

多措并举完善A股基础制度

□中山证券总裁 林炳城

我国股市经历近30年发展，已经取得长足进步，主要表现为一系列重要的基础性制度体系逐步构建成型、股市总体规模有序增长、股市每年为企业融资的规模居于世界前列等。虽然A股市场架构已经搭好并对经济发展起到重要作用，但与我国经济体量的匹配度、与投资者的期望值仍存在一定差距。因此，客观来看，A股市场结构不断完善可能仍需要一个演化过程。笔者认为，对A股基础制度的改进和完善可以加快推进，助力股市健康发展。

构建有效股票市场基础制度

有效的股票市场基础制度可以起到价值发现和风险定价的功能，进而帮助市场参与者获得应有投资回报，使得股价能在合理区间内波动。从股市的起源来看，各国之所以积极培育和发展资本市场，是希望所有参与者都能从经济增长中获得相应的回报。因而，有效的股票市场第一原则是为经济增长服务，并据此为投资者参与其中以分享经济增长红利提供机会。

从经济学理论的角度看，经济长期增长来自于效率提升和技术进步。与之相对应，有效的股市需要为参与者提供价值再发现和为公司未来发展的不确定性提供风险定价的功能，所以股市并不是越稳定、越确定就越好。当然，考虑到良性可持续运行的基本原则，有效的股市也不是波动越剧烈越好。

有效的股票市场基础制度可以促进、推动市场达到高水平的动态均衡，形成合理有效的市场结构。从参与主体的角度看，股市的参与者主要有四个主体：投资者、融资者、监管者和套利者。前两者是资金供求方，后两者是市场秩序维护乃至纠正者。当然，随着市场功能演进和市场结构复杂化，投资者、融资者和套利者的角色可能存在部分重叠，在股市的不同阶段，不同的参与者的角色重心甚至可能会发生转变。但长期来看，市场的有效运行是四类参与者积极参与、良性互动的动态平衡过程。

因而，夯实基础性的制度，以更好的监管维持市场秩序，让市场参与者积极参与并各得其利，助推市场结构改善并逐渐收敛到有效率的均衡状态，监管部门



新华社图片 制图/苏振

需要在此过程中发挥关键作用。

有效的股票市场基础制度需要政府减少对市场干预的频度，增强投资者的风险意识。从发达国家股市的投资者结构演变的角度看A股市场，散户主导交易的固有结构难以短期改变。散户规模巨大的“羊群效应”导致市场难以出现稳态，容易出现过度波动问题。据此前分析基础性制度对投资者结构演变的影响，“严审核、少退出”的模式对股市标的起到某种程度的信用背书作用，一方面难以充分激起散户的风险意识，会助长散户盲目入市进行跟随交易操作，既不利于投资者结构的改善，也容易助长市场波动；另一方面，监管部门经常陷入社会舆论压力而不得不被被动干预。同时，监管部门在常态时期难以对固有的基础性问题进行大刀阔斧的改进，异常波动期间时常被动出台临时管制干预措施。

致力形成稳定政策预期

回顾发达国家的历史经验以及部分新兴市场的教训，市场演化本身可能是多重均衡的。事实上，对基础制度如上市制度、退市制度和违规惩戒制度的查漏补缺，对合规参与的激励支持持续优化，都是A股市场基础制度不断完善的重要表现。笔者认为，对A股市场基础性制度存在的问题，可以从以下角度着手分析解决：

一是上市制度有待完善。在国内外部分投资者看来，带有“政府部门审核”标

与者违规行为时有发生，值得立法机构和监管部门进行反思，加大对各方参与者的违规惩戒力度刻不容缓。科创板在退市执法、信息披露、股东减持以及企业社会责任等方面都作出了更为严格规定，其实际执行效果值得期待。

四是监管部门需避免过度干预市场。客观来看，A股市场的监管难度较高，主要源自以散户为主的市场影响面广，监管部门面临的社会舆论压力较大。事实上，有规则的干预、可预期的干预对于市场预期的形成至关重要，否则不利于各方的长期参与。

笔者认为，有效的市场监管制度的建立，首先需要政府相关部门充分信任、授权、监督，以鼓励监管者自身恪守监管的基本原则，不被舆论压力所牵引；其次，监管部门自身也需要完善监管方式，防止过度干预市场。另外，监管部门也需要充分认识到A股市场的复杂性，对干预措施可能引起的负面影响给予足够的关注，这些都有助于缓解市场预期的紊乱。

五是相关政策措施需要格外关注市场的激励相容性。监管政策应该保持一致性，这有利于调动市场合规参与者的积极性。一方面，监管政策出台前，需要关注是否会致市场激励扭曲；另一方面，也需要意识到市场道德风险的危害性。

总而言之，A股市场长期以来存在结构性问题，叠加近期内外扰动因素所引发的一些新问题。在此背景之下，监管部门需要保持定力，在监管理念、干预措施的激励相容等方面恪守基本原则，在基础性制度如上市制度、退市制度、违规惩戒等方面加大改进完善力度。

笔者认为，应让风险意识淡薄、风控能力不足的散户投资者逐渐转向依靠基金等方式间接参与市场；让具有专业投资分析能力的机构投资者的投资决策回归到基于企业基本面的分析；以从严执法、违规必究的惩戒机制约束各方参与者依规公平地入市交易，并防止过度监管干扰乱风险定价机制；让市场参与者对未来形成稳定的政策预期，并据此制定投资和风控管理策略。

上述措施都有助于A股市场的健康稳定发展，进而逐步完善A股市场结构。从这个角度看，科创板的设立在很多方面都设立了针对性极强的制度规则，值得市场给予充分期待。

经济增长动力逐步切换

□中国社科院金融研究所
货币研究室主任 费兆奇

全球经济在本轮复苏中经历了2016年的企稳和随后两年的持续改善，但2018年的经济运行已触及短周期顶部。在主要经济体中，美国经济复苏较为稳健，主要源于推动经济复苏的宏观政策实现了有效切换。但是在减税效应边际递减和美元持续加息的背景下，美国经济的持续复苏已经显露疲态。为此，美联储在日前宣布保持基准利率目标区间不变，预计2019年全年不再加息，并于9月停止缩表，这意味着美元本轮的加息周期已临近尾声。因此，全球主要经济体是否会重回“量宽”时代引发广泛关注。次贷危机以来，从主要经济体的政策实践来看，依靠量化宽松或是债务拉动型的增长模式难以长期持续。全球经济的可持续增长或全面复苏，最终只能依靠提升劳动生产率和全要素生产率得以实现。

在供给侧结构性改革和需求端拉动的合力下，中国经济与全球经济的本轮复苏保持同步。中国经济在本轮复苏中最为显著的一个特点是：增长动力逐步切换。

中国经济在2018年的运行特征是前高后低。随着供给侧结构性改革中“去库存”、“去产能”效应的逐步消退，以及PPI在2018年下半年以来的快速下跌，工业企业利润增速在下半年呈现出快速下行的态势。在需求端，一是在外贸不确定因素及我国主动扩大进口的趋势下，净出口再次成为经济增长的拖累项，其对2018年全年增长的贡献率降至-8.6%。二是基础设施建设投资增速出现大幅下滑，从而带动全社会固定资产投资增速持续走低。主要原因是在防控地方政府债务风险的背景下，受资管新规和财政整顿的影响，地方政府的融资渠道受到极大限制，但“堵偏门”和“开正门”等涉及地方政府融资的相关政策没能有效衔接。三是受资管新规及资产价格大幅波动的影响，实体融资遭遇困境。

虽然2018年经济的下行压力逐步凸显，但并没有撼动政府推进供给侧结构性改革和以防范化解重大风险为首的三大攻坚战的决心。经过近两年的努力，经济的结构性问题不断改善，这为经济可持续发展提供了坚实的基础。

2019年经济下行压力仍在加码。从前两个月的数据看，受PPI增速下行

和国内需求端偏弱的影响，工业增加值持续回落；在建安投资的带动下，房地产投资增速有所回升，但房地产销售再现负增长，为未来房地产投资带来下行压力；在工业企业利润增速大幅回落等因素的影响下，制造业投资增速快速下行。从积极因素看，受地方专项债加速发行和监管边际放松的影响，基础设施投资增速逐步回升。

在此背景下，笔者认为2019年的宏观调控将呈现出两个特点：一方面，供给侧结构性改革的重心将从“去产能、去库存”转向“降成本”和“补短板”。“补短板”主要指加大基础设施等领域的“补短板”力度，稳定2019年经济增长的主要力量将切换至基建投资。其中，有两个问题需要引起重视，一是以“补短板”为目标的基建投资需提高投资效率、改善结构，并最终形成实际有效需求，进而实现可持续发展；二是以政府为主导的基建投资应重视拉动民间投资增长，从而缓解政府部门的杠杆率过快上升。

另一方面，货币政策会更加突出逆周期调节的作用。深化供给侧结构性改革离不开需求端的配合。从近几年的货币政策实践来看，逆周期调节的特征非常明显。2018年经济运行的正向缺口尚未闭合，以缺口值形式构建的高频宏观经济先行指数，在2018年上半年达到本轮经济复苏的顶点，此后逐步回落；但到2018年末，仍然保持了正向缺口。这意味着经济运行仍然处于均衡水平或长期趋势上方，此时对需求端进行刺激，会加大经济运行的扭曲程度，为此2018年货币政策在总体上保持稳健。

进入2019年，随着经济运行的周期性回落，即高频经济先行指数的正向缺口逐步闭合，甚至落入负值区间，货币政策则会更加灵活。同时，如果经济运行出现“失速”风险，即经济先行指数落入-1值以下区间，货币政策会推出更大力度的降息和降准。

中国经济增长动力在近些年有效切换，确保了经济的平稳运行，这与次贷危机以来美国经济政策的转换有着异曲同工之处。但中国在需求端发力，其目标不仅仅是为了解决短期的增长问题，更是为了配合供给侧结构性改革的深入推进。笔者认为，只有通过制度改革，提高全社会资源的配置效率和加快企业的技术进步，进而提高全要素生产率对增长的贡献水平，才能实现中国经济可持续和高质量的发展。

郭子琪：我希望成为帮助人的“小海豚”

——富德生命人寿“小海豚计划”公益活动



手，黄泥湖学校邱校长表达了感恩。

益阳市有关部门负责人感慨说：“希望今天的公益活动可以在黄泥湖学校所有孩子的心里种下善良的种子，相信有一天它将长成参天大树。”

刻骨铭心

作为黄泥湖学校四年级的一名学生，郭子琪长着一双黑溜溜的大眼睛，留一个小马尾辫，说话麻利。

尽管时间已经过去好几个月了，但对“小海豚”的来临，郭子琪记忆犹新：“那天天气挺热的，志愿者叔叔阿姨们给我们每个人都发了一把小扇子，扇子一面是小猫咪图形的哦，好可爱，扇起来特别凉快。”

“这次资助，不仅是对贫困孩子的拳拳关爱，更是对我们教育事业的关心、支持和鼓舞，有了你们的资助，学校一定会得到更好的发展。”面对社会爱心企业和人士伸出的援助之

码的生活起居用品，根本找不出一件值钱的东西。

爷爷那张黑黝黝的爬满皱纹的脸写满了生活的辛酸和无奈，一双长满老茧、无比粗糙的手是这家人唯一能依靠的“命根子”。奶奶因为疾病缠身，只能长年躺在床上，小琪很懂事，赶紧把“小海豚”毛毯给奶奶铺上。

小琪蹲在地面上，用小木树枝在地上写写画画，脚上那双凉鞋的鞋带只剩下一根，看到大家的眼睛停留在她双脚上时，小琪下意识地把脚收起来，爷爷说：“这双鞋已经穿了好几岁，家里苦，连给孩子买双鞋的钱都没有。不过她很懂事，不跟我们要求这个要求那个。”

“子琪，想不想要新衣服和新鞋子？”

“想，但是我们没钱。”

“没事，没钱阿姨给你买，把家里地址告诉我，我买好给你寄过来。”

听到自己也能像其他同学一样有新衣服和新鞋子穿，这个爱美的小

姑娘脸上露出了喜悦的笑容。

“我们还会来看你们的。”

手有余香

“孩子们，看，谁来了？”11月16日，邱校长对着正在课间游戏的孩子们大喊。原来是小海豚志愿者们再次来到了黄泥湖学校，孩子们也已经没有第一次见面的生疏，高兴地迎上去，和志愿者叔叔阿姨开心地拥抱在一起。

“子琪，你拿着，这是给你的。”帮扶志愿者文红送给了子琪一个爱心书包，里面有子琪的心愿礼物。同学们也一个个收到志愿者送来的礼物，操场上一片欢声笑语。

“如果有可能，我希望能跟‘小海豚’的叔叔阿姨们一样，去帮助其他家里条件不好的小朋友，让他们能不再为生活犯愁。”

这个10岁的小女孩，通过一场不期而遇的公益活动，开始理解了“赠人玫瑰，手有余香”的真谛，感受到了关心爱护他人是一件幸福美妙的事。

（张晓云）

