

<<透视繁荣>>

图书基本信息

书名：<<透视繁荣>>

13位ISBN编号：9787509202104

10位ISBN编号：7509202108

出版时间：2007-11

出版时间：中国物价出版社

作者：高善文

页数：316

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：<http://www.tushu007.com>

## &lt;&lt;透视繁荣&gt;&gt;

## 内容概要

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。

<<透视繁荣>>

作者简介

高善文，中国人民银行研究生部博士、北京大学理学士、北京大学经济学硕士。  
在《新财富》杂志组织的机构投资者评选中，2004、2005、2006年连续3年当选宏观经济最佳分析师。  
基金经理评价：非常好地阐释了宏观经济理论，并运用于中国实际，精确预测宏观经济走势和经济政策；具备前瞻性、及时性、对方向把握较好；自成体系、有独立观点、深入浅出、具操作性；数据翔实、逻辑性强，对投资的指导意义强。

## &lt;&lt;透视繁荣&gt;&gt;

## 书籍目录

编者的话 资产重估理论发展过程 自序 第一部分 资产重估论 1牛来了（报告一：货币过剩与资产重估） 3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。

引言 5宏观经济背景 7中国银行部门信贷变化分析 14中国银行部门资产结构变化分析 23货币过剩与资产重估 33结论 50关于资产重估的几个问题 51资产的定义 53资产重估的基本方式 54资产重估结束的条件 55赚拐点（报告二：资产重估与通货膨胀） 57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。

引言 59收益率曲线与资产重估 61国际需求与中国通货膨胀 682006年的信贷与投资反弹 79结论 872007年牛什么（报告三：储蓄过剩与资产重估） 89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。

引言 91回顾和展望 94收益率曲线与风险溢价 97资金来源约束与资产配置选择 100顺差增长和中性利率下降 104贸易顺差与资本流动 110剩余储蓄与流动性创造 115中国资产重估的历史回顾 118日本和巴西的资产重估 122价格粘性与市场超调 128利率管制与流动性 131结论 136牛还在（报告四：资产重估与投资波动） 137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。

引言 139关于资产重估问题的总结 1402007年社会消费品零售增长将继续加速 1492007年贸易顺差将继续扩大 153中国固定资产投资波动平台大幅上升 158资本劳动收入格局变化 172结论 175牛市仍在上半场（报告五：主动信贷创造与资产价格重估） 177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在资产重估的上半场。

引言 179回顾与展望 181主动信贷创造与资产价格重估 1842004年中国股市大跌的反思 18620世纪80年代后期台湾地区股票市场的重估 19020世纪80年代后期日本股票市场的重估 198中国资产重估仍在上半场 204被动信贷创造与资产价格重估 206羊群效应会强化重估趋势 210第二部分 基本面 215加息了，为什么债券还在涨？ 217热钱来了，怎么又走了？ 221外汇都对冲了，怎么不见效果？ 225谁说中国消费者不懂花钱？ 230中国投资有限责任公司成立了，流动性就消失了吗？ 235美国经济减速，中国会受什么影响？ 239货币政策在紧缩，股票为什么接着涨？ 243猪肉能闯多大祸？ 247流动性过剩根源何在？ 251资产泡沫在多大程度上可以避免？ 256经济到底热不热？ 260中国经济增长向何处去？ 265资本账户开放了，资产重估就到头了吗？ 270通货膨胀测量背后的故事 274最后的洼地 279第三部分 访谈 283中国《金融时报》访谈之一 285中国《金融时报》访谈之二 293《21世纪经济报道》访谈 300附录1：名词解释 305附录2：数据来源 314

## 章节摘录

资产重估 - 通货膨胀章节摘选 报告二：资产重估与通货膨胀 赚拐点 引言 收益率曲线与资产重估 国际需求与中国通货膨胀 2006年的信贷与投资反弹 结论 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。

引言 到2006年6—7月的时候，股票市场已经出现了比较明显的上涨，上证指数达到1700点附近，全国范围内的房地产市场也表现出价格全面加速上涨的势头，资产重估论开始引起一定的注意，并引来不少批评。

这时候，我们的分析发生了两个方面的困难：一是银行间债券市场出现下跌，这对资产重估论提出了一定的挑战；二是生产资料价格指数出现轻微上涨，这对产能过剩和通货膨胀下降的判断提出了挑战。

如果后一判断及其分析逻辑被彻底推翻，那么资产重估论的基础也可能被动摇。

为了解决这些困难，要么需要放弃以前的分析框架，要么需要找到分析过程中的疏漏。

因为我们始终相信的分析框架层面不会出现大的偏差，分析的重点自然转到了寻找分析过程的疏漏上。

就生产资料价格的上涨而言，在产能过剩和贸易顺差越来越大的情况下，这似乎是难以理解的。然而就像我们很早以前就注意到的那样，由于固定汇率制度的作用和经济体系的开放，很长时间以来中国生产资料价格指数与美国生产资料价格指数是高度同步的。

如果国际范围内出现工业加速增长的趋势，这无疑将扩大中国的贸易顺差，提高包括中国在内的生产资料价格指数，并在一定程度上缓解中国的产能过剩问题。

由此来推断，中国生产资料价格指数的上涨并非由于国内产能过剩的局面出现改观，而是因为国际范围内出现工业增长加速。

对国际经验数据的考察和处理支持了这一结论，其重要的投资含义在于：在国际需求增长消化中国过剩产能的条件下，周期性行业利润将大幅度增长，这也是本篇报告的一个重要结论。

当时许多市场参与者对这一预测抱有深刻的怀疑，但后来的数据发展显示，由于出口的增加和价格的上升，周期性行业的利润确实出现了非常大的恢复和加速。

就银行间债券市场的情况而言，这时候我们开始注意到一个重要事实，那就是：多年以来，如果广义货币供应的增长率超过信贷的增长率，那么债券市场就会出现趋势性的上升；如果广义货币供应的增长率低于信贷的增长率，那么债券市场就会出现趋势性的大幅度下跌；法定利率和准备金率的调整对此趋势的影响并不明显。

从直观的道理上看，货币增长快于信贷增长意味着银行有越来越多的剩余资金需要配置到债券市场，从而使得这一市场出现趋势性上涨；反之亦然。

那么货币增长如何可以快于信贷增长呢？

从银行部门的资产负债表来观察，大体说来这要求银行部门的国外净资产增长率大于信贷增长率；而银行部门国外净资产的增长又和贸易顺差以及国际资本流动相联系。

实际上这一结果具有更深刻的理论含义，这一含义我们在几个季度以后才开始理解。

从这样的观察出发，由于我们相信产能过剩和国际经济加速都将扩大中国的贸易顺差，所以货币增长率快于信贷增长率应该是趋势性的，从而银行间债券市场的下跌应该是短暂的，债券价格指数仍然可以期望继续上涨。

就2006年底的情况看，这一分析过程和结论确实是正确的。

毫无疑问，这一对债券市场的分析仍然有许多问题需要解决，例如收益率曲线的平坦化问题、银行资产负债结构的调整、准备金政策的影响等，这些问题在原则上如何分析处理，实际上留到了后面的报告中。

这篇报告的内容后来在《证券市场周刊》以封面文章全文刊发，题目被编者修改为《赚拐点》。

引言部分文字作者写于本书出版之际2007年10月 资产重估 - 储蓄过剩章节摘选 报告三：储蓄过剩与资产重估 2007年牛什么 引言 回顾与展望 收益率曲线与风险溢价 资金

## &lt;&lt;透视繁荣&gt;&gt;

来源约束与资产配置选择 顺差增长和中性利率下降 贸易顺差与资本流动 剩余储蓄与流动性创造 中国资产重估的历史回顾 日本和巴西的资产重估 价格粘性与市场超调 利率管制与流动性 结论 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。

引言 到2006年10月份的时候，上证指数已经上涨到1800点附近，市场估值也被认为恢复到合理水平，市场未来的趋势如何呢？

我们当时提出一个看法，认为2007年将出现三头牛，即出现“债市小牛、股市中牛、地市大牛”的格局。

这样的说法迅速引起了市场参与者的关注和讨论，其中质疑最大的是对土地和房地产市场的判断。

回头来看，我们对土地和房地产市场的判断基本正确，对股票市场的判断大体正确，对债券市场的判断基本错误。

有朋友说我们对债券市场判断上的错误来源于低估了2007年的通货膨胀压力和加息的政策取向，特别是没有预见到猪肉市场会出现如此严重的供应问题，这种批评无疑是有道理的。

然而在我看来，最关键的问题可能在于低估了住户部门羊群效应带来的资产配置调整。换句话说，由于羊群效应，住户部门减少银行存款并增加股票和基金的购买，前者减少了债券市场的资金供应，后者增加了股票市场的资金供应，从而出现了股票市场涨幅高于预期以及债券市场由牛转熊的变化。

然而，本篇报告的重心实际上并不在这里。

就此前的两篇报告看，在分析推理之中，基本的方法是收集数据、验证假设，属于经验研究的范畴；资产重估假设的提出很大程度上来源于过剩货币总要有个去处的朴素想法，缺乏可靠的、来源于微观经济角度的、规范分析的理论基础。

因此，本篇报告的实际重心是要为资产重估论确立一个规范统一的微观基础。

在想法上，现任美联储主席伯南克曾经提出一个理论，即全球储蓄过剩（Global Savings Glut）。他认为，1990年代中期以后出现了全球储蓄过剩的局面，推高了发达国家的资产价格。

这一想法给了我很大的启发，所以报告的名字也敲定为《储蓄过剩与资产重估》。

说起储蓄过剩，中间还有一些笑话。

经济学者讨论储蓄，指的是国民储蓄，这是一个流量指标，定义为国民收入减去国民消费，包括许多方面的内容，例如企业利润，政府预算盈余，住户部门在一级市场购买住房、股票和债券，以及住户部门增加在银行的存款。

一般人理解的储蓄是指储蓄存款，这是一个存量指标，是住户部门持有财富的一种方式。

因此，国民储蓄和储蓄存款是完全不同的概念，为此我们在报告中也进行了特别的说明。

然而，在针对资产重估论的批评中，有些朋友指责说，中国人喜欢在银行储蓄，银行的存款很富裕，这种局面早就出现了，为什么现在才出现资产重估呢？

所以资产重估论完全是错误的。

这是把储蓄存款与国民储蓄的概念混为一谈，实在是闹笑话了。

从实体经济部门的角度看，资产配置的类别是相当广泛的，包括实物投资（如机器设备和厂房）、现金、银行存款、债券、股票、古董、房地产、黄金、大宗商品、国外资产甚至是耐用消费品等，我们可以把这种配置叫做大类别资产配置。

在大类别资产配置中，基本的原则应该是很清楚的，即给定风险，考虑各类别资产的风险收益的相关关系，追求收益的最大化。

然而，在这样的配置中，还要考虑中央银行的政策操作和商业银行的资产负债表调整，考虑实体经济部门在收入和支出方面的约束。

这篇报告的重心在于把后面的过程表述为一个比较一般化的约束条件，从而使得推理过程变得简单、规范化和便于操作。

从这样的规范表述看，资产重估问题就十分清楚了，推动的力量主要是贸易顺差（经常账户顺差）的被动增长、商业银行和中央银行的主动信贷创造等。

## &lt;&lt;透视繁荣&gt;&gt;

实际上，此后我们对于资产重估问题的论述以及对国内外经验数据的处理，都是以此为基础展开的。

这一分析过程还解决了一个问题，就是在国外需求增长可以解决产能过剩的条件下，国内资产价格仍然将继续重估；它在原则上还解决了与银行间债券市场相关联的许多问题。

在这份报告的路演和推荐过程中，不少朋友善意地提醒我把工作的重心放在资产重估方面可能是剑走偏锋，有些不务正业，并建议工作的重心转回实体经济。

这样的好意我当然心领，但当时在我看来，资产重估是一个大趋势，是股票市场的焦点问题，如果不把这一大趋势讨论清楚，作为一个商业机构的分析员，我将犯下历史性错误。

实体经济方面的分析当然重要，但相比来说并不紧迫。

回头来看，当时的判断应该是正确的。

这一报告在市场和媒体发布以后，引起许多评论。

《证券市场周刊》发表这篇报告时的编者按说：中国股票市场的趋势将是5000点有可能，10000点要敢想；有朋友的评论说这份报告是“多数人看不懂、少数人装懂”；也有朋友说长期看我们的报告，就这篇报告最难懂，估计只有我一个人懂，但结论大家听了都很高兴。

时有凑巧，股票市场开始从1800点附近向3000点的水平大幅迈进，银行和地产板块领涨市场，资产重估论开始引起相当广泛的注意，同意的人日渐增多，批评的声音也越来越尖锐。

因为以上的原因，我开始考虑以短文和专栏的形式对资产重估论进行简单的介绍和表述，当时FT（英国金融时报）中文网凑巧邀请我开设专栏，所以就有了后来的系列FT专栏文章。

这篇报告的内容后来在《证券市场周刊》以封面文章全文刊发，题目被编者修改为《2007年牛什么》。

引言部分文字作者写于本书出版之际2007年10月 回顾与展望 本报告主要讨论支持资产重估的基本力量、资产重估的现状与未来趋势。

在开始之前，我们首先回顾前两次主题报告的主要内容。

第一份主题报告(2006年3月)的基本思想是：中国从2005年10月份以后连续加速的货币供应量将主要表现为各种资产价格的全面重估；其中资产的定义包括股票、债券、房地产、土地和古董等。

第二份主题报告(2006年6月)的基本思想是：中国的资产重估过程远未结束，债券市场将继续上涨；考虑全球经济周期变动的因素，中国周期性行业和公司盈利的同比增长率将会大幅度上升，保守估计，2006年4季度到2007年1季度其利润增长率应该不低于30%。

这两份报告在当时受到了很多的质疑。

分析员一般地强调货币增长将主要导致CPI的激烈上升，由于通货膨胀预期的上升，债券市场将大幅度下跌。

目前，坚持CPI将激烈上升的看法已经明显退潮。

在这个报告中，我们希望更全面地梳理一下资产重估的理论基础，以更好地把握现在我国资产重估过程处在一个什么阶段，是否会很快结束；如果资产重估结束的话，它所需要的充分必要条件应该是什么。

我们还试图对2007年的资产市场变化做出预测。

我们的看法是：迄今为止的绝大多数证据显示，中国资产重估过程远未结束；具体到2007年的情况，就整个资产谱来看，用很形象的话来做结论，可以说是有三头牛，即“债市小牛、股市中牛、地市大牛”。

2007年中国的债券市场将会继续上涨。

尽管债券市场会继续受到准备金率调整、公开市场操作加码、利率调整等负面因素的冲击，但这不会动摇中国债券市场上涨的基本方向，其上涨的主要表现将是收益率曲线长端继续下移，收益率曲线进一步平坦化。

同样可以确定的是债市上涨的幅度不会很大。

2007年的“中牛”应该是中国的股票市场。

之所以说是它是“中牛”，是因为这个市场有一点问题。

从现在的情况来看，全球主要经济体工业增长的加速过程很可能在2007年1季度前后结束，并转入一

## &lt;&lt;透视繁荣&gt;&gt;

个下降过程（值得注意的是，最新的OECD领先指标出现反弹，尽管仍然需要等待进一步的数据来确认，但这可能暗示其在2007年的下降过程持续的时间比较短，下半年后就可能反弹起来）。

受此影响，中国的PPI在此后会出现一个见顶回落的过程，并导致周期性行业盈利增长的显著减速，从而对2007年股票市场的走势构成压力。

然而，2007年的市场同时还受到几个非常强的力量的支持。

由于这些因素的支持，周期性行业盈利性增长率下滑的压力应该是可以吸收的，并推动市场继续创出新高。

这些支持市场的力量包括：第一，由于银行等大盘蓝筹股的陆续上市，中国股票市场的结构正在经历迅速的变化，其影响在于降低了市场总体利润增长率对中国和全球经济周期的敏感程度，提高了利润增长的稳定性。

同时，新上市公司预期的利润增长在2007年仍然比较强劲。

第二，如果我们打开2005年以来中国固定资产投资的行业构成数据来看，很明显的特点是：包括钢铁、石化等在内的产能过剩行业，其固定资产投资增长率非常慢。

例如钢铁的固定资产投资增长率可能只有一位数；高速增长的投资主要集中在盈利水平非常高或盈利正在加速增长的行业，比如上游的资源开采及加工行业，以及下游和消费零售密切相联系的行业。

固定资产投资行业构成的这种变化，一方面反映了中国经济市场化程度的抬升，另一方面也预示着过剩行业未来供应能力的增长在迅速放慢。

这表明在中国和全球需求下降的背景下，许多周期性行业盈利下降的底部在向上抬升。

例如，在2003—2005年的这个短周期中，工业企业和上市公司盈利增长率的底部在2006年1季度，其中后者的表现是盈利下降15%。

对于2007年2—3季度之间的盈利放慢来说，可以确定在纯粹周期的意义上，底部比这个水平要高许多。

第三，从分析员对上市公司的调研情况看，由于股权分置改革的顺利推进，上市公司普遍存在把以前隐藏的利润重新转移为表内的倾向。

从这种自下而上的估计看，在其他因素都不变的条件下，由于利润转回的影响，2007年上市公司的盈利增长率可以维持在10%~30%之间的水平。

第四，正如我们即将看到的那样，2007年中国资产重估的压力可能更大程度上集中在土地市场。如果土地市场确实在2007年发生了比较大的重估，它对上市公司的盈利增长和估值水平都会构成很强的支持。

关于这一点，我们以下会进行更细致的讨论。

总结这些因素，2007年上市公司的盈利增长率可能仍然会维持在20%~30%之间的水平，而支持市场估值中枢上升的力量将继续强化，因此，股票市场应该能够吸收周期下降的影响，并继续创出新高。

2007年的“大牛”很可能是土地市场，下面我们具体讨论。



## &lt;&lt;透视繁荣&gt;&gt;

## 媒体关注与评论

编者的话 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

## &lt;&lt;透视繁荣&gt;&gt;

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 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

## &lt;&lt;透视繁荣&gt;&gt;

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，不利于降低风险和增加收益。

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。

## &lt;&lt;透视繁荣&gt;&gt;

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

## &lt;&lt;透视繁荣&gt;&gt;

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量的时间和精力，她的工作对于我的写作而言无疑是不可或缺的。

在几年的工作中，我曾经拜访了许多的客户。

作为买方机构的工作人员，他们一般不倾向于著文立说，而更乐意在市场价格波动的比拼中验证自己的对错。

但在和他们交流的过程中，我仍然能感受到他们对诸多现实经济问题深刻和独到的思考，这些见解使我获益良多。

我要感谢光大证券公司和安信证券公司的许多同事和朋友，他们不但提供了宽松的工作环境，而且给予我们很多精神上的支持和鼓励。

我要感谢北京方略图书有限公司的庞青女士和吾伟烈先生，是他们的热情提议和出色工作，使得我们有机会将相关的报告和成果结集成册。

毋庸置疑，即使以现在的眼光来看，我们对于资产价格重估问题的许多想法可能仍然是很粗浅的，这当然需要在未来的工作中补正；但正如过去所发生的那样，在这一过程中，来自各方面的批评和建议无疑将使我们未来的思考更加深入和坚实。

因此，愿大家有以教我。

是为序。

高善文 2007年10月于北京

#### 版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问:<http://www.tushu007.com>