

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

以加法做减法 中国股市涅一的政策取向(上)

□中国社科院金融研究所 王国刚

减法组合拳:外部紧缩和釜底抽薪引致A股快速下落

从2007年10月16日以来,我国股市跌幅远超过正陷入金融危机的美国股市跌幅和欧洲股市跌幅。从1990年后的18年发展历程来看,这已是A股市场的以“硬着陆”走势的第三次深幅下跌了(第一次发生在1993年2月达到1531点后,持续下跌到1994年7月底的333点,跌幅深达78.25%;第二次发生在2001年6月14日达到2245点后,持续下跌到2005年6月6日的998点,跌幅深达55.55%)。

与前两次深跌相比,此次下行的突出特点在于时间短、差额大和成因杂。由此提出了一个值得深思的问题:10多年来,在经济高位运行且又好又快发展的背景下,为何中国股市屡屡走出大幅下跌的“硬着陆”行情?这究竟是A股市场的内在规律所致,还是另有其他机理?另一方面,在股指快速下行的背景下,2006年之后入市操作的投资者损失惨重,不仅使得2005年展开的股权分置改革所获得的赞誉声几乎跌尽,而且否定股权分置改革,要求对非流通股予以禁售的主张也在暗流涌动。实际上,中国A股市场已再次面临何去何从的重要选择关头。

选择应对之策,首先需要弄清相关事件发生的成因。同理,探讨此轮A股市场下行的主要原因,也是分析的起点。2008年初以来,A股市场广为流传的下跌成因(按照时间序列)大致有“美国次贷危机论”、“解禁论”、“经济滞胀论”和“货币紧缩论”等几种。笔者认为,这些说法均难以成立。主要理由是:

第一,从“美国次贷危机论”来看,2008年1-3月,鉴于A股市场的大幅下落,一些人强调,这主要是由美国次贷危机惹的祸。但这种说法是缺乏足够根据的。理由是,如果美国次贷要对中国股市发生实质性影响,至少需要具备两个条件之一:一是中国股市属于开放式国际股市,由此,有着大量的海外资金入市。在此条件下,由于美国发生了次贷危机,相当多海外机构需要抛股抽资以救援母公司的资金紧缺,从而,引致股市走势中幅下落。二是在中国股市的上市公司中有相当大的比重从事外贸业务,这样,在美国次贷危机、美国经济走软和由此引致的全球经济下落过程中,这些上市公司的业绩大幅下滑(且有明显的数据可证),从而引致股市基本面改变,促使股市走低。但从中国的实践情况看,这两个条件均不成立。首先,在中国股市中,除了QFII外,合法进入A股市场的海外

资金数额相当小。就QFII而言,虽然准许设立的额度为300亿美元,但实际批准的只有100多亿美元。且不说QFII已批准的资金额度尚未使用完,QFII迄今也没有完全减仓,即便它们近几个月不断减仓以至于目前处于空仓状态,对有着20多万亿元市值、入市资金高达3万多亿元的中国股市来说,影响也是相当有限的,因此QFII无力使中国股市下落3000多点。其次,虽然有一部分上市公司的经营业绩受到外贸走势的影响,但2007年中国外贸形势相当好,2008年1-6月份的出口涨幅虽然有所下落可依然达到了21.9%,在此背景下,从事外贸业务的上市公司没有理由说受到美国次贷危机的实质性影响,更没有理由说,由此促使股市跌幅深达55%以上。美国次贷危机发生于2008年8月,但从2007年报和2008年第一季度报告看,上市公司总体上并没有因美国次贷危机而引致经营业绩大幅下滑甚至发生严重亏损;相反,从最近对70多家券商1800多位投资分析师盈利预测的统计来看,他们认为,与2007年相比,上市公司的总体业绩增长速率将达到27.80%,虽然增长幅度有所降低,但依然处于高位状态。

与2008年相比,2009年中国经济受美国金融危机的影响程度可能更大。一方面美国金融危机的深度爆发是在2008年9月以后,西方各国的全面救援行动顺次展开。另一方面,从2008年秋季广交会的成交额中可以看出,2009年的态势比2008年严重得多。如果说2008年的中国外贸出口还有2007年下半年以后的订单支持的话,那么,从2008年下半年所接收的外贸订单看,2009年的情势就相当严峻了。这些情况表明,以美国金融危机来解释A股市场从2007年11月份以后的快速下滑,在时间序列中,是不成立的。再退一步说,就算美国金融危机对中国A股市场有着较强的影响,但美国的道琼斯30种工业股票指数2007年1月3日为12474.52点,逐步上行到10月9日的14164.53点,此后逐步下落到2008年11月12日8282点,跌幅为41.53%,远低于中国A股71.78%的跌幅。边缘地带的“振幅”反而远大于“震中”,这是没有道理的。

第二,从“解禁论”来看,2008年1月21日,中国平安宣布了再融资1600多亿元的计划,这在当时并没有引起股市投资者的太多关注。2月下旬,在股市继续下跌的背景下,平安再融资突然成为股市关注的焦点。与此同时,“小非”、“大非”等也成为投资者密集议论的话题。

在这个过程中,一些人强调,股市下落主要是由再融资、大小非等导致的股市快速扩容所引致的,因此,强烈呼吁对这些行为予以限制。在此背景下,中国证监会4月22日出台了《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》,以图影响股市下行走势,从结果看,其效应并不明显。在实践面上,2008年1-10月实际减持的股份数量仅为43.3亿股,这说明股市现实中的实际减持数量远低于制度规定的解禁数量,因此,它对股市走势的影响也远低于按照解禁数量计算的程度。与此对比的另一个数字是,上市公司中的定向募集法人股数额,在2006年1月份为378.74亿股,到2007年11月份就仅剩45.14亿股,减少了330多亿股,其数额远大于2008年实际减持的大小非数额,但在这一时间内,股市一路上行。即便非流通股的从月度减持数量看,2007年的大多数月份也明显超过了2008年。实际上,“解禁”只是从制度规定角度放开了对股份入市交易的限制,但这些股份是否真正入市交易还取决于一系列条件。对股东来说,通常在三种情况下可能卖出手中的股份:其一,急需资金且从其他渠道已无法融入资金,因此不得不卖出持有的上市公司股份;其二,对这家上市公司的未来发展走势已不再看好,因此趁早卖出股份,一走了之;其三,有了比持有上市公司股份更为有利的投资机会,因此放弃持股,转为其他投资。就单个股东而言,在解禁背景下,卖出所持股份的一部分或者全部是完全可能的,但对诸多上市公司股东来说,要在近乎同一的时间内卖出所持股份(这意味着他们遇到了相同的问题),几乎不可能。须知,一旦卖出这些股份,要再买到能够进入董事会所需的数量就不那么容易了(在中国的相关制度中规定,法人通过股市购买上市公司股份达到5%就要公告,且此后每增持2%还要公告)。

退一步来说,假定大小非和解禁必然引致A股市场大幅下落,那么,随着解禁期的到来,将有越来越多的股份处于可流通状态。同时,随着新股发行和新的上市公司的增加,也将有越来越多的股份进入可流通状态,由此,A股市场似乎就只能永远在一个两难困境中选择:或者继续按照已有制度的安排,准许非流通股的股东行使售股的权利,由此,中国A股市场将永远不再可能展开上行走势的行情了;或者暂停(实际上是永远停止)非流通股上市,待条件成熟(实际上永远不存在“条件成熟”的可能)时,再予以放行。如果选择后一种路径,

则不仅意味着股权分置改革的失败,股权分置改革之前的A股市场弊端将死灰复燃,而且意味着A股市场的制度建设和市场化改革将永无止境,甚至可以说已无必要。再说前一种路径,它既不符合国际股市几百年来走势,也不符合中国A股市场的发展要求,更不符合合股市众多投资者的期待和预期。因此,认为“大小非”是引致中国A股市场快速下行的主要成因,是缺乏实践数据支持的。

第三,从“经济滞胀论”来看,5月10日以后,随着4月份国民经济运行相关数据的公布,CPI上升了8.5%、PPI上升了8.3%,一些人以此为据,并联系到第一季度GDP增长率从2007年的11.9%下落到10.6%的状况,提出了中国经济将陷入滞胀格局的说法。有人甚至提出,通货膨胀将引致上市公司经营亏损由此引致股市下行的看法。但这些说法是不合实际的。首先,“滞胀”一词是在上世纪70年代提出的,当时受第一次石油危机影响,以美国为代表的西方国家普遍发生了经济长期走低的同时CPI高涨的状况。与此相比,中国的经济增长率长期保持在10%以上的高位运行,2008年上半年达到了10.4%,这恐怕不能说是“停滞”。至多只能说是,从2007年的高位有所下落调整,而这种下落调整只是防止经济增长从快速转变为过热所必需的,是宏观经济调控的一个重要结果。

笔者认为,自2007年10月中旬以后,股市大幅下行的主要成因是,在防止经济增长偏快转变为经济过热背景下,实施宏观经济紧缩“组合拳”的重度出击。这些“组合拳”,既包括一系列外部紧缩措施间接地给股市走势以“减法”效应,也包括一系列内部措施直接地压抑股市使其走势向低位展开。

就股市的外部政策环境而言,首先,在货币政策方面,实施一系列从紧措施,其中包括:其一,新增贷款的行政性管控机制。2007年11月和12月不再增加新增贷款数额;2008年以2007年的新增贷款总额实行按季度分别管控新增贷款规模。其二,继续提高存贷款利率。在前期连续5次提高存贷款利率的基础上,2007年12月21日再次提高1年期存贷款基准利率0.27个百分点。其三,继续提高法定存款准备金率。在前期已连续8次提高法定存款准备金率的基础上,2007年11月26日到2008年6月25日,又连续8次提高法定存款准备金率,使其达到17.5%的高度。其四,加快人民币升值步伐。2008年上半年,人民币与美

元的比值上升了近7%。其次,在财政政策方面,2008年1-6月份,财政收入达到4万亿元,但同期财政支出仅为2.8万亿元,盈余数额高达1.2万亿元,是历史上有最高的时期。如果将年初的13省冰雪灾害和汶川地震等重大事件考虑在内,则财政紧缩的程度不难看出。换个角度看,如果这1.2万亿元盈余中有半数(即5000亿元-6000亿元)用于政府投资或各种方式的消费(包括转移支付),它将推进2008年上半年乃至全年的GDP增长1个百分点,那么,2008年1-9月份的GDP增长率就不是9.9%了。再次,在外贸政策方面,2007年11月以后先后出台了3项具有重大意义的紧缩措施:一是对1000多种出口产品或者取消了出口退税,或者降低了出口退税;二是对1000多种出口产品实行出口关税;三是对几百种出口产品实行了出口配额制度。在这种背景下,如果出口企业在2007年有15%的利润,则2008年就将处于亏损境地。以纺织品企业为例,出口退税从17%降低到11%,由此,将人民币升值(7%)+出口退税减少6个百分点+原材料价格上涨+劳动力成本上升等因素,经营成本上上升超过了20%。这是为什么2008年上半年纺织品生产企业较普遍地处于经营困境的基本原因。再其次,在房市政策方面,先后出台了四项重要措施:一是土地出让金实行一次全额缴付;二是对第二套购房按揭贷款首付提高到40%;三是收紧给开发商的贷款;四是加大了经济适用房和两限房的投资建设力度。最后,随着劳动法的实施,工商企业的劳动力成本上压力加大。这些政策虽然不是直接针对股市走势而实施的,但它们直接影响到了与外贸、房地产、基础设施建设等相关的上市公司经营业绩,同时,间接影响着股市资金的供给状况,因此,对股市走势有着比较明显的“减法”效应。

就股市内部政策而言,“多管齐下”式的紧缩,直接引致了股市走势的下行,主要措施有四:其一,从2007年11月份起,A股证券投资基金连续3个多月暂停发行;二是通过窗口指导,2007年11月份以后的近6个月左右时间内,告诫基金管理公司“只卖不买”;三是调整证券公司自营资金占净资本比重的计价方式,将原先的按购股价格(即成本)计算自营占比改为按市值计算自营占比,迫使证券公司将浮盈股票卖出结清;四是继2007年10月份以后,继续加快大盘股的发行步伐。这些措施的直接结果是,明显减少了股市的资金供给,引致股市的供求结构失衡。

股市的供给主要由入市交易的股票数量和资金数量所构成。从供求关系上说,入市股票数量构成股市中交易对象的增加,入市资金数量构成股市中的

购股需求。在入市股票数量与资金数量相对平衡的条件下,股市走势相对平稳;在入市资金明显大于股票数量的条件下,股价呈快速上行态势,反之,在入市股票数量明显大于资金数量的条件下,股市必然呈下落走势。

2006年以后,股市在股票供给数量大幅增加的条件下快速上行,主要得益于入市资金的大幅增加。就个人投资者而言,这些资金主要通过三个渠道进入A股市场,即证券投资基金、证券营业部开户和委托理财。具体来看,自2007年10月以后,证券投资基金的发行数量大幅减少。2007年11月之后的几个月内,证券投资基金的月度增加额快速减少,到2008年2月份仅为71亿单位;其中,2007年11月份起A股证券投资基金的发行几乎停止,2008年1-2月虽然发行了几只新基金,但数额总计不超过325亿单位。到2008年6月,证券投资基金规模出现了-632.51亿单位的净减少。另一方面,A股投资者开户月度增加数也大幅减少,2007年12月份降低到不足250万户,2008年2月以后降低到不足200万户,2008年5月降低到105万户。由此,引致了资金供给数量明显不能满足新增入市股票的交易需求,从而形成了股市中资金供给与股票供给之间的严重失衡。

2006年11月以后,一些人极力强调中国A股市场存在着严重的泡沫,强烈主张运用政策机制进行“釜底抽薪”式的打压。股市供求关系失衡与这种选择直接相关。在股市高位运行中,降低股市投资风险本来至少有两个方法可选择:以加法做减法和釜底抽薪。所谓以加法做减法是指,如果感到釜中水过热了,就通过增加凉水降温。这在股市中表现为,加大新股发行力度,让投资者在选择新股的投资机会中,逐步降低投资风险。实行釜底抽薪的方法需要有两个基本条件,一是比较清楚水温需要降低到多少为合适,二是一旦发现水温太低,有着足够的“薪柴”能够满足加温的需要。但这两个条件,从股市运行来看都难以操控。在窗口指导之下,先是证券投资基金投资于股市的资金数额大幅减少,由此,引致2007年11月份以后的股市下行;2008年2月初,鉴于股市已跌破5000点,有关部门批准了2只基金发行,股市虽有所反映,但此后再发行基金,投资者的认同程度和认购热情就大大降低。在此背景下,基金的投资减少自然引致其他机构投资者的减少,并由此进一步引致个人投资者的减仓和入市资金减少。这意味着,股市已严重缺“薪柴”,因而,难以加温了。2007年11月份以后A股市场的大幅下行,再次反映出了中国股市的根本问题是体制问题。

有序加减:政府直接调控股市的依据辨析

中国股市是一个“新兴加转轨”的市场。10多年来,中国A股市场发展取得了举世瞩目的成就。但也需要清醒地看到,中国股市还带有强烈的“转轨”特征,这种转轨特色是用“新兴”所不能解释的。一个突出的现象,就股市运行机制而言,A股市场迄今没有达到西方国家在19世纪的水平,市场机制依然没有成为股市运行的基础性机制。政府直接干预股市走势,是自上世纪90年代以来的一个根本性特征,因此,曾有“政策市”、“消息市”一说。受此惯性影响,每当股市高涨时,就有人通过各种方式疾呼“泡沫风险”,极力主张政府部门出台“抑制股市上行”的减法政策;每当股市大幅下落时,一些人又大声呼吁政府部门出台“救市”加法政策。由此,提出了一个如何看待政府部门在中国股市运行中的职责问题。

主张政府部门直接干预股市运行的理论主要有二:股市是国民经济的晴雨表和金融宏观调控。但这些所谓理论均似是而非。

股市是国民经济的晴雨表吗?答案是否定的。首先,所谓“晴雨表”,在经济运行中的确切含义应当是经济运行变化的先行指标,由此,如果“股市是国民经济的晴雨表”这一命题能够成立,那么,股市走势和国民经济运行走势的基本图形应当是:当经济增长处于高端时,股市可能处于下滑走势,即它预示着国民经济运行在未来一段时间将下

行;当经济增长处于低端时,股市走势可能上行,即它预示着国民经济运行在未来一段时间将扭头上行。但是,在运用这一命题时,许多人的论证常常是相反的,即屡屡质疑:经济运行尚处高端,为什么股市下落了?或者,强调因经济增长率下落引致了股市下落。按照这一逻辑关系,股市不应是国民经济的晴雨表,而应是国民经济的“温度计”,即股市应当即期反映国民经济运行状况,而不是经济运行的先行指标。其次,股市的涨跌幅走势在数量关系上通常采用股指表示,在各发达国家和地区的股市中,股指编制选择的是取样指数,如道琼斯30种工业股票指数、日经255种股票指数、香港恒生指数和伦敦30种工商股票指数等等,其中取样量最大的当属标准普尔500股票指数,由此,提出了一个问题,这些取样股票的市场走势是否能够充分反映所有上市公司股票交易走势?例如,道琼斯30种工业股票指数的变化是否能够充分反映在纽约证交所上市的3000多家上市公司的股票走势?进一步看,这30种工业股票指数的变化是否一定预示着(即所谓“晴雨表”)全美经济增长的变化?换句话说,美国经济的总体走势是否必然预先反映在这30家工业公司的经营状况上?对此,稍有常识经济常识的人都可以直接得出结论。再次,股市走势变化受到众多因素的影响,其中包括投机炒作,从历史上看,这种投机炒作有时可延续几个

月乃至若干年,在投机炒作的背景下,股指下落或上行是否预示着国民经济运行也将下落或上行?即便舍去投机炒作,股市走势也受到市场供求关系的影响,那么,是否股市中的供求关系也预示着经济运行中将发生类似的走向?又再次,股指的涨跌幅度是否预示着经济增长率的涨跌幅度,二者之间是否存在着正相关的系数?至少迄今没有得到证明。最后,如果“股市是国民经济的晴雨表”,那么,股市中的各种变量应当在方向、数量、机制和结果上与国民经济基本相同,以至于股市的运行规则、态势、波幅和结果将是国民经济未来运行的一个仿真过程,但这实际上是不可能的。既然股市并非国民经济晴雨表(它至多只是国民经济运行状况的温度计),那么,政府部门就没有必要像关心国民经济整体运行态势那样时时关注着股市走势,更没有必要依此而屡屡思虑如何选择政策予以应对。较为稳妥的选择是,将股市走势状况作为诸多经济参数之一予以参考。

政府部门应当直接调控股市吗?答案依然是否定的。从货币金融理论来说,货币政策是宏观经济运行过程中的需求总量调控政策。由此出发,一些人认为,既然货币政策属宏观调控政策范畴,金融政策属于货币政策的构成部分,那么,金融政策也就具有宏观调控功能;金融政策调控的对象是金融市场,股票市场属于金融市场的构成部

分,所以,政府部门应当对股票市场进行调控。这里的逻辑错误在于,混淆了金融与货币的关系,从而混淆了金融政策与货币政策的区别。在此我们暂且不论金融与货币的区别,仅就货币政策的调控机制与“股市调控”的差别作一简单分析。货币政策的调控有着明确的调控目标(即维持币值稳定)和调控工具(如货币发行量、法定存款准备金率、利率、公开市场业务和再贴现等),那么,股市调控的目标是什么呢?有人说,股市调控的目标是稳定股市运行。但何谓“稳定股市运行”,以何为直接对象,又是从哪个主体角度看的“股市稳定”?假定“稳定股市运行”的直接对象指的是上证指数,那么,它应维持在哪个指数点为“稳定”?比如维持在3500点(可以是任何点),那么,只要政府部门运用政策措施将上证指数维持在这个点数几个星期,上交所市场就将处于有行无市的境地,由此,就可以讨论是否关闭了。其内在机理是,在股票交易市场中,交易各方的直接目的是获得差价收益,指数持续被固定在一个点上,直接意味着差价已不存在,所以,投资者已无参与股市交易的必要。如果股指不是维持在一个点上而是维持在一个区间,那么,情况也不会有根本的改观。由此提出的问题有三:一是这一指数期间确定的根据是什么,它是否符合股市运行的内在机理?二是当股市运行向上要突破4500点时或向下要突破3500点时,政府

部门该用何种政策措施予以调控?三是政府部门这种调控股市走势的政策措施与《证券法》中将“操纵股价”列为禁止性行为之间是何关系?发达国家和地区的200多年实践证明,股市不可通过直接干预而予以调控,政府部门的主要职责在于依法监管。监管的主要功能在于维护市场秩序的的稳定和市场交易过程的“公开、公平和公正”,而不在于听取某方意见采取政策手段激励市场走高或抑制市场走势。

一些人强调,随着股市走势高涨,风险也在增大,由此,需要政府部门出台措施予以防范和化解。这种认识值得商讨。股市中的风险可分为系统性风险和非系统性风险,其中,非系统性风险应由各个市场参与者自己采取措施(包

括投资策略、资产组合等)进行防范和化解,由这些风险引致的损失也应由他们各自承担,因此,不是强化政府部门直接干预股市运行态势的理由。系统性风险需要特别关注,由此,政府部门需要通过警示、预警等方式告知市场参与者,与此对应,需要建立预警系统和应急机制。但这并不意味着,需要政府部门直接采取政策措施入市干预股市的走势。从中国A股市场的10多年实践来看,政府部门时常出台干预股市走势的政策是引致系统性风险时常发生的一个主要方面,因此,要防范和化解股市风险,重要的不是强化政府部门的直接干预,恰恰相反,需要弱化政府部门的此类行为,让股市参与者按照已形成的预期选择自己的市场行为。

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。来稿将在本报网站(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)。