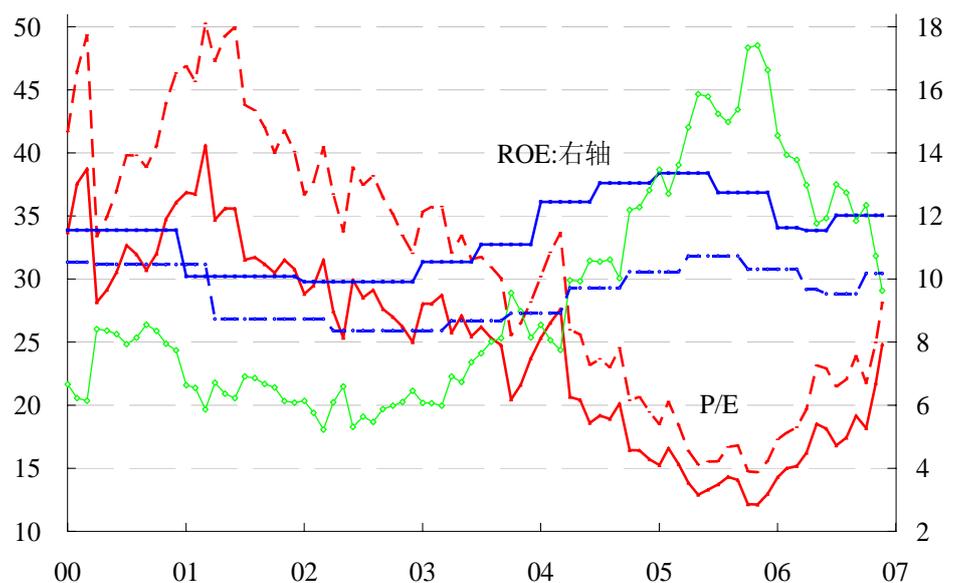
按照该指数的编制原则，我们对 00 年至 04 年间的沪深 300 指数（因为其 05 年才推出）成分股进行了模拟，遴选出了从 00 年（或上市）至今一直是沪深 300 指数成分股的股票，共计 170 支。本文把这些沪深 300 指数的核心成分股，称之为“大市值公司”。

基于同样的方法，我们得出了大市值公司的 P/E 和 ROE 的历史序列。

通过与前述代表性公司之水平的对比，无疑可以发现一个重要事实：大市值公司的 ROE 更高，而 P/E 却更低，意即盈利增长更高的公司却被赋予了更低的估值。

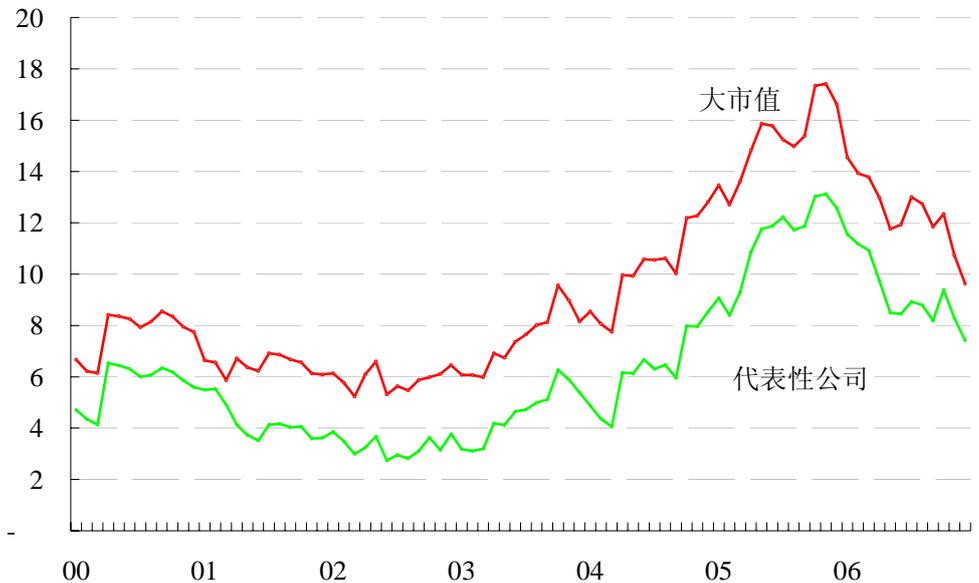
图 4-18:
大市值公司与代表性公司的 P/E 与 ROE 的对比

(00 年 1 月—06 年 12 月 20 日)
右轴单位: %
注:
1、虚线为“代表性公司”，
实线为“大市值股票”;
2、2000 年或上市以来一直符合沪深 300 指数编制规则的股票共 170 支，作为“大市值股票”的代表。



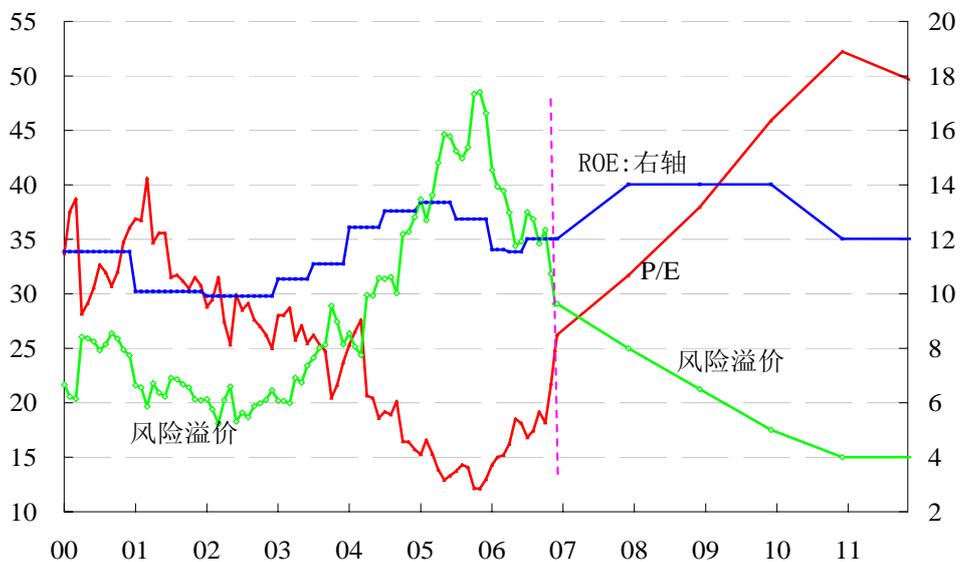
风险溢价的测算结果显示，大市值公司的风险溢价水平系统性地明显高于代表性公司。但显然这是不合理的：总体来看，大市值股票通常都处于行业领先地位，盈利能力更高也更为稳定，因而风险溢价水平理应更低。

图 4-19:
大市值公司与代表性公司的风险溢价对比
(00 年 1 月—06 年 12 月)
单位: %



由此，我们假定，大市值公司未来的风险溢价水平将比代表性公司的水平更低，在 5 年后稳定在 4% 左右。其它假设不变的情形下，我们给出了大市值公司的 P/E 变化路径。

图 4-20:
大市值公司：后 5 年 ROE、风险溢价及 P/E 水平的预测
(00 年 1 月—11 年 12 月)
右轴单位: %
注：
假设大市值股票未来风险溢价水平将降至 4%，低于代表性公司



外资显然在大市值公司中有更高的影响力，我们假定其 06 年的水平为 15%，并以每年 5% 的速度递增到 2011 年的 40%。

基于前述方法，我们同样给出了大市值公司最终的 P/E 路径、及年度价格涨幅的估计。

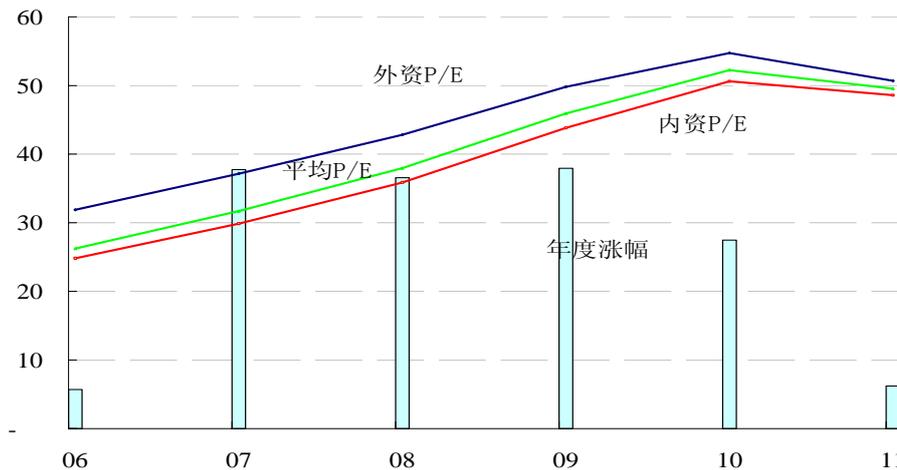
这个测算结果显示，大市值公司的估值水平在未来 4 年里渐次上扬、在 2010 年将达到 50 倍 P/E，对应的年均涨幅高达 30% 左右。

图 4-21:
大市值公司: 内资、外
资 P/E 的差别及指数年
度涨幅

(06 年 12 月—11 年 12 月)

单位: %

由于更受外资关注, 假设
大市值股票中外资的影响
力从 2006 年的 15% 逐渐上
升到 2011 年的 40%。



综合前述的两个测算结果, 由此, 我们预测, 沪深 300 指数未来三年里可再涨一倍。

5、行业结构: 估值改善仍可为

风险溢价是投资人要求的对收益不确定性 (风险) 的补偿, 因而 ROE 的波动应是决定风险溢价水平的核心因素。

为此我们构建了一个二维坐标系: 风险溢价水平为横轴坐标、ROE 的单位波动 (ROE 标准差 ÷ ROE 均值, 数据间隔半年) 为纵轴坐标, 以观察市场的估值分布结构。

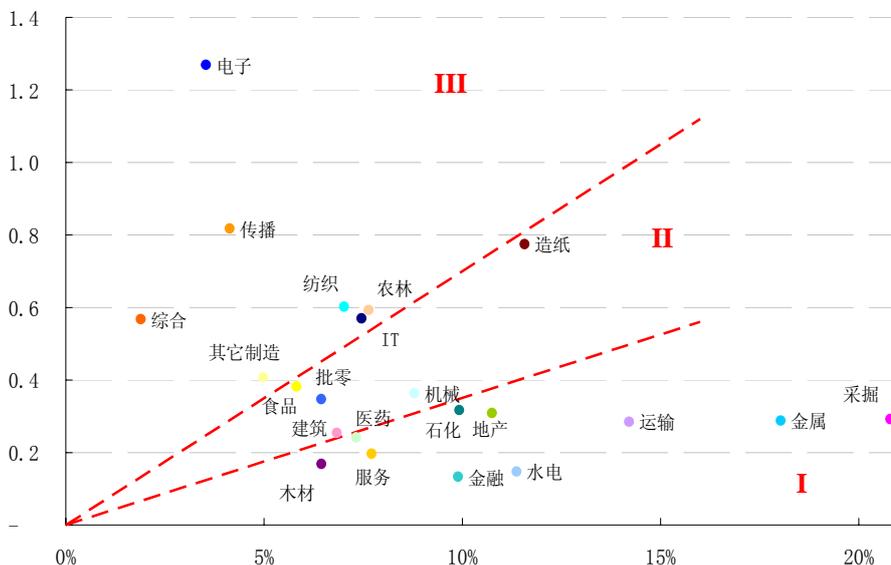
图 4-22:
各行业风险溢价与 ROE
单位波动分布图

(2006 年 9 月 29 日)

注:

ROE 的单位波动 =
标准差 ÷ 均值

区域 I 代表“相对低估”,
区域 III 代表“相对高估”,
区域 II 代表“估值合理”



9 月 29 日的行业 (证监会行业分类, 22 个行业) 估值分布如图所示。我们用图中的两条红线划分了三个区域: 区域 I 内的各行业 ROE 波动较低, 却被赋予了相当高的风险溢价, 意味着这些行业相对市场而言被低估; 分布在区域 III 的各行业之 ROE 波动较高, 而风险溢价却没有相应体现, 说明这些行业的估值相对偏高; 而两条射线之间的区域 II 里, 各行业的 ROE 波动和风险溢价相对较为匹配, 表明估值相对合理。

图 4-23:
各行业风险溢价与 ROE
单位波动分布图
(2006 年 12 月 20 日)

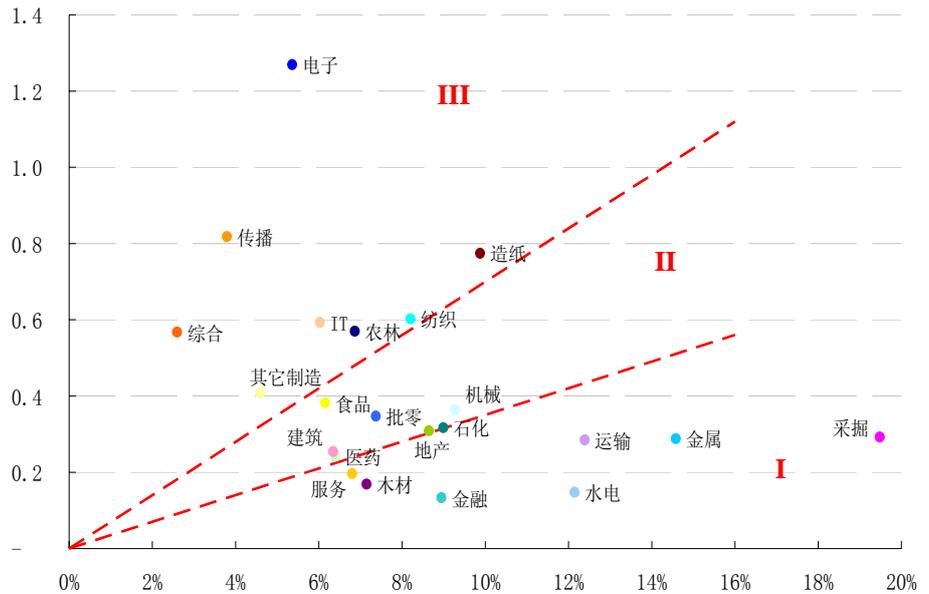


表 4-3:
行业风险溢价水平与市
值对照表
(2006 年 12 月 20 日)
注:
9 月 29 日至 12 月 20 日,
估值如有提高, 则标示为+

行业	代码	公司数	最近市值	平均市值	变动
相对低估					
水电	D	46	991	21.5	-
金融	I	6	2,199	366.5	+
采掘	B	20	751	37.6	+
金属	C6	85	2,292	27	+
运输	F	41	1,074	26.2	+
木材	C2	3	32	10.6	-
服务	K	24	434	18.1	+
相对合理					
石化	C4	88	1,093	12.4	+
地产	J	24	1,053	43.9	+
医药	C8	62	762	12.3	+
机械	C7	112	1,853	16.5	-
建筑	E	19	198	10.4	+
批零	H	56	910	16.3	-
食品	C0	30	1,092	36.4	-
相对高估					
纺织	C1	36	369	10.2	-
造纸	C3	15	181	12.1	+
农林	A	21	219	10.4	+
其它制造	C9	10	94	9.4	+
IT	G	39	1043	26.8	+
传播	L	3	112	37.5	+
综合	M	34	715	21	-
电子	C5	24	281	11.7	-

尽管 10 月以来，股指大幅上涨，但图示结果表明，12 月 20 日的估值行业分布结构与 9 月 29 日相比，并无显著变化：仅是金融、金属、采掘等个别行业的估值有一定提升，但水电行业的相对低估程度甚至加剧了。

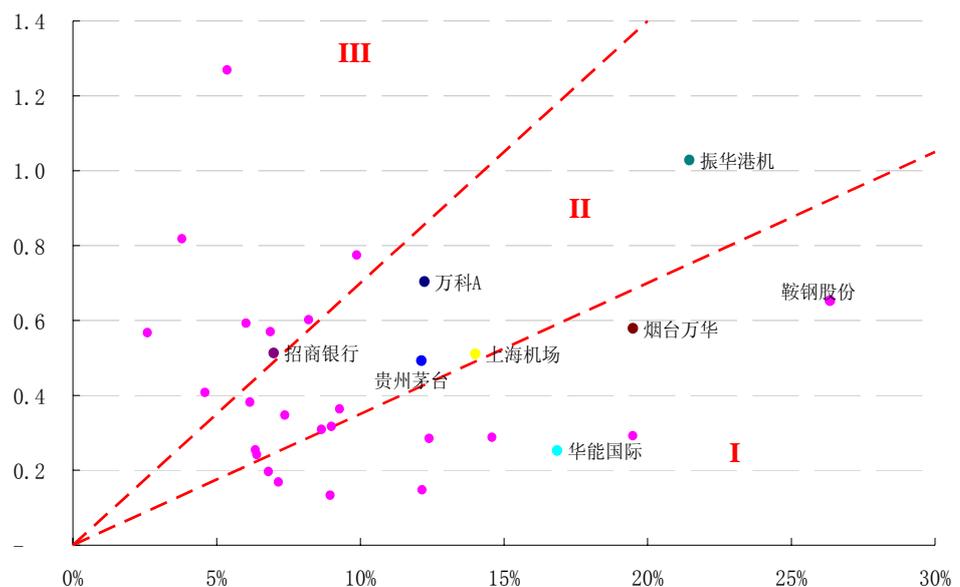
我们进而把 22 个行业按照 12 月 20 日的 ROE 波动性相对风险溢价的比值（即斜率）从低到高排列，按顺序区分出 7 个相对低估的行业、7 个估值相对合理的行业和 8 个相对高估的行业。

进一步计算各行业中公司的平均市值规模，无疑可以发现一个现象：即低估行业的平均市值普遍较高，仅规模较小的木材行业略高于 10 亿元；而高估行业的平均市值则普遍较低，仅传播和 IT 行业超过 20 亿元。

这其实表明，A 股市场的投机性仍然较强的现状——仅仅因为公司市值较大，就赋予了较高的风险溢价。事实上，上市公司回报股东的能力与其规模并没有显著的联系，反而是规模大的公司由于行业地位突出、竞争优势明显，更容易获得稳定高额的收益。

进一步地，我们考察了市值最大、竞争力最强、资质最优异的行业龙头公司。仍然沿用上述分析框架，我们把 8 支行业龙头股的 ROE 波动—风险溢价关系置身于估值的行业分布结构中，可以看到仅是招商银行经大幅上涨之后，刚刚越过了估值合理的区域 II 的上限；而烟台万华、鞍钢股份和华能国际等 3 支被显著低估，其它 4 支也只是估值相对合理。

图 4-24:
龙头公司风险溢价与
ROE 单位波动分布图
(2006 年 12 月 20 日)



所有这些测算结果均显示，市场的估值结构仍有大幅改进的空间：仍是基于机构投资者的日渐壮大、大盘蓝筹公司渐成主导等背景变化，我们有理由期待更大市值规模公司享有更低水平的风险溢价，市场的潜力其实不可限量。

三、期指：套利投机均能各得其所

股指期货的推出无疑将给投资者带来新的投资机会。我们认为，不仅高风险偏好者可以大展身手，而低风险偏好者也可以自得其所。

1、套利组合：超越安枕无忧

我们认为，通过“卖空期指”+“买入现货”套利的机会将极其可观。显然，完全复制沪深 300 指数的套利操作几乎不具现实意义。买入中证 100 指数的 ETF，或是上证 180 指数及深证 100 指数 ETF 的某种组合，自然也是可行之道。一个自然的问题是，有没有更好的办法？

为此，从沪深 300 指数成分股中，我们构建了三个组合（工行和中行的序列数据很少，选取股票并未考虑）：

1) 权重 30: 权重占比前 30 名的成分股；

2) 红利 30: 权重占比前 60 名的成分股中，股息率最高的 30 名；

3) 超越 30: 权重占比前 60 名的成分股中，综合考虑各个股票的流动性、beta 值、与沪深 300 指数以及其所在板块内公司之间的相关性、行业覆盖程度后选取的 30 名。

需要解释的指标是，

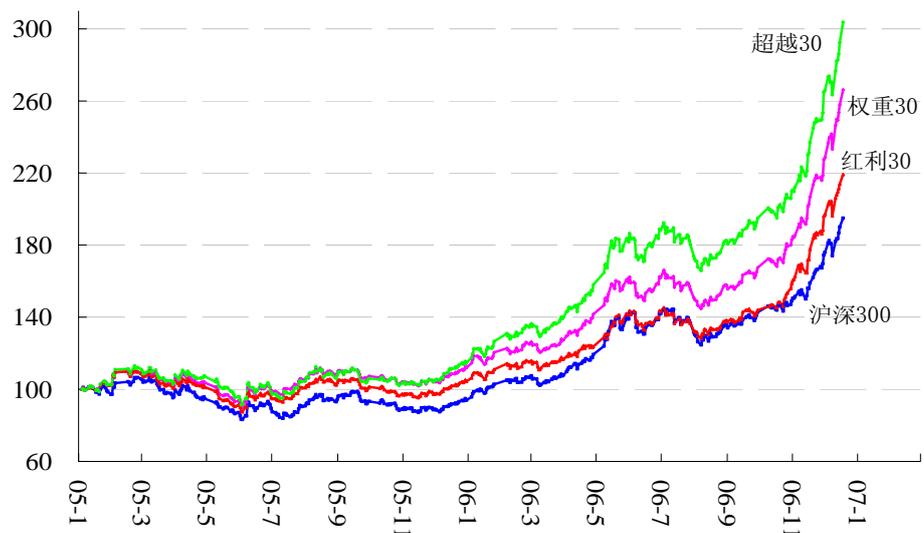
1) 流动性: 把某支股票样本区间的日收益率分成上涨和下跌两部分，通过收益率与成交量的量化关系，得到关于涨跌两阶段的流动性的刻画。

2) 股息率: 对某支股票 2005 年和 2006 年的股息率进行加权平均，2005 年和 2006 年的权重分别为 0.4 和 0.6，然后对各个股票的股息率按高低顺序进行排名。

3) Beta 值: 股票的日收益率对沪深 300 指数日收益率的回归系数。

由此，我们按分级靠档加权的原則，考察了组合在 05 年 1 月 4 日至 06 年 12 月 20 日间的收益表现。

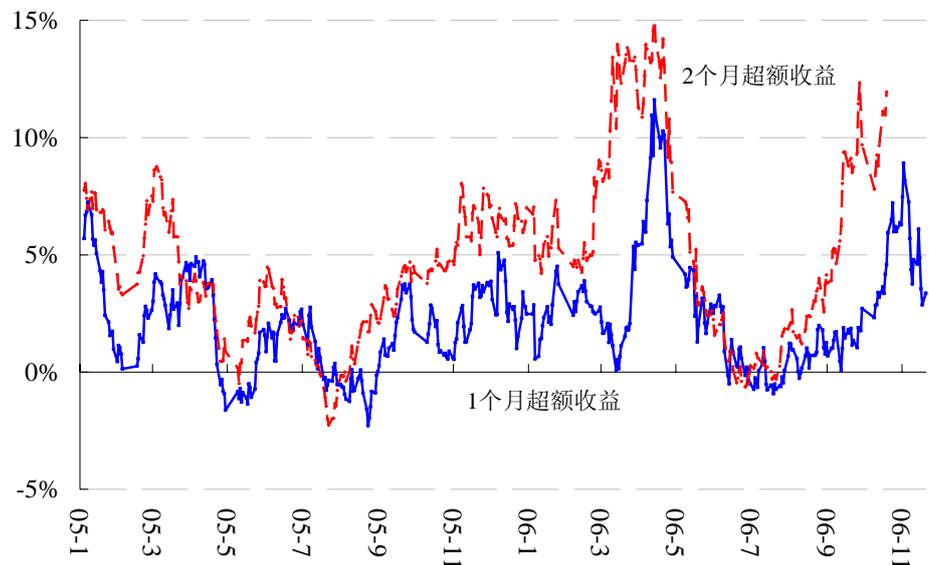
图 4-25:
不同组合的历史表现
(05 年初-06 年 12 月 20 日)
注:
组合价值以 05 年初为 100



图示结果显示，超越 30 组合的表现最为突出。相比较而言，红利 30 组合，即使在分红密集的 5-7 月份，也未曾有出色的表现。

因此，我们初步认为超越 30 是较好的套利操作组合选择。考虑到套利的具体实施中，等权重的配置原则显然更容易操作。为此，我们按等权重原则重新测算了“超越 30”指数，并测算了其自 05 年 1 月至 06 年 11 月期间的一个月期、两个月期和三个月期的累积超额收益率。

图 4-26:
超越 30 组合之 1 个月和
2 个月的超额收益
(05 年初—06 年 12 月 20
日)



结果表明，一个月期和两个月期的累积超额收益率平均值分别为 2.28%、4.74%。图形显示，持有一个月或者两个月“超越 30”组合在多数情况下能获得超额收益，但在某些时点上也有超额收益为负的风险。

而三个月期的平均累积超额收益率均值高达 7.44%。更为重要的是，图形显示出，三个月期的超额收益从未出现过负值。

这无疑意味着套利操作，可以期待实现安枕无忧的超额收益。

图 4-27:
超越 30 组合之 3 个月的
超额收益
(05 年初—06 年 12 月)



2、操纵组合：四两可拨千斤

期指交易必然会有多空激烈博弈，可以说，高效率地拉升或打压指数是博弈双方的基本诉求。

为此，我们详尽考察了沪深 300 指数各成分股的流动性，考虑到指数的定期调换，我们关注的焦点在于权重前 200 名的成分股，并找出其中流动性最差的 30 只股票，构建了“动感 30”组合。

我们的测算表明，拉升沪深 300 指数同等涨幅，买入“动感 30”指数成分股，较之买入沪深 300 所有成分股，平均每股所需的资金量仅为 40%，效率有明显提升。

由此可见，“动感 30”组合显然是多空双方都不容错过的选择。

表 4-4：
各组合前十大权重股票

红利 30		超越 30		动感 30	
000002	万科 A	600016	民生银行	600694	S 大商
600019	宝钢股份	000002	万科 A	000895	S 双汇
600028	中国石化	600028	中国石化	600585	海螺水泥
600050	中国联通	600000	浦发银行	600143	金发科技
600900	长江电力	000858	五粮液	600415	小商品城
600005	武钢股份	600005	武钢股份	000869	张裕 A
600015	华夏银行	002024	苏宁电器	600456	宝钛股份
000039	中集集团	600015	华夏银行	600739	辽宁成大
600104	上海汽车	000039	中集集团	600653	申华控股
600642	中能股份	600104	上海汽车	600361	华联综超

附注：

本文数据的主要来源为：

- 1、国家统计局、人民银行、商务部
- 2、国际货币基金、世界银行、亚洲开发银行、欧洲央行
- 3、美联储、美商务部、美劳工部、美财政部、美农业部
- 4、日本央行、日本内务府、韩国央行、印度央行、英国央行
- 5、国泰君安数据库、CEI、Bloomberg

附表 1、各大类行业的资产、收入、利润及从业人员的占比，以及息税前利润率、债务成本率和资产负债率

注：全部工业企业的 39 个大类行业中，共计剔出了 7 个大类行业：规模过小的其他采矿业、工艺品及其他制造业、废弃资源和废旧材料回收加工业；行业性质特别的烟草制造业；以及政府管制的电力、热力的生产和供应业、燃气生产和供应业、水的生产和供应业。但增补了电力生产这 1 个二类行业。

		总资产	销售 收入	从业 人员	息税前 利润	息税前 利润率	债务 成本率	资产 负债率
采 掘 类	煤炭开采和洗选业	4.2	2.4	6.5	2.3	7.3%	1.7%	62.0%
	石油和天然气开采业	3.1	2.8	1.2	21.1	56.3%	1.0%	36.9%
	黑色金属矿采选业	0.5	0.4	0.6	0.8	11.9%	2.1%	51.5%
	有色金属矿采选业	0.5	0.6	0.6	1.8	30.6%	2.5%	49.1%
	非金属矿采选业	0.3	0.3	0.6	0.4	10.9%	2.7%	53.8%
合计		8.7	6.6	9.6	26.4	24.0%	1.5%	51.3%
原 材 料	石油加工、炼焦及核燃料加工业	3.0	5.3	1.1	-2.6	-6.8%	2.0%	62.4%
	化学原料及化学制品制造业	7.2	7.1	5.1	6.7	7.9%	2.6%	57.0%
	黑色金属冶炼及压延加工业	9.1	9.1	4.3	7.9	7.2%	2.1%	62.1%
	有色金属冶炼及压延加工业	3.3	4.3	2.0	4.8	12.2%	2.6%	63.8%
合计		22.6	25.8	12.5	16.9	5.9%	2.2%	60.8%
中 游 制 造 业	橡胶制品业	0.9	0.9	1.2	0.7	6.6%	2.7%	60.2%
	塑料制品业	2.0	2.1	2.8	1.6	6.6%	2.3%	57.2%
	非金属矿物制品业	4.6	3.9	6.2	3.5	6.2%	2.7%	60.3%
	金属制品业	2.3	2.8	3.5	2.1	7.7%	2.2%	58.5%
	通用设备制造业	4.6	4.6	5.5	4.5	8.1%	1.6%	62.2%
	专用设备制造业	3.0	2.6	3.4	2.4	6.7%	1.4%	63.0%
	交通运输设备制造业	7.6	6.8	5.4	5.3	5.7%	1.2%	61.9%
	电气机械及器材制造业	5.2	6.0	5.8	4.5	7.2%	1.8%	62.1%
	通信设备、计算机及其他电子设备	8.3	11.2	7.2	5.6	5.6%	0.9%	62.9%
	仪器仪表及文化、办公用机械	1.0	1.1	1.4	1.0	7.7%	1.0%	57.0%
	电力生产	8.7	2.7	1.6	6.7	6.5%	3.5%	66.0%
合计		48.1	44.8	44.0	37.9	6.2%	1.8%	62.3%
下 游 消 费	农副食品加工业	2.6	4.3	3.4	3.0	9.7%	3.3%	57.9%
	食品制造业	1.5	1.6	1.8	1.5	8.4%	2.3%	55.7%
	饮料制造业	1.6	1.4	1.3	1.8	9.1%	1.7%	53.3%
	纺织业	4.7	5.2	9.0	3.6	6.2%	2.8%	61.4%
	纺织服装、鞋、帽制造业	1.4	2.0	5.4	1.4	8.1%	2.3%	56.3%
	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0.9	1.4	3.5	1.0	9.3%	2.6%	58.5%
	木材加工及木、竹、藤制品业	0.6	0.8	1.3	0.6	8.0%	3.0%	56.7%
	家具制造业	0.5	0.6	1.1	0.4	7.2%	2.4%	56.7%
	造纸及纸制品业	2.1	1.7	1.9	1.7	6.7%	3.0%	61.1%
	印刷业和记录媒介的复制业	0.8	0.6	1.0	0.6	6.4%	1.7%	52.0%
	文教体育用品制造业	0.5	0.6	1.7	0.3	5.7%	2.0%	54.7%
	医药制造业	2.5	1.6	1.9	2.2	7.2%	2.5%	51.5%
	化学纤维制造业	1.1	1.1	0.6	0.6	4.5%	3.1%	61.4%
	合计		20.7	22.9	33.9	18.7	7.1%	2.6%