



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007年第1期(总第157期)

2007年1月5日

中国股票市场繁荣上行的分析 与后市走好的思考（上）

中国社会科学院金融研究所 王国刚

海通证券研究所 何旭强

2005年5月，股权分置改革迈开了中国股票市场基础性制度改革的第一步，此后，股票市场的一系列新制度新政策陆续出台，为完善股市的制度性基础设施奠定了必要的条件。在此背景下，监管重心、市场环境、投资者结构、投资理念等方面发生重要嬗变。另一方面，尽管为了防范经济增长、投资增长和信贷增长等过速，宏观调控部门出台了一系列措施，但流动性过剩状况依然严重，这给股市的快速上

行提供了资金方面的支持。再一方面，在经济又好又快发展的支持下，人民币稳步升值，也给股市走强以重要的支撑。在这些条件下，中国股市在 2006 年走出了气势如虹的上涨行情。2005 年 12 月 30 日，上证指数报收 1161 点，但 2006 年最后一个交易日（12 月 29 日）则收盘于 2675 点，全年大涨超 1514 点，不仅在 12 月 14 日冲破了 16 年来的最高点（2245.55 点），而且全年涨幅表现位列全球资本市场之首。

一、2006 年股票市场的基本走势

2006 年的中国股市走势大致可分为三个阶段：

第一阶段，从 1 月份至 5 月 16 日，上证综指从 1100 多点上涨至 1664.09 点，为股价回归推动股市上行的阶段。在此期间，股权分置改革的效应开始释放，一大批已完成股权分置改革的上市公司股票价格快速回升，其中，相当一部分的股价出现了翻倍现象，一些新实施股权分置改革的上市公司股价在复牌当日就出现了填满权的现象。之外，伴随着国际市场上能源与原材料价格的暴涨，A 股市场上有色金属和新能源板块的股价也急速上行，相当多的有色金属和新能源产业中的上市公司股价涨幅达到 3 倍以上；同时，因为对股权分置改革后注入优质资产的预期，军工板块的股值不断得到挖掘，投资者表现出了极高的投资热情。

第二阶段，从 5 月 16 日至 8 月 7 日，上证综指最高达到 1757.47 点、最低回调至 1512.52 点，为大涨之后的震荡整理阶段。在此期间，市场也出现一些新的变化：一是股权分置改革基本完成之后，实行新老划断政策，新股开始发行，通过 IPO 发股融资的新上市公司功能登场，由此，要求投资者和股市进行调整；二是中国银行上市，标志着大盘股发行的启动 H 股回归 A 股的政策开始实施，这也要求投资者和股市进行适应性调整；三是广发证券借壳延边公路，以迂回方式实现股份上市，由此，券商借壳上市成为股市的一个热点题材；四是上港

集团整体上市方案亮相，强化了投资者对上市公司整体上市的预期等。

第三阶段，从8月8日至12月29日，上证综指从1547点一路推升到2657点，为股市高涨阶段。这一时期的股指高涨，以投资者对股指期货的推出和人民币明显升值的预期为背景，以大盘蓝筹股和银行、地产等产业中上市股票引领为特征。其中，以工商银行、中国石化、宝钢为代表的大盘蓝筹股成为股市高涨的真实主力，所谓“大象起舞”，成为中国A股市场上一个标志性现象。从统计数据看，以工商银行和中国银行上市后的低点计算，累计涨幅分别达到95.69%和67.08%，这两家银行带动上证综指上涨了543点，占上证综指全年1514.41点涨幅的35.86%，成为12月份股指进一步高位上涨的主要推动力；同时，由于人民币浮动区间扩展引致了升值预期提高，银行和地产等股票成为投资者集中投资的对象。在一路上行的多方强劲推动下，一个个股指的历史高位被相继突破，股指回调的最长调整时间不超过3天，最大调整幅度不超过3%，这在16年的股市走势中是绝无仅有的现象。

在这个过程中，对中国股票市场的发展而言，具有标志性意义的事件主要有三：第一，股权分置改革基本完成，既扫除了中国股市发展道路上一个重要的制度性障碍，也为股票市场的进一步发展奠定了必要的基础性条件。第二，工商银行的A+H同步发行成功。工商银行是全球历史上最大规模的IPO，成功平稳登陆A股市场，标志着中国A股市场的容纳力有了质的飞跃。此后，大盘蓝筹股纷纷上市，大蓝筹从H股回归A股的速度也明显加快，中国银行、广深铁路、中国人寿也已经相继回归A股市场。大盘蓝筹股的迅速增加，为A股市场的稳步发展夯实了基础。第三，推出股指期货的政策已明朗。股指期货和融资融券两大金融创新举措在政策上均已破题，这将进一步推进中国股市的繁荣和成熟。

二、证券投资基金的跨越式发展

证券投资基金是中国股市的主要机构投资者。在股市高涨的推动下，2006年，证券投资基金实现了跨越式发展，主要表现有五：

第一，基金规模迅速扩大。2006年共有90只开放式基金成立，首发总规模达到3947.31亿元。与此相比，2001-2005年的5年间，先后成立的165只开放式基金的首发总规模才4067.77亿份，因此，2006年开放式基金1年的首发总规模就接近前5年的总和。另一方面，单只基金的规模也在迅速扩展，涌现出一批百亿元规模的投资基金。2006年发行的偏股型基金平均首发规模达到46.36亿，比2005年增加了近5倍；同时，大比例分红净值归一的老基金同样受到投资者青睐，南方和易方达基金公司各有一只老基金持续销售后规模突破百亿。这些新基金成为推动A股市场持续上涨的重要力量。2006年3月以后，投资基金发行规模快速扩大，虽然在6-10月份有所调整减少，但10月份以后，再次快速增加。这是引致城乡居民储蓄存款新增额在10月份绝对值减少的一个重要因素。

第二，基金品种之间出现明显分化。随着股指不断上扬，偏股型基金受到投资者集中关注。2006年共有68只偏股型基金成立，首发总规模为3152.70亿元，较2005年增长了742.89%。与偏股型基金相比，其他类型的基金发展则较为缓慢，其中，新设立的货币基金14只，首发总规模为426亿元；债券型基金7只，首发总规模为302.31亿元；保本型基金1只，首发规模为25.18亿元。

第三，基金的投资能力重新获得投资者认可。截至2006年12月22日，包括封闭式基金在内，具有可比数据的175只偏股型基金平均累计增长率达到了96.37%，其中，累计净值增长率超过100%的基金高达75只；排在前三位的景顺长城内需增长、上投摩根中国优势、上投摩根阿尔法等3只基金的累计净值增长率则高达150%以上。新成立的开放式基金总认购户数接近800万，基金被投资者广泛认同。

第四，围绕“高净值”，基金营销的创新不断。2006年中期，基金管理公司推出了“基金分拆”、“基金复制”两大创新产品，南方稳健二号和富国天益分别成为第一只复制基金和第一只拆份基金，随后其他基金管理公司也推出了复制或者拆分基金，分别获得了数十亿份的认购，不仅丰富了基金产品类型，而且大大促进了基金销售。四季度以后，大比例分红净值归一的老基金受到投资者欢迎，十几家基金管理公司将其管理的业绩优异且规模相对较小的基金进行大比例分红（其中，华安宝利配置的每10份分红10元），基金单次分红比例记录一次又一次被打破，大大激励了投资者认购证券投资基金的热情，有效推动了净值归一老基金新增资金规模的扩展，有两只老基金新增规模甚至超过百亿元。各基金管理公司推出的“高分红+费率优惠+限量销售”三管齐下销售策略取得了明显成效。

第五，基金的“封转开”。2006年首批封闭式基金到期，将封闭式基金转为开放式基金（既“封转开”）成为基金持有人与基金管理公司的共同选择。最先到期的基金——兴业基金在完成“封转开”全部程序后又新募集了18亿份，这一效应给其他的封闭式基金以积极影响，由此，随后到期的同智、景业等基金的“封转开”方案也获得基金持有人大会的顺利通过。

三、证券公司全行业大转折

2004年10月之后，中国的证券公司经历了1年多的艰难调整，2005年全行业继续亏损，但2006年，在股市一路上行的背景下，中国的证券公司的面貌焕然一新，不仅扭转了经营状况多年持续亏损的局面，而且有效展开了业务转型，鉴此，可以说，2006年是中国证券公司经营运作的转折之年。这些转折主要表现在下述四个方面：

第一，综合治理取得明显成效，证券公司主要风险指标大幅下降。自2004年10月以后，在券商风险处置过程中，有关部门协同各方力量共同推进证券公司的调整工作，主要形成了7种风险处置模式，即

股权转让、增资扩股、吸收合并、证券类资产出售、关闭、撤销和破产重整。其中，除关闭、撤销两种方式外，大多数券商采取了股权转让及增资扩股方式解决历史遗留问题。根据中国证监会的统计，截至2006年12月初，共有30家高风险和严重违规的证券公司在综合治理过程中得到稳妥处置，全行业共化解客户交易结算资金缺口、违规理财、挪用债券和股东占用资金等历史遗留风险指标总体压缩了90%，证券业经营秩序显著改善。到2006年11月底，证券公司数量已从2004年的130家下降至108家，其中，获得创新试点资格的证券公司18家，通过规范类评审的29家，创新类和规范类券商总数占证券公司总数的45%左右。

以7月20日证监会发布《关于发布证券公司净资本计算标准的通知》和《证券公司风险控制指标管理办法》为标志，以净资本为核心的风险监控和预警制度在2006年逐步建立，未来券商的业务种类、业务规模将与净资本水平动态挂钩，净资本的大小在很大程度上决定着券商能否在行业竞争中抢占先机。

第二，扭亏为盈。2006年，证券公司扭转了连续4年的全行业亏损局面，营业收入和盈利水平均创下历史新高。2006年上半年，证券公司共实现营业收入231亿元，利润123亿元，盈利公司93家；估计到2006年底，营业收入和盈利数额还将增加1倍以上。

第三，金融创新推进业务转型。2006年，证券公司积极展开了客户资产管理、权证创设、资产证券化等创新业务，由此逐步改变了证券公司的盈利结构。尤其是券商的资产管理业务获得较大发展，目前市场上共有22只券商集合理财产品，总规模已近300亿元，其中，偏股型集合理财产品11只，债券型与货币型集合理财产品11只，规范的券商集合理财产品正逐渐成为中国证券市场的重要投资力量。

券商开发的资产证券化产品获得了明显进展。2006年，招商证券的华能澜沧江水电项目、广发证券的莞深高速项目、国泰君安의浦

东建设 BT 项目、东方证券的远东租赁项目等一批创新产品，为证券公司拓展资产证券化业务积累了宝贵的经验，也为收入和盈利的多元化探索了新的道路。

第四，证券公司的股份上市。2006 年，已有多家创新类和规范类券商着力谋求通过借壳或 IPO 等方式实现股份上市。在证券业全面复苏和净资本管理的背景下，通过上市增加资本实力，以求扩展市场份额和获得竞争优势，做大做强，已成为许多券商的发展战略的主要选择之一。与此同时，监管部门业明确表示，支持证券公司做优做强，支持合规证券公司通过上市融资、定向增资、引入战略投资者等途径充实资本。具体的实例包括：9 月 11 日，广发证券公告借壳延边公路实现上市。10 月底，S 成建投披露，国金证券借壳 S 成建投，实现整体上市；国金证券成为首个规范类券商借壳上市案例；海通证券借壳都市股份也在年底进行了正式的信息披露。此外，东北证券借壳 S 锦六陆、西南证券借壳*ST 长运、国海证券借壳*ST 集琦等信息也相继传出。除了借壳之外，一些近年来保持持续盈利的证券公司把 IPO 作为了上市的第一目标。

(未完待续)

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn