

# 股市上涨不能仅靠货币宽松

□民生证券研究院副院长 管清友  
民生证券研究院宏观研究员 李奇霖

市场上有观点认为利率高抑制了股价，利率高是阻碍牛市的根本原因，其背后的逻辑是公司财务教科书里的股息折现模型(DDM)。根据该模型，股票估值是以适当的折现率将未来派发股息折算的现值，而无风险收益率是折现率的重要组成部分，也是其他利率的重要参考标准。无风险收益率越低，股市的估值就会越高，对股市就是利好。于是，就有了利率下降则股市形成牛市一说。

但事实并非如此，在绝大多数时刻，股市表现与无风险收益率表现是正相关的，相关系数达到67%。我们似乎更应该希望利率维持高位或者向上而不是相反。

为何如此？从大类资产配置的角度看，股市

属于风险资产，合理的配置时期是经济复苏转向经济繁荣阶段。而国债属于避险资产，合理的配置时期是从经济滞胀转向经济衰退阶段。经济上行时无论是实体经济还是股市，赚钱的企业会遍地开花，但10年期国债只能提供偏低的固定收益，是不会受投资者待见的。反之，经济下行时无论是实体经济还是股市，想不亏钱都难，但10年期国债此时却能提供十分稳定的固定收益，是会被投资者追捧的。

当然，股票和利率也并非所有时刻都对立。一方面，无论是当经济陷入滞胀或是陷入资本外逃，央行均不得不被动收紧银根或加息，导致实体经济盈利和投资者信心形成明显支撑。货币端放松的同时也盘活了银行间市场的流动性。

DDM模型错了吗？DDM分母中选用的折现率是无风险收益率加上风险溢价。当经济上行时，无风险收益率虽然向上，但风险溢价是大幅

2008年6月前，央行还在上调存款准备金率。货币收紧对本身已疲弱不堪的实体经济带来致命打击，企业盈利大幅下滑。货币收紧同样也抽走了银行间市场流动性，尽管经济下行风险加剧，但国债也未能幸免于难。

另一方面，当经济遇到超级宽松的货币政策，企业和银行层面的流动性会出现双松。在流动性的助推下，股债的跷跷板效应将会打破，形成“股债双牛”的局面。比如今年二季度，央行开始通过信贷支持再贷款或PSL以通过定向宽松的形式为实体经济输血。央行货币宽松助力稳增长，对实体经济盈利和投资者信心形成明显支撑。货币端放松的同时也盘活了银行间市场的流动性。

DDM模型错了吗？DDM分母中选用的折现率是无风险收益率加上风险溢价。当经济上行时，无风险收益率虽然向上，但风险溢价是大幅

压缩的。反之，当经济向下走，无风险收益率虽然向下，但风险溢价是大幅提高的。

现在转向投资者都关心的问题，降低融资成本或降低长端无风险收益率就会有股票牛市吗？这需要从辩证的角度来看，根据央行2014年二季度货币政策执行报告，企业融资难的根本原因是企业债务率高、投资率降幅远低于储蓄率的降幅以及股权融资市场不发达所致。

从短期看，如果降低融资成本是通过控制企业债务、降低投资率来完成，会导致经济增速进一步放缓，信用风险暴露。如果降低融资成本是通过股权融资加快完成，可能会导致IPO加快和市场抽血。很难想象他们能和股市上涨联系在一起。

从中长期看，如果债务能够得到控制，投资率下降降低了融资成本，并且辅之以结构性改革为经济转型和新经济发展创造了空间，市场

或许会长牛，但长期逻辑不宜短期化。

通过清理融资链条盘根错节，化解企业融资难题从逻辑上是不成立的。企业债务、投资率高企和储蓄率拐点是全社会融资成本被推高的本质原因，其结果是其他市场化部门融资需求被不断挤出。而非标和融资链条盘根错节只是这种挤出效应下的表现形式罢了。

短期内央行也可以继续通过货币宽松来压低融资成本刺激经济复苏，但货币宽松存在可能性边界，若中国经济深层次矛盾没有解决，债务和潜在通胀压力将是货币宽松的天花板。更高的企业债务和投资率意味着未来更加失衡的经济结构，当下宽松激化的潜在通胀压力意味着未来更紧的货币政策。如果经济结构改革缺位，仅依靠货币宽松引领的市场上涨最终也只会是昙花一现。

## 加强金融监管 避免重蹈美日楼市覆辙

□中央财经大学经济学院 张苏 石坤

今年以来，一线城市房价出现下行趋势，部分二三线城市出现空城迹象，局部地区出现烂尾楼，这使房地产市场蒙上一层阴影。20世纪90年代以来，世界上经历了两次影响较大的房地产泡沫，20世纪90年代初的日本和21世纪初的美国房地产泡沫。

在20世纪后期，日本房地产市场爆发了一场规模空前的房地产泡沫。据估计，1955—1990年，日本的房地产价格上涨了75倍以上。截至1990年，日本所有房地产的总值接近20万亿美元，这相当于当时全球财富的20%。

然而，规模盛大的房地产泡沫在20世纪90年代初突然破灭，造成泡沫破灭的原因，也许可以从日本政府采取的行动中找到答案。在流动性过剩和贷款热情不断高涨的背景下，土地和股票市场丝毫没有降温的趋势，于是日本银行开始控制信贷规模并上调利率，以期遏制房地产价格的进一步上涨，使股票市场实现平稳回落。

据《日本统计年鉴》统计，从1989年5月货币政策收紧以来，日本央行连续5次上调利率，将利率从2.5%提高至6%。令人遗憾的是，日本货币政策的突然转向，并未使股市实现软着陆，而是彻底崩盘。股票价格的大幅下跌，使大范围金

融机构出现巨额亏损，信贷市场开始收紧，加上国际资本的迅速撤离，房地产市场几乎瘫痪，房地产价格的暴跌导致大量不动产企业及相关企业破产，给日本经济带来灾难性的冲击。房地产泡沫破灭以后，货币当局连续降息，试图挽救整体衰退之势，但是受银行贷款风制约，货币政策并未起到推动经济复苏的作用。

鉴于货币政策的无所作为，日本政府转而求助于财政政策，多次实行财政扩张，仍未扭转经济衰退的局势，反而使财政收支状况不断恶化。为了平衡财政收支，政府只能通过提高税收获得收入，这对经济回暖又造成了一定的负面影响。为了有效应对危机，日本税收制度也在不断变化，其中比较引人注目的是土地税收制度改革，泡沫在形成及膨胀过程中税负较低，土地价格不断上涨投机情况严重；泡沫破灭初期政府为了防止泡沫反弹增加税收，同时对不动产融资总量进行控制，土地价格不断下降；1998年以后，为了刺激经济发展，促进土地交易，政府开始减轻土地税收负担。然而，土地税收政策的不断调整效果并不理想。

21世纪以来，美国房地产市场投机严重，房价一路飙升，房地产市场出现巨大泡沫。在美国房地产泡沫形成过程中，最大的“助推器”可以归结为21世纪初美国金融体系发生了质的变化，即商业银行经营方式从原有的“发放并持有贷款”转变为

“发放并出售贷款”模式。银行将发放的抵押贷款卖给投资银行，投资银行把这些贷款打包，向投资者发行抵押贷款支持证券。这样以来，银行业发放贷款后承担的风险大大降低，风险的转移使银行在发放抵押贷款时放宽贷款条件和审批资格。

除此之外，“9·11事件”和互联网科技股泡沫破灭使美国经济一度处于瘫痪状态。为了阻止经济衰退，美联储实施宽松的货币政策，大幅降息，基准利率从6.5%降至1%。银行宽松的信贷政策，较低的首付标准和极低的贷款利率，极大地刺激了人们对房地产的投机需求，房地产价格不断上涨，房产泡沫不断膨胀。此外，美国政府要求购房抵押贷款可以比较容易获得，联邦住房管理局便只好为低收入借款人提供担保，这也在一定程度上成为房地产泡沫形成的“催化剂”。

由于房地产价格不断上涨，以及以石油和粮食为主的基础产品价格也在不断上升，通货膨胀已经严重影响人们的日常生活和经济发展。美国政府开始实行紧缩性的货币政策，提高利率。不断上涨的利率让人们支付房贷利息和本金的成本越来越高，还款付息负担日益上升，一些无力偿还贷款的购房者开始抛售房产。随着房地产市场房屋供给量逐渐增加，房地产价格开始下降。

同时，房屋价格下降使抵押贷款支持证券的价值大幅缩水，一些利用杠杆进行操作的机构也

难逃破产的命运。房地产市场泡沫破灭，贷款利率上升压力增大，最终引发了次贷危机。房地产泡沫破灭和次贷危机加深，严重影响美国国内的消费和投资，导致劳动力市场需求疲软。在这种背景下，美国政府为了挽救经济下行的局势，实施积极的货币政策，从2008年1月开始连续降息，到2008年10月底，联邦基金利率由3.5%下降至1.0%。然而，激进的货币政策并没有改变美国整个经济的后退趋势，房屋价值大幅缩水严重影响人们的消费热情和消费能力，消费支出乏力。

与美日相比，中国现在的房地产市场与日本当时的情形有些相似，房价不断上升，物价水平整体相对稳定。日本房价水平一路高涨时，总体物价水平维持在稳定水平，这并非当时市场上基础货币总量过多，而是货币贷款集中投向房地产和土地引起了泡沫；美国房价不断上升的过程中，通货膨胀也比较严重，市场上货币量太多造成大量货币流向房地产从而引发潜在危机。

日本和美国房地产市场泡沫都以破裂告终，给世界经济发展造成沉重打击，那么，为了有效化解危机、规避风险，中国可以从美日房地产市场获得哪些启示呢？首先，货币当局应该严格控制货币政策的实施力度，宜稳健，避免过度。美日房地产泡沫破灭的主要原因就是货币政策实施力度过大，日本政府在1986年连续3次降息后，如果

不再继续降低利率而是保持现状，或许可以将房地产泡沫逐渐挤出回到正常水平，但是，日本当局继续降息，使泡沫越吹越大。而且在巨大的泡沫面前，货币当局又连续5次提高利率，直接造成房地产市场硬着陆，泡沫破灭。因此，货币当局在实施宽松或者紧缩的货币政策时，控制政策实施的力度至关重要，宜稳健，不宜激进。

其次，政府应该加强金融监管力度，完善金融创新体系，严格规范金融机构的业务操作流程。将贷款打包并发放证券”这种新颖的经营模式是美国房地产泡沫形成的主要原因，中国金融市场也存在一定程度的打包转让、杠杆化，为了平稳安全地挤出泡沫，政府需着重监督金融机构的运行机制，商业银行应严格执行首付比例、房贷利率，认真落实财产抵押评估等核心环节，不断去杠杆化，使规范完善的金融体系成为经济持续发展的坚实基础。

再次，完善土地财税政策体系，在城镇化进程中严格制定土地管理制度，使地方政府摆脱对土地财政的依赖，使土地财税政策与我国的宏观经济环境相适应，发挥“自动稳定器”的功能。

最后，设计合理的房产税，从拥有不同数量的房屋所有者征收不同层次和级别的高额房产税，控制房地产市场的过度投机行为，使我国房地产市场健康有序发展。

**东方基金**

双债添利 做债主

**东方双债添利债券型证券投资基金**

基金代码: A类 400027 C类 400029

9月1日-9月19日发行

基金投资于国债、企业债、可转换债券、公司债、短期融资券、中期票据、资产支持证券、信用债等固定收益品种，同时适当参与新股申购，以期在控制风险的前提下，为投资者创造稳定的收益。

基金管理人: 东方基金管理有限公司

基金托管人: 中国建设银行股份有限公司

销售机构: 东方基金管理有限公司、各大券商、银行、基金公司等。

风险提示: 基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩也不构成新基金业绩表现的保证。投资者购买基金时，应详细阅读本基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件，了解基金的具体情况。

**金光闪耀 银领未来**

**中国光大银行贵金属交易大赛**

**9月开战!**

**参赛赢“金”喜 豪礼献贵宾**

**活动时间:** 9月1日—11月30日

**活动内容:** 凡在我行进行代理金交所业务交易，即有机会赢取我行自售实物金条。

**交易品种:** Au(T+D), Ag(T+D), mAu(T+D)

**奖项公布:** 以及更多活动内容详见我行官方网站www.cebbank.com-个人黄金频道

**参赛方式:**

1. 参赛者开通我行上海黄金交易所贵金属交易账户后，进入我行官方网站www.cebbank.com-个人黄金频道，下载贵金属交易客户端软件，即装即用，方便快捷。
2. 凡在活动期间登陆我行贵金属交易客户端或个人网银进行交易即可参与大赛，无需单独报名。

**咨询方式:**

在大赛期间如有问题可向承办方上海右石服务公司客服进行咨询：

- (1) 电话：4006690256，工作日 09:00-17:30
- (2) 微信：关注微信号sggold（点击综合服务-在线客服）。

工作日 09:00-17:30, 21:00-02:00

**Bank 中国光大银行**

共享阳光·创新生活