

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

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,可以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%。此间,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 and 深受金融危机影响的英、法、德、日等国,因此,此轮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大幅下落,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,但股票成交金额却从460556.2亿元下落到267112.6亿元(降幅达到42%),股票成交数量从36403.76亿股减少到24131.38亿股(跌幅达到33.71%),这些下落幅度都超过了2000年以来的任何1年。

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,尤其是小投资者的利益。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。

作为新股市场的参与一方,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一二级市场差价过度炒作等现象就容易出现。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,但目前证券监管部门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

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指数虚高,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采取措施陆续出台,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,其中,已上市流通股从4946亿股增加至7000亿股。年末股市总市值12.4万亿元,流通市值4.7万亿元。虽然低于2007年水平,但仍高于2006年水平,这是继2007年之后中国股市第二大融资年份。另一方面,股权分置改革所产生的限售股解禁和2007年新股上市锁定的逐步解除,使市场中的上市流通股本总量有所增加。据中国证券登记结算公司统计,到2008年年末股改产生的限售股份共4682亿股,其中1364亿股已经解禁,占比达29.1%。未来限售股份还会逐步解禁,从而增加上市流通股数量。股本结构的变化不仅对分析上市公司财务状况,且将对上市公司股价产生进一步影响。

第四,市场平均市盈率下探至历史低点。

股指迅速回调挤除了2007年市场大涨的虚高成分,股票平均市盈率在2008年10月末降至12.86倍,是1996年以来的最低点。此后,随着市场回暖,市盈率有所回升,到2009年2月16日,市场平均市盈率达到了17.74倍。市盈率不是股票估值的惟一可靠依据,但从这一指标可以发现,股市投资者对上市公司盈利能力的预期比较消极。但是,如果认真审视和对比分析上市公司财务状况,很难得出上市公司盈利能力将全面陷入极度恶化的结论。暴跌之后,股价有可能被低估了。市场平均市盈率从66倍跌到13倍,只用了1年的时间,这种非同寻常的变化原因何在?难道在这1年中外部环境发生了重大变化,以至于投资者必须大幅调低全部上市公司盈利预期吗?通过分析最近3年的上市公司财务状况,我们发现上市公司财务状况并没有发生普遍恶化的现象。2006年,上市公司主营业务收入为5.1万亿元,同比增长19%。2007年由于大盘集中上市的原因,这一指标迅速达到7.8万亿元,同比增长52.9%。2008年各季度上市公司主营收入保持基本稳定,表明市场总量指标受新股发行影响较小,各季度主营收入介于2.6-2.9万亿元之间。营业利润逐季有所下降,从一季度的3028亿元降至三季度的2440亿元,表明上市公司的盈利能力确实出现了下降趋势,但上市公司利润的下降幅度有限,而且总体来看各项财务指标相较2007年仍有一定增长。2008年前三季度的主营收入、营业利润和利润总额已经超过或者接近于2007年全年水平,可以肯定2008年上市公司利润总额将超过2007年,只不过增长幅度有所收窄。因此,可以说,上市公司基本面的变化并不支持市盈率大幅调降,相当一部分上市公司股价

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,但与新一轮熊市不同的是,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到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

发行人并无相应机制来调整定价区间。

事实上,对于发行人来说,如果定价过高,市场不会接受;如果定价过低,发行人会蒙受损失。因此,在定价权方面增加一定的灵活性(不必硬性受制于初步询价阶段合格投资者报价的统计结果),发行人和主承销商可根据实际情况调整询价区间,不仅不会阻碍发行人和主承销商制定出更加合理的价格,而且对发行人、投资者都有利。

4、给予发行人和主承销商在投资者选择方面的配售权,增进买卖双方利益博弈机制的有效性。

目前A股网下发最终按照资金量大小进行等比例配售,网上根据抽签结果进行分配,主要是拼资金实力,发行人、主承销商作为卖方,在整个过程中仅仅是一个操作人,对分配结果没有任何影响力。投资者的申购行为与其报价区间并无一致逻辑关系,也导致主承销商对询价机构的报价分析市场需求建立比较脆弱的基础上,同时也不能通过对优化股票的分配结构来对股票上市初期的走势进行引导。真正看好发行人的机构可能由于资金量的原因不能在一级市场获得足够的股票,在二级市场获得股票又增加其成本,因此看好发行人的机构很可能不能获得足够的股票,这对发行人来说也是不利的。

因此,建议给予发行人和主承销商在投资者选择方面一定主动选择权,以形成真正的买卖双方市场博弈机制,这一做法在前述给予发行人或承销商定价的自主权和灵活性后将变得可行。在当前一级市场停滞的情况下,此项措施的效果将尤为明显。发行人和承销商从消极等待时间窗口转为主动寻找投资对象,并且能够事先评估和控制发行风险,有望对逐步恢复我国股票一级市场的资本融通功能起到积极作用。

在具体操作步骤上,在初步放开配

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,希冀于底部购股,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年它就有超跌“补涨”的内在要求。如果在2009年下半年,实体经济走势能够比较回升,那么,这种“补涨”还可能继续展开新一轮的上行行情。因此,2009年A股市场总体走势是上行的。

售权的初级阶段,可以给予发行人和主承销商有限权利,主承销商需先将投资者的分类配售方案报监管部门备案认可后方可实施。

5、对认购金额较低的个人投资者单独配售,保障个人投资者的利益。

为保护中小投资者利益,确保机构投资者不能凭借资金优势占用个人投资者在新股IPO中的份额,建议可参考香港的做法,规定新股的一部分(如10%-20%,可根据认购倍数的不同与网下配售部分进行一定比例的回报)专门发售给新股认购金额在500万元以下的投资者(这部分投资者可认为是个人投资者);也可以考虑网上发行不再按资金量大小配售,而是按账户配售等。具体方案要求主承销商设计,保证申购金额较低的个人投资者群体能优先分配到适当数量的股票,保障个人投资者的利益。

进一步改进再融资发行制度

相比IPO,目前配股和增发的定价机制市场化程度较高,和发达资本市场比较接近。在再融资发行和定价方面的关键问题是应缩短从发行人通过股东大会启动再融资到实际发行的时间周期(香港的再融资时间一般为5-8周),从而减轻配股或增发对发行人股票二级市场价格波动的影响,也有利于再融资的顺利进行。

为达到以上目的,在再融资审核方面,考虑到进行再融资的公司均为上市公司,平常的信息披露已经受到监管部门和社会公众的全面监督,建议可以对上市公司再融资品种采取备案制,不必预先报批。

以上我们提出的若干建议只是一种理论上的探讨,股票发行制度改革是一个系统工程,实践中要达到满意的效果,还需要有关各方的共同努力。目前股票发行制度已走在市场化的正确道路上,一个合理改革方案的推出值得期待。