

人民币升值背景下看中国股市

2007-4-20

在人民币升值的大背景之下，A股市场到底能涨多高？是大家关心的一个话题。曾经发生在海外市场的故事也屡屡被拿来与中国当前股票市场繁荣进行比较。

事实上，不存在这样一个模型，可以测算出股市的上涨幅度，因为它需要作大量的前提假设，即使测算出来，也会显得相当幼稚，但是，尽管不能作简单类比，已经发生的故事并不失其借鉴价值。在日本、韩国、印度和我国台湾地区的本币升值过程中，都出现估值提升和盈利增长同步的牛市特征。日本日元升值持续时间约有5年，期间日经指数涨幅达5倍，韩国韩元升值持续时间约有5年，期间韩国指数涨幅达7倍，台湾台币升值持续时间约有5年，台湾指数涨幅达到17倍。其后泡沫破灭，市场调整也持续很多年。

可以说，本币升值背景下的股市涨幅是一个多变量函数，它与维系出口竞争力所允许的最大升值幅度、升值时期长短、国家经济规模大小、资本市场容量、产业结构特征等因素有关。比如日本升值幅度大，但是市场涨幅没有台湾高，主要原因应该与日本经济规模大、证券市场容量大有关。

总体上说，当前中国的资产价格繁荣所处的大环境与上世纪80年代的日本有一定的相似性。这种相似性主要体现在经济长期繁荣、乐观情绪与资产价格重估。而日本股市泡沫破灭的直接原因在于日元短期内大幅升值使得日本出口受阻，形成所谓的“国贵萧条”进而带来经济下滑，这一点在中国目前还完全没有类比性。另外，日本当年已经基本上走完了工业化、城市化过程，实体经济对资金的吸收能力下降，从而造成泡沫的集中涌现和急剧破灭，而当前中国的工业化和城市化进程还远未结束，实体经济对于资金的需求是巨大的，这一点决定了中国股市不会重蹈日本覆辙。

当然，市场走向还需要市场资金的认同和配合。仅从主力资金上说，就存在诸多不同的利益追求：一些是为了获取中国企业长期成长带来的回报，另一些希望在企业长期成长的回报和人民币升值的空间上双重获益，还有一些有投机偏好的资金试图获得市场情绪化波动带来的博弈差价。如此众多不同利益追求的资金一起混战，就决定了市场的走向一定是曲折而复杂的。

在人民币升值背景下，一些行业的发展容易取得超出多数投资者预期的业绩。比如，外贸顺差和低利率环境会促进境内资产的重估，地产首当其冲。而土地价格上升会改善银行部门的盈利能力，原因在于土地是银行部门最重要的抵押品，土地价格上升会改善银行抵押品的质量，降低拨备压力，并增强银行的放贷能力。再比如商业百货行业受益程度也会超出市

市场预期，一方面土地价格的上升提高了这些行业的进入成本，一方面土地价格上升和租金的上涨会推动企业利润的增加。

再有，流动性充裕和 A 股对外开放背景下的内外资并购将层出不穷。低利率环境下，流动性过剩反映到企业微观层面就是累积利润与现金上升。企业现金储备丰裕意味着分红能力强，除了能实施股份回购外，还能促进兼并收购或者成为被收购目标。这往往也是牛市环境下的必然现象，在 A 股市场日益开放的今天，内外资并购将是活跃资本市场的重要题材。这些都应该引起投资人充分关注。

作者：尤旭东 **来源：**证券时报

责任编辑：赵智生