

股市何以至此？将去向何方？*

在不到一年时间里，中国上证指数从 2000 点左右攀升至 4400 点上下。在宏观经济增长低迷的背景下，A 股市场何以一飞冲天？本轮上涨行情将会持续多久？未来将掉头向下还是震荡向上，抑或是横盘整理？笔者将在本文中试图解释股市何以至此，并斗胆预测股市将去向何方。

最近微信上流传着一个段子。什么时候村子里的赌博活动会热火朝天呢？这通常是经济凋敝，村民们找不到工作，从而成天只能在村头聚众赌博。这个段子虽然戏谑，然后也反映出一个真实的问题，即本轮股市暴涨与 2005 至 2007 年期间股市暴涨存在根本性的不同，后者是在经济增速处于高位的背景下产生的，而前者是在经济增速不断下行的背景下产生的。换言之，股市的火爆与基本面的低迷之间存在鲜明的反差。

股市被称之为经济的晴雨表。按理说，股票价格指数或者是经济活动的先行指标，反映了金融市场对实体经济的预期，或者是经济活动的同步指标，股市涨落与经济增长强弱之间存在显著的正相关。那么，为什么这次股市上涨与经济基本面背道而驰呢？这种缺乏经济基本面支撑的牛市行情，究竟能够持续多久？

股市何以至此的原因之一，是大量流动性涌入股市，推动着股指的迅速上涨。流动性股市的逻辑有三。其一，由于经济增速不断走低，央行被迫从定向宽松转向全面

* 本文发表于《彭博商业周刊》。

宽松，降准与降息的周期已经启动。但实体经济短期内难以好转，大量新释放的流动性因此转入股市。这一逻辑恰好可以解释股市上涨与基本面低迷的背离；其二，过去 10 年中吸纳了大量流动性的房地产市场，从 2013 年期开始持续下调，这导致大量流动性开始从房地产市场撤离，转而进入了股票市场；其三，自 2010 年以来，大量资金被投入到以银行理财产品与信托产品为标志的影子银行体系。但随着针对影子银行体系的监管日趋严格，以及刚性兑付的局面被逐渐打破，投资者开始从影子银行体系中转移出来，部分流动性再次进入股市。

股市何以至此的原因之一，是在长期低迷之后，中国 A 股市场的估值水平处于历史性低位。在去年年底股指上涨之前，上证 A 股的整体市盈率不足 10 倍，金融股的市盈率不足 8 倍、市净率甚至低于 1 倍。这种估值水平不仅显著低于当前国际平均水平，而且显著低于中国股票市场的历史水平。在大量流动性追逐超额收益的背景下，A 股市场超低估值的“价值洼地”注定会被填平。

股市何以至此的原因之三，是过度供给的状态已经被供需平衡甚至供给不足的状态所取代。从 2009 年至 2014 年上半年，中国经济全球一枝独秀，中国市场上并不缺乏流动性，但中国 A 股市场一直没有起色。笔者认为，最重要的原因之一，是该期间内存在股票的过度供给。故事的前半段是全流通改革（2009 年至 2011 年），故事的后半段是银行再融资（2011 年至 2013 年）。这两个故事均意味着股市上的大量股票供给。幸运的是，这两个故事到 2013 年年底已经基本上结束。过度供给状态被改变自然意味着股市走向的转变。

股市何以至此的原因之四，是中国政府在当前非常期望股市能够恢复正常的融资功能，以及股市能够步入持续牛市。其一，当前实体经济融资难、融资贵的问题非常突出。造成中小企业融资难、融资贵的原因固然有很多，但股市融资功能丧失导致直接融资体系瘫痪，导致各类企业过于依赖银行间接融资，是至关重要的原因之一。因此，恢复股市的融资功能，有助于切实降低融资难、融资贵的问题；其二，中国社保体系存在巨大的资金缺口。有建议指出，可以允许社保基金将更大比例资金投资于股市（尤其是地方社保资金），通过股市持续上涨来消除资金缺口。中国政府从股市的中立第三方转变为利益相关者，这自然意味着政策层面上股市的利好。

以上四个原因能够大致解释为何中国股市能够在基本面恶化的情况下一路飙升。那么接下来的问题是，本轮股市的上升行情能够持续多久呢？其实，以上四个因素也

可以用来预测未来股市的走向。

其一，未来流动性的状况将影响股市走势。如果央行依然试图实施中性的货币政策，那么流动性故事就可能告一段落。而如果央行仍将继续实施全面宽松的货币政策，那么流动性故事就可能再持续一段时间。此外，值得关注的是两个流动性的漏出。第一，短期资本持续外流可能导致流动性水平的下降以及银行间市场利率水平的上升，其是否能够持续倒逼新的货币政策宽松，存在一定的不确定性；第二，如果实体经济活动有所复苏，这可能导致部分流动性从股市流向实体经济，从而降低股市的潜在流动性水平。换言之，如果资本持续外流，或实体经济显著好转，那么流动性故事可能难以为继；

其二，超过 120% 的股市涨幅，已经使得中国 A 股市场的估值不再显著低估。尤其是整个创业板市场以及部分中小板股票的市盈率已经上升到不可持续的水平。因此，低估值的故事在未来不再是推动股市进一步上升的主导性力量。当然，这并不排除部分估值偏低的行业向市场平均估值回归的可能性。

其三，随着股市行情的日趋火爆，不排除证监会开始通过增大 IPO 规模来平抑股价上涨的可能性。但如果 IPO 规模或再融资规模控制不好，那么可能重新将供需平衡的格局转变为供大于求的格局。换言之，未来供给面的变化可能造成股市的调整。

其四，政府的态度可能发生转变。如果说，过去两年，政府非常期望股市能够上涨，以恢复正常的融资功能的话，那么随着股市的过快上涨，政府关注的焦点，很可能转变为防范股市出现新的泡沫。因此，如果说过去一段时期出台的政策总体上倾向于支持股市上涨的话，那么未来一段时期出台的政策总体上则可能会抑制股市过快上涨。

综上所述，笔者并不认为，本轮上升行情已经结束。然而，与 2000 点、3000 点的水平相比，未来的股市走向将会面临越来越大的不确定性。一方面，如果未来股市继续快速上升，那么牛市终结的时点就可能来得更快。而如果股市经历较大幅度的震荡调整的话，那么牛市可能再持续一段时间。另一方面，流动性的变化与实体经济的变化也会深刻影响股市的走向。

如果上述判断是正确的话，那么笔者对中小投资者在下一阶段的投资建议将是：第一，一定要控制好自己的仓位与杠杆，不要期望从股市上持续赚钱；第二，适当减持小盘股与进攻性股票，可继续持有低估值的蓝筹股与指数基金；第三，密切关注流

动性状况、房地产市场与实体经济走势。一旦房地产市场开始回暖、实体经济开始企稳，那么就应该当心股市的深幅调整。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。