

中国股市笼罩“日本阴影”？

理财

浣涓

鎏賤龔浜庸細2007/11/19 16:51

似乎很少有分析师能抵挡住这种诱惑，不将20世纪80年代末的日本泡沫与如今投机正酣的中国股市相提并论。这不足为奇。中国的股票估值也许还有一段上升空间（目前50倍的预期市盈率，仍远低于日本泡沫年代70倍的市盈率）。但它们之间有不少相似之处。

强劲的经济增长？没错。宽松的货币政策？也没错。资本出口？对，最近几周入股美国和南非银行的交易，远不能与日本20世纪80年代战利品式的交易媲美。不过它们已经相当不错了。上海股市今年上涨已逾1倍，目前全球10家价值最高的公司中，中国占了4家。

20年前，日本占据统治地位。《商业周刊》的排行榜显示，1988年，日本自诩在全球10家最具价值公司中拥有8家。固话供应商NTT当时的市价略低于3000亿美元，约为目前市价的4倍。

如今，中国自诩拥有最有价值的电信运营商——中国移动，其价值超过4000亿美元。同时，中国也拥有全球最大的银行、航空公司和保险公司（其中一些数字需谨慎对待。两地上市公司非流通股的价值是按照较高的内地股价计算的，尽管有时在香港的流通股规模更大）。

在结构上，两地也有相似之处。尽管处于巅峰时期的日本曾令美国股市汗颜，但其流通股的规模小得多。供应商、客户和银行等友好利益相关者的交叉持股，可能占市场的2/3。同样，急速上涨的中国股市（以香港和内地交易的中国股票衡量，规模已超过日本），基本上已无法进入。市场上2/3的股票由国有实体持有，而且内地投资者购买在香港交易所上市的股票时存在限制。

德利佳华的彼得·塔斯克在研究中借助了海曼·明斯基的泡沫七阶段模型。他发现，无论是过去还是现在，市场都游刃有余获得成功。就中国而言，对它基本假设的彻底转变，源自它作为世界大国的崛起。1987年，日本股市的兴奋度达到高点，投资者以每股120万日元的价格购买NTT股票——1个月内股价上涨就超过一倍。20年后，煤炭开采商——N神华的投资者甚至不用等那么长时间。

尽管相似点很多，但两者也存在重要差异。驻上海的经济学家谢国忠认为，在中国这些数字实际上要温和得多——特别是当你把中国家庭持有的财富考虑进去的时候。例如，他指出，虽然上海、深圳和香港上市的中国公司总价值相当于中国国内生产总值（GDP）的146%至167%，但实际的自由流通股则要少得多。若剔除掉那些没有流动性以及在国际上发行的股票，公司市值与GDP的比率仅为38%。

与此同时，中国处于低位的实际利率只是刺激股市的一个因素。同样有关联的是这样一个事实：资本控制阻碍了对海外资产的大举投资：如果你只能将资金放在一个地方，那么相对估值的有效性就会低得多。

那么，这一切都会以同样的方式结束吗？这是个谁也说不清的问题。有人并不认为中国会出现大

规模崩盘，从而砸低房地产价格，导致中国经济陷入多年衰退。谢国忠就是其中一个。一定程度上，这反映出中国借贷规模较小以及众多财富刚刚打造出来——其中只有极少一部分分流进入金融体系中的其他领域。谢国忠表示：“多数人乐于价格上涨，除了上涨还是上涨。这像是赌场，而不像华尔街。在华尔街，人们全力推广金融产品，让价格升至应有水平之上，形成市场需求。”

令人诧异的是，另一个重大差别似乎是唱衰者的数量。谷歌搜索显示，20世纪80年代末，日本几乎所有人都沉浸在快乐的陶醉中；而在中国，凶事预言者的数量却很庞大。从政府官员到美联储前主席格林斯潘，每个人都已发出警告。无论中国泡沫的破裂是否会像日本那样引起世人关注，认为中国股市泡沫将会破裂似乎是个合理的赌注。不过值得注意的是，一些扫兴者的言论也许是“酸葡萄”。