



长江证券
CHANG JIANG
SECURITIES

二〇〇二年研究年报

新华出版社

顾问委员会 (按姓氏笔画排列)

马庆泉	田 丹	刘鸿儒	陈耀先
李 扬	张维迎	邹恒甫	张世祥
明云成	姜波克	董辅初	戴根有

编辑委员会 (按姓氏笔画排列)

马 莉	李格平	何亚斌	陈继朝
陈永青	徐 建	聂祖荣	梅 键
黄 斌			

主 编

聂祖荣

副主编

黄 斌

目 录

开局良好 增长可期——我国宏观经济形势回顾与展望	明云成 (1)
--------------------------------	---------

市场分析与预测

2002 年 A 股市场: 波动区间收窄 机构博弈主导	课题组 (9)
十年风雨话 B 股——B 股发展的深层次思考	课题组 (15)
债券市场: 2001 年回顾与 2002 年展望	李晓昌 (27)
股海弄潮跌宕起伏 高速发展势头迅猛——基金市场 2001 年回顾及 2002 年展望	课题组 (32)
小小寰球同炎凉——全球股市 2001 年回顾与 2002 年展望	课题组 (42)
国有股减持与流通——政策预期、市场影响与投资策略	黄斌等 (51)

投资方法及模型应用

股票投资价值灰色系统模型及应用	聂祖荣等 (64)
中国股票市场混沌特征分析	雷泽 (72)
股价组成理论与因素定价模型	叶颂涛等 (79)
VAR 方法在金融市场运用初探	欧阳刘琳等 (86)
基于 EVA、MVA 的上市公司经营绩效评价: 应用与局限	黄栋等 (91)
相对估价策略在公司研究中的运用	聂祖荣等 (96)

行业与公司投资价值研究

湖北上市公司 2001 年综合分析	课题组 (104)
农业上市公司在 WTO 框架下的生存与发展前瞻	谭再刚等 (114)
论农业产业化政策的市场性目标与公益性目标的冲突——兼析农业上市公司的竞争力减弱现象	沈筱敏 (121)
石油化工行业上市公司竞争力研究	赵楠 (128)
引而难发的环保设备制造业	郑金国 (136)
抢占先机尽天时 加快重组谋地利——我国旅游行业积极应对 WTO	谭再刚 (143)
借壳、买壳——房企上市另辟蹊径	伍朝晖等 (150)
厂网分开竞价上网下电力上市公司的对策	黄朝贵 (160)
钢铁行业掀起重组风潮	杨广伟等 (167)

券商发展问题研究

行为金融学与基金投资策略分析	田丹 (176)
券商营业部商业模式面临的挑战与转型	课题组 (180)
证券公司营销策略和客户关系管理	聂祖荣等 (190)
浅论现代人力资源部门的角色定位与职能转变	杨文明等 (199)

资产管理业务发展思路	杨菁等 (205)
中国期货业的历史机遇与券商发展对策	黄斌等 (211)
CRM 在证券电子商务中的应用	严赤卫等 (219)
证券公司组织结构问题研究	李晓昌 (225)
银证合作与竞争发展趋势及券商对策探讨	郑金国 (235)
券商开展并购重组业务研究	黄朝贵 (241)
中外券商风险管理比较研究	姜雪晴 (246)
中外证券公司合资相关问题研究	姜雪晴 (256)
经纪业务总部网上交易服务网点扩张策略的研究	唐民等 (266)
券商信息资源建设研究	程少锋 (273)
竞争中的“返佣”现象呼唤佣金制度改革	龚啸 (277)

重组与并购问题研究

并购：高科技企业扩张的最优选择	课题组 (282)
境外投资银行并购的发展初探	聂祖荣等 (294)
控股权重组——2001 年我国证券市场买壳借壳统计分析报告	聂祖荣等 (302)
公司减资与缩股问题研究——兼论我国困境上市公司资本不足问题的现状与对策	邵稳重 (312)
MBO——上市公司产权治理结构优化的一种途径	张俭 (324)
PT 公司的重组实践	安兆宏 (330)
上市公司收购中的相关法律问题	田晓琪 (338)
外资并购、重组——加入 WTO 的潜在投资机遇	石则琪等 (345)
入世后外资对境内企业的并购	陈鹤 (363)

专题研究报告

国有股减持与流通的政策设计——若干思考与建议	课题组 (375)
开放式基金流动性赎回管理策略	曾彤 (396)
我国证券市场存在的主要问题及其成因分析	石应刚 (402)
地方政府债券融资	熊心纯等 (407)
中国证券仲裁制度的重新构建	陈真 (421)
资本流动自由化、股市开放和 QFII	高怡暄 (428)
股指期货及其在我国推出的应对策略探讨	黄栋等 (440)
信息的不对称性与我国证券市场的风险性	邵维中 (447)
论高新技术产业的金融支持——以武汉光电子产业为例	欧阳刘琳等 (455)
证券市场投资心理分析的探究	刘云忠 (459)
我国基金品种创新研究	曾彤等 (467)
对基金投资理念的再思考	谭再刚 (474)
私募基金，一个不容忽视的“群落”	邵维中 (481)

开局良好 增长可期

——我国宏观经济形势回顾与展望

董事长 明云成

1 经济运行状况与特征

1.1 2001 年整体经济运行状况

过去的一年,国际形势复杂多变,世界经济和贸易明显减速。从全球范围来看,估计 2001 年世界经济增长率约为 1.5%,远低于 2000 年 4.7% 的水平,美国 2001 年的经济增长率仅为 1.1%;日本 2001 年经济的下滑幅度将为 0.9%;欧盟 2001 年的经济增长率预计为 1.7% (国际货币基金组织预测数据)。与世界经济形成鲜明对照的是,中国经济在国内需求强劲扩张的推动下,依然保持了较高的增长速度。据权威部门的初步预计,2001 年中国国内生产总值首次突破 9 万亿元大关,按可比价格计算,比上年增长 7.3%,规模以上工业企业增加值增长 9.5%,全社会商品零售总额增长 10% 以上。可以认为,2001 年作为“十五”计划的第一年,其各项主要指标已基本完成,国民经济整体上实现了“十五”计划的良好开局。

2001 年我国国民经济运行的总体质量明显提高。前三个季度工业企业经济效益综合指数达到 119.2 点,比 2000 年提高 4.4 点;全年实现利润达到或略高于去年的 4300 亿元,前三个季度财政收入实现 242% 的增长率,高于名义 GDP 的增长幅度,企业所得税、个人所得税与涉外企业所得税的增长速度均在 50% 以上。

2001 年我国经济运行中出现了若干亮点。亮点之一是多年亏损的煤炭行业实现全行业扭亏为盈。在国家重点监控的 14 个重点行业中,2000 年只有煤炭和军工行业没有实现扭亏。今年 1—9 月份,煤炭全行业实现利润 17.2 亿元,同比减亏增盈 23.4 亿元。房地产投资与消费的迅猛增长是 2001 年我国经济运行中第二个引人注目的亮点。受世界经济环境变化和国内投资环境的改善导致资本净流入的大幅度增长是第三个亮点。第四个亮点是西部大开发的综合效应开始显现,对基本建设投资、最终消费和国际资本流入的增长均产生积极的正面效应。最后证券市场的制度建设取得重大进展为我国经济运行抹上浓彩的一笔。2001 年通过一系列对市场主体行为的规范与监管以及市场运行规则的变化从整体上为我国证券市场的开放与国际化奠定了坚实的基础。

1.2 2001 年经济运行基本特征

之一 财政投资拉动经济增长 消费需求贡献度下降

2001 年我国实现 GDP7% 的增长主要归功于积极财政政策作用下的政府投资,其作用主要体现在基本建设投资和更新改造投资的增长上。由财政资金支持的基本建设投资在前十个月的增长率为 10.4%,比上年同期提高 2.4 个百分点,而且政府通过国债资金对技术改造的支持力度加大,导致前十个月的更新改造投资增长 203%,比上年同期提高 31 个百分点。

2001 年我国消费需求基本上是平稳增长的态势,预计全年社会消费品零售总额同比增长 10%

左右,与 2000 年基本持平,但是与去年消费需求对 GDP 增长的影响而言,2001 年其对经济增长的贡献有所下降。国家统计局日前发布的《中国消费者信心监测报告》显示,2001 年 12 月份,综合描述消费者对当前经济状况满意程度和对未来经济走向预期的消费者信心指数,在经历了 4 个月的下挫之后,再次呈现攀升势头,从 11 月份的 96.9 点回升至 97.1 点。这说明,尽管世界经济前景扑朔迷离,消费者仍然对中国经济的走向保有信心。消费者信心指数的回升,首先应归功于消费者即期收入的增长以及消费者对未来收入的预期,牵引消费者信心指数回升的第二个因素是总体经济的表现,牵引消费者信心指数回升的第三个因素是物价及消费环境的变化。

之二 经济结构调整:力度加大 速度加快

2001 年经济结构调整的成效表现在产业结构调整的结果是,重点行业全部盈利,长线产业(煤炭)成功扭亏,垄断行业破冰在即,新兴行业引领大势。

结构调整优化的第一个表现是 2001 年全国 14 个重点行业实现全行业盈利,尤其是长期亏损的煤炭行业终于扭亏为盈。结构调整优化的第二个表现是企业技术改造投资项目对内需的拉动明显。1—10 月份,国有及其他工业企业完成更新改造投资 3160 亿元,同比增长 24.1%。在 880 个国债技改项目中,已经开工 604 个,到年底将有 290 个左右项目建成投产。这批项目的建成,预计可实现新增利润 158 亿元,新增税金 88 亿元,出口创汇 17.5 亿美元。结构调整优化的第三个表现是,新兴的高新技术产业增长快于其他行业的增长,这些新兴行业包括移动通讯设备、电子计算机、程控交换机和光通讯设备行业,其中电子通讯设备制造业 1—10 月份销售收入增长率达到 20.5%,居各行业之首,比全部工业高出 8 个百分点。结构优化的第四个表现是区域经济发展不平衡的状况开始有所转变。西部大开发战略的全面实施在国家财政的大力支持下,投资环境得到了极大的改善,投资增长速度远高于东部发达地区和中部地区。结构优化的第五个表现是,一些垄断行业包括民航业和电信业,在进行大规模的业内重组的同时,打破垄断鼓励竞争的政策方案相继推出。

之三 资本净流入替代出口成为新的经济增长动力

2000 年我国出口出现 27.8% 超常增长,因此,今年的出口是在去年基数很高的基础上起步的。今年出口增速逐季下降其中有正常的因素,但更主要的原因是由于美国经济减速,世界经济普遍不景气。美国的经济规模和进出口贸易均占世界的四分之一左右,美国经济发展的减缓,导致国际市场需求进一步萎缩。改革开放 20 多年来,我国经济的对外依存度已经达到 40% 以上,外贸出口的下降,不但影响着我国的经济增长,而且对于就业、税收等也产生不利的影响。尽管从年中开始,我国采取了一系列扩大出口的措施,延缓了出口下滑的速度,但是预计今年出口能保持 4% 左右的增长速度已是难能可贵。

2001 年利用外资的意外增长是世界经济发展放缓给我国带来的仅有的外部拉动因素。国际资本内流甚至可能接近 500 亿美元,成为 2001 年我国经济增长的新“三驾马车”之一。2001 年在外部投资环境发生变化的同时,我国推出的一系列政策措施包括改善投资环境、保护知识产权和新的优惠政策,尤其是《中外合资企业经营法》、《中外合作经营企业法》和《外资企业经营法》的修订,使我国今年在利用外资方面扭转了自 99 年开始出现的增长率减缓的态势,2001 年合同外商直接投资增长速度达到 45% 以上,实际外资直接投资增长速度达到 20% 以上。

2 经济增长预测

2.1 经济增长的引擎

2001 年我国经济增长主要依赖于强劲政府投资,其中主要归功于房地产投资与更新改造投资的大幅增长,其二是外资增长对 2001 年经济增长的贡献显著加大,而出口和最终消费对经济增

长的贡献在下降。展望 2002 年的投资、出口、消费和资本净流入，我们基本的观点是，由政府投资主导的固定资产投资和资本净流入仍将左右着明年的经济增长速度，民间投资对经济增长的拉动作用依然较小，出口和消费对经济增长的贡献则继续趋弱。

由于预期将继续实施积极的财政政策，2002 年我国全社会固定资产投资将可能保持平稳增长，估计其增长幅度将在 11% - 13% 之间，略低于 2001 年。其中房地产投资和更新改造投资高速增长的态势将继续保持，估计其投资增幅分别在 20% 和 18% 左右，基本建设投资增幅相对较低，大约仍在 8% 左右的水平徘徊。

2002 年将是我国利用外资的最佳时机，有利的因素远远多于不利因素。其有利的因素主要表现在：1) 2002 年的国际经济环境不容乐观，甚至更加严峻。最乐观的预期是美国经济最快在 2002 年下半年才可能开始出现恢复性增长，因此中国将成为国际资本的“避风良港”。中国宏观经济的稳健也鼓励了境外投资者的信心，据美国全球商业政策委员会 2001 年 4 月的调查，外商直接投资中国的信心指数为 1.69，居世界第二位，是世界上最具投资吸引力的地区之一。2) 2001 年我国成功加入 WTO 将对 2002 年的引进外资产生巨大的推动。3) 为了有效利用国际资本参与西部大开发，国家推出了吸引外商投资的 10 大优惠政策，并把“西气东输”等重要工程对外资全面开放。预计 2002 年我国的资本净流入将在 2001 年大幅增长的基础保持强劲增长的态势。由于外商直接投资率每增加一个百分点，我国 GDP 增长率平均增加 0.3 - 0.4 个百分点（张昌彩），资本净流入将继续成为 2002 年经济增长的主要“发动机”之一。

2002 年的出口由于国际环境未有改善和国内政策调整的空间有限，因此其对经济增长的贡献将呈持续下滑态势。在 2000 年度，我国出口增长了 27.8%，但这样的强劲增长显然在 2001 年急剧失速，出口增长放缓已是不争的事实，预计出口在 2002 年的经济增长中的贡献将继续呈下降的态势。

2002 年的消费预期将保持一个相对平稳的增长水平，一般的预测是社会消费品零售总额增长 9.5% - 10%，略低于 2001 年的增长水平或基本持平，其对经济增长的贡献预期会继续下降。但是由于最终消费在我国 GDP 构成中的比例高达 61.3%，因此其对经济增长的意义仍然不可低估。

2.2 2002 年经济增长速度预测

权威的 IMF 对中国 2002 年的经济增长持有乐观的预期，据其估计，2002 年即使全球经济成长放缓，中国今明两年经济仍将强劲成长，预估 2001 年将达到 7.5% 的增长率，2002 年预估为 7.1%。IMF 预估中国将不会像亚洲其他各国受到全球经济放缓的影响，因为高科技产品出口仅占中国国内生产总值（GDP）的一小部份，远低于亚洲其他新兴国家。其他机构对 2002 年中国经济增长最乐观的预测是增长 7.7%，最悲观的预测为 6.5%。下面是全球权威机构对中国 2002 年经济增长的预测数据：

- 野村综合研究所：2002 年中国 GDP 增长 7.7%
- 所罗门美邦：2002 年中国 GDP 增长 7.6%
- OECD：2002 年中国 GDP 增长 7.2%
- IMF：2002 年中国 GDP 增长 7.1%
- 亚洲开发银行：2002 年中国 GDP 增长 7.0%
- 摩根士丹利：2002 年中国 GDP 增长 7.0%
- 世界银行：2002 年中国 GDP 增长 6.5%

国家信息中心经济预测部对 2002 年 GDP 增长的预测结果是，依 2002 年国家财政政策与货币政策的不同力度，存在三种可能性。第一种可能性是在继续保持增发国债规模（1500 亿元）和货

币政策不保持稳定的情况下, GDP 将实现 7% 的增长; 第二种可能性是将国债发行规模提高到 1800 亿元, 同时要求狭义货币供应量 M1 增长不再持续下滑, GDP 将实现 7.5% 的增长; 第三种可能性是长期建设债券发行规模达到 2000 亿元同时货币政策开始松动, M1 增长 14.5%, GDP 的增长速度将达到 8%。

国家计委宏观经济研究院的预测结果是, 在保持扩大内需政策连续性、稳定性和必要力度的条件下, 我国经济仍能达到 7% 左右的增长率, 如果世界经济形势较快转入复苏, 又能把入世的负面影响减少到最低限度, 经济增长率也可望达到 2001 年的水平。反之, 经济增长率则可能略低于 2001 年。

在综合分析 2002 年影响经济增长的诸多有利因素和不利因素的基础上, 考虑到一些不确定性因素, 我们估计 2002 年 GDP 的增长有望维持在 2001 年的水平, 围绕 7% 的增长率水平其上下波动的幅度估计不会超过 0.5 个百分点, 而向下波动的可能性大于向上波动。

2.3 2002 年经济增长的有利因素

1) 由于美国经济复苏和世界经济前景具有较大的不确定性, 国际投资环境的持续恶化对我国吸引外资将十分有利。

2) 我国仍将实行积极的财政政策, 国内宏观经济政策环境有利于经济的增长。从国家宏观政策的取向上看, 2002 年将继续执行积极的财政政策和稳健的货币政策以促进国民经济的平稳增长。

3) 西部大开发战略的实施, 有利于固定资产投资的增长。目前, 西部大开发战略已经进入实质性实施阶段, 国家制定的西部大开发的具体优惠政策正在逐渐落实。结合国家的“十五”计划, 西部大开发的重点工程如“西气东输”、“西电东送”、“南水北调”等特大型工程项目已经启动。同时, 西部地区也出台了一些具有地方特色的吸引内外资的优惠政策, 这将有利于促进西部地区投资的增长。

4) 最终消费的平稳增长将为 2002 年的经济增长提供内需的基础。国家调整居民收入政策有利于扩大居民的消费, 农村费改税和减负力度的加大、增加扶贫和转移支付的财政支出将有望提高农民的收入; 对行政事业单位实行提高基本工资的办法来增加收入, 全国各省市建立最低工资保障制度等政策措施都将对 2002 年的最终消费产生正面影响。同时 2001 年国家出台的一系列税收政策和价格政策其效应将在 2002 年显现出来。另外最近几年逐步形成的部分消费亮点如假日经济和住宅消费等, 将在 2002 年继续成为带动消费的积极力量。

2.4 2002 年经济增长的不利因素

1) 世界经济持续下滑, 对我国的出口贸易将产生不利影响。

由于我国的外贸依存度已经达到非常高的水平, 去年接近 23.1%, 近四分之一的经济活动与国际市场有关, 因此全球经济的衰退与不稳定将使 2002 年我国的出口贸易形势显得异常严峻。

国际货币基金组织 (IMF) 11 月中所作的预测显示, 2001 年全球经济的增速仅为 2.4%, 而联合国 10 月 10 日发表的一份报告则认为, 2001 年全球经济增速将只有 1.4%。全球经济 2002 年的前景将主要取决于在世界经济中占有重要地位的西方各主要经济体, 特别是美国经济的运行情况。从目前来看, 美国经济衰退出现放缓迹象。由于经济衰退程度尚属温和, 美国连续 11 次降低利率也将逐步对经济产生刺激作用, 美国经济明年年中前后开始复苏的可能性较大。许多经济学家认为, 世界石油价格下跌、美国消费开支回升、企业库存调整以及阿富汗战事得手等有利因素, 将使美国经济有可能在未来几个月内开始反弹。在美国经济遭遇经济衰退的同时, 全球几乎所有地区的经济出现了 20 年来最严重的同步下滑。根据国际货币基金组织最新预测, 今年美国经济增长率

为 1%，明年将下降到 0.7%。今年欧盟经济增长率为 1.7%，明年放慢到 1.3%。日本经济今年将下滑 0.4%，明年将再下滑 1%。

世界银行对全球经济增长的预测谨慎乐观。尽管其预期全球经济将在 2002 年将开始复苏，其中发展中国家的增长率预计将从 2001 年的 2.9% 增加至 2002 年的 3.7%，随着美国联储一再降息和推出财政刺激措施，美国消费者支出将会恢复，与此同时欧盟的降息和石油价格的下降，世界经济在 2002 年将以 1.6% 的速度增长，但是世界银行对全球经济的复苏预期显然缺乏信心，其认为在全球经济运行态势不稳的情况下，任何意外的冲击影响均会被放大，并有可能将世界经济推向衰退。

2) 制约民间投资回升的体制性障碍未得到有效的解决。2001 年政府在启动民间投资方面推出了一系列的措施，但是收效并不显著，2001 年前三个季度集体投资与个体投资的增幅落后于国有经济，远远低于其他经济类型的投资尤其是股份制经济的投资增幅。2002 年影响民间投资的几个主要的问题能否得到解决尚存疑虑。其一是投资的体制与机制问题，包括特殊行业的进入壁垒、融资机制、税收制度等。其二是经济结构失衡带来投资环境不利的问题。基础设施投资结构失衡、消费品投资结构失衡和投资品的投资结构失衡从长期看对民间投资形成制约。

3) 2002 年将可能重新面临通货紧缩的压力。通货紧缩是近年来一直困扰着我国的宏观经济运行。在经历了 2000 年和 2001 年上半年的通货紧缩缓解之后，自 2001 年第四季度开始，各类价格指数走势再次全面走低，作为反映通货膨胀先行指标的生产资料价格指数和工业品出厂价格指数，在 2001 年 5、6 月份由正变负，预示着 2002 年我国的经济增长可能再次受到通货紧缩的负面影响。

4) 其他将对 2002 年的经济增长带来负面影响的因素包括：城乡经济发展不平衡，城乡收入差距在继续扩大；下岗失业压力有增无减，影响居民的收入预期与消费信心，目前正在开展的事业单位改革和地方政府机构改革，使下岗分流问题更趋突出；社会风气不良、腐败现象普遍严重影响到正常的经济运行，带来的一些深层次问题将在一定程度上制约 2002 年经济增长；企业发展的内在活力和创新能力不足，经济持续快速增长的微观基础尚不健全

2.5 2002 年经济增长的不确定性因素

2002 年至少存在着下列的不确定因素影响我国的经济增长：一是世界经济的下滑对我国经济增长的影响是双重的。对我国的出口将产生消极影响的同时却可能加快我国的资本净流入。二是入世后我国的宏观经济政策将会为符合 WTO 规则而进行调整，由于政策调整尚待时日，因此这种可能的政策调整会对我国经济增长产生何种性质的影响目前难以判断。三是我国入世后各贸易成员国与我国的贸易往来给中国经济带来的影响从长期来看是有利的，但是就短期而言，入世的正面效应与负面效应都存在，判断那种效应更大存在着较大的困难。四是市场化进程加速，2002 年各要素市场是否完全走出传统经济的模式，资源配置是否真正能够市场化尚难预料。

3 宏观经济政策

3.1 就财政政策而言，积极的财政政策在 2001 年继续发挥着重要的作用，成效显著，其对 2002 年的经济增长仍然是最重要的驱动力，尽管其影响力有减弱的趋势。同时对积极财政政策进行结构性调整的必要性开始凸现出来。

始于 1998 年的积极财政政策是我国在特殊的时期采取的一项特殊政策，是政府在市场经济条件下反周期调节的一种尝试。实践表明这种积极的财政政策取得了巨大的成功。为了巩固前三年的政策效果，保持经济政策的稳定性和推动国民经济持续和健康的发展，2001 年我国政府继续实施

了积极的财政政策。2001 年的主要政策内容包括：增发 1000 亿元建设国债，用于弥补前期基础设施在建项目后续资金不足，一般不开工新项目；发行 500 亿元特种国债，以支持西部开发，主要用于西气东输、西电东送、青藏铁路、南水北调、生态建设等一些重大基础设施建设；继续调整收入分配政策，提高机关事业单位职工工资和离休人员的养老金。

积极的财政政策对于我国持续保持 GDP 达到 7% 以上的经济增长速度起到了至关重要的作用，但是与此同时，积极的财政政策开始受到批评。批评主要集中在两个方面，其一，积极的财政政策作为一种短期的政策被长期化，以增发国债为主的政策其积极效应开始减弱。据有关人士测算（张昌彩），1998 年下半年发行建设国债 1000 亿，拉动当年 GDP 增长 1.5 个百分点；1999 年发行建设国债 1100 亿，拉动当年 GDP 增长 2 个百分点；2000 年发行建设国债 1500 亿，仅拉动当年 GDP 增长 1.7 个百分点。其二，以增加财政收入为目的的税收政策开始对非政府投资和消费需求产生负面影响。近年来我国的财政税收增长大幅度超过 GDP 的增长，2002 年元至九月份的财政收入达到 11872.3 亿元，比上年同期增长 24.2%，高于 GDP 的三倍多。这种财政税收的超常规增长在反经济周期的政策中有其合理性，但是由此给企业尤其是非国有经济和农民带来沉重的税收负担，其结果是直接导致民间投资和农村消费的减少。

因此，2002 年是否需要继续实行积极的财政政策理论界存在着较大的争议。我们的观点是积极的财政政策需要进行结构性的调整但是不宜取消。2002 年我国经济面临的国际经济形势将不容乐观导致我国的出口形势依然严峻，投资与消费的增长也存在多种因素的制约，依靠出口、民间投资和最终消费均难以维持较高的经济增长率，尤其是 2001 年我国经济增长前高后低的走势表明，积极的财政政策对 2002 年实现 7% 以上的 GDP 增长仍然是一个关键性的因素，因此不宜取消。积极的财政政策进行结构性的调整主要应当集中在两个方面，其一，在继续维持较高的长期建设国债总规模（1000 亿—1500 亿）的前提下，调整建设国债的投资方向，适当减少对基础设施的投资，在保证在建项目和必要的新基础设施项目资金需求的同时，加大企业技术改造项目的投资力度，对制度性的改革尤其是社会保障制度、中小科技性企业的投融资体制改革提供更多的资金支持。其二，调整和完善现行的税收制度，扩大农村税费改革试点的范围，切实减轻农民的税收负担，增加农民收入和刺激农村消费的增长；继续推进增值税由生产型向消费型的转型，统一内资企业和外资企业的所得税，调动企业投资和消费的积极性。

3.2 就金融政策而言，加强监管、防范风险和制度建设是我国 2001 年金融政策的主要基调，其中证券市场的制度建设和消费信贷政策是今年金融政策的亮点。2002 年金融政策的重点应当放在改革银行体制疏通货币传导机制、适当增加货币供应量和谨慎制定国有股减持与流通政策等三个方面。

2001 年我国货币政策继续贯彻扩大内需为主的方针，在保持稳健的同时具有相对的灵活性，表现在灵活运用多种货币政策工具保持了货币供应量的适度增长。但是总体表现稳健有余而发力不足，对 2001 年的经济增长的作用不甚理想。利率政策方面，人民银行调高再贴现利率，从 2.16% 提高到 2.97%，外币存款利率自 2000 年以来连续 9 次调低，今年元至八月份先后 7 次调整外币利率，一年期美国存款利率由 5% 下调至 2%，比人民币一年期存款利率低 0.25 个百分点，利率政策的另外一个重要表现是公开市场操作招标利率已经成为货币市场交易主体的主要参考指标，对市场利率的走势起着重要的作用。信贷政策方面的突出表现是加大消费信贷的支持力度，使 2001 年的消费信贷获得迅猛发展，截止八月底的消费信贷余额达到 6115 亿元，累计增加 1880 亿元，比去年同期增加 583 亿元。

有必要对 2001 年的货币政策的得失进行反思与调整。在国有企业改革尚未完成的情况下，金

融监管超前于中国经济结构调整, 过分强调金融风险, 导致货币政策传导机制不灵, 货币供应量严重不足, 不能适应当前的经济增长需要。2002 年的货币政策至少面临着两个方面的挑战, 首先, 货币政策与积极的财政政策缺乏配合。通货紧缩压力犹存, 导致实际利率过高, 严重抑制了民间投资的快速增长, 使政府投资对社会资金的带动力与影响力受到限制。从资金供求的角度看, 2001 年存贷差进一步扩大, 各层次货币供应量增速减缓, 特别是 M0 和 M1 增速均较上年同期有较大下降。2001 年 10 月, M0 增长 66%, 比上年同期低 33 个百分点, M1 增长率为 123%, 比上年同期低 37 个百分点, 两相指标均未达到年初设定的目标值。第二, 从 2001 年 9、10 月份开始, 银行放贷困难, 货币供应量下降。11 月末, 全部金融机构各项贷款余额为 11 万亿元, 按可比口径计算仅增长 10.9%; 1 至 9 月份货币流动性比率 ($M1/M2$) 为 37.2%, 比年初有所降低, 表明货币的流动性在减弱。由于人民币的低利率政策已维持了相当长的时间, 2002 年降息政策的操作空间很小, 降息的意义不大, 甚至可能导致利率陷入“流动性陷阱”。

我们认为, 2002 年的货币政策的重点应当是继续推进商业银行体制改革、推进利率市场化以发挥其在宏观调控中的作用。建议适度放松金融监管, 积极疏通货币传导机制。由于银行体制改革关系到货币传导机制是否正常发挥作用, 因此需要通过银行内部体制改革和运行机制再造, 解决商业银行不良资产和多存少贷的问题。在利率政策方面, 2002 年在贷款利率下调空间有限的情况下, 应大幅度增加货币供应量, 降低实际利率, 为社会民间投资的启动和增长创造条件。

与货币政策的表现平平相比, 2001 年金融政策反映在资本市场的制度建设方面成效显著。2001 年证券市场相继推出了一系列具有重大意义的政策措施, 包括对境内投资者开放 B 股市场, 使 B 股市场再次成为一个具有吸引力的投资场所和恢复其筹集资本的功能; 实施新股发行由审批制向核准制的转变, 使证券市场由一个具有浓厚的计划经济色彩的市场向市场化方向迈出了具有革命性的步伐; 而相继实施的上市公司退市制度、开放式基金的推出、加强对市场主体行为的监管与打击力度以及实行国有股减持政策等, 对证券市场从微观制度到市场规则进行全方位的改造, 从而为证券市场的国际化奠定基础。

2002 年证券市场的政策将在以监管与规范为主基调的前提下, 维护市场的稳定将受到重视, 其中, 国有股减持与流通政策将对 2002 年的证券市场产生广泛与深远的影响, 我们对此保持谨慎乐观。

主要参考文献

1. 国家计委宏观经济研究院: 坚持扩大内需方针 积极迎接入世挑战——2001 年宏观经济运行回顾与 2002 年展望宏观经济研究 2002/1
2. 国家信息中心经济预测部: 扩大内需、调整结构、推进改革, 力保 2002 年我国国民经济平稳增长 2002 中国经济展望 中国计划出版社
3. 李晓西: 今年投资需求增长可弥补外需下降对 GDP 增长率的影响经济研究资料 2001/11
4. 张昌彩: 2001 年宏观经济政策效应分析及今后政策建议 宏观经济研究 2001/12
5. 蒋万进: 2001 年货币政策及 2002 年展望 2002 中国经济展望 中国计划出版社
6. 李泊溪: 2002 年中国经济发展的政策选择经济研究参考 2002/5
7. 钟伟: 我国经济增长中的“新三驱马车” 中国信息报 2001/7/23

市场分析与预测

2002 年 A 股市场：波动区间收窄 机构博弈主导

研究所 课题组

2002 年中国股市将进入机构投资时代。如果股票全流通问题能妥善解决或者推迟解决,则 2002 年 A 股市场将呈箱形震荡态势,箱底位置在 1300—1500 点,箱顶位置在 1800—2000 点。市场热点可关注统一指数股板块、优质低价大盘股板块、房地产板块、具有全球竞争力的制造业板块和外资并购板块等。

1 背景趋于复杂,谨慎中透着乐观

1.1 国际环境趋于复杂,国内形势利弊互现

全球经济增速将进一步放缓。全球信息技术产业仍处于调整阶段,新经济泡沫破灭后的负面影响在 2002 年不会消除,以网络、通信产业为代表的信息技术产业仍将处于结构和总量调整中。特别是“9.11”事件使不景气的世界经济遭遇新的困难,将明显地推迟全球经济景气回升的到来。根据大多数经济学家的预计,在 2002 年下半年全球经济才可能有复苏的迹象。

国内经济仍将保持 7% 以上的增速,但将不得不面对出口减速的局面。目前对我国 2002 年经济走势的判断大体上有三种情况:(1)国际货币基金组织和中国社科院等大部分机构认为,2002 年中国全年 GDP 增速可达 7.5%;(2)比较保守的是世界银行和联合国,在其最新报告中认为,中国明年 GDP 增速分别为 7.1% 和 7.3%;(3)少数比较乐观的人认为明年 GDP 增速可达 7.8% 左右。综合分析预测,2002 年我国 GDP 增长率不会低于 7%。

1.2 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

在 2001 年 11 月举行的中央经济工作会议上,关于明年经济工作的具体部署中重点提到增加城乡居民收入,培育国内消费需求,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

积极的财政政策仍会得以实施。目前国内外的形势都要求继续实行积极的财政政策以扩大内需,在 2002 年将继续发行大量国债筹集资金。积极的财政政策实施四年以来,财政收入增长速度连续大幅度超过经济增长速度,税收增长速度是相对较高的,因此有可能采取减税的办法以刺激投资和消费、拉动国内需求。2002 年国家债券、金融债券的发行量很有可能增加,券商在开展相关业务时应加以关注。

继续执行稳健的货币政策,利率有下调压力。针对当前的经济金融形势,明年将继续实行稳健的货币政策,同时保持货币信贷总量适度增长以贯彻扩大内需的方针。对于人民币利率未来动向目前各方都很敏感,对人民币利率看平和看降的观点都存在。但我们认为人民币利率存在走低压力,从目前各方面尤其是中央银行的态度看,利率下调的可能性在加大,当然利率下调空间十分有限。

保持人民币汇率的相对稳定是汇率政策制定者的原则。但我们应该注意主要发达国家汇率政策的变化,比如日元在 2001 年年底开始的连续大幅走低。如果日元继续贬值,将会使中国产品的出口

处于不利地位,人民币将在亚洲承受较大的压力,因此人民币汇率不排除有波动的可能性。

1.3 证券市场政策展望

加强监管仍是贯穿 2002 年政策的主题。2001 年 10 月 22 日中国证监会公布停止国有股减持方案的消息只是改变了证券市场调整的步伐和轨迹,而导致这次股指下跌的深层问题并没有解决。所以监管层在明年不会放松对股市违法违规的查处,“做庄”、虚假上市等行为将受到严厉的打击。这也是我国证券市场沿着“市场化、规范化、国际化”的既定方针坚定不移地向前推进的需要。

在 2002 年 1 月 11 日召开的“国有股减持方案专家评议会”上,国务院发展研究中心副主任陈清泰强调,解决上市公司非流通股的流通性问题是我国证券市场当前的重要任务,市场普遍认为这意味着监管部门把国有股减持问题纳入到整个非流通股可流通的普遍性问题上来了。我们认为:非流通股的流通问题,是中国股市必须尽快解决的瓶颈性问题。这个问题不解决,就谈不上与国际接轨,也谈不上规范,或者说无法规范。很显然,当前中国股市的种种不规范现象大多与公司治理结构不完善有关,而畸形的股权结构是造成这一缺陷的根源。但此前我们似乎更关注通过国有股减持增加社保资金这一局部需要,较少关注非流通股流通这一关系全局的大事。事实上,解决了非流通股可流通的问题,国有股减持就可迎刃而解,法人股流通也将有法可依。否则可能造成新的不公平,还会无限期推延非流通股的上市流通。至于让非流通股上市流通是否对股市构成巨大利空,这就要看具体方案了。如果采用让利于民的方案,则无疑是利好,否则会对市场构成利空。我们认为相关各方的要价相差太远,在目前点位拿出“多赢”方案实在很困难,可能要经过数轮博弈才能得到。在博弈过程中,中小投资者的利益可能会受到损害。

继证券交易印花税下调后,2002 年交易佣金极有可能下调。目前降低交易成本的呼声较高,交易佣金一旦下调将加剧券商经纪业务的竞争,并可能打破原有的二级市场格局。如何整合现有经纪业务资源、加强客户个性化增值服务、控制运营成本将是决定券商未来市场竞争格局的关键。

市场迫切需要新的投资工具。金融期货产品 2002 年可能在国内产生,股指期货将成为避险和套利的工具。如果这种情况产生,券商、基金等机构投资者在交易和资产管理业务上将面临重大变革。

证券市场有序对外开放的政策不会改变,在这一思路下合资券商、中外合作(合资)基金公司在 2002 年极有可能出现,同时国内券商的上市将被提上议事日程。总地看来国内证券市场的竞争将更加激烈,券商的业务集中度将进一步提高,部分券商的生存空间将被挤压,证券经营机构之间的兼并重组有出现的可能。

2 股指将呈箱形震荡态势

2.1 牛市可能已经结束

和往年不同的是,目前投资者对于后市的看法涉及到股市的长期趋势是否已经逆转这一问题。早在 2001 年三季度股市大调整之时就有人撰文指出投资者不应继续保持“牛市思维”;而在同年 10 月份的一次研讨会上,又有人提出沪综指必须跌到 1000 点才算基本挤净“泡沫”,可见市场的“熊市思维”已开始悄悄蔓延,尽管人们普遍不愿面对这一现实。2002 年 1 月 14 日,大多数人认为牢不可破的政策底——上海综指 1500 点被轻松击穿,投资者们感到再也无法回避股市的牛熊之分,而 A 股市场的牛熊之分对投资者、对券商的行为都有决定性影响,我们不应抱着“不看大盘只看个股”的态度淡化其影响。

影响股市的因素包罗万象,这些因素的重要性在不同的时间和空间并不相同,但我们总能针对某一具体的市场,研究其在某一具体的时间段中起主要作用的因素。以沪市为例,沪综指从 94 年最低

的 325.89 点涨到 2001 年最高的 2245.43 点,共涨了 5.8 倍,历时长达 7 年。既然是考察股市的长期走势,市场心理、庄家主力甚至股市政策的影响就显得微不足道了,主要影响因素应从宏观经济层面去找。这期间我国 GDP 名义增长率是震荡走低的,从理论上讲,股指涨幅与 GDP 名义增长率成负相关已经难以理解,即便换成实际增长率,也无从发现两者有明显的相关关系。实际上,我们认为背后是另一重要指标在起着作用,那就是名义利率。回顾从 92 年开始的熊市和从 94 年开始的牛市,我们发现市场的大方向和利率变动的大方向是基本一致的。从理论上说,两者的关系也是“天经地义”的。因此,我们认为支撑 7 年牛市的主要因素是不断走低的名义利率,后市是否转熊取决于名义利率是否已经见底。从第一部分的分析中看到:我国银行利率未来几个月不排除向下微调的可能,但总体上将保持相对稳定。所以从名义利率这一重要因素看,A 股市场在 2002 年再创新高的可能性并不大。

2.2 关注“元月效应”的提示

股市中流传着一句名言:“一月份是升市,全年是升市;一月份是跌市,全年是跌市”,即所谓的“元月效应”。其观点是如果投资者看好全年股市,最佳的人货时机应该就是一月;如果投资者不看好全年股市,就会在年初卖出股票。所以,大盘的全年走势可以从一月份的走势去推测。据国外统计,美国股市元月的涨跌与全年的涨跌一致的的概率达到 80% 以上。在我国,一月份正好处于元旦和春节两大节日之间,如果没有特别消息出现,投资者往往不急于买卖,市场成交稀疏。但也正因为如此,该月的市场走势所夹杂的“水分”较少,相对能更准确地反映市场实际供求状况,所以“元月效应”在中国股市同样起作用。A 股市场自 1992 年以来,除 1996 年、1998 年及 1999 年以外,其余七年的“元月效应”均在其走势上得到支持;如果剔除一月份波动幅度小于 5% 的“模糊”样本,则“元月效应”的有效性达到了 100%。也就是说,如果一月份大盘的涨幅超过了 5%,则全年指数收阳的概率非常之大,反之亦然。而今年沪综指开于 1643 点,若月末收于 1560 点以下,则全年行情堪忧;若收于 1725 点以上,则今年行情较乐观。当然,若一月份股指收于 1560 点到 1725 点之间,我们认为用“元月效应”推断全年行情效果可能不佳。

2.3 乐观预期及可能性

目前最乐观的预期是 A 股市场的牛市并没有结束,且在一系列利好的刺激下,股指可在 2002 年创新高。其理由是:由于世界经济陷于低迷,我国银行存贷款利率近几年不可能向上调,可在低位维持相当长的时间;开放式基金将大批成立和入市,可给股市带来增量需求;中国经济可能保持一枝独秀,吸引大量外资进入中国,其中部分可能进入股市;指数期货如果在 2002 年开设,指数股可能成为带动市场向上的热点;中国上市公司的业绩从长远看会有较大增长,这封杀了大盘下跌的空间。

我们的判断是:银行利率在 2002 年上调的可能性虽然不大,但其下调的空间也十分有限,即该指标已处于人们公认的底部。投资者有此预期,在对类似降息的消息进行反应时就会有所顾忌,从而降低了消息的作用力。另外,目前国家阻止银行资金流入股市的态度很坚决,这又使降息的作用大打折扣;外资入市的进程会给股市带来一点暖意,但我们认为外资在 A 股市场处于相对高位时不会贸然入市,除非大盘已跌至低位;从积极方面看,上市公司业绩的增长以及可能伴生的温和通货膨胀有利于股市上涨;开放式基金和指数期货方面的因素对股市构成阶段性利好是实实在在的。综上所述,我们认为 2002 年 A 股指数创新高的可能性较小。

2.4 中性预期及可能性

目前市场大多数人持中性预期,他们力图避开“牛熊”之争,认为 A 股市场将呈箱形震荡。以沪综指为例,箱顶不超过 2000 点,箱底不超过 1300 点,其理由是:2002 年利率相对稳定;中国宏观经济

发展和企业经营都相对稳定;违规资金的退出和开放式基金的进入使市场资金面保持平衡;如果股指期货开设,其利好作用和资金分流作用将相抵消;国债的大量发行虽然分流了部分资金,但也促进了经济发展,改善了股市基本面;“入世”后我国经济金融存在不确定性因素,总的来看机会和冲击都需经历一个过渡期,对 2002 年会产生一定影响,但对其影响不宜夸大;管理层为了维护市场稳定,也会相机采取措施,使股市在一个箱体运行。

在股票全流通问题能得到妥善解决或暂时搁置的前提下,我们倾向于这种观点,主要原因是我们判断利率将保持相对稳定。

2.5 悲观预期及可能性

悲观的看法是牛市已经结束,大盘将在两、三年内调整到位。以沪综指为例,其目标位在 1000 点上下,2002 年就可能调至 1300 点以下。其理由为:利率向下的空间已很小,从长远来看,利率是要向上攀升的,这意味着熊市的到来;国有股、法人股上市流通的问题可能要加快解决,二级市场投资者作出牺牲的可能性较大;随着我国加入世贸和机构投资者增多,理性的投资理念将占上风,市场泡沫将分阶段压缩。

悲观预期对长期趋势的看法不无道理,但我们认为在大盘在已经大幅下跌的情况下会“暂停”探底,从而寻求在一个箱体震荡,以达到构筑顶部的效果,这与中性预期对 2002 年市场的看法是一致的。

2.6 结论

综上所述,我们比较倾向于中性预期,即 A 股市场在 2002 年将呈箱形震荡态势,这一预期实现的概率较高。而从控制风险出发,我们认为市场各主体对悲观预期要引起足够重视,因为股票全流通问题若加快解决,将彻底改变目前的市场格局。

基于对 A 股市场在 2002 年总体走势的判断,我们认为市场操作的基本策略首先是要把握股票全流通的政策动向,其次是要把握箱形震荡走势的特点,于箱底买入,于箱顶卖出。关注可能成为市场热点的强势板块,例如统一指数股板块(与股指期货关联)、优质低价大盘股板块(与开放式基金关联)、房地产板块(与经济景气关联)、具有全球竞争力的制造业板块和外资并购板块(与加入 WTO 关联)等。

3 开始进入机构博弈时代

3.1 从资金力量对比看,2002 年中国股市将进入机构投资时代

综合投资者的开户人数、收入构成、文化程度、知识结构、理财能力、投资技巧、交易频率、运用法律自我保护能力等诸因素,虽经 10 年发展,我国证券市场无疑仍处于散户时代;但从掌握资金的实力对比看,中国股市的力量对比格局将被改写,而这才是目前中国股市的实质。2001 年是后庄股时代的说法如果成立的话,我们认为 2002 年中国股市将进入机构投资时代。

3.1.1 以证券投资基金为主的机构投资者快速发展

在超常规、创造性加快发展投资基金的思路指导下,我国投资基金业快速发展,形成了一个拥有 15 家基金管理公司,分别管理 48 只封闭式、3 只开放式证券投资基金,资产管理总额 800 多亿元人民币的专业的机构投资团队。尤其是随着 3 只开放式投资基金华安创新、南方稳健成长和华夏成长的募集设立,投资基金在我国证券市场扮演的角色越来越重要。根据中国证监会的规划,到 2005 年底

或 2006 年初我国基金业总规模将达到 3000 亿元,开放式基金的规模占到 2/3。2002 年我国证券投资基金的规模扩张速度将快于今年。

3.1.2 私募基金是我国股市不容忽视的一支巨大力量

据中国人民银行关于中国私募基金的调查报告推算显示,私募基金的规模已远远超过 3000 亿至 5000 亿元,而有关专家估计大约在 8000 亿至 9000 亿左右。虽然,对具体规模存在争论,但经过几年牛市私募基金已经成长为一支巨大力量并且在我国证券市场上有着举足轻重的地位。因此,私募基金必须规范发展,从立法上予以界定,变堵为疏,纳入正常的管理渠道,从源头净化资金构成,对管理运作过程实施备案监督,使之从“地下”回到地上,这是一个刻不容缓的问题。我们认为,私募基金仍将活跃在 2002 年的中国股市。

3.1.3 社保基金的入市进程将加快

从国际上看,全球基金业近 20 年的快速发展,主要得益于养老基金规模的膨胀。欧美基金业所管理的基金资产中的 60% 来自养老金。目前全国总的社保基金有近 1000 亿元左右,由国务院成立的全国社保基金理事会约有 580 亿元资金。目前,除了动用 13 亿元战略配售中国石化外,社保基金尚未进入开放式基金,这一方面与开放式基金推出时股市正在大调整之中有关,另一方面还与《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》的暂停实行及与之配套的《社保基金投资管理办法》迟迟不能出台有密切的关系。可以预计 2002 年社保基金的入市进程将加快,这将推动基金业的高速发展。

3.1.4 保险资金入市量将大幅度提高

从保险基金、社保基金快速发展的态势来看,我国投资基金业的发展速度还远远不能满足其日益扩张的需求。目前,在保险公司 4000 多亿元的资产总额中,投资于证券投资基金的数量仅为 167.6 亿元,占总资产的 4% 左右。因此,从总量上分析,证券投资基金远远不能满足保险资金。但从趋势上看,保险资金正在努力扩大投资渠道,尤其是间接或直接进入证券市场。随着开放式基金的发展,2002 年保险资金的入市量将有大幅度的提高。

3.1.5 券商仍然是一支不可忽视的力量

据统计,2000 年度我国 101 家证券公司的总资产额以及净资产额已分别达到了 5753 亿元和 652 亿元,同时,2000 年我国证券公司净资本总额达到了 237.3 亿元,比去年的 26.2 亿元提高了近 10 倍,说明我国证券公司在不断加大发展力度的同时,抗风险能力有所提高。2001 年又有一批券商进行了增资扩股,券商的实力得到进一步扩大。

3.1.6 三类企业仍将直接或通过委托理财的形式间接进入资本市场

通过参与发起基金管理公司或者通过委托券商、基金理财的形式,进入资本市场仍将是 2002 年三类企业的主要选择模式,少数长袖善舞的企业也不放弃直接入市的可能。我们预计 2002 年上市公司的委托理财仍会平稳发展,主要份额控制仍将在大券商手中,但一些后起的中等规模券商同样瞄准了这一新的利润增长领域。

3.2 机构投资行为对 2002 年证券市场的影响

3.2.1 从投资理念的变迁看,中国股市走向成熟还有一段漫长的过渡期

股指涨跌是多空力量对比的直观反映,在一个只能单向操作的资金推动型市场,究其实质是资金供求关系发生了变化。在我国股市上,从层出不穷的概念炒做,到群雄割据式的庄股操纵,到投资基金的集中投资、兵团作战,万变不离其中,实质仍是“有枪便是草头王”。在市场博弈中,拥有资金实力优势的机构、庄家、基金显然占据着比中小散户更为有利的位置。经过十年高速发展的中国证券市场,从混沌初开、高速成长、非理性的繁荣到泡沫破灭、归于平静、走向规范成熟,还有一段漫长的过渡