

展望2008年，虽然货币政策的基调已经明确“从紧”，但股市的基本走势不会发生实质性的逆转，除非现行新股发行体制发生重大改变。理由如下：

1、“大象”股虽多，流通性极小。人们津津乐道中石油按市值排名居世界第一，工商银行的总市值超过了花旗银行，却常常忽略了这几头大象在A股市场上的实际流通量虚大于实，都低于10%，其中工商银行只有3%。名星股票的“粉丝”多，可惜大象不买骨肉，只卖象牙，于是整头大象都标出了象牙的虚拟价格。这就是虚而不胖，大市值，小流通。只有强制执行上市公司最低流通股不低于20%-25%，大象级股票的估值才会名至实归。

2、证券化率居高，实际虚而不胖。许多人谈到证券化率，都以为中国的证券化率已经接近美国。还有学者把证券化率计算的总市值基数扩大到香港及海外，结论更加耸人听闻。经济学研究问题的终极手段就是供求，证券化率也是衡量证券市场供求关系的指标之一，所以只能衡量可流通的证券与可入市的投资，即流通市值与GDP之比。以此计算的实际证券化率，A股市场现在约为0.35-0.4，远低于全球平均水平的0.92-1.0。

3、新股发行吃肉，二级市场喝汤。股市泡沫的一大源头是新股发行定价过高，而这种虚高的新股定价又是在市场主导下形成的。在股票供求失衡的状态下，“新股不败”的收益率，以及由此产生的银行理财产品需求，集合了中国股市中举世无双的“摇新”大军，声势浩大，蔚为奇观。投资机构在新股市场上的认购优势更进一步助长了这种供求失衡，结果使打新股成为无风险收益，“摇新”资金形成无限供给。无风险收益对应无限量资金，抬高“摇新”市场的定价基准，蚕食二级市场的收益空间。2008年，上市再融资的速率还会加快，一二级市场的失衡依然存在。

4、货币政策从紧，财政政策宽松。宏观调控的经济杠杆主要是货币政策和财政政策，货币政策从紧，财政政策依然稳健。其实在英文里从来就没有稳健的对应词，政策是个橡皮筋，松紧有弹性，却无法稳健，所以稳健就是宽松的中文表达。2008年的财政政策是在宽松的基础上更加宽松，因为有新税法生效，等于是强制减税，有财政超收，预算开支必然增大，有中投公司，国家投资成为制度，又是减税，又是投资，又是增加开支，所以财政政策必然更加宽松。

5、通胀居高不下，利率却难再高。通胀使储蓄形成负利率，投资市场的财富效应必然激励储蓄出笼，推高资产泡沫，助推股市繁荣。有人呼吁不断提高利率，使储蓄利率由负转正。这是非常危险的，一来我国的实际通胀率肯定高于统计CPI，二来谁也不能强制CPI保持在当前水平之下，如果把储蓄的正利率作为央行的调控原则，那就很有可能出现双位数的利率，结果将是通胀未除身先死，泡沫破灭没商量。当年日本股市盛极而衰的导火线就是利率从2%调高到6.5%，美国股市崩盘也是由于连续十几次调高利率。

6、升值预期依旧，资产泡沫难消。货币政策从紧，但利率却不能太高。存款准备金率已经调高10次达到14.5%，也没有多少空间了，只能更多考虑汇率政策的调整，也就是加速人民币升值。在升值加速的背景下，投资情绪如火上浇油，很难突然降温。此外，上市公司的盈利预期与股市繁荣的投资收

益相得益彰，基本面改善的趋势不变，所以宏观微观的基本面，情绪面和技术面三个层次都在推高股市泡沫，至少在一年之内不会发生趋势性逆转。

7、资产注入成真，央企引领股市。过去两年的大牛市，背后是银行业的证券化，从总市值的银行业占比即可看出中国股市的领先行业是银行。现在，还未上市的银行屈指可数，所以牛市的下半场要交棒给国资委了，159家中央直属企业将在两年内整合为80家-100家，这个目标已经非常明确地说明了国资委的努力方向，也是下一阶段股市的领先板块。

从上述七个方面看中国股市，2008年的股市将依然保持上升势头，只是快牛变慢牛，沪指波动的主导区间预计将在5000点-8000点。从人口周期的拐点和消费模式的动态看，中国股市的趋势性转变可能发生在2009年-2010年，这个问题还需要深入研究论证。（金岩石）