

# 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

## 2009年中国股市可望震荡上行

□中国社科院金融研究所

王国刚 张跃文

尽管受到宏观经济调控和次贷危机的双重影响,2008年中国A股市场延续了2007年末的下行走势,但依然保持相对活跃并从11月份开始回暖。随着各项扩张性宏观调控政策的实施及其效果的显现,投资者信心逐步恢复,市场有望在2009年展开震荡上行走势。

### 2008年A股市场运行的基本特点

纵观2008年中国A股市场走势,可清晰地看到如下一些重要特点:

第一,股指大幅下调并于年末企稳。

2007年10月16日上证指数达到创纪录的6124点以后,中国股市即进入下行阶段,2008年这一趋势进一步延伸。但这一时期影响市场下行的因素更加复杂,除了市场自身调整要求之外,政府为防止经济过热而采取的适度从紧的宏观调控政策使投资者产生了未来经济降温的预期,同时,监管部门也采取了一系列抑制股市走高的措施。在这些因素共同作用下,2008年A股市场总体下行。上证指数从2007年底的5261点跌至2008年底的1820.81点,跌幅达到65.39%。其间,2008年10月28日,上证指数曾探底到1625点的年度最低点。2008年在全球主要股市的跌幅排位中,上证指数跌幅仅次于俄罗斯的MICEX指数,位于第二,远高于金融危机震荡中的美国和深受金融危机影响的英、法、德、日等国,因此,本轮A股市场的下跌,仅仅用国际金融危机是不能完全解释的。如果以美国道琼斯指数下跌的幅度29.42%为据来估算,假定2008年上证指数在5261点的基础上也下跌同等幅度,那么,其下跌的绝对数为1547.79点,上证指数的年末收盘点应当在3700点以上。因此,可以说,2008年的A股市场属于严重超跌范畴。

受A股市场下跌影响,与2007年相比,中国证券市场的融资和交易也跌幅下降。2008年境内融资减少了4386.58亿元,跌幅高达56.80%;其中,A股IPO的融资额从2007年的4590.62亿元减少到2008年的1036.52亿元,减少了3554.1亿元,降幅高达77.42%。与2007年相比,2008年的交易日增加了2天,但股票成交量却从460556.2亿元下降到267112.6亿元(降幅达到42%),股票成交量从36403.76亿股减少到24131.38亿股(跌幅达到33.71%),这些下降幅度都超过了2000年以来的任何一年。

### 第三,市场规模持续扩大。

2008年中国股市的上市公司数量和股本规模均有不同程度增加。上市公司从2007年的1530家增加到1604家,市场总股本从1.42万亿股增长至1.89万亿股。

2008年总体下行的市场行情给投资者带来了比较严重的投资损失,但此轮的市场走势与2001—2004年的持续阴跌行情有较大不同。首先,2008年行情在一定程度上带有对2006—2007年将爆发性行情的理性修正色彩。2007年前10个月上证指数上涨126%,最高超过6000点,这种上涨速度在全球股市都非常罕见,在中国股市历史上也不多见。虽然当年国内外经济景气状况较佳,股权分置改革基本结束,市场流动性充裕,但无论基本面发生如何重大变化,都不足以支撑股市以如此速度上升,更难以支撑股指继续上涨,股市向下调整是必然的。其次,2008年市场下行并没有引致成交量的历史新低,市场仍然保持一定活跃度。2008年上交所周均成交量351.6亿股,低于2007年的526.1亿股,但高于2005年(190.5亿股)和2006年(230.1亿股),是中国股市历史上周均成交量第二高的年份。交投活跃表明市场调整没有从根本上动摇投资者信心,场内仍然存在大量买盘承接风险厌恶型投资者的抛售,这是日后股市回暖的重要原因。第三,2008年股市调整的低点接近于2006年末的水平,并没有严重损失掉2006年股市上涨的成果。如果舍去2007年股市爆发性行情所造成的影响,那么2008年11月市场调整结束后,可以看作是承接2006年牛市的进一步发展。

第二,A股市场的走势受到欧美股市的明显影响。美国次贷危机引发的全球股市动荡在2008年下半年对于中国股市的影响日益明显。2008年欧美股市的走势对中国A股市场走势的影响有着加大的效应(这种影响的内在机理和机制是值得进一步探讨的)。随着次贷危机的深化和欧美各国政府救市措施陆续出台,欧美股市的波动幅度加大。次贷危机及其引发经济衰退的预期对于股市投资者的心理影响逐步加强。自2008年9月份起,A股市场紧跟欧美股市的趋势逐渐形成,这成为A股自年初以来股指跌去60%以后继续下探的重要原因。跟随走势持续到年末后才逐步发生改变。事实上在A股市场提前进行了幅度远大于欧美市场的调整以后,部分上市公司的估值已经偏低,这个时候市场继续跟随欧美股市下探,缺乏基本面依据。

### 第三,市场规模持续扩大。

2008年中国股市的上市公司数量和股本规模均有不同程度增加。上市公司从2007年的1530家增加到1604家,市场总股本从1.42万亿股增长至1.89万亿股。

可能处于被严重低估状态。

第五,投资者信心保持稳定。

2008年的股市大幅下滑,尽管对投资者信心产生了较大冲击,同时也有一部分投资者作出了离场的选择,但与前一轮熊市不同的是,此次市场回落并没有完全抑制新投资者的进场热情。2008年新开A股、B股和基金账户数合计达到1664万户,虽然低于2007年水平,但仍相当于2006年的3倍。从历史上看,新开账户数量与股指的变化存在跟随关系。在股指回落年份,新开账户数量会减少,在股指上涨的年份,新账户会增加,这一跟随效应在2007年表现得尤为明显。该年度上证指数上涨96.7%,新开账户数也从2006年的538万户,暴涨至6057万户。可见,新账户数量与股指之间的这种跟随关系在2008年依然存在。随着股指的逐步回落,新开账户数量也稳步减少,但仍然维持了一个相对较高的绝对水平。11月份股市启稳之后,12月新开账户数量又迅速从11月份的77.7万户增加到108.7万户。

当然,投资者新开账户数量并不一定意味着进入股市的资金总量净增长。在股市回落阶段,新投资者进场的同时,可能会有大量老投资者离场。

虽然缺少直接数据说明2008年股市资金流入和流出的真实情况,但中国证券登记结算公司发布的月度投资者持仓报告,可以在一定程度上反映这一走势。从图7中可见,根据该公司统计,A股持仓账户从2007年6月的3432万户,稳步增长至2008年7月的4789万户,此后持仓账户数量有所回落,但一直维持在4700万户以上,持仓账户占全部账户的比例保持在40%左右。持仓账户数量的增加虽然不能说明进场资金量绝对增加,但至少可以说明进入股市的投资者数量是增长的,而且持仓投资者仍然具有相当的资金实力,2008年11月和12月的股市回暖之际,持仓投资者总量没有明显增加,表明本轮反弹行情主要是现有投资者继续增加投资而形成的,行情初期基本面可以界定为“自我解围”式反弹行情。投资者的损失承受力和再生能力是考察一个市场成熟度的重要指标,而下半年中国A股市场投资者人数基本稳定的情况下出现市场回暖的事实说明,A股市场现有投资者群体的投资能力已经可以支撑市场在回落期稳定运行,投资者群体正日益走向成熟。

### 2009年股票市场走势展望

2009年是中国经济克服国际金融危机不利影响、保持经济稳定增长的关键

一年。发达经济体短期内不太可能从危机中恢复,面对不利经济形势,党中央、国务院采取了一系列扩大内需的有力举措,为国民经济健康发展创造条件。今年的宏观经济走势将对资本市场产生比以往更大的影响,同时,尚存的制度性缺陷和新的改革措施也将继续从不同着力点影响市场运行。

宏观经济因素。国际经济方面,金融危机对于发达经济体的实体经济已经产生深远影响,2008年美国GDP累计值同比下降0.2%;3季度欧盟GDP同比增长0.6%,日本GDP同比下降2.1%。12月,美国工业产值同比下降7.8%,欧盟下降12.7%,代表发达经济体经济景气度的OECD综合领先指标延续了年初以来的持续下跌走势,降至92.9,较上月回落1.1,较上年同期回落8.2。大宗商品价格持续下降,截至2009年2月13日,纽约商品交易所原油近月期货价格已降至每桶34.44美元,铜、钢材等原材料价格也在低位徘徊。世界银行预计2009年发达国家经济增长率将为-0.1%,2010年可恢复至2%;而发展中国家的经济增长速度则分别为4.5%和6.1%,其中,中国为7.5%和8.5%。

中国经济也受到了金融危机的冲击,经济增速逐季回落,到四季度经济增长率低至6.8%,全年经济同比增长9.0%。工业全年增长12.9%,其中11月和12月份仅增长了5.4%和5.7%。前11个月全国规模以上工业企业实现利润2.4万亿元,同比仅增长4.9%。2009年1月,工业品出厂价格下降3.3%,显示国内消费需求和投资需求出现萎缩迹象。宏观经济增速回落态势将直接影响上市公司的盈利能力,预计2008年四季度将有相当一部分上市公司出现利润下滑甚至亏损,从而拖累全年盈利水平。2008年末开始,国家刺激经济的4万亿投资计划陆续启动,钢铁、汽车、纺织、装备制造业等支柱行业的国家振兴计划出台,为2009年保持经济继续稳定增长创造了条件。积极财政政策和宽松的货币政策有助于上市公司的经营状况,但总体上应适当调低2009年上市公司的盈利增长预期。

关于资金面因素。由于对中国来说,国际金融危机和宏观紧缩的影响主要体现在实体经济上,对银行体系的冲击比较小,因此,2008年中国的银行体系仍然表现出较强的信贷投放能力。2008年金融机构本外币信贷余额从年初的27.8万亿元增长至年末的32万亿元。与此同时,企业存款、居民储蓄存款也保持了一定幅度的增长。年末企业存

款余额16.4万亿元,增长13.1%,居民储蓄存款余额22.2亿元,增长26.1%。在发达国家银行体系大规模去杠杆化和收缩信贷的形势下,中国银行体系能够保证信贷规模具有一定幅度增长,缓解企业在不利条件下的财务困难,体现了中国银行体系长期稳健经营和国家宏观调控的实际效果,同时,企业和居民存款的增长,为二者顺利度过经济调整期储备了资金。当然,一般来说过于宽松的资金面有可能催生资产价格泡沫,但在中国房地产市场和股票市场已经预先进入调整期的情况下,今年国内资产价格再次飙升的可能性不大。

关于政策因素。克服金融危机影响,全力扩内需、保增长是2009年国家宏观经济调控的首要目标,积极财政政策和适度宽松的货币政策还将持续一段时间。就资本市场而言,保证市场稳定运行应是2009年管理层的主要目标,各种改革措施和新金融产品的推出都必须与此目标保持一致。在这一大背景下,管理层对于创业板、股指期货和融资融券制度的推出将持更加谨慎的态度,从而使得2009年资本市场在制度层面出现重大调整的可能性降低。

2009年A股市场的可能走势。2008年的中国股市跌幅远远超过了欧美等严重遭受金融危机影响的国家,同时,中国经济的基本面并没有发生根本性的变化,由此,可以判断,A股市场属于严重超跌状态。在2008年9月以后,随着存贷款基准利率的不断下调,在A股市场中存在的几百只市盈率5倍左右的股票,其年收益率大致是1年期存款的8—10倍,这意味着,A股市场已具有重要的投资价值。曾几何时,在2006年(尤其是2007年)股市大幅上扬以后,一些人后悔不已地感叹,2005年入市的好时机已今生不再,但面对2008年后期的行情,可以发现,在最好的投资时机来临之时,许多投资者还在观望,等待着所谓底部的出现。实际上,所谓的股市下跌到底部,常常只能在股市上行之后、回过头来看才能发现;即便在股市运行中底部形成,在此底部能够成交的股票也极为有限,并非人人可以买到,因此,希冀于底部炒股,即便是机构投资者也往往不能如愿,更不要说,个人投资者了。既然A股市场属于“严重超跌”,在宏观政策放松和股市政策从松的背景下,2009年它就有着超跌“补涨”的内在要求。

关于资金面因素。由于对中国来说,国际金融危机和宏观紧缩的影响主要体现在实体经济上,对银行体系的冲击比较小,因此,2008年中国的银行体系仍然表现出较强的信贷投放能力。2008年金融机构本外币信贷余额从年初的27.8万亿元增长至年末的32万亿元。与此同时,企业存款、居民储蓄存款也保持了一定幅度的增长。年末企业存

款余额16.4万亿元,增长13.1%,居民储蓄存款余额22.2亿元,增长26.1%。在发达国家银行体系大规模去杠杆化和收缩信贷的形势下,中国银行体系能够保证信贷规模具有一定幅度增长,缓解企业在不利条件下的财务困难,体现了中国银行体系长期稳健经营和国家宏观调控的实际效果,同时,企业和居民存款的增长,为二者顺利度过经济调整期储备了资金。当然,一般来说过于宽松的资金面有可能催生资产价格泡沫,但在中国房地产市场和股票市场已经预先进入调整期的情况下,今年国内资产价格再次飙升的可能性不大。

关于政策因素。克服金融危机影响,全力扩内需、保增长是2009年国家宏观经济调控的首要目标,积极财政政策和适度宽松的货币政策还将持续一段时间。就资本市场而言,保证市场稳定运行应是2009年管理层的主要目标,各种改革措施和新金融产品的推出都必须与此目标保持一致。在这一大背景下,管理层对于创业板、股指期货和融资融券制度的推出将持更加谨慎的态度,从而使得2009年资本市场在制度层面出现重大调整的可能性降低。

2009年A股市场的可能走势。2008年的中国股市跌幅远远超过了欧美等严重遭受金融危机影响的国家,同时,中国经济的基本面并没有发生根本性的变化,由此,可以判断,A股市场属于严重超跌状态。在2008年9月以后,随着存贷款基准利率的不断下调,在A股市场中存在的几百只市盈率5倍左右的股票,其年收益率大致是1年期存款的8—10倍,这意味着,A股市场已具有重要的投资价值。曾几何时,在2006年(尤其是2007年)股市大幅上扬以后,一些人后悔不已地感叹,2005年入市的好时机已今生不再,但面对2008年后期的行情,可以发现,在最好的投资时机来临之时,许多投资者还在观望,等待着所谓底部的出现。实际上,所谓的股市下跌到底部,常常只能在股市上行之后、回过头来看才能发现;即便在股市运行中底部形成,在此底部能够成交的股票也极为有限,并非人人可以买到,因此,希冀于底部炒股,即便是机构投资者也往往不能如愿,更不要说,个人投资者了。既然A股市场属于“严重超跌”,在宏观政策放松和股市政策从松的背景下,2009年它就有着超跌“补涨”的内在要求。

关于资金面因素。由于对中国来说,国际金融危机和宏观紧缩的影响主要体现在实体经济上,对银行体系的冲击比较小,因此,2008年中国的银行体系仍然表现出较强的信贷投放能力。2008年金融机构本外币信贷余额从年初的27.8万亿元增长至年末的32万亿元。与此同时,企业存款、居民储蓄存款也保持了一定幅度的增长。年末企业存

款余额16.4万亿元,增长13.1%,居民储蓄存款余额22.2亿元,增长26.1%。在发达国家银行体系大规模去杠杆化和收缩信贷的形势下,中国银行体系能够保证信贷规模具有一定幅度增长,缓解企业在不利条件下的财务困难,体现了中国银行体系长期稳健经营和国家宏观调控的实际效果,同时,企业和居民存款的增长,为二者顺利度过经济调整期储备了资金。当然,一般来说过于宽松的资金面有可能催生资产价格泡沫,但在中国房地产市场和股票市场已经预先进入调整期的情况下,今年国内资产价格再次飙升的可能性不大。

关于政策因素。克服金融危机影响,全力扩内需、保增长是2009年国家宏观经济调控的首要目标,积极财政政策和适度宽松的货币政策还将持续一段时间。就资本市场而言,保证市场稳定运行应是2009年管理层的主要目标,各种改革措施和新金融产品的推出都必须与此目标保持一致。在这一大背景下,管理层对于创业板、股指期货和融资融券制度的推出将持更加谨慎的态度,从而使得2009年资本市场在制度层面出现重大调整的可能性降低。

2009年A股市场的可能走势。2008年的中国股市跌幅远远超过了欧美等严重遭受金融危机影响的国家,同时,中国经济的基本面并没有发生根本性的变化,由此,可以判断,A股市场属于严重超跌状态。在2008年9月以后,随着存贷款基准利率的不断下调,在A股市场中存在的几百只市盈率5倍左右的股票,其年收益率大致是1年期存款的8—10倍,这意味着,A股市场已具有重要的投资价值。曾几何时,在2006年(尤其是2007年)股市大幅上扬以后,一些人后悔不已地感叹,2005年入市的好时机已今生不再,但面对2008年后期的行情,可以发现,在最好的投资时机来临之时,许多投资者还在观望,等待着所谓底部的出现。实际上,所谓的股市下跌到底部,常常只能在股市上行之后、回过头来看才能发现;即便在股市运行中底部形成,在此底部能够成交的股票也极为有限,并非人人可以买到,因此,希冀于底部炒股,即便是机构投资者也往往不能如愿,更不要说,个人投资者了。既然A股市场属于“严重超跌”,在宏观政策放松和股市政策从松的背景下,2009年它就有着超跌“补涨”的内在要求。

关于资金面因素。由于对中国来说,国际金融危机和宏观紧缩的影响主要体现在实体经济上,对银行体系的冲击比较小,因此,2008年中国的银行体系仍然表现出较强的信贷投放能力。2008年金融机构本外币信贷余额从年初的27.8万亿元增长至年末的32万亿元。与此同时,企业存款、居民储蓄存款也保持了一定幅度的增长。年末企业存

## 循序渐进改革股票发行制度

□中银国际证券有限责任公司  
股票资本市场部

在刚刚结束的“两会”期间,证券监管部门有关人士对股票发行制度改革这一热点问题在不同场合均有重要表态,指明了改革的大方向。我们欣喜地看到,监管层在做了大量细致扎实的调研工作后,新股发行制度改革的思路日益清晰:一是股票定价要进一步市场化;二是强化买方对卖方的约束力;三是在风险明晰的情况下,兼顾各方面的利益,尤其是小投资人的利益。在上述思想的指导下,我们相信未来的新股发行制度改革必将找到适宜的方案。

作为新股市的参与一方,我们保荐机构根据平日工作的心得体会,从具体操作层面对股票发行制度的改进提出一些建议,供各方参考探讨。

### 改革的前提是适时放开对IPO发行节奏的调控

通过股票发行市场实现资源最佳配置的前提是股票供需达到相对平衡。如果股票供需失衡而又不能让市场发挥自动调节机制,在新股长期供不应求的情况下,股票一级市场价格失真及二级市场价格炒作等现象就很容易出现。虽然同成熟资本市场相比,目前我国资本市场的发育程度还不太成熟,短期内难以一步到位实现股票供需的完全市场化,但目前证监会基于保护投资者利益角度而暂停股票发行的做法,客观上给二级市场投资者带来了监管部门将股票指数点位与股票发行节奏挂钩的错觉,导致市场往往把通过监管部门是否放行IPO作为监管部门对二级市场

估值水平判断是否合理的标志,反过来即使监管部门比较被动,也不能让市场机制自动发挥调节作用。

在目前股票发行审核仍然实行核准制的大背景下,建议可以采取以下技术改进措施来逐步改变目前市场将发行节奏和股票二级市场点位挂钩的预期:在IPO发审会后即给予企业发行批文,让主承销商和发行人根据市场情况在批文有效期内自主决定发行时机,从而让市场机制自动反作用于IPO的发行节奏。事实上,目前在再融资方面,类似的机制设计已经让市场发挥了自动调节股票发行节奏的功能。

股票二级市场经过一年多的大幅下跌,估值已回到较为合理的水平。在当前投资者的风险意识显著增强、不再把IPO看作是绝无风险的投资机会的背景下,建议适时放开对IPO发行节奏的控制,从而让发行人、承销商和投资者都在市场的博弈和选择中锻炼自己的风险判断能力和风险承受能力,恢复股票市场的融资功能。

进一步完善新股询价定价配售制度

从长远看,构造有效的价格形成机制,提高证券市场的定价效率,抑制价格扭曲和收益扭曲,在推进市场化的同时通过一定措施保护中小投资者利益等方面做了有益设计,但仍存改进空间:

一是目前的IPO只针对在中国证券业协会备案的六类机构投资者进行询价,机构投资者的覆盖面不广,广大

投资者及具资金实力的个人投资者(满足设立的一定约束条件)主动备案将使其纳入一定的监管,长远看也有利于资本市场的健康发展。

2、在发行方案中用有效手段约束两次询价之间的逻辑一致性,建立买卖双方有效的博弈机制。

目前在A股预路演中,由于询价机构的报价高低和能否参与累计投标询价申购无必然联系,出于买方的立场,投资者天然有将报价压低的动力。

询价、定价机制要更好地发挥其发现发行人合理价值的作用,不能仅仅依赖于询价机构的内控制度或者执业操守,而应该建立有效的买卖双方博弈机制。如果主承销商可根据具体情况设置合理机制,约束合格投资者两次报价行为具有逻辑一致性(如要求初步询价报价上限低于最后定价区间下限的机构不得参与累计投标询价);或者一次性开展累计投标询价,各机构在报价的同时交纳定金(定金比例由主承销商根据具体情况设定),从而可以建立买卖双方有效的博弈机制,让机构给出更加理性的报价。

3、赋予发行人和主承销商更加灵活的定价权,而不拘泥于机构报价的统计结果的限制。

按目前实际操作情况,发行人发行价格的区间制定直接受到各机构报价的统计结果的限制,因此最后得出的定价区间有时并不能体现各发行人基本面的差异,反而受买方机构报价行为特点的影响较大。在不同的市场氛围下如果机构报价与发行人和主承销商的预期有一定偏差,按机构报价统计结果得出的定价区间不理想的话,主承销商和

发行人并无相应机制来调整定价区间。