宏源证券杯“寻找资本市场新动力”有奖征文
宏源证券 HONGYUAN SECURITIES
网址:http://www.hysec.com
电话:(010)62267799

# 加强市值管理 确保虚拟与实体经济协调发展

□中国上市公司市值管理研究中心 执行主任 刘国芳

自从上世纪90年代初沪深两个证交所建立以来,我国经济开始了证券化的进程,尤其是在2006年和2007年,我国经济的证券化出现了加速发展的态势,至2007年底我国经济证券化率超过了100%,虚拟经济在我国经济和社会生活中的地位越来越重要,虚拟经济对实体经济的影响也越来越大。然而,2008年以来,受国内外种种因素的影响,我国股市出现大幅下跌,我国经济的证券化率也随之大幅回落,我国宏观经济管理面临新的挑战。越来越多的有识之士认识到,当前我国宏观经济管理不能仅以实体经济为单一考量,而必须着眼于实体经济与虚拟经济的对立与统一关系,以实现实体经济与虚拟经济的相互协调与相互促进为目标。

## 宏观市值管理的内涵

### (一)宏观市值管理的定义

由于虚拟经济与实体经济是一种对立统一关系,宏观经济管理既包括对实体经济的管理,也包括对虚拟经济的管理。对实体经济的管理,着眼于GDP增长率、通胀率、汇率、就业率等。由于资本市场是虚拟经济最重要的组成部分,对虚拟经济的管理主要是对资本市场的宏观管理。总市值(TMV)体现了资本市场的深度和广度,对资本市场的宏观管理,首先应该体现为对总市值的管理,即宏观市值管理。所谓宏观市值管理,就是通过对资本市场供求的调节影响总市值,从而确保虚拟经济与实体经济的最佳匹配与促进。

### (二)宏观市值管理的目标

宏观市值管理的目标,就是确保虚拟经济与实体经济的最佳匹配与促进。从最佳匹配和促进来讲,就是指虚拟经济既不能过于膨胀而脱离实体经济的基础,也不能过于低迷拖累实体经济的发展。从数量上来讲,就是要使虚拟经济的总市值与实体经济的GDP之比,即经济的证券化率保持在一个合理的水平。证券化率的合理水平取决于经济的市场化程度,随着市场化程度的提升而提升。

由于证券化率的高低,既取决于GDP的大小,又取决于TMV的大小,一定水平的证券化率既可以通过较低水平的TMV与较低水平的GDP来实现,也可以通过较高水平的TMV与较高水平的GDP来达到。因此,从最佳匹配与最佳促进的角度来讲,宏观市值管理的目标,即证券化的合理水平应通过后者,即较高水平的TMV与较高水平的GDP来达到,而不是前者。

### (三)宏观市值管理的主体

由于宏观市值管理的对象是虚拟经济,其目标是实现虚拟经济与实体经济的最佳匹配与促进,因而,宏观市值管理的主体应是中央政府。

从目前对实体经济的宏观管理来看,主要是在国务院的统一领导下,通过货币政策、财税政策、投资项目审批政策、汇率政策等来实施的,涉及的政府部门有央行、财政部、税务总局、发改委、外管局和商务部等。

从目前对虚拟经济的宏观管理来看,主体主要是中国证监会,政策主要是通过调节资本市场的供求关系,如通过IPO、再融资以及审批新基金、新QFII等的规模和速度来对总市值进行宏观管理。但由于实体经济与虚拟经济是既对立又统一,既相互促进又相互制约的,为了确保宏观市值管理达到理想的效果,宏观市值管理应是在国务院的统一领导下,协调上述相关部门的政策,以达到确保虚拟经济与实体经济的最佳匹配和促进。

### (四)宏观市值管理的内容

宏观市值管理的着力点如下:

一是通过提高市场整体市盈率和上市公司总利润可以提高总市值。提高市场整体市盈率可以通过减少市场供给如减慢IPO、注资、再融资、限售股流通等,增加市场需求如增设新基金、老基金扩盘、新批QFII、老QFII增加额度、保险资金扩大入市比例、更多的投资者加入证券市场、已有的投资者增加入市资金、降低交易成本等,以及提高上市公司的赢利预期、提高投资者的市场信心和强化市场的基础建设等来实现;提高上市公司总利润可能通过存量上市公司提高盈利能力、让更多赢利的企业IPO上市。反之亦然。

如当市场低迷需要扩大总市值时,就可以通过提高市场总体市盈率、上市公司总利润、上市公司盈利预期和投资者市场信心来实现;反之,当市场过热需要降温时,就可以通过降低高市场总体市盈率、上市公司总利润、上市公司盈利预期和投资者市场信心来实现。这里面,有些措施是短期就能见效的,如减慢IPO速度、降低交易成本等;有些是需要时间的,如提高上市公司的赢利预期等,实践中要根据需要灵活予以运用。

二是保持证券化率在一个合理的水平可以通过调节市场整体市盈率、上市公司利润率和实体经济的增长速度来实现。调节市场整体市盈率、上市公司利润率的措施上已所述,调节实体经济的增长速度可以通过通常的财政和货币政策等来达到。但对实体经济的调节必然要影响到虚拟经济,因此,采取上述措施时要统筹兼顾、综合考虑。

三是从经济证券化率来看,证券化率的提升包括经济泡沫化和经济证券化的过程。上市公司利润率的提升是经济证券化的过程,是我国经济日益发达的过程,值得鼓励和支持;整体市盈率的提高是经济泡沫化的过程,适当的泡沫对经济是有益的,但过高的泡沫是需要防止的。

## 当前中国宏观市值管理面临的挑战

经过30年的改革开放,中国市场经济在不断走向深入,中国金融在不断深化,表现为经济在加速证券化。伴随着经济的加速证券化,中国虚拟经济也在不断发展与壮大,对实体经济的影响也越来越大。经济证券化的微观基础是目前发生在我国的以市值革命为核心的第三次企业管理革命,这场革命不仅从微观上对上市公司的经营管理提出了挑战,也从宏观层面上对政府的宏观经济调控提出了挑战。目前我国的宏观经济管理,不仅包括传统的对实体经济的调控,也应包括对现代虚拟经济的宏观调控。相对于对实体经济的调控,我们对虚拟经济的调控仍处于一个探索的初期,面临不少的挑战。

首先是虚拟经济管理意识的挑战。宏观经济管理包括对实体经济和虚拟经济的管理两个部分。由于有了近30年的探索,我们对实体经济的认识越来越深,对其的管理也越来娴熟,积累了丰富的正反两个方面的经验。但由于虚拟经济在我国的发展毕竟时间不长,我们对它的认识还不是很深,对虚拟经济与实体经济的对立统一性认识不够,要么认为虚拟经济对实体经济作用不大,要么认为虚拟经济“上升就是风险,下跌就不是风险”,所以对虚拟经济采取不够重视甚或压制的态度。这是我们面对的对虚拟经济管理意识的挑战。

其次是虚拟经济管理机制的挑战。虚拟经济的发展受多方面因素的影响,既受自身供求关系的影响,又深受实体经济相关政策的影响,对虚拟经济的管理必须对这些因素进行及时的监测、协调、评估和决策。从目前对虚拟经济的宏观管理来看,中国证监会无疑是主要的管理部门,它通过调节IPO、限售股流通、再融资以及审批新基金、新QFII的规模和速度等来影响资本市场自身的供求,进而影响总市值;而对来自实体经济的影响因素,如财税政策、货币政策、国有资产监管政策、外汇政策则是无能为力的。但一个良好的虚拟经济发展环境是需要协调和沟通两方面政策的。因此,当前我们对虚拟经济的管理存在监测、协调、评估和决策机制相互协调的挑战。

第三是虚拟经济管理手段的挑战。正是由于影响虚拟经济的因素是多方面的,对虚拟经济的管理手段就不应等同于对实体经济的管理手段。随着我国实体经济日益市场化,我们对实体经济的管理就越来越多地体现为市场化和法制化的手段,但同时也在相当程度上运用行政化的手段。但对更为复杂、更为市场化的虚拟经济的管理,如果我们简单地套用对实体经济的管理手段,尤其是用行政手段去管理虚拟经济,其结果就有可能是南辕北辙。这方面的教训应该是很深刻的。我们必须深入地研究虚拟经济发展的规律,深入地研究和借鉴海外对虚拟经济的成功管理手段,不断地丰富和完善对我国虚拟经济的管理手段,更好地促进我国虚拟经济的发展。

第四是对虚拟经济管理标准的挑战。对实体经济的管理应该说现在已经有了一系列成熟的指标作为调控标准,如经济增长率、通货膨胀率、汇率、就业率等指标已经成为调控实体经济发展是否健康的主要标尺。但对虚拟经济的发展,用什么样的指标、指标值是多少去衡量其健康程度则存在相当大的争议,不仅国内如此,国外也如此。这就对我们对虚拟经济进行科学有效的管理提出了现实的挑战。从2007年起舆论就一直在称中国资本市场存在着泡沫,但是,什么样的情况算是存在泡沫,存在多大的泡沫,则一直是见仁见智。此种争论,也影响到我们对虚拟经济的调控政策。证券化率和市盈率是大家较多地用来评价资本市场是否存在泡沫的量化指标,但对证券化率和市盈率多高或多低可以判断资本市场存在很大泡沫或严重低估则存在不同标准,简单地套用成熟市场的标准来评判我国的资本市场是否合适也存有很大争议。这就是我们面对的对虚拟经济管理标准的挑战。

第五是国际化进程的挑战。在坚定不移坚持改革开放的同时,面对风险未知的国际市场,看着由次贷危机引发的这次全球性的金融危机,应该采用什么样的速度、多大的力度来打开国内市场,以确保我国虚拟经济又快又好地发展而不翻车,成为考验监管层监管能力和智慧的首要挑战。

在中国资本市场逐渐开放、外资涌入的同时,我们优质的企业和跃跃欲试的投资者也需要走向国际资本市场。如果将国际资本市场比喻成为汪洋大海,那么中国的投资者和企业无疑就是面对着这片蓝蓝碧海的一个初泳者,是否能适应这个大海的深度和广度存活下来,并能在这片大海中自由游弋,就成为对我们怎样打开门和打开多大门的智慧考验,也是我国资本市场国际化面临的另一个重要挑战。

# 股市健康发展对经济意义重大

□袁秀明

有观点认为,中国股市大幅下跌对宏观经济不会产生较大影响。对此,笔者不敢苟同。股市的涨跌事实上对宏观经济影响深远,特别是在当今经济条件下,这种影响不可小视。

如今中国股市无论在参与者人数,还是在上市公司数量方面,都已今非昔比。尤其值得一提的是,许多掌握国民经济命脉的大型航母级国有企业纷纷上市,A股市场已空前扩大,对宏观经济的影响与从前不可同日而语。当股指冲高6000多点时,股票总市值达到25万多亿元,超过了2007年国内生产总值(24.66万亿元),股市上吸纳的财富,蔚为壮观。而当股指从高位逐渐回落到低位时,仅2008年上半年,A股市值就蒸发掉14.8万亿元,占GDP的56.65%。股市高位时对经济有较强的促涨作用,而当股市走低,对经济降温作用也较大。总的看,股市通过以下几个途径对宏观经济产生影响:

股价通过影响投资而影响经济。股价对投资的影响主要通过托宾q效应来反映。托宾q值是企业市场价值(即企业股本的市值)与其资本重置成本之比。q越大,融资成本越低,促使企业发行更多的股票进行新项目投资,当股价提升时,托宾q增大,投资增加,总需求和总产出增加。反之,当股价下降时,托宾q减小,投资新项目就不如在市场上购买已有企业更划算,因此减少了新投资。投资减少,对经济有降温作用。

股价的企业资产负债表效应。企业净资产财富的拥有量对融资过程中能否产生逆向选择和道德风险起着关键作用。净财富越低,企业在融资过程中越容易产生逆向选择和道德风险,因为企业净资产财富低,企业可用于贷款的有效抵押品少,相应提高了逆向选择和从事高风险投资的道德风险,银行减少向企业的贷款,从而使企业通过外部融资进行的投资下降。相反,如果企业净资产财富拥有量增加,即企业资产负债表状况良好,则企业可用于贷款的抵押品增加,企业的资信度上升,降低了逆向选择和道德风险的可能性,银行愿意贷款给这些企业,企业就能够获得更多的外部融资。

当股价上升时,企业新增资产净财富增加,资产负债表状况良好,逆向选择和道德风险下降,银行贷款增加,投资增加,总需求和产出增加。相反,当股价下降时,企业资产负债表恶化,逆向选择和道德风险上升,促使银行贷款减少,投资减少,总需求和总产出减少,经济降温。

股价的家庭流动性效应。资产负债效应通过影响消费者的支出发生作用。由于具有信息不对称的特征,耐用商品和房地产属于流动性非常弱的资产。当人们预计将陷入财务困境时,通常愿意持有流动性强的金融资产,而不愿持有流动性较弱的耐用消费品。这样,如果陷入财务困境的可能性增大,耐用消费品或房产支出就会减少;反之,若陷入财务困境的可能性减少,耐用品和房地产支出会增加。

股价上升,消费者财务状况相对稳健,陷入财务困境可能性变低,消费者对房产和耐用商品的支出会相应增加。反之,当股票价格下降时,消费者财务状况相对较差,陷入财务困境的可能性变大,消费者对房产及耐用商品的支出就会减少。

股价的家庭财富效应。消费者财富的一个重要组成部分是金融财富,其中一个主要部分是普通股股票。当股票价格上升时,消费者的金融财富增加,消费者感觉变得富有,因而相应增加了消费支出。反之,当股票价格下降,消费者金融财富缩水,一些资金被套牢在股市上,因而不得不减少当期消费支出。

所以,通过以上四个途径,股市对宏观经济产生影响。当股价强劲上涨时,对投资和消费需求产生促进作用,从而对整个经济产生促涨作用;而当股市下跌时,由于市值大幅缩水,不仅对投资有大幅减少,更对房产和耐用消费品以及其他消费支出产生较大挤出作用,从而大大减少社会总需求,对经济增长总体回落起到不可忽视的作用。以下是笔者的一些思考:

“政策市”或许理所当然。中国股市被称为“政策市”,本无可厚非,或许应理所当然。在向社会主义市场经济转轨过程中,“新兴+转轨”的中国股市带有一定政策色彩,实质是一种必然。不能指望中国股市还象资本主义初期成长起来的西方股市那样,从完全的自由市场经济中成长而来,因为我们不希望再经历20世纪30年代那种大危机和大萧条,宏观调控是在那样的经济环境中诞生的,目前我们已有这方面的优势,没必要再经历那种大危机的磨难后才认识到宏调的作用。在向市场化进程中,市场存在着失灵,政府的调控和干预非常必要。如果没有政策规范与监管,没有市场秩序的整治,那么市场化改革很可能会走入歧途。西方大危机的教训值得汲取。

尽管股市对于中国来讲,还是新生事物,但是,我们无理由让这个“新兴+转轨”的股市不受制于宏观调控政策,而任其自由发展,因为市场本身常常是非理性的,特别是投机性很强的资产市场,在发展进程中进行规范与管理尤为必要。关键问题是,这种政策的制定一定要有利于市场长期发展,有利于保护中小投资者的利益,有利于规范参与者的行为。只有这样的政策才是市场真正需要的,也才会让市场更趋理性。

维护市场稳定当属调控部门的职责。当股市脱离基本面疯狂上涨时,采取适当有效措施抑制泡沫过度膨胀是非常必要的。而当股市无视经济基本面,非理性下跌时,也应及时采取措施,提振市场信心,保持股市持续健康发展。

2007年上半年,当中国股市节节攀升,不断创出新高之时,如果不失时机地采取适当的降温措施,会有利于消除人们的非理性行为,维护股市持久繁荣。同样,2008年以来,面对良好经济基本面,股市不断非理性下跌,也应引起政府高度关注,采取积极措施,恢复市场信心。政府只有拿出实在的行动,拿出支持股市发展的决心与诚意,才能取信于投资者。

总之,这里的“政策市”,是指为修正市场非理性行为采取措施而对股市产生的影响。不考虑经济基本面状况,专门为刺激股市上涨或下跌而产生的“政策市”,则是完全不可取的。

股市理念应是双赢。在市场经济中,股市是企业通过直接融资形式筹集资金的一种方式。企业通过挂牌上市,在股市上获得生产及扩大再生产所需的资金,从而更好更快地发展。而作为股市投资者,他们希望通过购买上市公司的股票,为企业投资,从而获得公司红利以及资本收益。但是,从目前中国股市来看,企业上市融资确实能够融到大量充足的资金,但是,中小投资者的红利却鲜能获得,只能依靠在二级市场交易来获得差价收入。这种机制不仅加剧了二级市场的投机气氛,更使中小投资者的利益难以得到保证,这样的市场氛围不可避免会阻碍证券市场的发展。这样,一方面不利于企业上市融资的顺利进行,更伤害了中小投资者的利益,对消费需求会产生抑制作用,最终不仅损害企业的发展,也影响整体经济增长。

所以,树立企业和股市投资者双赢的理念是非常重要的,投资者通过购买股票对企业给予资金支持,企业给股市投资者以积极的红利回报,这种双赢模式,有利于中国股票市场的健康持续发展,对中国经济增长也会起到巨大推动作用。

切实规范上市公司及机构投资者的行为。企业一旦上市就成为了公众公司,此时,它有责任和义务为其股票投资者带来回报。但是,不是所有的公司都怀揣着这样的使命,他们常常为了大股东和内部利益而做出有损大多数中小股票投资者利益的行为。在这种情况下,政府就必须建立完善的监督和惩罚机制,严格规范上市公司的行为,以保护中小投资者的利益。目前,中国股市在这方面做的工作还远远不够,上市公司“一夜暴富”,而中小投资者损失惨重的事例不胜枚举。

机构投资者作为股市投资者的主体,对股指的涨跌起着举足轻重的作用。但是,正因为此,操纵股价从中渔利的行为时有发生,这都源于监督、检查以及打击力度不够。没有规矩不成方圆,没有严格的监督、惩罚机制怎么能换来规范的市场操作行为呢?因为,规范力度不够,最终受损害的是广大中小投资者的利益,牺牲的是股市健康稳定的发展,削弱的是中国经济增长。所以,加强市场的规范管制非常重要。

## 宏源证券杯“寻找资本市场新动力”有奖征文启事

今年是改革开放30周年,我国证券市场建立的第18年。为进一步解放思想,研究制约我国资本市场发展的问题,探索我国资本市场健康发展之道,本报特举办宏源证券杯“寻找资本市场新动力”有奖征文活动。希望社会各界人士为资本市场的持续健康发展,为国民财富的增加献计献策,一起探索资本市场发展的新动力。

稿件基本要求:原创论文,观点鲜明,文字通俗流畅,围绕“寻找资本市场新动力”这个大主题展开,内容可涉及与资本市场相关的方方面面,字数在3000字以内。来稿请投yg3721@263.net邮箱,并将在本报网站(www.cs.com.cn)刊登,优秀作品将在前沿视点版面发表。

征文活动结束后,本报将邀请专家评审,获奖作品从本报编辑部初选的30篇稿件中评出。其中,一等奖2名(奖金各2万元),二等奖5名(奖金各1万元),三等奖10名(奖金各5000元)。

## 向自主创新转型 是资本市场发展新动力

□华泰证券 姜平

去年这时候,大家还憧憬在“黄金十年”的美好前景中。现在如果有人胆敢再提“黄金十年”肯定被吐沫淹死,而下看指数2000点、1500点的支持率却不断上升。假如说股市是经济的晴雨表,这样崩溃式下跌的股市又预示了什么,这么推导下去其结果真让人不寒而栗。有迹象表明,这样的不良预期已经对实体经济产生影响,所以现在尽全力扭转蔓延开来的不良预期,重塑市场信心急不可待。医学研究证明人是会被自己的疑神疑鬼吓出病的,经济也是如此。

即使到现在相当多的人仍然认为资本市场的主要功能是融资,而对资本市场更加重要的功能——资源配置却不太理会。其实上一轮行情资本市场在一定程度上是错配了资源,我们看看最受资金追捧都是什么股票,房地产股就是一个典型的例子。短视的投机资金爆炒房地产股使得房地产股行情火暴价格高涨,然后房地产公司借势高价融资圈得大量资金到处高价抢地皮导致地价暴涨,地价暴涨使得投机资金又有理由对屯有大量地皮的房地产股进行所谓的价值重估,迎来新一轮股价暴涨。我们知道,资本市场天然具有资源配置的功能,房地产股行情火暴使得越来越多的股票向房地产行业转型而日益荒废自己的主业,进一步导致实体经济中房地产行业的高速发展,高速发展的房地产行业又导致对水泥、钢铁乃至金融等行业的大量需求,故事因而演绎得越来越精彩。而一个国家靠炒楼而大国崛起的史无前例,现在房地产股的疯狂下跌就是这样的资源错配的苦果,我们已经开始尝到并不得不继续大口大口吞下更多这样的苦果。同样的故事也发生在有色金属、煤炭、石油、白酒、造船等景气度最高的周期性行业上面,吸引资金跟风火上浇油。而一定数量值得大力扶持、具有自主创新能力、开发高壁垒高附加值产品的公司的股票,却因为业绩还不能充分表现出来而只能随波逐流得不到资金的关注。现在国家政策大力提倡经济转型,如果我们的资本市场只会亦步亦趋跟在实体经济后面,发现什么东西涨价了跟风炒一把,一哄而上又一哄而散,而不能够前瞻性地为将来能够带来巨大收益的知识产权定价,迫使大批具有光明前景的自主创新型企业绕道在国外资本市场上市,这是我们资本市场的悲哀,而向自主创新转型不仅是资本市场的任务也是资本市场发展的新动力。

有人会说现在市场已经如此脆弱,如果有任务恐怕也是不能完成的任务,如果这么说可能是不了解市场的本质。这轮崩溃式下跌的根源恰恰是在特别的经济转型期,资本市场不仅没有前瞻性地配合做好转型的调整,反而逆势向需要转向的行业转型,大批非房地产股转型为房地产股就是最明显的例子。逆势转型恰逢国内政策和海外危机的双重打击,加上大小非等内疾发作焉有不溃之理,而市场跌到现在的程度是过分自我纠错进而歇斯底里的结果,自我修复能力基本丧失。

有经验的投资人都知道市场的涨跌受政策的刺激是一方面,其实更重要的其内在逻辑。有了看涨的内在逻辑,5000点6000点基金经理们会努力找价值洼地加仓,有了看跌的内在逻辑即使2000点基金经理们也会努力找价值高估的品种减仓,这看起来荒唐却是事实。记得当年股改刚开始股票复牌都是跌的,大盘也是熊气逼人,逐渐有的股票有先知先觉的资金介入,复牌后不跌反涨甚至大涨,大家认为股改对价就是股价大涨原因,于是就开始所谓著名的寻宝运动,更多资金进入市场寻找可能受股改的股票,带动更多的股票上涨,大盘就此慢慢转势。如果把股市运行比作一辆行驶的车,后来什么黄金十年、人口红利等具有煽动性的口号只是加油门,而前面的寻宝运动是转方向盘,市场之车从熊路走上牛途。而向自主创新转型恰恰在现在为我们再次提供了一个转方向盘的机会,只要少量的救市资金进入部分市场现存的估值优势明显的具有自主创新特征的股票,使股价上涨到脱离传统行业定价思维的程度,俗话说榜样的力量是无穷的,市场的天性会带动新一轮的寻宝运动,具有自主创新能力或潜力的股票会被逐步挖掘出来,这样市场也就产生了新的盈利模式吸引场外资金介入,同时其他非自主创新型上市企业也有动力四处寻找有发展潜力的科技成果向自主创新型企业转型。一旦我们的资本市场能够合理地为自主创新型企业定价,自然就会吸引优质的自主创新型企业在本土资本市场上市。如此一来,自主创新型股票会越来越多,并引发资本市场新一轮的价值重估,新的符合经济转型的市场内在逻辑和价值体系就逐步建立起来,濒临崩溃的市场信心得以重塑,资本市场在完成被赋予的任务的同时,也获得了发展的新动力。