



hopefuls.cn
乐观财经



「透视繁荣」

资产重估深处的忧虑

高善文 著

- 2004、2005、2006年连续3年最佳宏观经济分析师。
- 贸易顺差、人民币升值、经济发展给普通投资者带来什么机会？
- 资产重估条件下，中国普通百姓应该如何配置人民币资产。



中国市场出版社
China Market Press

「透视繁荣」

资产价格泡沫背后的忧虑

刘洪玉 著

本书从资产价格泡沫的成因、特征、危害等方面入手，对当前我国资产价格泡沫的形成机制、发展现状、潜在风险进行了深入分析，并提出了相应的防范和化解措施。本书可作为金融、经济、管理等领域专业人士的参考读物，也可作为高等院校相关专业师生的教学用书。



透视繁荣

资产重估深处的忧虑

高善文著

中国市场出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

透视繁荣：资产重估深处的忧虑/高善文著. —北京：中国市场出版社，2007.10
ISBN 978-7-5092-0210-4

I.透… II.高… III.股票—资本市场—研究—中国 IV.F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 156718 号

书 名：透视繁荣：资产重估深处的忧虑

作 者：高善文

责任编辑：胡超平

出版发行：中国市场出版社

地 址：北京市西城区月坛北小街 2 号院 3 号楼 (100837)

电 话：编辑部 (010) 68012468 读者服务部 (010) 68022950

发行部 (010) 68021338 68020340 68053489

68024335 68033577 68033539

经 销：新华书店

印 刷：北京东海印刷有限公司

规 格：710 × 1030 毫米 1/16 21 印张 275 千字

版 本：2007 年 11 月第 1 版

印 次：2007 年 11 月第 2 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5092-0210-4

定 价：45.00 元

那个指路的人

——编者的话

2007年2月27日，在没有明显的政策利空和不利经济数据的条件下，上海证券交易所的股票指数突然从3000点的位置大幅下跌接近9%，近千只股票封死在跌停板位置；当晚，美国股票市场也出现明显下跌，并进而波及全球股市。中国新闻媒体评论认为，中国资本市场已经开始具有全球影响力。

2月27日下午2点开始，在上海浦东光大证券的办公室里，电话铃声此起彼伏，分析员正在与客户紧张忙碌地交流，沟通最新的信息和传闻，大家纷纷在问：为什么会跌这么惨？下一步怎么办？

下午3:30，例行的当日市场形势分析会开始进行，平时空荡荡的会议室里座无虚席，大家七嘴八舌地讨论从不同渠道汇总而来的信息，会议的气氛很凝重。销售部门反馈的市场意见显示，不少资深市场参与者认为当天的大跌是崩溃的开始，一两年之内市场很难再回到当天的高度；有人指出，现在连擦皮鞋的都在炒股票，根据标准的反向操作理论，这说明市场已经走到头了。

最后，主持人转过头，对坐在旁边的高善文说：“高博，您说几句吧，大家都想听听您的看法。”会议室一下子安静下来，每个人都屏住了呼吸。

高善文点了一支烟，沉默了一下，然后字斟句酌地说：“如果我们相信资产重估理论，从现在我们看到的各种经济数据来判断，在盈

利和资金两个方面，这个市场没有任何问题，”他顿了一下，接着说到：“我在这里重申去年以来对你们反复说的话，这个市场的方向只有一个，就是上涨；这个市场的高点只有一个，就是没有高点。应对的策略也很简单，八个字：小跌小买，大跌大买。”

高善文早年毕业于北京大学，随后进入政府部门工作。2003年9月，原本做好出国留学准备的他应北大同窗李勇的盛情邀请加盟光大证券，受命重整其研究业务。2004年5月，进入证券行业不到一年，他就在《新财富》杂志组织的中国境内机构投资者投票评选中夺得宏观经济分析方向的第一名，并由此在证券界声名鹊起；此后在《新财富》杂志组织的历次评选中，他均以悬殊的比分优势稳居第一，由此确立了其在业内的霸主地位。2006年3月，他在证券市场正式提出了资产重估理论，引起了更加广泛的注意；随后一年半的时间内，上证指数涨幅接近4倍，膺服其理论和预见能力的人越来越多。

2007年4月，高善文离开光大，加盟刚组建的安信证券。此消息一经传出，即在业内引起相当的震动，诸多财经媒体和网站纷纷报道此事，各种猜测、评论纷至沓来，有关花絮也不断见诸报端，其人的影响力由此可见一斑。

一段时间以来，我们开始留意他在宏观经济和资本市场分析方面的有关报告，感觉其文字严谨、立论规范，与现实结合紧密，说服力比较强。

中国经济的现状和趋势如何？资本市场为什么在过去两年涨了这么多？下一步怎么样？现在的股票市场是不是一个泡沫？会不会破灭？什么时候破灭？在什么条件下破灭？破灭以后会怎么样？这是我们非常感兴趣的问题，相信也是广大读者感兴趣的问题。

高善文的有关报告记录了这两年期间他对中国经济和中国资本市场的许多思考，这些思考对于我们从一定的角度去理解过去两年所发生的事情，去预见和把握经济和市场的未来趋势应该很有帮助，所

以我们提议将有关文字结集成册，蒙其应允，所以有了这本书。

为了方便读者的阅读，本书出版之前，我们请作者在每篇报告前作一简短引文，介绍当时写作的思路以及一些背景情况，以便使读者能够真实地了解经济分析的过程，更好地理解文章的内容。

由于作者原报告的题目过于学术化，经其同意，我们为每份报告重拟了一个更通俗的标题，同时将报告的原标题保留在页眉处。

在书稿的编辑过程中，我们和他进行了多次交流，在谈到资本市场问题时，他很明确地表达了他现在的忧虑。他说现在的市场很明显是一个泡沫，是一个在继续吹大的泡沫，这个泡沫总有一天会破灭的；在泡沫破灭的时候，绝不可能每个人都全身而退；有钱人在股票投资上亏点钱没关系，也输得起；但那么多老年人把退休金拿来买股票买基金，那么多低收入人群也加入炒股大军，确实担心他们赚得起赔不起；等泡沫破灭的时候，最后套在里头的很可能是他们，最麻烦的可能也是他们。

我们问他泡沫什么时候破？他说自己也不知道，但可能知道一些条件和前兆。我们问泡沫破灭的条件是什么？他笑笑说，书里有，都在书里。

2007年10月

资产重估理论发展过程

2006年3月

报告一：货币过剩与资产重估
《牛来了》

正式提出资产重估论，从货币信贷加速和产能过剩加剧并存推断，国内各种资产价格将全面重估，这一进程刚刚启动，对于股市来说，将是一轮牛市的起点。

2006年6月

报告二：资产重估与通货膨胀
《赚拐点》

从货币信贷增速背离来解释银行间债券市场的涨跌；从贸易顺差的增长推断资产重估远未结束；从国际需求增长吸收国内过剩产能推断周期性行业盈利迎来拐点。

2006年10月

报告三：储蓄过剩与资产重估
《2007年牛什么》

建立资产重估论的微观基础，提出了实体经济部门资产配置的约束条件，规范了资产重估的分析逻辑和分析过程；推断2007年将出现债市小牛，股市中牛，地市大牛的发展格局。

2007年1月

报告四：资产重估与投资波动
《牛还在》

总结了市场上围绕资产重估论的争议和批评，分析了争议的根源和错误所在，讨论了资产重估过程的经济合理性，回顾了资产重估的潜在危害，并明确强调资产重估远未结束。

2007年6月

报告五：主动信贷创造与资产
价格重估
《牛市仍在上半场》

针对市场关于资产重估论的误解，以日本和台湾的经历为基础，分析和强调了银行主动信贷创造对资产价格的影响，明确提出中国目前仍处于资产重估的上半场。

自序

资产重估论的由来

作为证券公司的经济分析人员，我主要的工作是追踪、解读和预测主要经济数据和经济政策变动，并以此来判断资本市场所受到的影响。自从 2003 年中离开政府部门到证券公司任职以来，在接近四年的时间里，面对经济的起伏和市场的涨落，心中充满好奇和困惑，并试图使用简单和合理的经济逻辑去解释这些经济现象的主要脉络，限于学识和能力，虽有一些偶得之见，但仍然存在大量疑问。

因为商业的原因，媒体和客户常使用一些投票排名的办法来评价证券公司分析员的工作。在这些排名中，境内机构投资者对于我们所从事的工作给予一定认可，这只是反映了客户的看法，并不表明我们过去的工作如何出色。回头检视过去几年的报告，总感觉以前的分析比较肤浅，视野过于局限；就经济趋势和市场方向的把握和预测而言，无疑对错夹杂；当然，市场参与者通常宽容地忘记了其中的偏差和错误。实际上这些分析和预测中的偏差和错误，提供了一面镜子，时时

提醒着自己的疏浅和无知。

就经济分析领域而言，无疑许多证券公司的经济分析人员都很努力，对中国经济的日常运行提出了不少深刻的见解，丰富了人们对经济和市场运行趋势的理解。

从我们的角度来看，在过去几年中，引起市场最大的注意、并引发许多的批评和讨论的工作主要是：在 2006 年 3 月份，经过几个月的反复考虑，我们比较正式地提出了资产重估的看法，认为由于一系列宏观经济方面的原因，包括中国的股票、房地产等在内的资产价格可能将经历一轮比较大的重估，这一重估过程刚开始起步。

这一说法最早于 2006 年 3 月初在中国人民银行总行召集的一次宏观经济形势座谈会上进行了简要的论述，随后以此为基础在机构客户范围内进行了多次路演和推荐，并引起个别财经媒体的关注；在和客户交流的时候，我们谈到中国也许正处在资产重估浪潮的历史起点上。当时上证指数处于 1250 点附近，股权分置改革正在全面推开，市场的情绪和预期也正在乐观起来，因此这些看法在当时并没有引起太多的共鸣。

此后，随着中国股票市场价格指数的猛烈上涨，资产重估的提法开始受到注意，得到一些市场参与者的认同，也引来相当广泛的批评。许多反对者认为中国股票市场的上涨主要受益于股权分置制度的变革、受益于上市公司利润的强劲增长、受益于人口年轻化过程的人口红利等基本面因素，不能使用资产重估的提法来解释和把握。

为了回应这些批评，并更深入地理解资产价格重估的内在机理，

我们进一步梳理了一些简单和基本的宏观经济理论和概念，并研究了日本和我国台湾地区在 20 世纪 80 年代后期资产价格重估的历史经验，认为尽管基本面的因素确实重要，并有助于解释和预测资产价格的变动，但中国 2006 年以来所经历的资产价格上涨，仍然主要归因于资产重估过程。这些梳理工作的结果反映在其后以资产重估为主题的系列报告中。

由于工作习惯的原因，许多报告都是由助手根据我的演讲录音整理形成，所以书面报告的发出通常会比路演推荐活动晚一个多月的时间。另外，由于网络的发达，书面报告很容易流传，不利于知识产权的保护，这也是我们的书面报告要滞后一段时间才发布的原因。读者将注意到，报告上注明的时间和我们在其他地方的表述颇不一致，原因在此。

为了使这些表述更简单易懂，2007 年 3 月份以来，应 FT（英国金融时报）中文网的邀请，我们在那里开设了专栏《基本面》，从不同角度对资产重估的提法进行了解释，所有这些工作都总结在本书中。由于编辑方面的困难和技术上的原因，相关的研究报告和 FT 中文网的专栏文章基本没有调整。由于职业的原因，这期间针对经济运行的趋势和现状，我们还进行了一些分析和评论，其中许多内容与资产重估的论述结合在一起，因此也一并放在书中。

值得注意的是，2007 年 2 季度以来，随着中国股票市场的继续上涨以及中国许多地区房地产价格的加速上升，越来越多的分析员开始认识到，股价的上涨可能无法用基本面因素来解释，资产重估的看

法得到了更多的认同。

需要明确的是，资产重估过程在很大程度上就是资产价格的泡沫化过程；就中国资本市场目前的情况看，股票市场无疑存在相当明显的泡沫；从长期的角度看，目前的市场估值水平是无法维持的，并很可能在未来某个时候通过股价剧烈下跌的方式来完成修复；现在的问题是，重估过程可能还没有结束，股票市场的泡沫还在进一步吹大。

有必要强调的是，迄今为止并非所有市场参与者都同意资产重估的提法，不少分析人员仍然倾向于从基本面的角度来解释市场的猛烈上涨和估值中枢的抬升过程。实际上，在美国科网泡沫破灭之前，也曾经出现过所谓“新经济”的理论；在日本股票泡沫破灭之前，也有不少分析着眼于日本制造业的强大竞争力。资产重估的提法是否正确，接下来的重要考验也许还取决于它能否解释和把握未来的泡沫破灭过程，这无疑需要时间来验证，但就资产重估论自身的逻辑而言，容易指出，未来泡沫破灭的宏观经济条件将包括：中国经常账户收支失衡基本修复、汇率升值压力大体解除、货币信贷增长率急剧减速并伴随信贷市场利率的持续攀升。在这些宏观条件基本满足的情况下，我们可以断言资产泡沫的崩溃和破灭近在眼前。这一预测最终是否正确，将是区分资产重估论和其他解释中国市场上涨理论（如经济的“黄金十年”说等）的试金石。

资产重估论的主要内容

一般说来，资产市场的泡沫是如何形成的？是否可以合理地预测

和把握？有没有办法进行事前的控制？尽管迄今为止的人类经济史上曾经出现过多次事后公认的资产价格泡沫，但目前的经济和金融理论似乎仍然无法回答这些根本性的问题。

就中国资本市场正在形成的资产价格泡沫而言，总结我们近两年以来的看法，相当大的可能性是：这与中国宏观经济对外失衡的急剧发展和人民币汇率的显著低估存在比较密切的联系，在一定程度上也与中国商业银行的主动信贷创造过程存在关联。

从经验证据看，2005年以来中国宏观经济领域最引人瞩目的变化之一是对外失衡的急速发展，2006年中国经常账户顺差占GDP的比例已经接近10%，程度之严重前所未遇，在其他大国经济体中也不多见；2007年初以来，中国经济对外失衡的程度仍然在进一步加深，看起来未来几个季度可能继续维持这一趋势。

尽管有分析认为经常账户顺差的扩大与投机性热钱混入贸易项下有关，但存在比较确定的证据显示，就趋势性变化而言，2005年以来实体经济对外失衡的程度确实明显加重了。

从实体经济部门资产配置的角度看，经常账户顺差的显著扩大显示其对外债权在迅速积累，这时其资产配置越来越偏向和集中于对外债权这种特定的资产类别，资产配置不够分散化，不利于降低风险和提高收益。作为合理的经济反应，实体经济部门试图卖掉部分对外债权，并买入各类国内资产。前一过程形成了外汇市场上人民币的升值压力和官方外汇储备的快速积累；后一过程形成了各种国内资产价格的重估。

商业银行主动创造信贷所引发的实体经济部门资产负债表调整，其基本机理是类似的。当然其中也存在一些重要差异，本书的相关章节有更仔细的对比和分析。

从中国经常账户平衡状况的历史经验和微观数据看，中国宏观经济对外失衡的发展具有明显的周期性特征。换句话说，当国内需求快速增长并超过国内经济的供应能力时，就会出现经常账户顺差缩小以至发生逆差的局面；如果国内经济的供应能力增长超过了需求的增长，经常账户的顺差就会显著扩大。

2002—2004 年期间，中国国内需求十分旺盛，煤炭、电力、铁路运输等部门的供应能力十分紧张，同期中国的经常账户顺差就在收窄，甚至在个别季度出现了罕见的贸易逆差；2005 年以来，随着大规模投资形成的供应能力的陆续释放，供应紧张的局面开始持续缓解，经常账户顺差同期也开始显著扩大。从中国出口商品的结构变化看，周期因素导致经常账户顺差扩大的影响是比较清楚的。国际经济的周期波动影响了对中国出口商品的需求，也在一定程度上影响着中国经常账户的平衡状况。

人民币汇率形成机制和美元贬值过程也许是周期因素之外影响中国经常账户平衡状况的重要变量。1994 年以来，人民币对美元的名义汇率相当稳定，这一汇率形成机制到 2005 年 7 月才开始解冻，随后人民币对美元开始了缓慢和单边的升值过程。

1995—2002 年期间，美元对其他主要货币维持强势格局，根据国际清算银行的数据，在此期间美元实际有效汇率累计升值幅度接近

25%，受此影响，人民币的实际有效汇率也经历了比较大的升值，幅度超过 30%。然而，在这段时期内，剔除周期因素，中国总体上始终维持了比较稳定的经常账户顺差局面，出口增长率始终快于国际贸易增长率，大多数出口商品在出口地的市场份额都在上升，显示汇率升值并未对中国出口部门的竞争力形成明显的损害，基本原因在于劳动生产率的提高和技术进步快于劳动工资的上涨，从而增强了出口部门的竞争力，抵消了汇率升值的影响。

2002 年以来，美元开始进入贬值过程，趋势大体上持续至今，贬值幅度接近 18%；由于人民币对美元汇率的高度稳定，人民币的实际有效汇率也跟随贬值。实际上，尽管 2005 年中以来人民币对美元汇率的累计升值幅度超过 9%，目前人民币的实际有效汇率仍然比 2002 年初的水平低约 10%。

许多分析人员相信 2002 年以来中国劳动生产率的提高速度并未放缓，实际上这段时期的技术进步速度甚至可能在加快。这样，在出口部门竞争力仍然在快速提高的背景下，人民币的实际有效汇率反而在贬值，这进一步促成了出口的快速增长和经常账户顺差的扩大。中国加入世界贸易组织形成的国际市场开放可能也有助于提升中国的出口增长。

剔除周期因素来看，出口部门竞争力的提高需要通过汇率升值反映出来。汇率升值有两种表现方式：一是名义汇率的提高；二是非贸易品价格特别是土地、房地产、劳动力和其他一些重要的、不可贸易生产要素价格的全面上升。资产市场的价格重估可能是实现这一过程

的调整环节。

毫无疑问，未来的研究人员将拥有更完备的研究资料和更好的技术方法，从而对目前中国正在进行的资产价格重估过程提出更深入和系统的分析；可以预期，这些分析将会涉及到中国经济和中国资本市场各方面的复杂因素；然而有理由相信中国经常账户顺差的急速扩大、人民币汇率的显著低估等宏观经济因素将是解释这一过程非常重要的研究视角。

从长期的历史来看，中国经常账户的失衡状况和人民币汇率低估问题迟早是要解决的，由此形成的资本市场估值水平的剧烈抬升也不可能始终维持，股票市场的估值水平最终需要回到由基本面因素决定的、更为正常的水平，其中市盈率的长期中轴不大可能在 30 倍以上。估值水平的下降当然可以通过盈利的快速增长来实现，然而更为现实的可能性是：估值水平的回归将伴随股票价格的剧烈下跌和调整。这一过程什么时候发生我们尚不清楚，并充满好奇，但比较确定的是倒计时过程似乎还没有开始。

资产泡沫的崩溃会对经济带来很大的危害，这一过程形成了大量财富的蒸发和消失，也会带来财富的重新分配，并影响到消费和投资等一系列经济活动。

然而，更为严重的危害也许在于：资产价格的重估过程会系统性地降低和损害金融机构、住户部门和企业部门的风险防范和控制体系，并在泡沫破灭的时候形成微观经济主体资产负债表的严重破坏，从而放大、加剧和延长泡沫破灭的负面影响，基本的原因可能在于人

性的贪婪会在持续的股价上升中战胜人性的恐惧，从而使得风险暴露超出自身的承受能力。这其中危害比较严重的是对银行资产负债表的破坏，这会在比较长的时间内影响经济的融资过程。

2001年下半年以后，中国股票市场经历了泡沫崩溃的打击，市场的下跌一直持续到2005年，在这一过程中，中国的证券公司遭受的伤害比较突出。然而证券公司所遭受的伤害并不完全来源于股价的下跌，而更多地来自于证券公司对股民保证金的挪用以及不合规的资产管理业务所形成的高利率负债，这生动地显示出2001年之前的牛市对证券公司风险控制体系的损害。

2006年以来中国股票市场的上涨是20世纪90年代初中国建立股票市场以来所没有经历过的；市场参与者群体范围的扩大也前所未遇；值得注意的是资产的上涨并非集中在股票市场，而是扩展到包括住房、土地等在内的其他资产市场，银行体系对后一市场的风险暴露很可能也在扩大；这一过程迄今还没有结束，我们尚不清楚目前包括金融机构在内的微观经济体的风险控制体系是否已经被动摇、损害有多大。然而历史的教训和人性的贪婪提醒我们有必要为此感到担心。

在未来的泡沫破灭过程中，历史将告诉我们这些问题的答案。

致 谢

我要感谢我的同事和朋友李勇先生、罗斌先生、芮颖女士和莫倩女士，在日常的工作和讨论中，他们充满挑战性的批评和建设性的建议弥补了我思考的许多疏漏；莫倩在数据采集和处理过程中花费了大