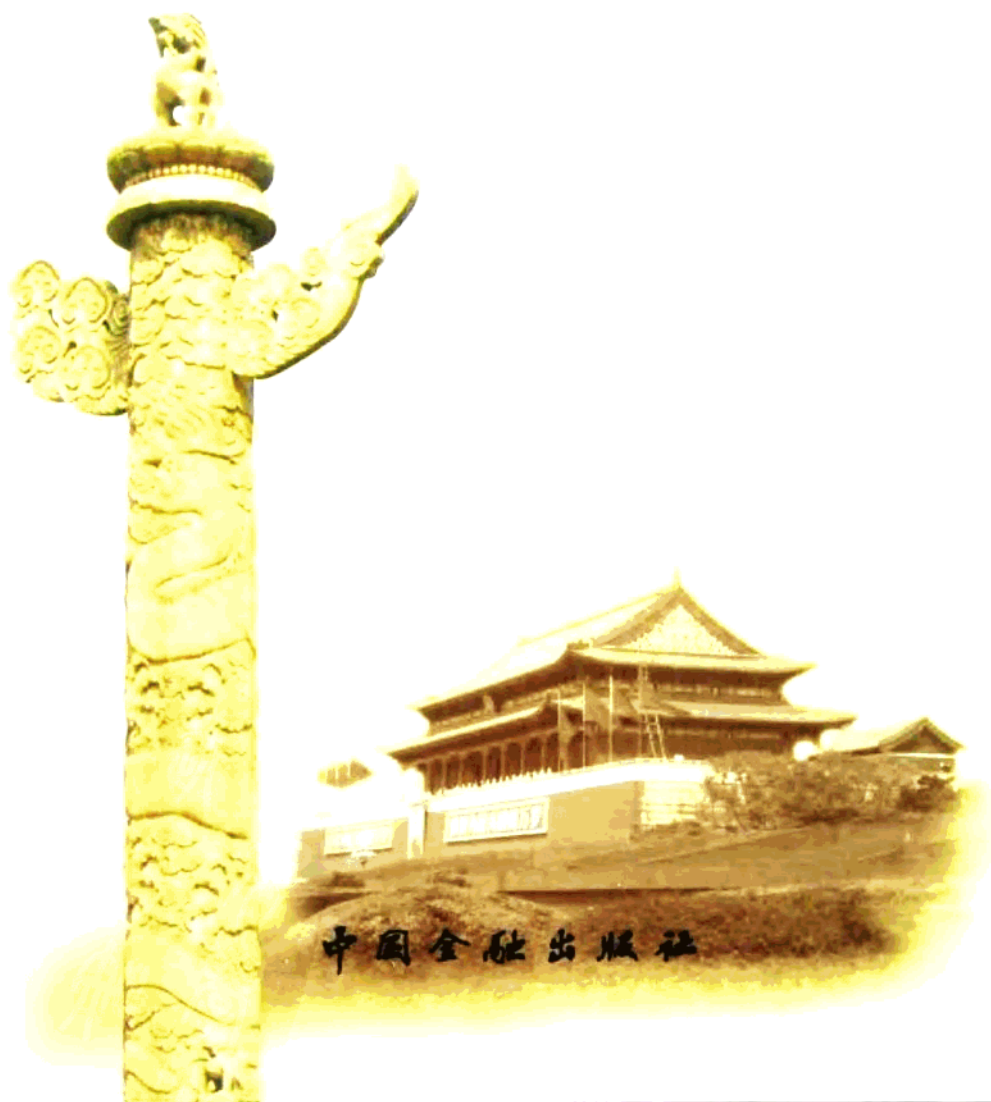


华夏证券有限公司研究发展部 编

1997年中国证券市场 大趋势



中国金融出版社

责任编辑:李 菁
封面设计:张 莉
责任校对:程 颖
责任印制:张 莉

图书在版编目(CIP)数据

1997年中国证券市场大趋势/华夏证券有限公司研究发展部编.

—北京:中国金融出版社,1997.4

ISBN 7-5049-1768-0

I. 19…

II. 华…

III. 资本市场—经济预测—中国—1997

IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 04982 号

出版: **中国金融出版社**
发行:
社址:北京广安门外小红庙南里3号
邮编:100055
经销:新华书店
印刷:北京印刷一厂
开本:850毫米×1168毫米 1/16
印张:11
字数:341千
版次:1997年4月第1版
印次:1997年4月第1次印刷
印数:1—2180
定价:20.00元

华夏证券有限公司董事长黄玉峻的题辞：

把握宏观大势
研究市场规律

黄玉峻

序 言

中国证券市场发展到现在已经走过了曲折而充满希望的历程。在此过程中,证券市场的规模不断扩展,上市品种日益多样化,投资者队伍逐渐壮大。今天,我们已经有了一个上市公司达 500 多家、投资者达 2000 万人的股票市场,一个年成交量达 17400 亿元的国债市场,投资基金、企业债券等新的上市品种也吸引了越来越多的投资者。可以说,证券市场已经成为中国社会主义市场经济体系的有机组成部分,发展证券市场对于推进国有企业建立现代企业制度、深化金融体制改革的重大意义已经得到社会各层面的广泛认同,按照“法制、监管、自律、规范”的八字方针长期稳步地发展证券市场将是今后较长时间内证券市场工作的基本出发点。

六年来,证券市场的发展为证券经营机构提供了广阔的活动空间,中国证券业取得了长足的进步。作为全国性的证券公司,华夏证券公司在自身业务的拓展过程中越来越认识到加强研究工作的重要性。这种研究既包括对宏观经济形势、相关法规政策的分析预测,也包括对重点产业行业以及上市公司的调查研究。国外著名的投资银行如美林、野村等均有分工完善、实力较强的研究部门,这些部门不仅为中小投资者提供咨询服务,而且为本公司的证券投资决策提供重要的参考意见,在国际资本市场上具有很强的影响力。目前,国内一些主要的证券公司也在强化自己的研究力量,以此适应日趋激烈的市场竞争。华夏证券研究人员开展宏观研究的时间并不长,但他们一直致力于从基本工作入手,及时收集相关信息资料,跟踪市场发展动态,并据以做出较为客观的分析判断。作为他们的领导,我深为他们的这种敬业精神和认真负责的态度而倍感欣慰。

“1997 年中国证券市场大趋势”系列研究报告策划于 1996 年下半年,1997 年 1 月底基本完稿。该系列报告通过对近几年特别是 1996 年以来宏观经济大势、产业政策、货币政策、财税政策以及股票市场、国债市场、投资基金、海外融资发展状况等的回顾,分析预测 1997 年国民经济、相关政策以及上述各子市场的基本走势。由于时间所限,这些报告还存在一定不足,欢迎各位读者予以批评指正,同时希望与同业加强研究领域的交流合作,从而达到共同提高、共同进步,为年轻的中国证券事业的发展做出更大的贡献。

基于本书撰写人员付出的辛勤劳动和卓有成效的工作,我欣然为本书作序,并希望此书对各位读者有所裨益。

华夏证券有限公司总裁 邵 淳

1997 年 3 月于北京

本书编写人员

- 林义相** 巴黎大学经济学博士,曾任中国证券监督管理委员会信息研究部副主任,现任华夏证券有限公司副总裁、研究员
- 张后奇** 华夏证券有限公司研究发展部副总经理、北京大学经济学博士 研究员
- 刘红谔** 中国社科院经济学博士 (华夏证券有限公司研究员)
- 徐文石** 北京大学经济学博士 (华夏证券有限公司研究员)
- 孙建冬** 北京大学经济学博士 (华夏证券有限公司研究员)
- 曹海** 华夏证券有限公司研究发展部 硕士 研究员
- 董晨** 华夏证券有限公司研究发展部 硕士 研究员
- 彭砚苹** 华夏证券有限公司研究发展部 硕士 研究员

序言

- 稳中求进的 1997 宏观大势与证券市场 (1)
- 1997 年中国经济增长的兴奋点会在哪里?
——从家电时代向汽车、住房时代的转变 (11)
- 1997 年中国社会资金流向何处 (18)
- 从金融政策走势看 1997 年证券市场 (26)
- 存款准备金制度改革及对证券市场的影响 (36)
- 1997 年国有企业改革何去何从
——从国企改革路径安排看 1997 年证券市场 (41)
- 1997 年税改政策针指何方?
——从 1997 年税收政策走向研判证券市场 (50)
- 审时度势精选股 长线投资收益丰
——1997 年股票市场趋势展望 (57)
- 快速发展的 1997 年中国股票一级市场 (60)
- 1997 年中国投资基金应有长足进展 (68)
- 面临挑战的 1997 年中国国债市场 (73)
- 1997 年香港回归对中国证券市场格局的影响 (80)
- 1997 年中国企业海外融资能走多远 (88)

附件

- 一、1996 年中国证券市场宏观政策大事记 (98)
- 二、正确认识当前股票市场(1996 年 12 月 16 日
《人民日报》特约评论员文章) (103)
- 三、1996 年我国证券市场主要统计数据(表 1、表 2)··· (107)
- 四、深沪上市公司 1996 年底股本结构情况表
(表 1、表 2)..... (108)
- 五、1996 年中国证券监督管理委员会发布的主要
重要法规政策 (125)

CONTENTS

- * The Macroeconomic Outlook and Securities Market in 1997
- * From Electrical Appliances to Housing and Automobile Industries
——The New Source for a High Growth in 1997
- * The Direction of Investment in 1997
- * The Implications of Monetary Policy Stance on the Development of China's Securities Market in 1997
- * The Favourable Impact of Reserve Requirements Reform on the Long-term Development of Securities Market
- * The Implications of the SOEs Reform on Securities Market in 1997
- * Orientation of the Tax Policy on Securities Market in 1997
- * The Choice of Stocks for a Long-term Investor in 1997
- * Rapid Development of China's Primary Securities Market in 1997
- * The Substantial Development of China's Investment Funds in 1997
- * The Challenges Facing the Treasury Bonds Market in 1997
- * The Implications of 1997 Hong Kong's Territory Return to China on Securities Market
- * The Prospect of Overseas Listing of China's Enterprises in 1997

Appendix:

1. Chronicles of Macro-policy Related to Securities Market in China in 1997
2. 'Renmin Daily' Special Commentator's Article on December, 16th, 1996: "Correctly Viewing in the Current Stock Market"
3. China's Securities Market Main Statistics in 1996
4. The Share Structure of Listing Corporation Until the End of 1996
5. Main Laws and Policies Promulgated by CSRC in 1996

稳中求进的 1997 宏观大势与证券市场

1996年,中国股票市场走出了令世界为之瞩目的持续涨升行情。临近岁末,又峰回路转。中国的股票市场从1990年深沪两个证券交易所建立到现在不过六年多的时间。如何把握证券市场的运行规律?如何准确地把握即将来临的1997年中国证券市场发展的大趋势?这是证券市场的各个层面,特别是千百万股票投资者眼下最关心的问题。本文拟扼要分析我国宏观经济发展的趋势因素与股市的联系,力求对1997年我国特殊政治背景下的经济增长形势,与股市运行直接相关的通胀走势与利率导向等主要经济变量做出客观理性的分析预测,从宏观大趋势上展望1997年我国证券市场的运行轨迹。

一、我国的宏观经济发展趋势因素能不能通过股市提前折射出来?

在证券市场发育成熟的国家,股市素有经济发展“晴雨表”之称。我国仅有六年多的短暂历程的股票市场的变化能否提前预示宏观经济发展的基本趋向呢?

来自国家信息中心的分析预测专家认为,他们经过过去几年的持续跟踪研究与相关性分析,得出结论:我国的股票市场变化一般能提前3—5个月反映出宏观经济发展主要指标的趋势变化。

从1990年底到现在,股票市场从小规模试点逐渐发展壮大为全国性的资本市场,总共不过才六个年头。这六年中,股票市场在我国总体市场格局中的地位、上市公司家数、流通市值规模、券商规模,特别是投资者的数量以及流入股票市场的资金量等,每年都有着显著的变化。严格地说,这一时期属于我国证券市场绝对规模不断扩大、统一的全国性证券市场框架的形成发育期。如果说1992年以前我国小规模、区域性的以试验为目标的证券市场还不能准确地反映宏观经济总体趋势变化的话,那么今天已拥有上市公司530多家,总流通市值最高已超过3000亿元,投资者队伍壮大到2100多万人的股票市场,已经能够比较清晰地折射出我国宏观经济周期性变化的基本趋向。

按照经济周期的分析方法,从1990年底到1996年,时间跨度不过是一个中周期。我国股票市场创立的1990年正处在宏观经济从1989年至1991年的调整时期,刚刚开始试验阶段的小规模股票市场走势与宏观经济当时所处的调整趋势并没有太大的相关性。

股市是经济发展晴雨表。

我国的股票市场变化一般能提前3—5个月反映出宏观经济发展主要指标的趋势变化。

试验阶段的小规模股市走势与宏观经济相关性不大。

1991—1995 年股市 与宏观经济轨迹高 度一致。

从 1991 年下半年开始,我国宏观经济快速步入新一轮高速增长时期,1991 年国内生产总值年增长为 9.3%,1992、1993 年连续两年高速增长,年增长率分别为 14.2% 和 13.5%;但从 1993 年中开始,国家实行新一轮宏观经济调控,经济增长又回到调整期。适度从紧的财政货币政策,一直延续到 1996 年初,1994、1995 年国内生产总值增长率分别为 11.8%、10.2%(注:各年经济增长率已剔除物价上涨因素);与经济增长趋势变化相一致。从 1991 年到 1995 年,我国全社会总投资增长率分别为 23.8%、42.6%、58.6%、31.4% 和 18.8%(未考虑物价上涨因素)。就总体趋势来观察,这一时期我国股票市场走势与宏观面的增长率变化及社会总投资增长率变化轨迹是高度一致的。众所周知,作为我国经济上一轮成长高峰期的 1992—1993 年,同样也正是股票市场成立以来的第一波高速发展期。1992 年上证指数首创 1429.01 点的高位,1993 年初更写下了 1558.95 点的历史高位,深成指(换算)1992 和 1993 年也分别创下 2918.09 点和 3422.12 点的高位。而 1994—1995 年宏观经济步入调整期后,股市也持续在低迷之中徘徊,沪、深股价指数在 1994 年分别下探至 325.89 点和 944.02 点的历史低点,95 年除国债期货市场关闭激发的短暂行情外,全年大多数时间里沪深股市均交投清淡。

年 份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
GDP 增长率	3.80%	9.20%	14.20%	13.50%	12.60%	10.50%	9.60%
工业增长率	7.80%	14.80%	24.70%	27.30%	24.20%	20.30%	15.20%

(1996 年数据为截至 1996 年 9 月的数据)

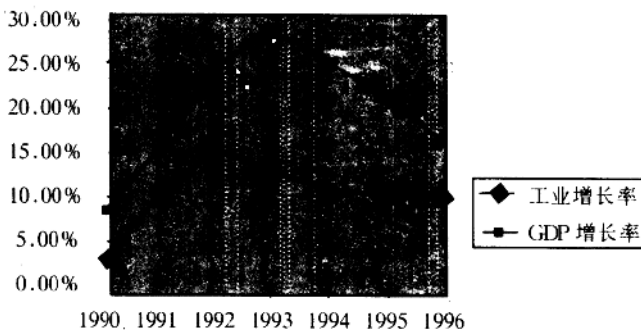


图 1 1990 年至 1996 年 GDP 及工业生产总产值增长走势图

年 份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
固定资产 投资增长率	7.53%	23.81%	42.59%	58.60%	36.80%	17.46%	19.99%

(注:1996年数据为截至1996年9月为止的数据。)

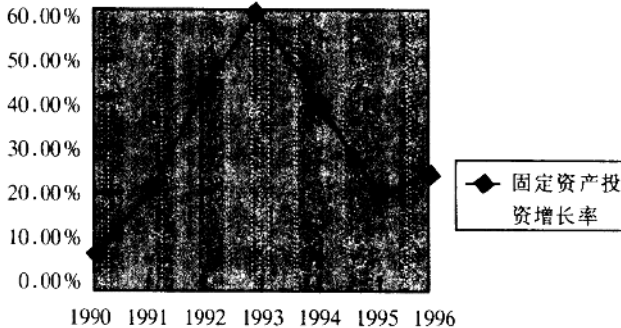


图 2 1990 年至 1996 年国内固定资产投资增长图

1996 年是我国宏观政策发生结构性调整以及随政策调整引起社会各个层面对经济预期发生重大变化的一年。进入 1996 年以来,随着宏观调控主要目标通胀的稳步回落,众多企业面临着效益滑坡、亏损增加、资金短缺的严峻局面。在这种形势下,宏观经济政策从“双紧”逐步转向“控制总量,结构调整”。央行率先在 4 月 1 日停办保值储蓄,5 月 1 日和 8 月 23 日又两次大幅度降低存贷款利率;央行的货币投放,特别是对企业信贷资金的投放表现出明显的结构性松动;与此同时,从二季度开始,社会总投资的增长速度明显加快;消费品市场也有转趋活跃的迹象。种种迹象表明,我国新一轮周期性的经济增长已从 1996 年二季度开始启动,国家统计局、国家信息中心等综合经济信息部门及时向社会各界发布这样的经济信号。关于新一轮经济成长周期启动的观点在社会各界引起强烈反响,特别是在证券市场,几乎已成为市场各个层面的共识。1996 年我国证券市场持续上涨最深刻的社会经济基础正是在于广大投资者普遍预期新一轮经济增长的高潮即将到来。

纵观我国股市过去几年的发展历程,我们认为:随着股票市场规模的日益壮大,其对宏观经济变化趋势的先期反映功能已日趋显著。宏观指标变化对股价指数走势的影响是通过影响投资人的预期来传导的。但是,股票市场的投资者必须清醒地认识到,一旦这种看好经济成长的预期被人为地夸大到现实经济增长的极限之上,其对股价走势的影响必然是一种扭曲、泡沫成分过高的虚假繁荣景象,1996 年下半年我国股市过分炽热的景象已表现出这种特征。

投资者预期经济高潮将临,推动股市上涨。

预期夸大扭曲股价。

二、特殊政治背景下的 1997 经济增长形势： 稳中求进

1997 年宏观经济稳中求进,适度增长。

1997 年我国政治生活中将发生两件具有深远历史意义的大事:一是几代中国人企盼已久的香港回归祖国;二是以江泽民为核心的中共中央主持召开的第十五次。1997 年我国社会、经济运行中的各项工作显然都要服务和服从于上述两件大事的圆满执行。正是基于这种战略性的考虑,不久前刚刚召开的中央工作会议已为 1997 年我国经济发展形势定好了主调:稳中求进,适度增长。

我们认为,1997 年支持国民经济保持适度增长的主要因素包括:(1)1996 年 1—9 月份,我国国内生产总值比上年增长 9.6%,全年增长率预计约可达到 9.8% 左右。从目前中央政府的宏观经济政策安排来看,1997 年选择松动银根、大量增加固定资产投资资金注入的可能性极小。比较乐观地估计,1997 年 GDP 增长有可能接近的上限为 10.5%。经济增长不大可能出现 1992 年那样的“跃进式”高增长。

(2)1997 年世界经济总体上将保持强势增长态势。根据联合国专家预测,1997 年世界经济总体增长率将达到 3.2%,世界贸易额预计增长 8.4%,中国地处经济贸易增长最活跃的亚太地区,其出口贸易有望保持稳步增长,出口将成为支持 1997 年中国经济成长的重要因素之一。

(3)“八·五”期间我国社会固定资产投资已达 61637 亿元,这笔巨资兴建的一部分能源、原材料、交通、通讯等项目陆续投产运营,形成新的供给能力,这对缓解经济发展中的基础产业瓶颈约束将起到关键性的作用。

(4)迄止 1996 年 11 月底,我国外汇储备已突破 1000 亿美元,成为世界上第二大外汇储备国,为中央政府利用国际资源调剂国内市场余缺提供了较大的回旋余地。

(5)从拉动经济增长的需求因素来看,1997 年的投资、消费与净出口需求将呈现出均衡增长的格局。其中投资需求随着投融资体制改革的加快,在社会总投资中直接融资的比例将进一步扩大,储蓄转化为投资的渠道会更加多样化;同时,外资出于对中国市场长期趋势的看好,外资净流入会继续保持较大的规模。

国有企业经济效益、失业率和农业生产率是 1997 年中国经济的三大难题。

但是,也必须看到 1997 年的经济发展中一些不利因素,主要包括:(1)国有企业经济效益下降的势头在没有根本性的改革举措出台前难以扭转,国有企业财务危机累及财政、信贷部门;(2)农业部门的整体生产率偏低,现行的生产体制在一定程度上阻碍了农业生产的产业化和工业化;(3)失业、隐性失业以及流动人口的日益增加,越来越成为社会稳定发展的不利因素,处理不好在局部地区与行业将形成较大的隐患。另外还有一些不确定因素如 1997 年的气候条件与自然灾害发生的程度,中国加入世贸组织谈判前景等等。

综上所述,我们认为,1997 年的经济增长速度在 1996 年基础上将呈现

稳步的、渐进的向上趋势。而从宏观运行趋势的变化,宏观经济政策方向的调整到具体行业下的企业效益的提高,显然有时间上的后滞过程。任何对1997年的宏观增长形势不切实际的盲目乐观预期,对社会经济生活,特别是对敏感的股价指数走势将是十分有害的。

三、97中国经济运行中的通胀与利率走势及其对股市的影响

在众多的宏观经济变量中,通货膨胀率的变化趋势以及与通胀紧密相连的利率水平,是影响股票市场价格走势的重要因素。我们来观察分析一下自1990年以来的社会零售商品同比物价指数与一年期居民储蓄存款的利率变化趋势,以及同期沪、深证券市场的股价指数走势情况。

附表1 1987年—1996年11月社会零售商品同比物价指数

时 间	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996.1~11
通胀率(%)	7.3	8.5	7.8	2.1	2.9	5.4	13.2	21.7	14.8	6.2

资料来源:中国人民银行统计季报1996年第3期

附表2 1990年—1996年一年期居民储蓄存款利率变化表

时 间	1990.04.15	1990.08.21	1991.04.21	1993.05.15	1993.07.11	1996.05.01	1996.08.23
1年期居民储蓄利率(%)	10.08	8.64	7.56	9.18	10.98	9.18	7.47

资料来源同上

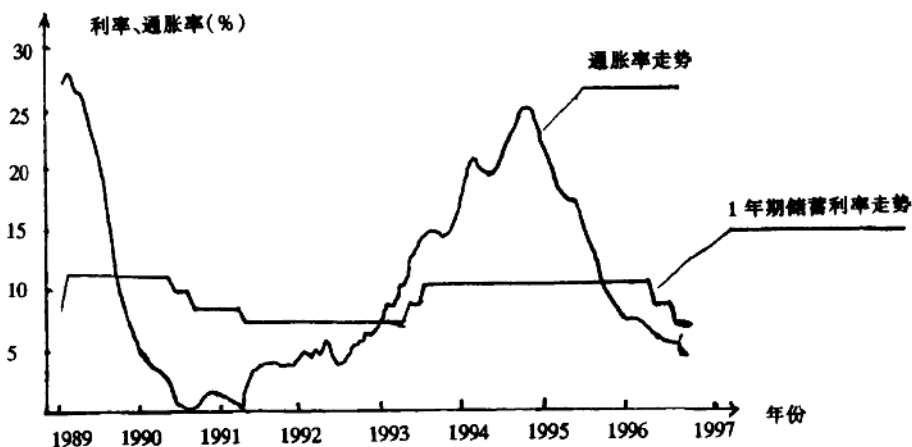


图3 1990年以来1年期储蓄利率与通胀率走势对照图

根据上述两个表中的数据,可以直观地画出一年期储蓄利率与通胀率变化的对照图(见图3、图4、图5)。

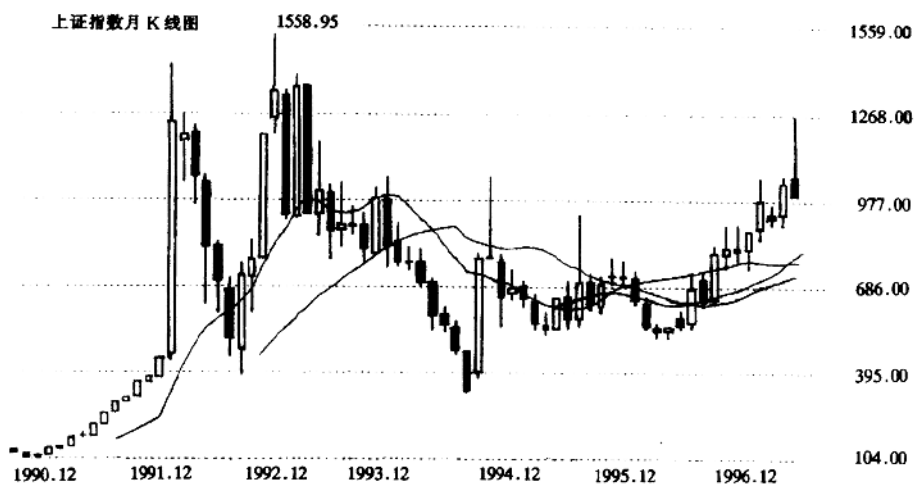


图4 1990—1996年上证指数月K线走势图

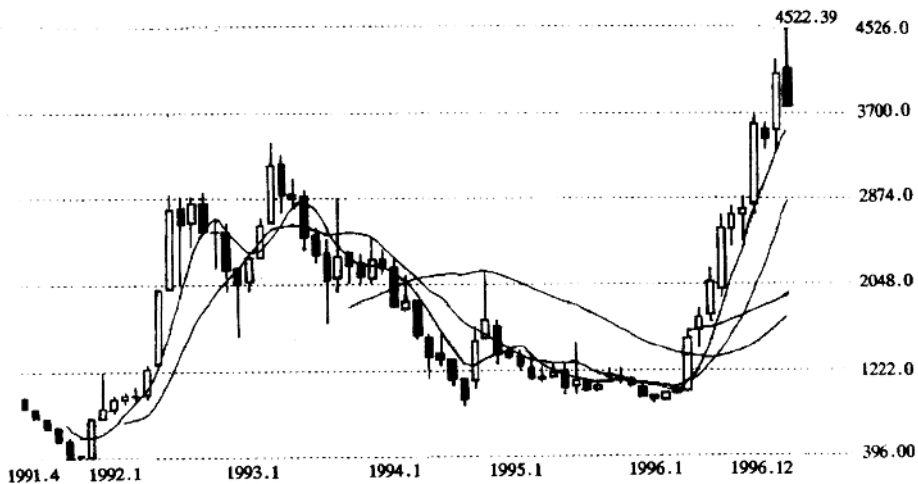


图5 1991—1996年上证指数月K线走势图

比较上述图形中,过去六年来通胀、利率走势与沪深市场股价指数的走势,我们可以直观地发现:储蓄利率走势与通胀率变化呈严格的正向关联关系,而储蓄利率走势和通胀率走势均与股价指数呈负向关联关系。1991年至1992年这段通胀低企、利率下调的阶段,恰是我国沪深股票市场高涨的第一次高潮期;而从1993—1995年的高通胀、高利率阶段,也恰逢我国股票市场低迷的阶段;进入1996年以后,通胀持续回落,储蓄利率连续下调,沪深股价指数则保持持续高涨的势头。

那么,1997年中国将面临怎样的通胀形势?千百万投资人关注的利率走势会否再有新的变化呢?

我们认为,1997年我国的物价走势有望保持相对稳定,社会零售商品价格指数涨幅可望保持在7%左右。我们的根据是:

(1)到1996年11月份为止,我国商品零售物价指数涨幅已连续13个月保持在一位数上,1996年11月仅比上年同期上涨4.6%,1—11月平均上涨6.2%,因此,由于1996年物价指数的翘尾影响而推高明年的物价指数的因素已不存在。

(2)1997年物价上升的货币压力将明显小于前两年。预计到1996年底,狭义货币M1的增长幅度为17%左右,广义货币M2的增长幅度约为25%,全年投放现金增长13%左右;全部金融机构贷款约增加1万亿元,比1995年多增加660亿元,增长近20%,其中,国家银行贷款约增加8000亿元,比1995年多1000多亿元,增长21%,货币供应量逐渐接近调控目标。

(3)非货币因素即行业垄断部门的行政性调价措施出台的多少,以及农副产品的供求状况将左右1997年物价走势。应当看到行业垄断部门物价水平的轮番上涨,已违背了当年通过价格改革以形成合理的价格生成机制为目标的初衷。在当前预算软约束的情况下,一些垄断部门的职工福利、楼堂、馆、所等方面的开支都进成本,调整价格水平后的收益被职工工资福利上升所侵蚀,所以过不了两年又要求政府提高其产品与服务价格,导致价格轮番上涨。因此,1997年以至整个“九五”期间都要严格控制行政性调价措施的出台。

(4)1997年农副产品价格有望保持平稳。1994—1995年引发高通胀的主要因素是农副产品价格大幅上涨,在各方的共同努力下,这两年对农业生产的投入有了较大幅度增长,农业连续两年获得大丰收,1996年粮食产量可能达到创纪录的9600亿斤。国家1996年再次大幅提高粮食收购价格,增加粮食进口,粮食供求基本平衡,略有节余,这对稳定1997年的农业生产从而稳定1997年的整体物价水平将发挥重要作用。

(5)由于继续实行适度从紧的宏观政策,多数商品仍然是供大于求或供求平衡的格局。1996年出台的一些调价政策未引起连锁反应,商品零售价格指数继续表现为平稳回落态势。

(6)1996年以来社会总需求增长态势平稳,为1997年物价稳定奠定了良好的基础。预计1997年消费需求将继续稳定增长,出口需求方面受财政出口退税进度加快的影响,恢复正常增长,投资需求也将保持适度增长,不

利率与通胀呈正相关,与股价指数变化呈负相关。

1997年物价水平持续保持低位运行。

潜在通胀压力不可掉以轻心。

大可能出现剧烈扩张之势。

但是,在分析1997年物价形势时,也必须看到,引发通胀的因素依然存在,不可掉以轻心。

主要表现为:

(1)当前,不少价格改革措施正在等待出台。而产生通货膨胀的根源,即经济运行中长期存在的“低效益、超分配、软约束”的问题并没有得到根本解决。国家财政困难的状况短期内难以扭转,财政实际收支缺口即综合财政赤字仍然很大,经济结构调整缓慢,对固定资产投资和消费基金扩张还缺乏有效控制,农业基础还相当薄弱,尤其是遇到自然灾害等导致粮食减产时,物价会迅速上涨。

(2)企业要求放松宏观经济政策的呼声越来越高,压力越来越大。国有企业经济效益下滑,生产经营资金主要依靠银行贷款,在紧缩政策下,企业资金紧张,产品销售不畅,亏损面居高不下,失业增加。

(3)在连续几年受到适度从紧政策的抑制之后,各地方很有可能在1997年寻找时机实现其经济扩张冲动。1997年将召开党的“十五大”和香港回归祖国,加之“九五”计划已经起步,各地加快经济改革与发展,努力实现和提前完成“九五”计划的积极性很高,特别是投资、调价方面的要求很多,而地方和企业的自我约束仍然很差。

因此,我们既要看到物价上涨势头已得到有效抑制,又要看到引发物价反弹的因素依然存在。只有继续坚持适度从紧的财政货币政策,在控制总量、结构调整的大原则下,有效地把通胀抑制在预期目标之内,才能确保1996年稳中求进的宏观大局。

1997年利率走势相对稳定。

与物价指数的平稳走势相一致,1997年我国的利率走势,特别是居民储蓄存款的利率走势预期将保持相对稳定。其依据是:

(1)“九·五”期间我国将继续实行适度从紧的货币政策,以巩固目前低通胀与适度增长并存的经济运行态势。应该说,从1993年6月开始的宏观调控经过近三年的努力才使通胀水平回落到目前这一较理想的程度,可见中国经济治理通胀是需要付出巨大代价的。从货币当局的公开讲话中曾多次强调二次下调利率并不意味着改变适度从紧的货币政策,其中心内容就是保持货币供应量的适度增长。1996年全年狭义货币供应量M1预计增长17.2%,广义货币供应量M2预计增长26%。1997年M1预计增长18%,M2预计增长24%,可见货币供应量将基本维持相同的增速。鉴于人们对新一轮经济周期启动普遍持较高的预期,各地区、各部门加速发展的“过热”倾向将可能导致通胀反弹,因此中央银行坚持适度从紧的货币政策乃是客观而现实的选择。

(2)1996年度两次降息已初步达到减轻银行和企业负担的目的。经过两次降息,1年期居民储蓄存款利率为7.47%,与1996年1—11月平均物价指数6.2%相比,保持1.27%的正利率。存款利率大幅度降低极大地减轻了银行的经营压力。同时,据粗略统计,贷款利率下调后企业累计减少利息负担近1000亿元以上,企业的债务负担相应减轻。目前,1年期存款利率以零售商品价格指数看仍为正利率,但以消费品价格指数衡量则正利率

已趋于零。

(3)1996年两次降息之后,社会资金从间接融资的银行体系流入直接融资的证券市场、股权投资等领域的现象十分明显。一方面股票、债券投资分流储蓄资金的现象已相当突出,(据估计,截至1996年12月,1996年新进入股市的开户资金达1000亿元以上);另一方面通过股权方式直接融资日益增加,各种民间的非规范集资活动重新活跃;而降息后银行的居民储蓄存款增幅明显降低。我们认为,适当扩大直接融资比例只能是一个渐进的过程,在今后相当长时间里间接融资为主导的格局不会有大的变化。因此,从维护银行间接融资主导地位、保持证券市场平稳的角度,1997年上半年储蓄存款利率再度下调的可能性不大。

(4)从货币政策的连续性、稳定性的角度,兼顾企业的经营状况与资金形势,1997年利率上调的可能性极小。

(5)考虑到上次降息时存款利率下调大于贷款利率的特点,央行有可能在适当时机对金融机构的贷款利率进行结构性的微调。

我们认为,1996年取消保值贴补和两次降息的效果和影响是巨大的。其告示效应明显地改变了公众对宏观经济形势和货币政策的预期。变动利率是货币政策操作工具中导向效应明显、作用力很强的工具。从我国金融宏观调控机制的改革趋势看,调整利率、准备金率及运用公开市场操作三种工具将成为实施货币政策的主要手段。在经济平稳增长的阶段,央行对利率手段的采用将是谨慎稳重的,很可能与运用公开市场操作来微调货币供应量等手段结合起来运用。

综观1997年的通胀与利率形势,我们认为,其基本格局是尽可能保持目前的低通胀、低利率的态势。这种趋势对1997年股票市场的发展无疑是一项可长期看好的有利因素。

低通胀、低利率,
市场前景乐观。

四、从宏观大势看1997中国证券市场

从上述我们对宏观经济运行状况与股票市场关联度的分析中已经看出,随着股票市场规模的日益壮大,其对宏观经济变化趋势的先期反映功能已日趋显著。通过对1997年中国宏观经济运行态势的预测分析,我们认为1997年中国证券市场具有如下特点:

(一)中国股市与宏观经济的相关程度进一步提高,1997年股市运行将减缓波动,保持平稳态势

1997年股市波动
减缓。

经过6年多的发展,深沪股票市场已经能够比较清晰地折射出我国宏观经济周期性变化的基本趋向。特别是随着1997年众多对国计民生有重大影响的大型企业改组上市,股市的“晴雨表”功能将更显著地体现出来。1997年宏观经济增长速度将是在1996年基础上稳步的、渐进的向上趋势,这就决定了1997股票市场也将是在减缓波动基础上的平稳发展。从1996年下半年股市的持续上扬来看,众多投资者对1997年中国经济进入新一轮

增长周期,对 1997 年的特殊政策环境持有过高的甚至是不切实际的预期。在深沪股市的市盈率分别达到 50 倍和 40 倍以上的情况下,股市孕含着风险巨大的价格泡沫。管理层年末出台的一系列规范市场的政策措施,使得一度过于疯狂的股价走势终于扭头调整,回归理性。我们认为,目前的调整将为 1997 年股市的健康发展留下了适当的空间。

股市供求双向扩容。

(二) 1997 年中国股市有望出现供给面的快速扩容与需求面的增量资金投入稳步上升的供求双向发展格局

一方面,100 亿的新股额度、一大批如一汽、鞍钢等在国民经济中重中之重“航空母舰”将快速驶入年轻的资本市场,成为市场发展新的中坚;另一方面,由于 1997 年可望保持持续的低通胀、低利率金融环境,18 年改革开放以来长期沉淀下来的数万亿居民储蓄资金,将随着人们金融投资意识与风险意识的增强,有相当一部分仍将不可避免地要流入股市投资。

(三) 随着 1996 年度上市公司业绩公布,整个股市在平稳调整中将逐步实现以业绩为基础的股价结构重新调整,挤出泡沫,凸出投资价值

股市将逐步实现以公司业绩为基础,股价结构重新调整。

1996 年深沪股市的启动本是以绩优股价值回归为先导,但下半年后由于市场投机气氛浓厚逐渐演化为三线股“鸡犬升天”的局面。三线股价格被多次抬高,市盈率远远高于平均水平。而绩优股表现沉寂,市盈率低于市场平均水平,整个股价结构被严重扭曲,完全不能反映上市公司的真实投资价值。随着 1996 年度报告公布日的临近,上市公司的业绩情况更加引人注目。由于 1996 年金融环境的松动,上市公司因此而不同程度地受益,即使这种受益对业绩的影响有一个后滞过程中,但在 1996 年报和 1997 年中期报告中会有部分反映。因此,市场在理性回归的过程中,将根据公司业绩情况进行股价结构重新调整,挤出三线股的泡沫成分,绩优股和潜力巨大的成长股投资价值重新获得认同。在这种结构调整中,中国股市将走向更加有序、更加理性的发展之路。