

优化交易机制 推进资本市场建设

双管齐下 提振资本市场信心

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋 中国银河证券研究院宏观研究员 张宸

□京东金融副总裁、首席经济学家 沈建光
京东金融宏观研究总监 张明明

一直以来,我国企业债务高企与金融服务模式始终间接金融为主,有着直接关联。因此,大力发展直接融资是降低实体杠杆率、缓解实体经济困境的关键。笔者认为,当前应从完善法制环境、市场交易与定价体系、风险对冲机制等方面,全面推进资本市场建设,为企业增加更多的市场化融资渠道。

现代经济体系及金融市场以信用为基础,而信用是以法律保障为前提的,金融市场不是无秩序的自由市场,市场是以完善的法制为基础。

首先,现代经济体系与金融市场的运行,关键是要实现产权在法制基础之上的明确和保护,要有法制化的投资者权益界定、保护和诉讼机制。改革开放四十年来,随着经济社会高速发展,我国居民财富水平实现了显著增长,随之而来的就是居民合法财产权利的确定和保护机制亟待完善。居民合法财产又以不动产所有权、土地使用权、金融资产股权和债权为主要体现,以这三权为代表的居民财产权利能否得到现代法制体系的严格保障,成为市场与社会信心的重要来源。下一步,随着改革发展的不断深化,产权的明晰与保护应在法制化基础上予以进一步重视。

要保证市场在公平公正公开的基础上有秩序地平稳运行,市场制度的建设和完善至关重要。投资者信心是以交易对手的信用为基础的,而信用的建立和维护是需要完善的内外部公司治理,科学合理的市场制度和交易环节的公平公正公开的监管方式,以及完善的投资者权益保护和诉讼机制来保障的。对内幕交易、虚假信息、市场操纵、侵犯中小股东权益等扰乱市场秩序的行为,监管部门应做到及时依法公平公开地予以惩治。应依据暴露出的问题,科学公平制定相应规则,将监管落在细节上,将工作做实,通过对投资者权益的依法严格保障,来让广大市场参与者树立起对市场本身的信心。

其次,在夯实市场法制基础的前提下,完善对称而扎实的信息披露机制。金融市场的其中一个重要课题就是要解决投资者与企业之间的信息不对称问题,在法制基础的保障之下,使得金融市场拥有及时有效的信息披露机制,将信息向投资者进行流畅的披露,以降低交易成本,增强市场信用。

再次,依托市场的法制化基础的完善,重塑上市公司治理。股票质押风险显然是A股市场今年遭遇的重大问题之一。大面积股票质押行为在股市价格出现大幅波动时将引发系统性市场风险,而股票质押行为本身就反映了公司治理和监管层面的诸多问题,在问题积累的过程

●现代经济体系与金融市场的运行,关键是要实现产权在法制基础之上的明确和保护,要有法制化的投资者权益界定、保护和诉讼机制。

●在夯实市场法制基础的前提下,完善对称而扎实的信息披露机制。

●依托市场的法制化基础的完善,重塑上市公司治理。股票质押行为应该在上市公司治理层面和监管的信息披露层面形成制约。

●必须保障市场交易的连续性和流动性,不断优化金融市场的持续交易与价格发现功能。在完善微观交易机制的基础上,可以进一步考虑放宽甚至取消涨跌停板限制,以进一步优化市场的流动性和价格发现功能。



中没有引起监管当局、金融机构、投资者和上市公司的足够重视并采取相应措施,以至引发当前的困境。股东通过质押的贷款去向,不能进入上市公司的资产负债表,放大上市公司资产负债的风险,并转嫁给中小股东;此外,通过股权质押循环投资对某个股票过度集中持有所产生的叠加风险是巨大的,实则是变相放大杠杆操纵股价;一些上市公司大股东高比例质押股权,令上市公司实际控制人可能发生改变,对公司的稳定运行造成很大威胁。

因此,股票质押行为应该在上市公司治理层面和监管的信息披露层面形成制约。今年3月实施的质押新规突出了“服务实体经济”的根本要求,强化了对股票质押的风险管理,制定了单只股票质押率不超过50%,质押率上限不超过60%等“红线”。笔者认为,应该在此基础上进一步修订相关法律法规,加强对上市公司治理的完善,比如大股东特别是控股股东的质押行为和贷款用途,要作为股权结构变化的重大事项,需董事甚至股东大会批准并公告,表决定要回避有利益冲突的董事。

最后,必须保障市场交易的连续性和流动性,不断优化金融市场的持续交易与价格发现功能。金融市场通过充分的连续交易,从而发现

金融资产的合理价格,因此交易的持续性、金融资产的流动性是保证金融市场有效运行的关键。必须明确资产的良好流动性本身,就是市场信心的重要来源之一。对做空机制、杠杆交易(融资融券)、高频交易、投机套利等市场中性交易手段要规范而不是限制,因为这些机制是市场的润滑剂,为市场注入大量的流动性并提升价格发现的速度,从而提高市场效率。最近监管层面发出明确信号,要减少交易阻力,增强市场流动性。减少对交易环节不必要的干预,让市场对监管形成明确预期,让投资者有公平交易的机会,这一点相当重要。

当前市场在交易环节还存在不少阻力,一些制度安排有待完善,让市场失去了不少活力,市场流动性也受到一定的影响。为此,应优化交易程序,降低交易成本,改革金融监管以实现监管的科学化、法制化、程序化、现代化,增强监管措施的可预测性。避免监管机构直接干预市场,不要轻易采取救市措施,特别是通过限制交易、制约卖出等流动性遏制措施强行稳定市场。市场投资者根据自身判断与风险偏好进行充分交易之后,市场会更快进入价格均衡状态。

同时,要对停牌制度正本清源,从国际经验来看,过于频繁和长时间停牌是破坏金融市场

流动性的重大弊端。上市公司发生重大事项,首先应通过信息披露机制周知外部投资人,公司不可以肆意左右信息,要保障外部投资人的知情权、决策权。之后确有必要进行停牌的,必须严格控制停牌期间长度,以保证对市场流动性的影响降至最低。

笔者认为,从市场微观机制层面,应系统性反思我国股市的交易机制。比如,连续竞价交易与做市商制度的权衡比较。做市商制度有其独特的优越性,其优越性在于大量官方指定的做市商,其更趋理性可控的交易行为可以形成市场价格波动的天然缓冲器,而连续竞价交易则没有这种缓冲功能。

目前纽约市场就是混合交易机制,而纳斯达克则是纯做市商制。我国是否可以考虑借鉴,在某一细分市场进行试点。笔者曾经建议在创业板试点做市商机制,后来实际上新三板构建了做市商交易机制,但对于做市商资格的限制和对投资者资格限制过于严格,造成市场流动性的缺失。在完善微观交易机制的基础上,可以进一步考虑放宽甚至取消涨跌停板限制,以进一步优化市场的流动性和价格发现功能。总之,需要系统性地通盘考虑市场微观交易机制的优化,以达成重塑市场信心的目的。

构建资本市场可持续发展长效机制

□浦江金融论坛秘书长、大陆期货首席经济学家 李国旺

散户化投资结构待改善

资本市场存在行为金融学意义上的非理性现象,但我国资本市场投资者行为非理性的程度特别突出。我国资本市场投资结构散户化,散户占投资者人数95%以上。散户化的市场容易导致短线操作、从众行为、处置效应为心理行为。过分自信自己的投资能力,是短线操作的主要原因,投资者在过度自信与过度悲观下周期循环,导致股市急剧波动,从而形成价值泡沫或价值压缩现象,加剧资金脱实向虚,不仅使机构投资者行为横行,更严重的是冲击产业资本的稳定发展,比如前一阶段出现产业资本股票质押的大面积爆仓风险。

由于股市散户机构化后的流动性要求,导致了大盘蓝筹股成为所有股票型和偏股型基金的“压箱底”的“价值型”股票,在基民集体无意识作用下的大量赎回,迫使基金经理抛弃大盘蓝筹或白马股股票。同时,由于大盘蓝筹股或白马股在指数中的比重过大,因此基民的赎回动作共同推动了股指的下跌,近期白酒股的集体下挫,具有明显的非理性行为特性。

“持亏卖盈”,即持有亏损的股票或头寸卖出盈利或不亏损的股票,是谓“处置效应”,即处理手中金融资产头寸的群体行为和群体效应。“处置效应”在各国投资者中都程度不同地存在,但在我国表现特别突出。一般情况下,短操作行为是投资者过于自信的主动表现,那么在“处置效应”作用下的短线操作,却是投资者集体不自信的表现,这种被动的投资由于熟人圈的关系造就从众行为。

由此可见,中国证券投资者三种主要投资行为,即过度自信形成的短线操作行为,过度自卑形成了从众行为和放弃自我理性的处置效应行为,在一定条件下是互为表里、相互加重的关系,三者在一定时空条件下交互作用,突出表现就是短线操作特别频繁。牛市时,处置效应放大了短线操作和从众行为,表现为价升量增;熊市时,处置效应抑制了短线操作和从众行为,表现为价跌量减,导致熊市时间延长。

如果由于经济周期和时空环境的变化,股市行情已经启动,处置效应者乐于将小有盈利的股票抛出,为新人市而信心十足的投资者提供了入场吸收筹码的机会,从而为新资金的介入提供了机会。新人场者由于以前投资者处置效应的作用得到相对便宜的股票,同样由于处置效应的作用,他们可能又很快将盈利的股票抛出,从而形成不同部分投资者持续的抛出,又

近日高层召开会议,要求围绕资本市场改革,加强制度建设,激发市场活力,促进资本市场长期健康发展。日前证监会发布声明称,正在按照国务院金融稳定委员会的统一部署,围绕资本市场改革,加快推动三方面改革。笔者认为,如果改革措施顺利实施,将有利于稳定市场情绪,提振市场信心,促进中国资本长期稳定发展。

有不同部分的投资者持续买进,形成价升量增的局面,造就了牛市人气,从而为行情的持续发展提供了难得的推动力。

引导机构等长线资金入市

培育和引入机构投资者,对冲行为群体对市场过度扰动作用。监管层正在统一部署,发挥保险、社保、各类证券投资基金和资管产品等机构投资者作用,稳外资、稳投资,在一定程度上预防群体心理的非理性行为,为价值投资打下机构投资者理性行为基础。

当前中国资本市场通过不断扩大开放,优化投资环境,吸引外资进入中国股市,不仅可以引导价值投资,更能起稳定A股、提升投资者信心和提振中国经济的作用。

国内的保险、社保、各类证券投资基金和资管机构,为国内机构投资者主力军。理论上讲,机构投资者研究能力强,对上市公司调研充分,信息分析与把握的能力强,是市场理性力量和价值投资的主体。但是,我国资本市场存在散户机构化,其结果是保险、各类证券投资基金和资管的机构投资者行为散户化。比如,在净值排名的高压下,必然导致多数基金经理出现以下行为:短线操作和从众行为。前者加重投资成本,包括交易费用和冲击成本;后者加剧行情的波动或也许会再次制造“蓝筹泡沫”,直到监管机构出手干预为止。因此,在中国资本市场投资者结构散户化未根本改变前,在资本市场信用体系没有完善前,机构投资者在业绩压力下无法完全避免行为散户化,有时甚至因机构集体调整仓位形成群体性的共时行为,导致市场过度波动。

引导上市公司积极分红,才能引导更多

增量的中长期资金进入市场,为机构行为理性化提供保障。一些上市公司不分红的习惯,使价值投资异化为一种讲故事的技巧。迫使机构投资者只能博价差,从而导致风险。从主观上看,机构投资者群体心理的共同作用,价值与价格的偏离过大成了常态,“价值投资”者往往会吃亏。如果上市公司积极分红,如果分红水平高于银行同期存款利率,保险、社保等资金就有可能长期入驻,从而成为市场行情的稳定器。

社会保障、医疗保障、住房保障、收入分配体制改革是“公益服务”,可直接改善并增进人民的幸福感。国家为了可持续地做好“公益服务”,相关保障资金特别是保险、社保资金需要保值增值,为此需要进行制度创新,引导有关保障性机构资金长线入市,前提是通过分红等形式,这些机构能够保值增值,能够分享经济增长的成果。

制度建设是市场发展基础工程

市场预期,监管层陆续会有促进资本市场持续发展的政策创新出台,包括优化交易监管,提供公平、公正、公开的平台,充分发挥市场作用,发挥资本市场价格发现与资源优化的功能。

笔者认为,在市场制度建设方面,一是要发挥市场主体作用。在中国资本市场,存在六维主体,即国际资本、国家资本、产业部门资本、地方资本、机构资本和居民资本。其中,国家资本、部门资本、地方资本,具有出台政策即“看得见的手”功能。如果顺应市场周期,就对市场起到正面的推动作用,如果不合周期,可能对市场功能发挥起阻碍作用。

为了减少“看得见的手”的阻碍作用,需充分发挥市场组织功能,提高市场流动性,形成真正的市场均衡定价。政策创新方面,需减少交易阻力,增强市场流动性,因为只有充分流动的市场,才能通过无形之手,发挥市场主体的积极性,逐步形成并接近市场均衡价格,从而充分发挥资本市场对市场各类资源的优化作用。

二是减少行政干预。要实现市场对资源配置的主导作用,就得减少“看得见的手”过度运作,减少对交易环节的不必要干预,才能合乎激发市场活力的要求。因此,应尊重价值规律,尊重市场周期,不过分干预市场;让市场主体按有关法律法规,按经济周期、按行情周期,发挥每一个主体的主观能动性。监管者只在市场失灵时,对市场过度行为进行校正。

三是稳定市场预期。资本市场稳定运行需要恢复投资者的信心,需要宏观政策预期稳定,需要货币供应与股票供应平衡,稳金融,稳外资,稳预期,才能引导长线资金入市,因此监管制度改革要继续深化。

要让市场对监管有明确预期,让投资者有公平交易的机会。明确预期,就是减少升值,提高入市积极性;公平交易,才能有价值的上市公司,为资源优化提供助力。市场运行是六大主体在不同周期下竞合的结果。投资者作为其中一个主体,在不同的组合时,都面临其它五大主体力量的合力或阻力。从内部主体看,国家资本的监管明确预期,市场风险压力下降。从外部国际资本看,外贸不确定因素增加,形成对中国股市的不确定性因素。因此,资本市场只有构建公平的交易体系,才能凝聚内部力量,才能做好内功,才能借力打力,利用扩大开放反过来促进并提高上市公司质量,才能吸引机构投资者入市,才能充分发挥市场功能,让充分流动的市场发挥生机活力。

四是减少市场风险。资本市场最近一段时间过度下跌,特别是民营上市公司出现大面积质押风险,直接冲击相关产业。在“经济下行压力有所加大,部分企业经营困难较多,长期积累的风险隐患有所暴露”的时候,稳定金融和资本市场,反过来为稳定经济提供正能量。近期高层会议强调增强预见性,及时采取对策,提出“坚持两个毫不动摇,促进多种所有制经济共同发展,研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难”,为资金入市和入场驰援民企上市公司,提供了政策依据和政治保障,缓解了民企股权质押可能引发系统性金融风险。

近期高层对资本市场的关注,主要与当前国内股市持续震荡,市场信心明显不足密切相关。笔者认为,未来要提振资本市场信心,一方面需要稳增长与改革的措施协调配合,把控短期经济下滑与防范外部风险;另一方面需要资本市场的长期制度建设,通过加强公司治理,提高市场透明度,完善法制建设,加强对投资者保护等措施协调配合,促进资本市场健康发展。

市场持续震荡的重要原因

今年以来,国内股市低迷,投资者信心不足,主要与如下因素有关:一是国内经济下行趋势超出预期。其实,早在今年年初,市场对于经济的判断是比较乐观的,当时围绕中国经济是否进入新周期是彼时讨论的主要内容。但是,在去杠杆背景下,国内经济下行压力增大、金融市场风险加大及外贸不确定因素的增加,投资者对于经济形势的分析变得更加谨慎。

从经济增长情况来看,三季度国内GDP增速下滑至6.5%,创十年以来的新低,已接近全年6.5%的增长目标;从月度数据来看,9月消费仍然整体疲软,汽车是拖累;9月工业增加值增速跌破6%,9月PMI、发电量等指标均是下行态势;固定资产投资增速回落至5.4%,房地产市场在政策遇冷下也呈现下滑态势。虽然外贸不确定因素增加,短期由于企业抢出口影响,出口数据仍然上行,但从长期来看,市场担心贸易前景的不确定性。

二是民营企业运行面临困难,股票质押平仓引发流动性风险。今年民营企业利润下滑,股票质押大面积预加大平仓,民营上市公司面临流动性危机等,均加剧了A股的跌幅。同时,近两年宏观政策,如环保政策、去杠杆政策、去产能政策、税收补缴政策等,对民营经济的负面影响更大。

三是担忧宏观政策的有效性下降。今年下半年以来,货币政策已经开始放松,但出现了一种担忧,即资金仍在银行间淤积,很难流向实体经济。造成这种现象的原因在于从资金需求端来说,诸多企业债务负担较重,利息成本增加,盈利能力下降,实体经济贷款需求疲软。从资金供给端来说,银行以往更加青睐于将信贷资源配置在房地产与融资平台,而当前房地产项目信贷受限,基建投资虽然资金需求旺盛,但地方债务负担加重,且项目投资回报周期长,当前银行风险偏好仍然较低。

多举措提振市场信心

基于上述因素,笔者认为,今年A股市场低迷原因主要是流动性问题和市场信心不足。其实,从A股基本面来看,当前A股估值处于历史低位,全部A股市盈率仅为13.69,沪深300、中证500、中小板综、创业板综的市盈率分别为10.93、17.45、23.33和39.69,可以说估值底已经出现。

从近期高层会议集中释放的利好措施来看,政策底有明显迹象,即诸多利好政策如缓解股票质押流动性风险、完善资本市场机制,提振市场信心等方面集中发力,未来资本市场或离“春天不远”。

近期,高层对资本市场健康发展着墨颇多,意味着未来维护股市信心将纳入政策考量,或出台诸多政策配套。如11月1日,财政部和国家税务总局起草了《中华人民共和国印花税法(征求意见稿)》,提及证券交易印花税的纳税人和税率调整由国务院决定,意味着未来印花税法收入活力增强。10月30日,证监会发表声明围绕资本市场改革,加快推动包括提升上市公司质量、优化交易监管、鼓励价值投资三方面推出新措施,重在从资本市场制度建设方面进行完善。

除此以外,当前各方政策密集出台,积极化解股票质押风险,为民营经济输血,有助于缓解短期流动性风险。如民生银行落实国务院要求设立民营企业债券融资支持工具,增加再贷款和再贴现额度1500亿元;证监会表态鼓励符合要求的基金、资管产品入市;银保监会要求银行业科学合理地做好股权质押风险管理,并加紧研究险资入市方案;证券业协会指导11家券商意向出资成立专项资管计划;多地国资纷纷采取措施驰援当地上市公司等等。

而就当前经济下行风险、外部压力较大,以及民营经济地位等市场担忧,也有一些积极的政策出现。例如,在民营经济方面,11月1日中央召开民营企业座谈会,指出要毫不动摇支持引导非公有制经济发展,要不断为民营经济营造更好发展环境,帮助民营经济解决发展中的困难,这也有力地回应了当前市场对于民营经济困境的焦虑。

针对内外部经济下行风险,预计补短板与基建会明显加快,同时,近期围绕供给侧改革已有一些积极起色,减税力度有所加大。其中,个税改革方案,10月20日,《个人所得税专项附加扣除暂行办法(征求意见稿)》出炉,细化了子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金、赡养老人六个方面专项附加扣除规定等,叠加个税起征点调整,这将极大地提升中产家庭的可支配收入水平,刺激消费与拉动经济。

笔者认为,高层会议陆续释放出大量稳经济、提振资本市场的政策信号。考虑到资本市场政策底与估值底的出现,预计短期内资本市场将迎来阶段性反弹。展望未来,提振市场信心,重中之重还是落实各项改革政策。