

宏源证券杯“寻找资本市场新动力”有奖征文

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(下)

□中国社科院金融研究所 王国刚

似加实减:设立平准基金不利于股市健康发展

在A股市场大幅下落的背景下,一些人从救市角度出发,提出了设立平准基金的主张,并引证海外市场也有股市平准基金且运作效果不错。从这一平准基金的功能设想上看,主要有二:一是强调低位购股,避免股市深度下落,熨平股市走势的波动,犹如“最后购股者”。二是强调购入大非股份,减低大小非给股市上行带来的种种压力,犹如“稳定器”。应当说,这一设想的初衷是好的,都是为了推进中国股市的健康稳步的发展,因此,对股市而言,似乎是一个加法。但如果细细追寻,就不难发现,这种股市平准基金的实践效应将是一个严重的减法,不利于股市的健康稳步发展。具体理由如下:

第一,中国股市是一个不成熟的市場。10多年来,调控股市成为一种习惯性思维方式和监管行为,在此背景下,股市平准基金一旦设立,就很容易成为有关政府部门调控股市又一新的路径,从而,发生“政策市”向“操控市”的演化。这种状况的发生,不仅不利于A股市场的健康发展,而且将严重强化

股市的体制弊端。

第二,股市平准基金暗含着政府信用的保障机制,由此,它将处于盈亏的两难境地。如果股市平准基金在操作中获利了,意味着政府直接介入股市投资而赚取差价收益,这显然不符合政府在股市中的监管者定位和职责。换句话说,如果政府需要在股市交易中获得差价收益,则股市就无“公开、公平、公正”的三公原则可言了。如果亏损了,不仅意味着政府以全国纳税人缴纳的税款来补贴股市投资者,这将引致纳税人的不满,而且将给政府信用带来严重的负面效应。

一些人以香港盈富基金为例,强调中国应当设立股市平准基金。不知这是建立在对盈富基金形成历史不甚了解的基础上还是建立在对这一历史视而不见的基础上?香港盈富基金的形成可追溯到1998年的香港金融市场国际大战。当时以索罗斯为首的海外对冲基金集中了巨额资金,通过汇市和股市的联动机制,冲击香港金融市场。为了保障香港金融市场和经济社会生活秩序的稳定,在外汇平准基金

的资金不足条件下,香港特区政府通过向社会公众发行一部分具有证券投资基金性质的基金单位。在这场金融风暴冲击过后,香港的外汇平准基金立即与证券投资基金分离,将后者设立为盈富基金,香港特区政府不再为盈富基金的市场运作提供任何信用支持,盈富基金实际上成为一般的证券投资基金,并不具有任何股市平准基金的功能和义务。因此,以香港盈富基金为例,证明中国应当设立股市平准基金,有张冠李戴之嫌,是缺乏说服力的。

第三,与此对应的问题是,这一平准基金的资金来源于何方?是政府财政投入还是从社会上募集?如果是政府财政投入,那么,在财政预算中这笔资金如何安排?近年虽然财政收入大幅增加,但在建设和谐社会中,财政支出也大幅增加,收支相抵,政府财政并无多少盈余。在此背景下,政府财政如何有数以万亿元计的富余资金用于设立这种股市平准基金?另一方面,如果资金是从社会募集,那么,这一基金是否要以赢利为目的?假定不以赢利为

目的,那么,社会投资者如何愿意将资金投入这种股市平准基金?如果以赢利为目的,那么,为了赢利,如何防范这一基金操纵股价(同时,在操纵股价行为发生后,如何处置)?显然,这一系列疑问是未解的问题。

第四,从操作层面看,主张设立股市平准基金的人强调,这一基金由专家运作,何时介入股市、投资于哪类股票、如何投资以及投资组合等均由专家组选择确定。这种设想建立在“专家高明论”基础上,的确有着“蒙人”效应,但它违背了“股市无专家”的基本常识。且不说在华尔街的众多“专家”共同努力下,美国爆发了金融危机,就是中国A股市場的10多年实践也没有证明“专家”有何高明之处,一些号称“专家”的人士常常在股市走势中败北。此轮股市从6124点下落,那么,从专家角度来看,股市平准基金是在5000点入市为合适、4000点入市为合适或3000点入市为合适还是在2000点、1800点或1500点入市为合适?从实际操作结果看,号称“专家”的投资者,在此轮股市下跌中也属严重亏损或套牢之列。须知,专家是人,不是神。

从10多年中国证券投资基金的运

作经验看,在选择投资策略、投资组合、个股数量和投资时机等方面都需严格保密,因此,有着一套保密制度和程序。在这个过程中,不容“专家”集体研讨决定,且不说专家达成一致性意见的难度,就说各位专家日常工作繁忙,是否有时间参加每日(或每周)的频繁研讨就是一个不易解决的问题,更不用说,这些专家是否能够严格遵守保密原则也是一个问题。事实上,将投资基金的运作寄托于“专家”是靠不住的,这是为什么证券投资基金由专业团队操作的基本原因。从实际效果看,与其说日本、中国台湾运作的不成功,不如说他们的实践证明,这种基金的运作不仅是失败的,而且留下了一堆问题尚难处置。

在A股市场快速走低、众多股票有着较高投资价值而少人问津的条件下,出台股市平准基金的确有着振奋投资者信心的功效。但如上所述,这种措施不利于股市的正常运行,反而使A股市场陷入频繁的“调控”陷阱,其结果不仅将使股市运行制度更加偏离市场机制的规范要求,而且很可能引致更为严重的无序状态和不可预期程度,所以,它实质上将是一个“减法”措施。

种突出的现象。其次,在香港金融市场中,市场利率成为各种金融产品定价的基本机制,但在中国内地,利率的市场化进程还在逐步展开中,市场利率还远未形成。再次,香港作为国际金融中心,资金大致上可以自由流出流入,因此,投资者可以在全球范围内展开金融投资,但在中国内地,投资者的资金很难流到海外,海外资金也不能随意流入。最后,中国内地的股票供给增加受到行政审批的严格限制,而香港并无这一问题。这种状况决定了,不论是股市的供求关系,还是股价的参照机制,在香港与内地都是不同的。

以市盈率为例,在2007年初,一些人认为,美国道琼斯指数市盈率18倍、香港恒生指数23倍左右,以此对比,A股市场市盈率35倍属于过高。但当时,美国的联邦基金利率为5.25%、3个月期存单利率为5.32%,以此计算美国的市盈率就只能在18-19倍之间,但中国内地的1年期存款利率为2.79%,按此计算,A股市场市盈率35倍并不过分。2007年5月份以后,随着1年期利率的提高,A股市场本应逐步下行,但在资金大量入市的条件下,股票发行的速度却没能跟上,由此引致一段时间内的股价快速上行。这本来可以选择加快发股的方式予以缓解,但有关部门再次选择了运用政策手段“打市”的方案,这在香港也是没有的。这些情况说明,A股市场与香港等海外市场不同。既然如此,就不能简单对比,更不应因此形成某种思维定势。

第三,从增长率与股价走势的关系来看,一些人以经济增长或上市公司业绩增长来解释股市走势的变

化,认为2008年A股市场走低到1800点左右的主要成因在于中国经济增长车速放缓和上市公司经营业绩的增长率降低了。这种解释恐怕不能成立。不论是经济增长率还是上市公司的经营业绩增长率都是一个增量概念。在增长率为正的条件下,即便增长率有所下降,绝对值也还是增加的。股票市值是由每股税后利润的绝对值决定的,不是从其增长率高低决定的,就此而言,怎么会发生由于每股税后利润增长率降低引致股价估值水平的降低?如果要由每股税后利润的增长率来决定股价估值水平,那么,只有在年年每股税后利润增长率不断提高的条件下,股价估值从而股票价格才可能持续提高,但从海外100多年、中国10多年的实践看,这种情形的发生概率几乎不存在。

上述这些说法虽然角度各不相同,依据也相差甚远,但有一点是大体一致的,它们都在强化A股市場的“减法”思维,努力证明这一股市走低是必然的、符合理念和逻辑的。它们始终没有认真回答的一个问题是,1990年代以来,中国经济高速发展,但股市走势却长期低迷,这究竟是因为什么?它们一直回避的一个问题是,海外诸多机构和名家(包括巴菲特等)认为,中国股市是目前乃至未来多年全球最具投资价值的股市,为什么在经济增长率有所下落后,股市指数却呈现崩盘式走势?尽管如此,有一点恐怕是清楚的,要变中国股市的减法选择,必须改变这种减法思维对政策选择、投资运作和股市分析的影响,重新探寻和建立中国股市的估值分析体系和标准。

这不仅严重制约了证券市场的正常发展,也严重制约了股票市场的稳步健康发展。从后一方面看,有三个机制是至关重要的:其一,从风险-收益关系上讲,公司债券的收益率水平位于国债和股票之间,是形成和制约股票价格的重要市场机制。在公司债券严重缺乏且国债数量有限的条件下,投资者的运作资金几乎只能在存款与股票之间作出选择,由此,引致投资者在集中介入股票交易以争取高收益和储蓄存款以保障资金安全之间作出选择。由于投资者几乎只能在存款和投资股市之间作出选择,所以,资金在这两种金融产品之间的大量转移就成为一种经常性现象。每当股市高涨,资金就快速涌入股市,将股价不断抬高;一旦股市连续下落,资金就快速离开股市,加速股市走低。这是造成中国股市屡屡大起大落的资金面成因。其二,股市投资需要有长期性资金,在公司债券不发展的条件下,投资者缺乏展开长期投资的意识和操作技能,这不利于股市持续稳定的健康发展。其三,证券投资强调资产配置,公司债券是这种组合中重要品种。在缺乏公司债券的条件下,投资组合只能在高风险的股票和无风险的国债之间进行,结果常常引致这样的后果:一旦股市下落,机构

管不要求监管部门对股市中的违法违规现象、市场走势、价格波动等负行政责任,但如果违法违规现象的发生是由监管部门失察或行政不作为等引致的,监管部门就需承担对应的行政责任;管制要求行政部门对所辖范围内的机构行为负责,对股市走势、价格变动负责,对违法违规现象负责,这导致行政部门需要将各种巨细事务都揽于一身,常常处于被动“救火”的境地。六是方式不同。监管强调在“监督”基础上的管理,因此,监管部门对股市运行中的各种现象主要实行依法监督,一般不直接介入业务活动;管制则强调在“行政管理”基础上的规制,因此,行政部门对股市运行中的各种现象主要实行行政管理,直接介入了众多业务活动。“监管”和“管制”都是行政部门的活动,但这两个方面的差别则反映出了二者在体制上的差别,同时,也是深化股市体制改革中需要解决的主要问题。

第二,着力发展公司债券市场。在证券市场的三大原生证券(公司债券、政府债券和股票)中,公司债券占据着主体地位。但在中国,受多方面因素影响,公司债券市场迄今未能有效发展。

三,股市泡沫论的主张者常常自认提出了“泡沫”就显得高明,将股市中的众多投资者(包括各类机构投资者)视为盲目的、非理性的、狂热的,殊不知,没有尝过梨子是没有资格评价梨子滋味的。2007年10月中旬之后,中国A股市场下跌了70%以上,广大投资者损失惨重,但没有人因此而闹事、铤而走险的事实说明,这些投资者是理性的冷静的。他们至少以真金白银为中国股市发展作出了贡献,相比之下,“挤掉泡沫”主张却处于无语苍白的境地。

在股市发展和运行中,的确可能发生股价偏高情形,对此,在政策面上需要理性地对待,即要相信众多投资者都是有意识的理性的,会用自己的行为(包括承担投资风险)作出自己的选择,完全不必听信“泡沫”说道,越俎代庖式出台“调控”措施,给股市投资者的行为带来地震式强击。须知,微观风险应由微观主体自己承担。

第二,从海外市场比较来看,主要情形有二:一是由于一部分境内公司既在沪深A股市场上又在香港H股市场上市,且在大多数时间内存在同一公司的A股价格明显高于H股价格的情形,因此,A股价格则存在虚高。二是从市盈率(或市净率)来看,2007年以后,A股市场的平均收益率远高于海外股市的市盈率,因此,A股市场存在明显泡沫。这些认识实际上存在一个严重的理论缺陷——抽调了价格决定中的制度因素。

在国际社会中,不论是实体经济

减法思维:股市泡沫和股值评估的误区

在多年的发展中,通过各种路径,A股市场似乎形成了一些带倾向性的股值评估思维,它在机构投资者中尤为流行。在这些股值评估思维中有三种认识特别突出:一是每当股市上行,防范资产泡沫的说法就风起云涌;二是每每拿国际市场中的股价、市盈率、市净率及其他指标来衡量判断A股市场股值的高低;三是在股市下行行情中,常常以上市公司业绩增长率和国民经济主要指标增长率来解释相关成因。在中国股市发展中,这些认识流传甚广,其基本效应大多为“减法”,它们是否符合中国股市的内在机理,需要予以分析。

第一,从资产泡沫论来看,主要问题有三:其一,何谓“资产泡沫”是一个无法界定的范畴。事实上,对金融资产来说,“价值”和“价格”基本上是同义语。债券发行价格又称债券发行价值、债券交易价格又称债券交易价值等等。股票也是如此。股票账面价值又称股票账面价格、股票市场价格又称股票市场价格等等。在此背景下,哪有价格与价值的区分,又如何能够从这种区分中找到所谓的“泡沫”?其二,如果运用“股市泡沫”一词不是有着某种暗含操作意图的话,这种状况的潜台词是,他们从来不承担股市大幅下行带来的负面效应,似乎存在着一种股市越低越没有泡沫的逻辑。如果是这样,那么,可以得出一个简单的结论——股市的存在本身就是泡沫,甚至可以推而广之,金融产品和金融市场的存在就是泡沫。其

用加法“治市”:重心在于深化体制改革

当今的中国股市,“救市”只能治标。政府部门既然可以在今天“救市”,就可以在明天“压市”和“打市”。政府部门不具有调控股市的功能,也就没有“救市”和“抑市”的根据。在股市运行中,政府部门的基本职能是“监管”,为此,根本问题在于“治市”。“治市”的基本目标是,充分发挥市场机制在股市运行和发展中的基础性作用,推进股市稳定健康发展。

“治市”,首先要深化股市体制的改革。一些人曾认为,股权分置是中国股市的根本问题,只要这一问题解决了,中国股市就迈入了良性循环轨道。但事实上,中国股市的根本问题是体制问题,股权分置只是体制问题的表现之一;如果体制问题不解决,中国股市即便规模再扩大,也不可能进入成熟发展阶段。有鉴于此,治市要以深化体制改革为基本点,或者说,治市的过程同时就应是深化体制改革的过程。在此期间应着力解决好三个问题:

第一,逐步改变以监管为名行管制之实的状况。就行政体制而言,“行政监管”与“行政管制”的主要区别至少有六点:一是理念不同。监管建立在

“无罪推定”的理念基础上,因此,股市中各个参与者的行为无需经过行政监管部门的审批;管制则建立在“有罪推定”的理念基础上,因此,各个经济主体要进入股市活动,首先需要由主管部门对其进行资格审核批准,其行政机理在于,只有经过行政审批才能筛选出合法的(或放心的)“好人”。二是目的不同。监管以维护股市的正常运行为基本目的,因此,强调充分发挥市场秩序的自调节、自防范、自运行功能;管制则以股市运行符合行政部门的要求为目的,因此,强调充分发挥行政机制在股市中的“主导”作用;三是对象不同。监管以各个经济主体在股市中的市场行为是否合法合规为对象,因此,是一种市场监管(或行为监管);管制则主要以进入股市活动的机构(包括金融机构和非金融机构)是否按照行政部门的要求展开活动为对象,因此,是一种机构管制。四是重心不同。监管主要是一个执法过程,以打击违法违规现象、维护市场秩序为重心;管制则主要是一个实施行政强制的过程,以“导向”或控制市场走势、维护行政权威为重心。五是责任不同。监

用加法促发展:

扩大内需中的股市政策选择

面临国内外严峻的经济形势,2008年11月以后,中国政府出台了一系列扩大内需的政策,以应对美国乃至全球金融危机给中国经济发展带来的负面影响,以保障经济又好又快发展。从11月份的股市走势来看,虽然上证指数有所回升,但依然乏力,因此,如何有效激活股市,发挥其在支持上市公司发展和经济发展中的应有作用,还是一个需要各方献计献策的重要问题。

用加法促发展的含义是,中国股市的问题是发展中的问题。不论是体制机制改革的深化,还是进一步发挥和拓展其功能,都只能在发展中展开。低迷、停滞是不利于股市问题解决的,因此,必须切实贯彻“发展是硬道理”的政策取向,各种争论必须让位于发展这一主题。从激活股市来看,可以选择的制度性政策措施包括:

第一,调整涨跌停板制度。在国际股市中,涨跌停板制度是交易所掌握的一项应急性临时措施,一般实行1-3天。在中国,上世纪90年代初曾经实行过涨跌停板制度,但1992年5月取消了,随后在1996年底又重新实行,迄今已有12年之久。如此长久地实行涨跌停板制度,这本身就不利于股市的正常发展。内在机理是,在涨跌停板均为10%的条件下,跌停后的同一涨幅,股指和股价的上涨绝对值小于跌落的绝对值。例如,3000点下跌10%为2700点,而2700点上涨10%为2970点。这实际上给了投资者一个股市走势的限定区间。受此影响,投资者的选择常常是谨慎入市,待股指或股价下落到一定程度后,再考虑投资购股。由此,在股市下行行情中,投资者抱着不论股指或股价如何下跌,1日上涨的空间充其量仅有10%的心理,宁愿长时间持币待购,对待股市的持续下行,也不愿入市购股。在当今股市已具备良好投资价值、投资者手中拥有充分资金的条件下,投资者依然不愿入市购股,与这种心理直接相关。要激活中国股市,必须改变这种由涨跌停板制度引致的投资心理,为此,需要调整涨跌停板制度。调整的方式大致可以有三种:一是取消涨跌停板制度,令股指和股价随行就市,不再由制度限制;二是扩大涨停板的幅度,例如,在跌停板幅度不变的条件下,将涨停板幅度扩大到20%以上(也可考虑做更大幅度的扩大);三是同时扩大涨跌停板幅度。

在取消了涨跌停板制度或扩大了涨停板幅度以后,投资者的投资心理将发生明显变化。如果继续贯彻持币待购的策略,就可能在股指和股价大幅上涨中踏空,由此,积极购股的行为就将展开,股市将被激活。1992年5月26日,沪市取消涨跌停板制度引致的股市快速上行行情,就能再出现。

第二,在一段时间内实行T+0制度。虽然,就全国而言,资金并不紧张匮乏,但就股市而言,资金供给不足的现象还是比较严重的,这是引致多方上行屡屡不能有效展开的一个主要原因。就行情而言,多空双方在一定程度上打的就是资金战,没有充足的资金,多方是很难将行情上拉的。在入市资金比较有限的条件下,可以考虑的一个选择是,在一段时间内(例如,2个月左右)变T+1为T+0的交割方式,使目前股市中已有的资金能够发挥加倍的作用,由此,激发股市交易行情的活跃。

第三,调整证券公司自营的净资本计算方式。证券公司自营的资金量不得超过其净资本的80%,这是一条监管规则。在2008年之前,这一比例是按照证券公司购股成本价计算的,但从2008年1月起,这一比例改为按照股票市值计算,由此,使得证券公司自营中的可用净资本大幅减少。例如,某家证券公司有净资本10亿元,按规定可投资于股市的资金为8亿元,在实行按成本价计算的方法中8亿元资金全部可投资于股市,在股市上行中亦可不卖出股票,但在按市值计算的方法中,考虑到一旦股价上扬因素,可投资于股市的资金只能少于8亿元,并且在股价上扬过程中,需要不断卖出浮盈股票,以保证自营规模不超过相关规定。显然,按市值计算自营比例,是一个不利于证券公司自有资金入市的措施。它与所谓公允价值无关,却是一个抑制证券公司自营投资从而抑制股市上行的措施,因此,需要予以调整,即恢复到按购股成本价计算证券公司自营规模。

第四,准许证券投资基金的资金适度地进行直接股权投资。证券投资基金是A股市场中的主要机构投资者,但它长期以来靠股票二级市场“吃饭”。行情好时,基金收益大幅增加,投资者踊跃认购基金;行情差时,基金净值大幅缩水,基民叫苦不迭,新的投资者也不愿再继续认购基金。要改变证券投资基金简单靠股票上市“吃饭”的格局,在中国可投资的证券品种有限的前提下,应当考虑准许证券投资基金按照一定比例(如按照基金净值的10%-20%)进行直接股权投资,以提高证券投资基金对基民的吸引力。

第五,鼓励央企等机构投资者根据自己的情况投资于股市。在股市严重超跌的条件下,相当一些股票的市值已明显具有投资价值,在此背景下,投资购股、股份回购和公司并购等条件都比较成熟,因此,鼓励有条件的大型公司或其他机构投资者入市购股,已是一个可以选择的方案。这既有利于增加股市资金来源,推进股市投资者结构的改善,也有利于增强这些机构投资者的金融投资选择和优化资产结构。