

投资策略专题研究（二）

泡沫与市场

苏舟 分析师

电话: 0755-23942150

eMail: suzhou@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511060002

郑文琦 分析师

电话: 021-68826753

eMail: zhwq5@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511070002

核心观点

美股 90 年代的泡沫史告诉我们, 经济因素只是股市上涨的驱动力, 金融因素才是大牛市的重要推手。当前 A 股市场“盈利增长、市值缩水”的根源, 主要在于估值泡沫和金融环境两方面, 未来市场的契机将主要取决于金融因素的改善。

■ 泡沫、膨胀与破裂的历史

美股在泡沫急剧膨胀的 1995-2000 年间, 指数的上涨完全脱离了盈利的支撑, 这也是相关行业产生巨大泡沫的重要原因; 衡量股票市场与实物资产相对估值水平的托宾 Q 值从 1990 年的 0.6 左右上升到 2000 年的 1.6, 达到历史平均水平的 2.5 倍; 联邦储备模型中的标普指数收益率在 90 年代后期降至国债收益率之下, 显示市场风险急剧增加。

当泡沫终于破裂, 美国股市进入了漫长的泡沫消化阶段。尽管企业盈利仍然保持增长, 但曾经涨幅高达 7.8 倍的信息技术及其它几个行业, 至今还深陷泡沫的阴影之中。

■ 泡沫的根源: 金融因素重于经济因素

长期以来积累的巨额个人财富以及股市良好的长期回报率激励投资者将更多的资产配置于股票市场; 股票投资的狂热使得股权溢价由理性走向非理性; 外围市场危机不断, 导致大量国际资本流入美国股市; 除此之外, 日益丰富的融资手段和税制利好等因素也助涨了泡沫的膨胀。

宏观经济高增长低通胀、低利率以及较低的失业率等宏观因素成为股市上涨的驱动力, 也是国际资本流入的重要原因。

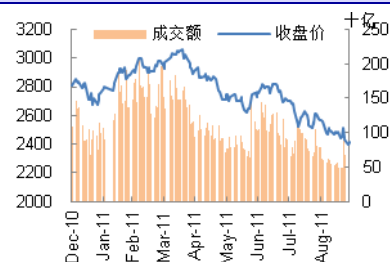
■ A 股投资者的未来

从泡沫的角度看 A 股市场, 平均 1.8 倍的托宾 Q 值显示股票市场相对于实物资产明显高估; 尽管 A 股收益率高于 10 年期国债收益率, 但由于分红率不及美股市场的一半, 股票实际收益率多数时间里不及国债。

长期来看, A 股市场面临一些长期的、深层次问题: 1) 资金供需失衡问题严重; 2) 分红率偏低导致估值虚高; 3) 运行体制上的弊端使得整个市场呈“负和博弈”的格局; 4) 未来经济增速的下滑, 将使得上述矛盾更突出, 估值水平的下移和换手率的下降成为必然。

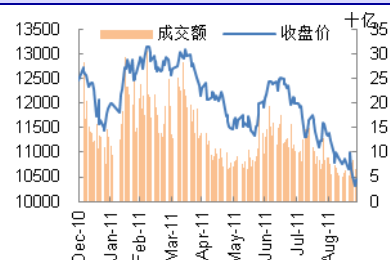
对于 A 股市场面临的经济环境, 我们相对乐观, 但在成就牛市的金融环境方面, 我们只能寄望于更理性的投资者和有待完善的金融体制上。

上证综合指数走势



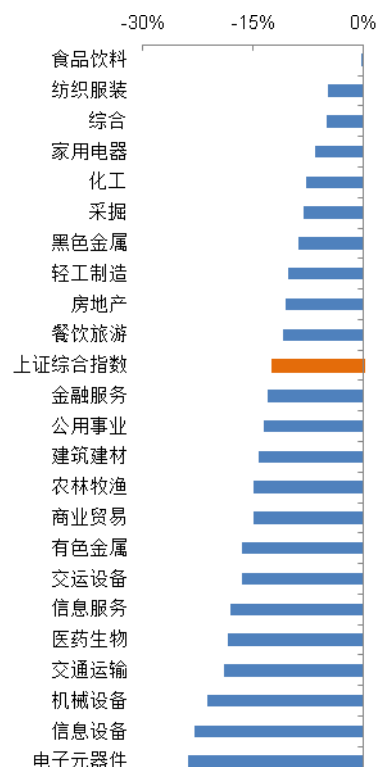
收盘价: 2415.05 年初至今涨跌幅: -14.0%

深证成份指数走势



收盘价: 10448.66 年初至今涨跌幅: -16.1%

行业年初至今表现



截至 2011 年 9 月 27 日

目录索引

一、历史——泡沫、膨胀与破裂.....	4
（一）股市的繁荣景象.....	4
（二）泡沫有多大？.....	6
（三）后泡沫时代.....	9
二、泡沫因何而生.....	10
（一）金融因素造就泡沫.....	10
（二）实体经济驱动市场上涨.....	11
（三）小结.....	13
三、泡沫与A股.....	13
（一）A股市场泡沫论.....	13
（二）投资者的未来.....	15
（三）结束语：理性的市场孕育新希望.....	17

图表索引

图 1: A股之谜：盈利向上，市场向下.....	3
图 2: 2000 年之后美股开始消化泡沫.....	4
图 3: 90 年代美国的大牛市.....	5
图 4: 美国居民储蓄率不断下降.....	5
图 5: 90 年代美国居民金融资产占比持续提高.....	5
图 6: 居民股票资产规模显著超越房地产.....	6
图 7: 1995-2000 年间标普各行业指数与盈利增长幅度.....	6
图 8: 托宾 Q 值显示 90 年代美股泡沫巨大.....	7
图 9: 美股市净率在 2001 年达到极值.....	7
图 10: 标普指数与国债收益率比较.....	8
图 11: 90 年代后期股市明显被高估.....	8
图 12: 标普各行业泡沫程度对比.....	9
图 13: 长期内股票的收益率高于债券.....	10
图 14: 资本流入助涨美国股市.....	11
图 15: 90 年代美国经济高增长、低通胀.....	12
图 16: 公司盈利快速增长.....	12
图 17: 科技领域投资对 GDP 的贡献.....	13
图 18: 美国科技行业市值膨胀经历.....	13
图 19: 托宾 Q 值显示 A 股市场明显高估.....	14
图 20: 联邦储备模型下的股市收益率虚高.....	14
图 21: 美国上市公司分红率.....	15
图 22: 中国上市公司分红率明显偏低.....	15
图 23: 2010 年 A 股市场资金供需.....	16
图 24: 股票与实物投资正反馈机制.....	17
表 1: 信息技术和电信服务至今还在消化泡沫.....	9

问题的提出：泡沫的市场？

我们在行业配置专题研究《盈利预期，能走多远》中，分析了海外成熟市场上盈利与市场指数的密切联系，但同时我们也发现，A股投资者更关注盈利增速的变化。

自1973年以来，标普500指数与其每股收益的相关系数高达0.95，这表明，盈利增长与市值存在着长期的稳定关系。与此不同的是，我们在A股市场上完全看不到这样的规律。究其原因，大概如下：1) 过去几年里，新增大盘股和上市公司频繁送股使得每股收益不具备可比性；2) A股历史较短，市场的规范化运作至今仍在完善中；3) 经济高增长的背景下，投资者热衷于追求更高的盈利增速，2003年以来，上证指数与其盈利增速的相关性约为0.76。

过多地关注盈利增速，是经济高增长的结果。但随着中国经济转型的深化，增速放缓已经成为共识，过去由高增长支撑的高估值水平将难以为继。理论上讲，高估值本身就是泡沫的特征之一，从而也是不可持续的。

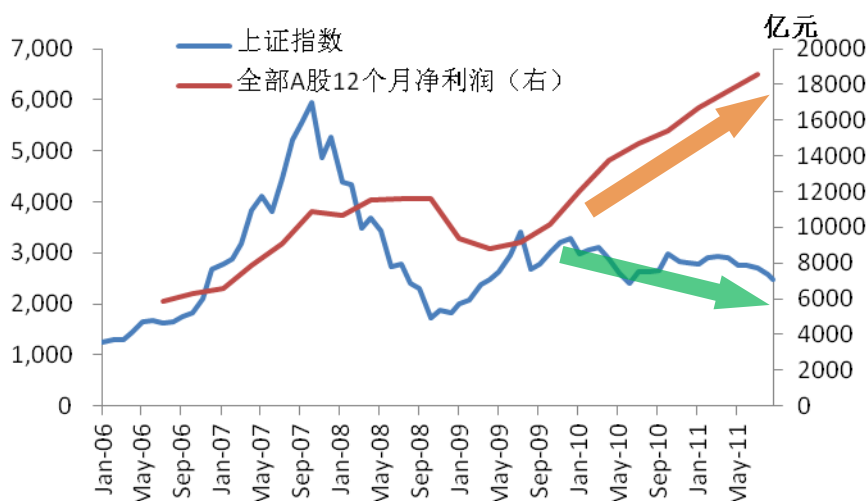
如果说2006-2007年那一轮波澜壮阔的行情是个大泡沫，也许没有人质疑。但是，要说当前的A股市场仍然有泡沫，恐怕相信的人不多。本文也无意强行得出这样的结论，只是想从泡沫的角度来理解A股市场。

这样的想法源于一个简单的事实：2009年以来，A股上市公司净利润增速保持在20%以上，而市场自2009年8月以来，已经连续两年下跌。上市公司净利润的增加与市值呈反向变化，难道市场犯了错误？

但历史提醒我们，或许该用逆向思维去看待这个问题。

在逆向思维下，持续下跌可能是对前期过度上涨的修正，即市场在经历一个消化泡沫的过程。

图1：A股之谜：盈利向上，市场向下



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

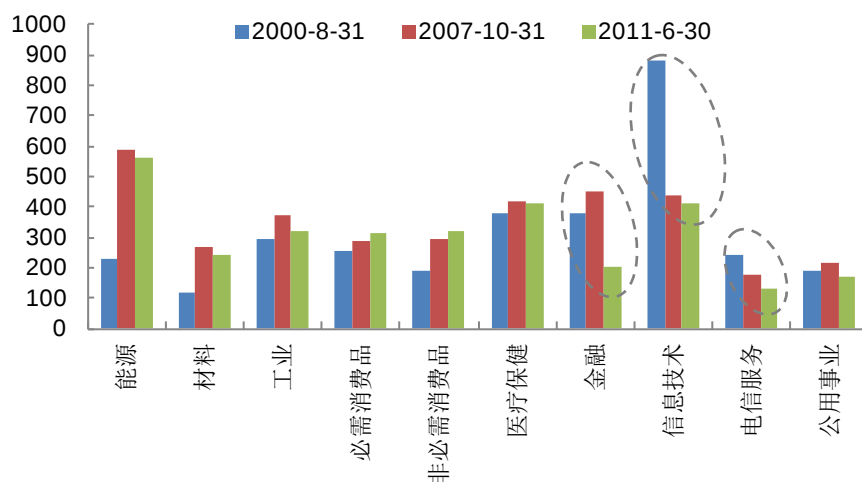
一、历史——泡沫、膨胀与破裂

在研究海外市场历史的时候，我们发现，股票市场在大部分时间里重复着“泡沫——膨胀——破裂”的过程。不同的是，泡沫的形成背景、程度和破裂后的过程各有特点。我们重点研究了20世纪90年代美股的泡沫过程及其影响，并对比A股市场进行了探讨。

20世纪90年代，一场发源于美国的信息技术革命，将美国经济和股票市场推向了史无前例的全面繁荣时期。在牛市造就的泡沫中，所有行业都享受到了大幅上涨的美好时光，但在2000年泡沫破裂之后，各行业开始出现分化。

经过十多年的变迁，当我们再次回顾标准普尔的10个行业指数时，大部分已经远远超越当年泡沫时期的高点，但信息技术、金融、电信服务和公用事业等四个指数却仍然处于痛苦的泡沫消化过程中。

图2：2000年之后美股开始消化泡沫



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

（一）股市的繁荣景象

在1990-2000年间，标普500指数从300点左右上涨至最高的1521点，涨幅超过4倍；同期美国股市总市值由2.1万亿美元增长至16.7万亿美元，增幅约为7倍。

整个90年代，美国居民对股市的投资热情不断增加。首先源于股市持续上涨带来的赚钱效应，其次是为美国经济形势一片大好以及上市公司盈利高速增长所吸引，第三，各种金融衍生工具的发展为居民投资提供了便利。

在那个繁荣的十年里，美国居民的资产负债表发生了显著变化，一方面储蓄率持续下降，金融资产占比提高，另一方面，人们从传统的房地产投资领域转向股票市场，希望分享股市泡沫带来的收益。

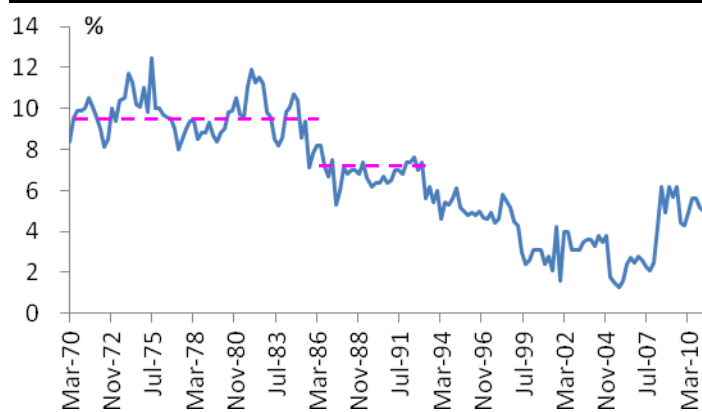
图3: 90年代美国的大牛市



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

- **储蓄率下降，居民金融资产占比不断增加。**整个90年代，美国居民不断地减少储蓄，增加各种投资。美国的居民个人储蓄率从20世纪70年代的10%左右逐步下降到90年代初的7%，到1999年，储蓄率更是降低至2.4%。美国居民的金融类资产占，由90年代初期的60%左右，持续攀升至2000年的峰值70%。

图 4: 美国居民储蓄率不断下降



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

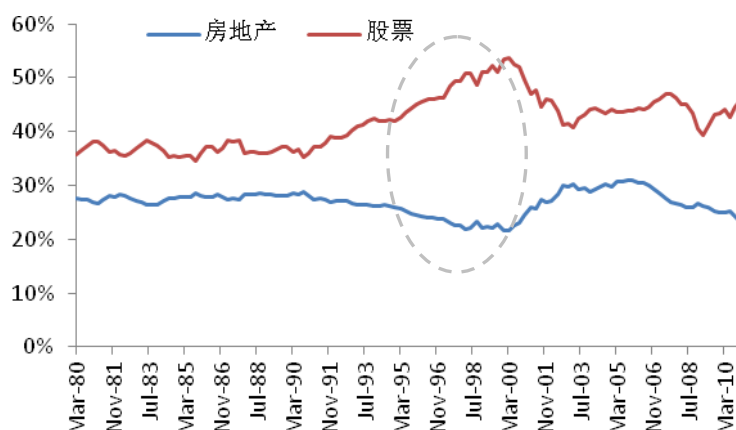
图 5: 90 年代美国居民金融资产占比持续提高



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

- **从房地产到股票市场的投资转移。**受到牛市行情的吸引，美国居民通过共同基金和养老基金将更多的资金投入股票市场，与此同时，房地产在居民资产中的占比不断下降。一方面，居民将资产从房地产市场转移到股票市场，另一方面，股票类资产的快速膨胀提高了其占比。90年代初，美国居民的股票资产占比约为36%，房地产资产占比约为28%，而到了2000年，二者的比率分别为53.7%和21.7%。

图6：居民股票资产规模显著超越房地产



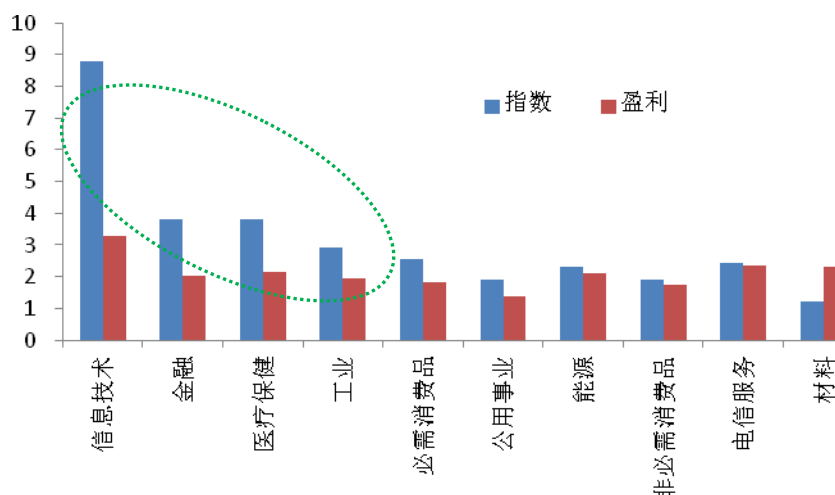
数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

(二) 泡沫有多大？

我们无法精确计算股市的泡沫有多大，但我们可以通过几个指标，估算市场的泡沫程度。

指数与盈利增长的不匹配。我们看到，在泡沫急剧膨胀的1995-2000年间，标普10大行业指数的涨幅与其盈利增长并不同步。以信息技术为例，该行业指数上涨了7.8倍，但其盈利仅增长了2.28倍。可以说，指数的上涨完全脱离了盈利的支撑，是相关行业产生巨大泡沫的重要原因。

图7：1995-2000年间标普各行业指数与盈利增长幅度



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

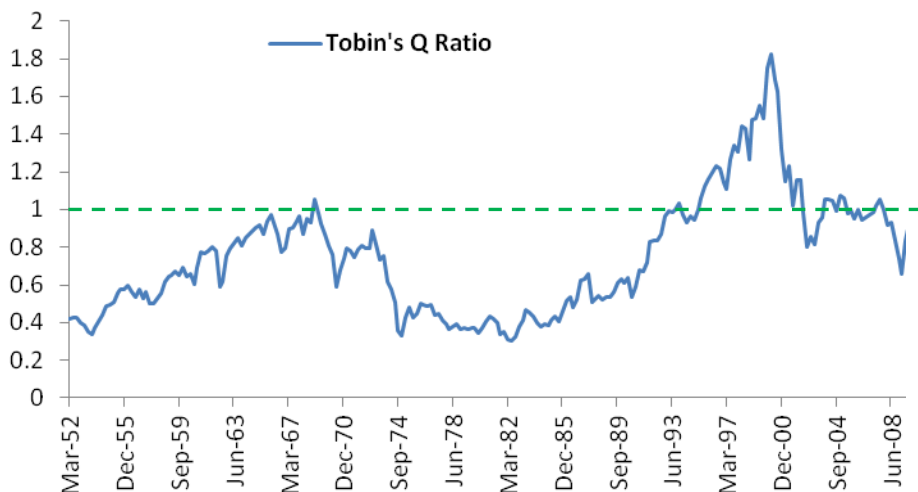
股市的估值远远高于实物资产。托宾Q值反映了投资者在金融资产与实物资产之间的偏好，其定义为股市总市值与重置成本（或者说，公司资产净值）的比率。当托宾Q值大于1时，说明公司净资产低于股票市值，投资者应该投资于实物资产；反之，

则应该投资于股票。

美国股市的托宾Q值从1990年的0.6左右上升到2000年最高时的1.6，这也是历史平均水平的2.5倍。

极高的托宾Q值也曾引起一些学者的担忧，但身处泡沫之中的投资者，对此却置若罔闻，直至泡沫破裂。

图8：托宾Q值显示90年代美股泡沫巨大

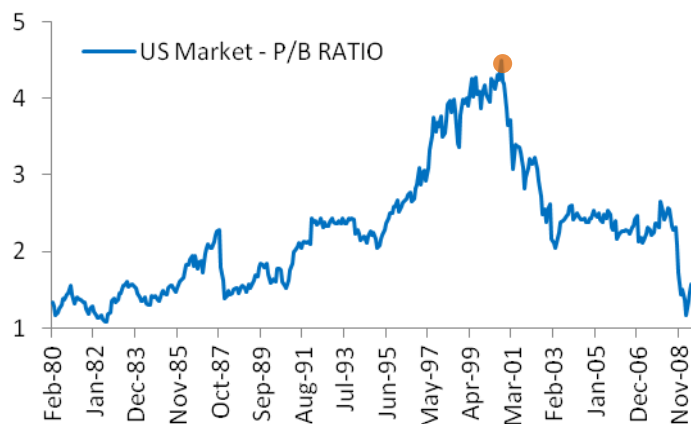


数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

值得注意的是，由于对重置成本的不同理解，不同的算法得到的托宾Q值也有一些差异，但总体来看，托宾Q值序列的历史趋势基本相同。

如果我们将托宾Q值（总市值/净资产）的分子与分母同时除以总股本，便得到市净率（P/B）指标。市净率作为估值的常用指标，也向我们揭示了当年美股市场极度泡沫化的估值水平。整个80年代，美股全市场市净率为1.53倍，但在90年代，估值水平一路攀升，至2000年9月份已经达到4.5倍，这也是近三十年以来的最高纪录。

图9：美股市净率在2001年达到极值

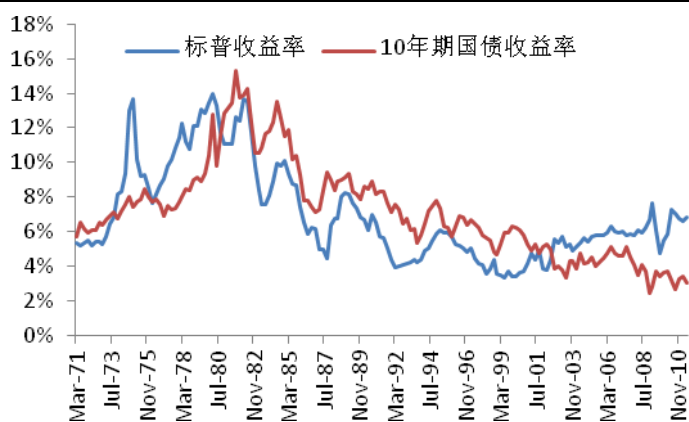


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

联邦储备模型下的风险评估。联邦储备模型源于90年代美联储对股市收益与国债的一些研究，按照这一模型，在均衡条件下，标普500指数的收益率应该近似于10年期美国国债的真实收益率，二者之间的差值显示了股市价值被高估还是被低估的程度。关于标普500指数的收益率，通常使用E/P这一指标，即每股收益与股价的比值。如果标普500指数平均收益低于10年期国债收益，那就意味着股价被高估；反之，则意味着股价被低估。

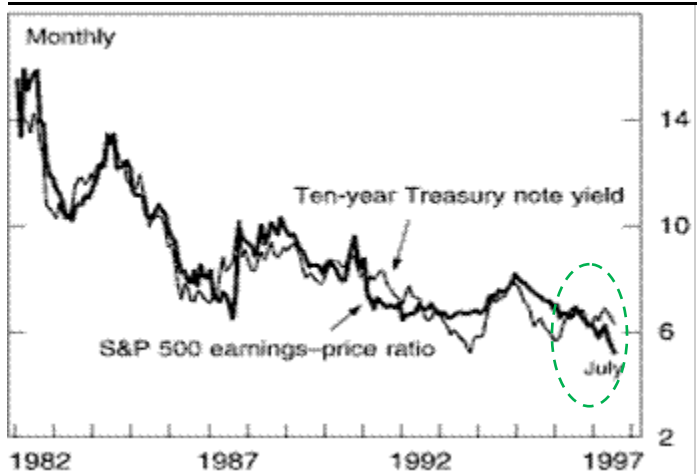
如果采用静态EPS，则标普指数的收益率在80-90年代的大大部分时间里都明显低于10年期国债收益率；如果采用预期EPS，则标普指数与国债的收益率基本相似，但90年代后期降至国债收益率之下。无论如何，按照联邦储备模型，美股在90年代后期出现了明显高估，市场风险也急剧增加。

图 10： 标普指数与国债收益率比较



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 11： 90 年代后期股市明显被高估

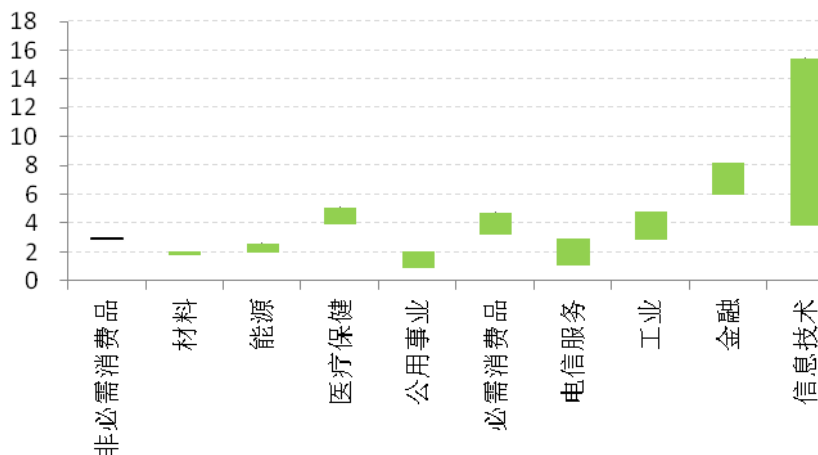


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

(三) 后泡沫时代

2000年8月，当泡沫终于破裂，美国股市进入了漫长的泡沫消化阶段，至2003年2月，标普500指数跌幅达44.6%。标普10个行业指数中，跌幅最大的信息技术达75%，电信服务、公用事业等跌幅超过50%。

图12: 标普各行业泡沫程度对比



注：柱状图的顶部为2000年高点时相对1990年的倍数，底部为2003年低点时相对1990年的倍数。

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

在2003-2007年间，美国股市逐渐从泡沫中恢复过来，标普500指数在2007年已经超越2000年的高点（但很难说这不是一次新的泡沫过程），大部分行业指数也升至远高于2000年泡沫破裂时的水平。但信息技术和电信服务两个行业，至今还处于痛苦的泡沫消化阶段。其中信息技术行业在2007年的高点时期也仅恢复到2000年水平的50%；而金融行业在2003-2007年的行情中孕育了更大的泡沫，目前仍远低于2000年的水平。

表1: 信息技术和电信服务至今还在消化泡沫

行业	1990.10		2000.8		2003.2		2007.10		2009.2		2011.6
能源	89.97	↑	232.3	↓	181.06	↑	585.46	↓	327.54	↑	559.46
材料	59.5	↑	120.2	↓	113.1	↑	271.42	↓	116.34	↑	245.93
工业	61.03	↑	291.93	↓	179.75	↑	371.33	↓	148.49	↑	321.86
必需消费品	53.75	↑	253.94	↓	175.15	↑	289.97	↓	138.22	↑	317.89
非必需消费品	64.06	↑	189.03	↓	191.38	↑	294.91	↓	211.27	↑	322.66
医疗保健	74.54	↑	380.82	↓	301.09	↑	419.21	↓	266.19	↑	410.93
金融	46.74	↑	381.49	↓	281.75	↑	452.3	↓	101.15	↑	206.87
信息技术	56.96	↑	880.71	↓	221.67	↑	441.36	↓	215.01	↑	410.91
电信服务	83.47	↑	244.03	↓	91.87	↑	175.99	↓	96.53	↑	134.34
公用事业	95.43	↑	192.14	↓	89.48	↑	215.81	↓	127.71	↑	170.03

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

二、泡沫因何而生

美股泡沫的根源主要包括金融和经济层面的因素。在金融层面，美国国民长期以来积累的巨额财富以及海外流入的国际资本是导致市场泡沫的重要因素之一；在经济层面，良好的宏观经济形势则是股市上涨的重要驱动力。

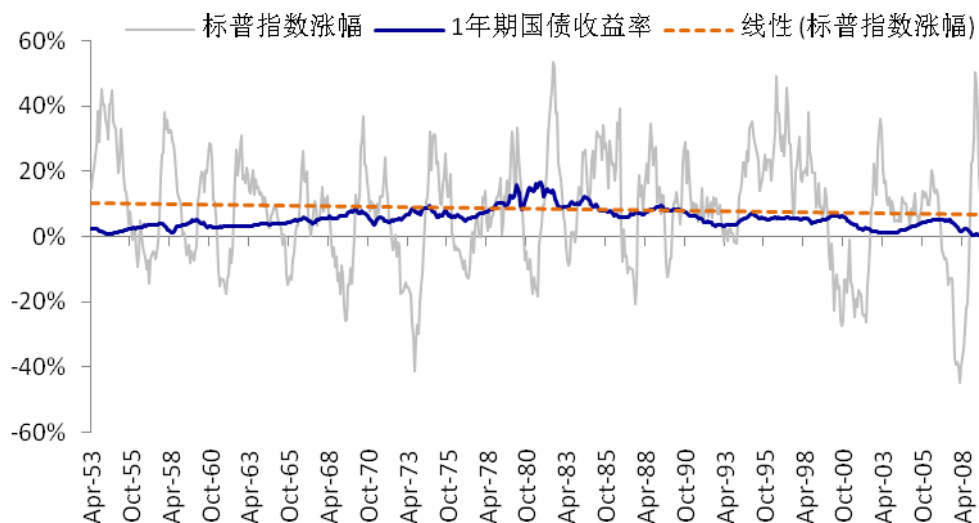
但我们将实体经济因素置于次要位置，因为实体经济只是股市上涨的驱动力，而金融因素则放大了股市的涨幅，也是泡沫形成的重要原因。

（一）金融因素造就泡沫

股票市场的长期吸引力。我们已在前文中述及，90年代美国居民将更多的资产配置于金融市场尤其是股票上。之所以有这样的选择，是基于股票市场的长期吸引力。在较长的一段时间里，股票收益率超过了很多固定收益理财产品尤其是国债。

除80年代初的短暂时间之外，股市的平均收益率一直高于1年期国债的收益率，因此，对于理性的投资者而言，“借入资金，买入并持有”的股票策略将在大概率上取得较好的收益。

图13：长期内股票的收益率高于债券



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

股权溢价，从理性到非理性。研究表明，第二次世界大战以来，投资股票的收益率约为7.1%，而投资国库券和债券的收益率仅为1%，所谓的“股权溢价”非常显著。正是在这种广泛接受的投资理念驱动之下，美国的投资者对股票市场趋之若鹜，这也使得90年代美国的股权溢价不断下降。曾经在高分红率支撑下的股票收益率在1999年开始低于债券收益率，市场呈现出“非理性繁荣”¹。

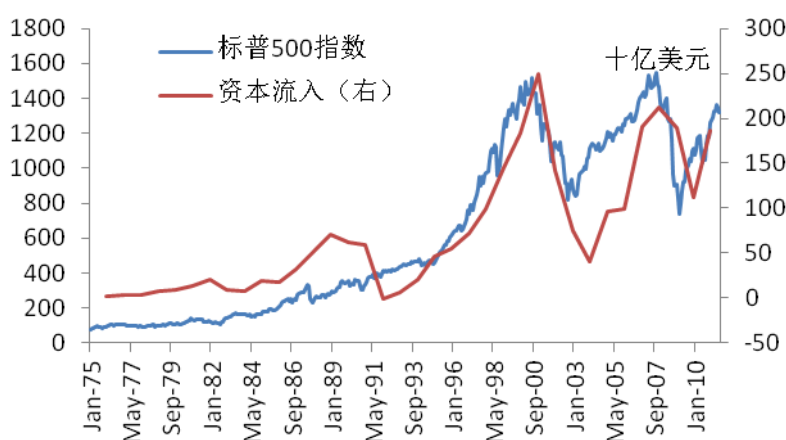
大量资本流入推波助澜。整个90年代，美国稳定的金融市场在风暴频频的全球金融格局中一枝独秀，吸引了大量的国际资本，也助长了美国股市的泡沫。

¹ “非理性繁荣”是美联储主席格林斯潘在1996年底演讲中谈到当时美国金融资产价格泡沫时的论述。

- 20世纪80年代后期，日本经历了一场巨大的资产泡沫，而在1990年泡沫破裂之后，金融部门遭受重创，资产价格的迅速下跌导致大量资本出逃，流向了更稳定且更有前景的美国股票及债券市场；
- 欧洲经济在东西德国统一之后增长缓慢，90年代初的股票市场表现低迷；
- 90年代之后，墨西哥、阿根廷、俄罗斯以及亚洲的新兴经济体陆续爆发金融危机，进一步使美国市场成为国际资本的避风港。

根据美国商务部的数据，2000年第一季度流入美国市场的外国直接投资和资产组合投资的年增长率超过了1995年的2.5倍。大量外部资本的流入正好与这一时期美股的大幅上涨相吻合，显示了资金推动对股市的作用。

图14：资本流入助涨美国股市



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

其它一些金融因素，包括：

- 保证金贷款的盛行。随着在线交易的增加，保证金贷款在消费者的总债务中所占的比例大大增加，而在2000年市场崩盘之后，很多投资者损失惨重；
- 税收激励结构的推动。由于资本收入税低于收入税，对于多数中产阶级而言，在市场上升时期，人们更倾向于长期持有股票以减少税负；
- 公司回购行为频繁。在20世纪90年代后期，美国公司成为股票的净购买者，很多公司把利润投入到股票回购计划中，甚至出现借钱回购的现象；
- 铺天盖地的乐观信息。漫天飞舞的股市造富故事吸引了越来越多的投资者进入市场，很多人只是出于纯粹的嫉妒或者仅仅是为了获取股价上升的收益。

（二）实体经济驱动市场上涨

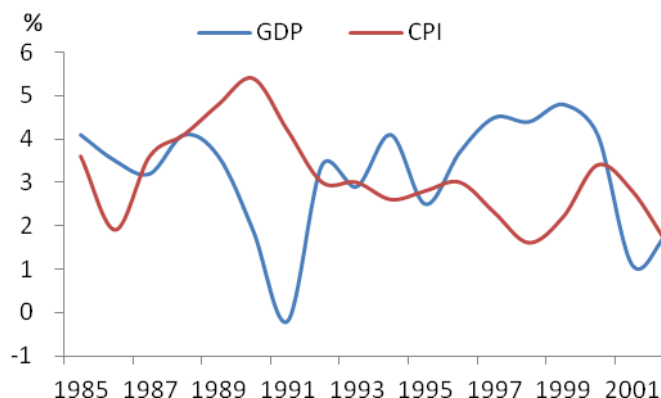
良好的宏观经济环境。90年代，美国良好的宏观经济是股市持续上涨的主要动力，也是吸引外部资本流入的重要原因，人们甚至将这一时期称之为“新经济”。

- 克林顿政府致力于减少财政赤字的措施使得政府预算由赤字逐步转为盈余；美国

经济在90年代的平均增速达到3.5%，繁荣程度为60年代以来从未有过；

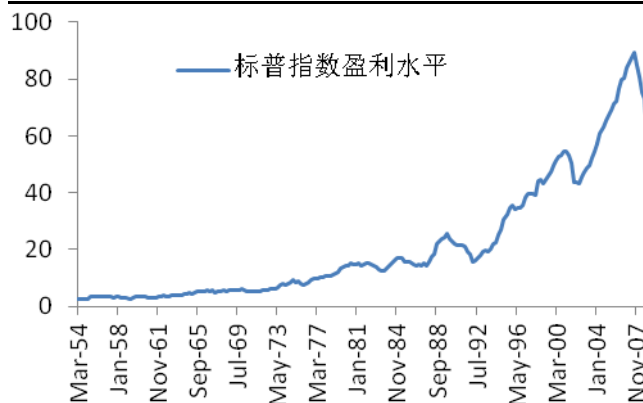
- 美联储对通胀的控制也卓有成效，整个90年代，美国的通胀水平几乎持续回落，实际利率维持在较低的水平上，而低利率刺激了投资的兴起，使得失业率降至过去30年以来的最低水平；
- 凭借着较低的资本成本和便宜的消费信贷，美国企业的盈利状况不断改善，企业盈利从1991年的衰退中恢复，到90年代中期进入繁荣期，此后企业盈利占GDP的平均百分比超过16%，远高于80年代的利润水平。

图 15: 90 年代美国经济高增长、低通胀



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 16: 公司盈利快速增长



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

信息技术革命与股市泡沫。被称作第三次科技革命的信息技术，在90年代美国经济持续快速增长中的作用至关重要。研究表明，包括计算机的生产和应用在内的IT行业，在90年代美国生产力增长中的贡献高达2/3。²但也正是由于IT行业无处不在的巨大影响力，造就了美国资本市场上史无前例的科技泡沫。

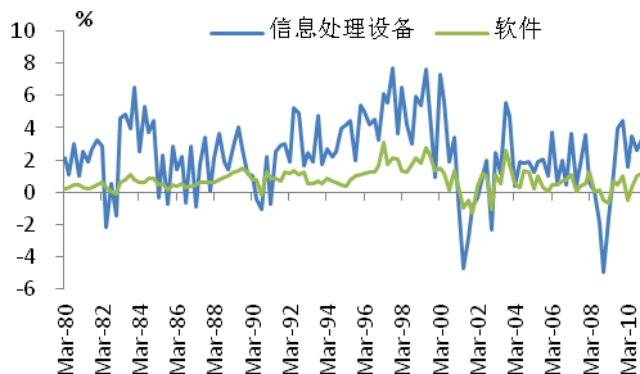
- 信息技术的快速发展大大降低了企业处理信息的成本，并提高了存货管理效率，大量先进技术的应用使得美国企业的存货/销售比率，从1990年略超过1.52的水平，持续下降至1998年的1.39；³
- 信息技术的另一大贡献是彻底变革了通信产业，因特网的大发展促进了电子商务的兴起；此外，全世界的公司和个人都投身到网络革命浪潮中，这也直接孕育了网络股的巨大泡沫；
- 信息技术与通信的发展，推动了生产率的提升。以信息处理设备为例，该领域投资对GDP的贡献，从1980年代的2.17%，上升至1990年代的3.49%，而在2000年泡沫破裂以来则下降至1.46%。

科技行业在美国股市中的市值，由90年代初的1620亿美元，急剧增长至2000年的34000亿美元，大约扩张了20倍；而市值占比则由1990年的6.6%上升至2000年顶峰时的27.86%。

² Oliner and Sichel, "Computers and output growth revisited: how big is the puzzle?", 1994.

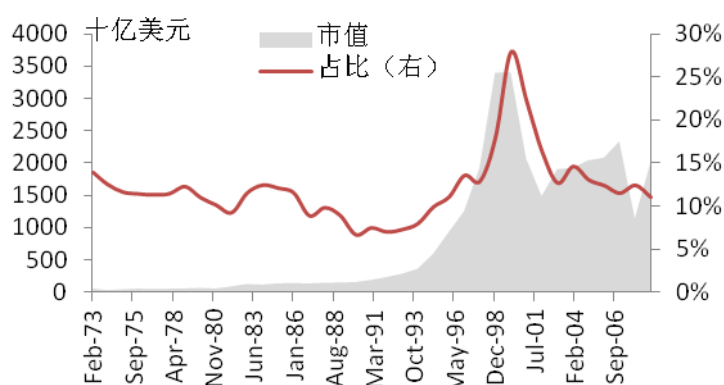
³ 数据来源：美联储。

图 17: 科技领域投资对 GDP 的贡献



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

图 18: 美国科技行业市值膨胀经历



数据来源: Datastream、广发证券发展研究中心

(三) 小结

90年代美国大牛市的形成, 可谓“天时地利人和”。低迷的外围经济、空前繁荣的国内经济以及大量资金流入, 共同造就了延续10年的资本市场繁荣时期。

反观A股市场面临的金融及经济环境, 我们深感与当年美国的巨大差距。首先, 中国的证券市场相对封闭, 而且没有形成良好的资金流入-流出机制; 其次, 居民实际可支配收入增长缓慢, 影响了股市资金供给; 再次, 90年代美国实现了以信息技术带动的“新经济”繁荣, 而当前中国经济则正面临结构转型, 如何实现可持续增长甚至还是个悬而未决的命题; 除此之外, 未来宏观经济平均增速的下降必将给市场带来一系列长远影响。

三、泡沫与A股

(一) A股市场泡沫论

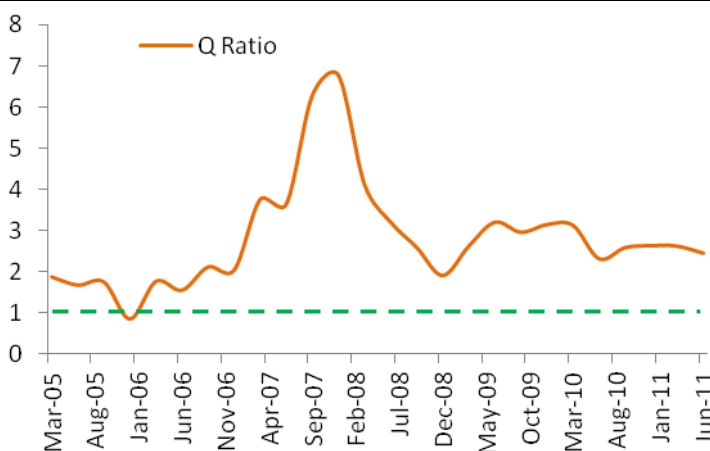
我们试图从泡沫的角度重新审视A股市场。但是, A股市场的一些特殊因素使得我们的分析变得更复杂。

按照净资产数据计算的托宾Q值显示, A股市场估值水平明显偏高。除2005年底短暂低于1之外, A股市场的托宾Q值几乎一直处于较高水平, 过去6年来的平均水平约为1.8, 这说明股票市场相对实物资产有较大幅度的泡沫。

但是, 我们也看到, 自1952年以来, 美股市场的托宾Q值平均仅为0.75, 甚至远低于1的合理水平。对于这种估值水平上的差异, 我们可以从股票投资与实物投资的角度来理解: 1) 美国上市公司普遍拥有较高的商誉等无形资产溢价, 其重置成本相对较高, 因此股票投资相对于实物投资更容易, 从而股市估值较低; 2) 国内上市公司重置成本则以固定资产为主, 这意味着实物投资的估值更低, 从而股票估值

相对偏高（这也是大量产业资本在企业上市后急于套现的重要原因）。

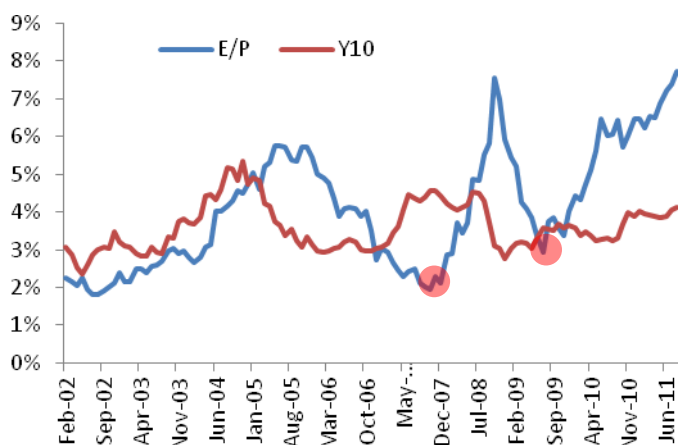
图19: 托宾Q值显示A股市场明显高估



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

联邦储备模型下的股市收益率虚高。在联邦储备模型下，我们发现，当前7.7%的股市收益率实际上远远高于10年期国债收益率4.1%，但这是否意味着A股市场具备较高的投资价值呢？

图20: 联邦储备模型下的股市收益率虚高



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

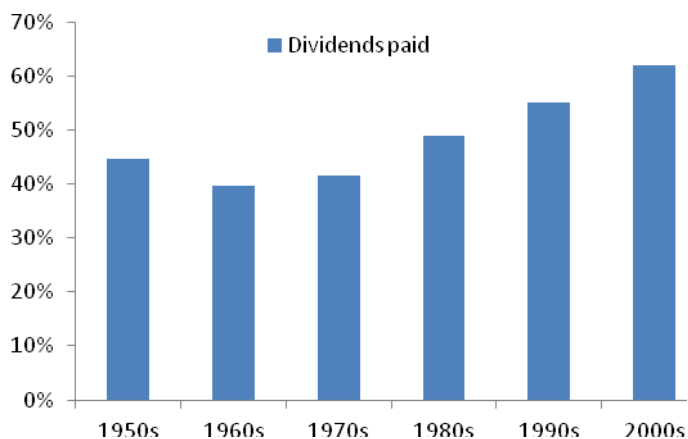
我们也曾看到，A股在2007年的疯狂上涨中，收益率跌至10年期国债之下，最终导致了泡沫的破裂；这一现象在09年也曾短暂出现过，市场同样出现了大幅回调，并持续至今。但我们认为，当前的股市收益率存在一定的虚高成分。

让我们重新回到联邦储备模型的经济意义上。联邦储备模型的本质是通过对比股市与长期国债收益率的高低来衡量估值水平，其中股市收益率以E/P来代替。这里隐含了一个假设前提，即上市公司的盈利主要用于分红，从而E/P的有效性取决于分红率。而这，正是中美股市的重大差异。

回顾美国的上市公司历史，1950-1970年间的公司分红率略低，平均约为42%，80年代以后逐步上升，2000年以后达到62%。总的来看，自1947年以来，美国上市公司的分红率平均高达57%，稳定的分红收益成为投资者最后的安全屏障。但在A股市场，自2000年以来的分红率仅为27.6%，甚至低于美国市场的一半，而个股分红

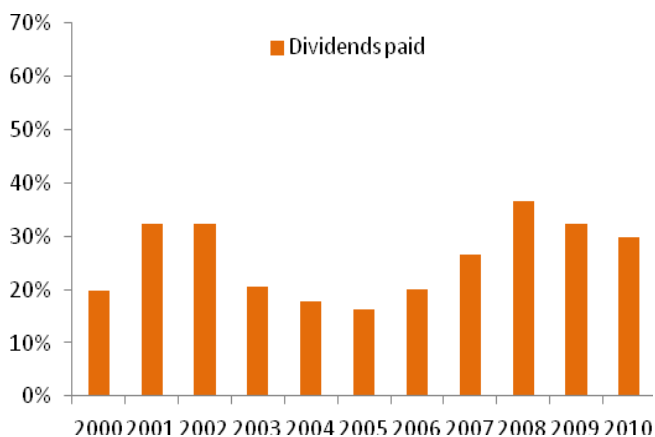
率为零的更不在少数。可以说，偏低的分红率大大降低了E/P所隐含的投资收益水平。

图 21：美国上市公司分红率



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 22：中国上市公司分红率明显偏低



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

鉴于A股市场分红率水平还不足美股的一半，如果我们给A股市场的收益率打一个折扣，比如50%，则股票收益率在大部分时间里都将低于10年期国债，这表明股票市场存在泡沫的可能性很大。

（二）投资者的未来

在研究了美股90年代的泡沫历史之后，我们深切感受到，A股市场“盈利增长、市值缩水”的现象背后，实际上存在着一系列的长期因素，影响市场未来趋势的因素包括但不限于：

- 严重的资金供需失衡；
- 低分红率导致估值水平难以维持；
- 市场运行体制的弊端；
- 经济增速下滑的长期影响；

资金供需失衡导致股票市值长期趋于缩水。A股市场自诞生以来，其功能就以融资为主。企业上市的主要目的是筹资，其次是寻求所谓的规范化运作，但大部分企业只关注短期利益，而忽略对股东的回报。2005年股改以来，市场上的股票供给大量增加，而资金供给却远远不够，供需失衡现象越来越严重，市场资金持续流出将直接导致市值的缩水。

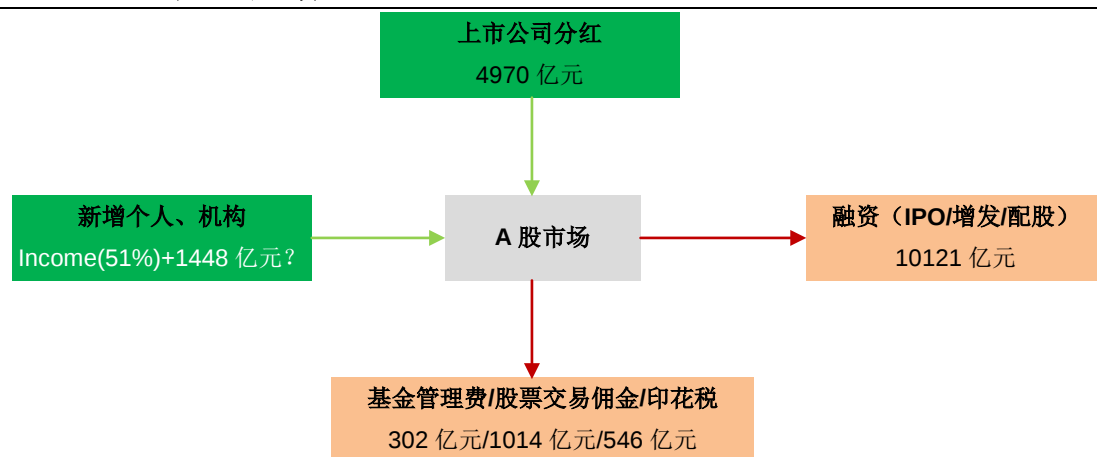
以2010年为例，股市融资（包括IPO、增发和配股）总额达到10121亿元，包括基金管理费、股票交易佣金和印花税在内的交易成本约为1082亿元；而上市公司分红总额仅为4970亿元。在不考虑新增个人和机构投资者以及新增投资资金之前，以上三大项的资金缺口约为7013亿元。

进一步考虑新增资金部分，这部分主要包括个人投资、基金、银行理财产品、券商

理财产品、私募产品、社保以及保险公司股票投资等，实际上，除社保和保险公司投资额度以外，其它几项资金来源均为个人可支配收入。我们可以简单估算，2010年，社保基金新增额度748亿元，保险公司新增股票投资规模约为700亿元，那么，扣除这两项之后的市场资金缺口约为5565亿元。这一规模相当于2010年底A股所有有效持仓账户（5700万）按城镇居民可支配收入（1.9万元）计算的51.4%！

很显然，将居民可支配收入的51.4%投入到股市是一个不可能的假设，但这也显示了A股市场资金缺乏的程度之高。

图23：2010年A股市场资金供需



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

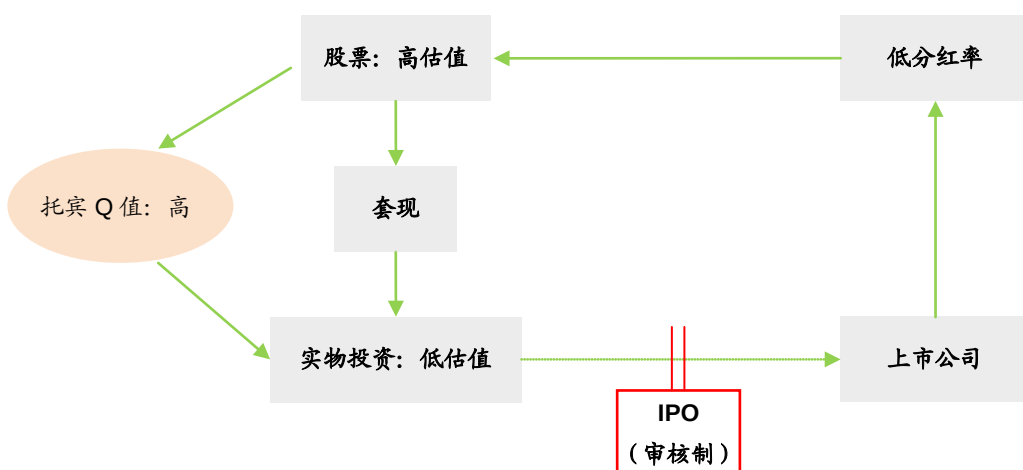
分红率偏低将使得高估值难以维持。市盈率本身是一个收益倍数指标，面对同样的EPS，由于分红率的差异，A投资者的实际收益不及美股投资者的一半，因此，A股市盈率估值所显示的股票收益率存在虚高的成分，从而也是不可持续的。

此外，较低的分红率使得投资者持股的主要收益来源于股价变动，从而降低了平均持股时间，增加了市场投机成分。

市场运行机制存在明显缺陷。根据我们此前的分析，较高的托宾Q值显示了实物投资相对于股票市值低估。这将导致大量的实物投资通过寻求上市来增加市值，而上市过程中的审核制则基本屏蔽了企业上市后在经营管理方面所应该面临的逆向选择机制，上市公司的关注重点主要是应付监管并确保融资诉求得到满足，从而忽略个人投资者的利益；其直接结果便是分红率偏低，而这又成为市场估值水平虚高的重要原因；于是大股东的套现欲望越来越强烈，并形成“套现——实物投资——上市”的正反馈过程。

结合我们对市场资金供需的估算，每一轮“套现——实物投资——上市”循环中都有大量资金流出股市，这意味着，市场总体上是一个“负和博弈”的局面。

图24：股票与实物投资正反馈机制



数据来源：广发证券发展研究中心

经济增速下降的长远影响。我们在上文中所述及的种种问题，实际上由来已久。但是，过去若干年，尽管这些问题有愈演愈烈之势，但并没有引起市场的足够重视。我们认为，最重要的原因还是市场的泡沫本质，投资者投资股市的目的在于博取股价收益，投资理念短期化。在经济和企业盈利高速增长背景下，市场大起大落的结构性行情将投资者的注意力转移到了各种短期因素上，从而忽略了对长期因素的关注。

但这种情况，或许正在改变。

在企业盈利增速保持20%以上的同时，市场却连续两年下跌，可以说，市场正在形成它应有的趋势。未来几年，随着经济增速的回落，企业盈利下降将带来一些长远影响：

- 随着经济高增长时代的结束，企业盈利增速也将下降到一个较低的水平，盈利增速和永续增长率双双下降将导致股票市场估值水平的整体下移；
- “负和博弈”的市场格局下，对于理性的投资者而言，降低交易成本能在一定程度上减少损失，这意味着市场换手率的下降；当前A股市场的平均换手率，已经由09年的2%，降至10年的1%，今年以来则进一步降至0.67%，但仍远远高于美国、日本等市场（约0.2%-0.3%）；
- 长期来看，股票市场的配置价值趋于下降，短期投资机会则主要是经济波动带来的结构性行情。

（三）结束语：理性的市场孕育新希望

理性的市场孕育新希望。有效的市场能够充分发挥价格发现作用，并自我完善其运行机制。实际上，我们上述的资金供需失衡和股票与实物投资正反馈两个循环都是不稳定的系统，市场运行的结果终将产生“倒逼机制”。

作为股票市场主体的个人投资者，其新增资金量取决于股票市场收益预期，或者说，只有股市的赚钱效应才能吸引更多的个人投资资金。因此，在持续低迷的市场中，

个人投资者的资金贡献将趋于下降，而以此为发行对象的基金、理财产品规模不断缩水，最终导致股票发行的难度增加，直至停滞，资金流动循环中断。

为了重启资金流动循环，监管层有必要对市场体制进行完善，以提高股市的实际收益率，比如鼓励分红、引入做空机制、修改发行制度等。

值得注意的是，在当前的制度安排下，上市公司的融资需求由监管部门核准，发行价格由机构确定，更大量的个人投资者却只是价格的接受者，这种权责不对等的制度缺陷扭曲了市场估值体系，也不具稳定性。

因此，企业上市发行环节必须增加逆向选择机制，才能引导市场估值体系回归合理化，这也有利于市场的长期发展。

泡沫化的过程总是很美好，但遗憾的是，我们可能仍处于后泡沫时代。对于未来A股市场面临的经济环境，我们持相对乐观的态度，但在造就泡沫的金融环境方面，我们只能寄望于更理性的投资者和有待完善的金融体制上。

广发投资策略研究小组

林鲁东，分析师，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

苏舟，分析师，上海交通大学经济学硕士，2009 年入围新财富策略研究最佳分析师（团队），2011 年加入广发证券发展研究中心。

郑文琦，分析师，上海交通大学管理学硕士，曾就职于东方证券研究所，先后从事行业研究及策略研究，2011 年加入广发证券发展研究中心。

向玲瑶，研究助理，中央财经大学经济学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xly2@gf.com.cn，020-87555888-8086。

相关研究报告

《投资策略专题——海外消费行业投资启示录》	苏舟	2011-09-05
《行业配置专题研究（一）——盈利预期，能走多远》	苏舟	2011-08-28

广发证券——公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。