

# 股市不是零和博弈

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

股市不是零和博弈，它是市场经济的脊梁。股市不只为企业的融资，也为国民资产定价。股市是储蓄转化为投资的通道，也是劳动转化为财富的桥梁。企业通过股市而资本化，从而释放价值。投资者可通过股市化解通胀风险，获得高于无风险利率的回报。在发达国家大量发行货币、各股市水涨船高的情况下，发展股票市场是寻求相对价格，保持国民资产价值的必要途径之一。

股票在卖掉之前确实只有账面盈利，金融证券中除了货币之外都是如此，但它们至少代表了可兑换的盈利。货币确实有确定的直接购买力，但货币代表的是因通胀而确定会贬值的价值。同所有投资一样，持有股票是有风险的。因为有风险，投资才有高于无风险利率的回报，投资者才不断对相关信息进行评估。投资者的交易反过来迫使企业不断提高创新能力和生产效率。

企业上市会释放价值，传统经济学对此可能不理解。按照国际标准来创立和管理企业，企业就具有投资者可以信赖的提供回报的能力，这种能力本身就是财富。中国各大银行在上市之前，很少被经济学家看好。2004年时，美国四大银行（摩根大通、花旗银行、富国银行和美洲银行）的总资产是中国四大银行（工商银行、建设银行、农业银行

和中国银行）的两倍，净收入是339%。现在，尽管美国四大银行在金融危机中兼并了其他银行，但它们的总资产只有中国四大银行的71.6%，净收入的50.8%。没有股市的发展，这种转变是不可想象的。

发展经济并不只是解决眼前就业问题和保持经济发展速度，更是国民经济增长的过程。生物发展的成果积累在基因里，经济发展的成果积累在企业和知识产权中。股市迫使上市企业管理者不断吸收和巩固新技术和新理念。我们今天讲大众创业和万众创新，创业和创新不但需要从股市中融资，而且需要通过股市将创业和创新的成果凝聚起来和传承下去。

上市公司股价最终取决于公司为投资者提供回报的能力。中国企业的起步水平整体上相对较低，有国际先进技术和经验可以借鉴。因此，中国企业在为投资者提供回报方面占有独到的先机。再加上中国广阔的市场空间，中国企业的估值特别是蓝筹股的估值，没有理由低于国际上的同家企业。事实上，根据MSCI发达国家指数和新兴国家指数的比较，除了2008年金融危机时期之外，发达国家企业的估值从1995年以来始终高于新兴国家。中国政府近期各项全面深化改革和证监会对资本市场的改革举措，提高了国内投资者的信心。中国上市企业理应具有为投资者提供与其他市场的企业相等回报的能力。这也许是国

内股市估值最近迅速向国际股市估值水平靠近的根本原因。

国外投资者进入国内股市的渠道目前还非常有限。国际经验是，同对国外投资者参与有限的股市相比，有国外投资者充分参与的股市，对企业估值的水平普遍要高。例如，日本股市中有一半资本来自国外。随着改革的深入和法制的健全，国外投资者会加大参与国内股市的力度，国内企业的估值也会更加趋于合理。

股市并不是被动的经济风向标，股市是企业进一步发展的资金源。是经济指标好了才值得向企业投资，还是企业发展了经济指标才会好，这是个先有鸡还是先有蛋的问题。市盈率是一个不断变化的能动指标——企业集资时市盈率提高，企业扩大生产后市盈率降低。在美国，股市是金融危机后经济复苏的主要动力，企业利用量宽政策提供的廉价资金扩大生产规模。因此，美国股市估值虽然整体偏高，但市盈率仍在合理范围。股市如果长期低迷，企业只能靠银行贷款，银行提高贷款利率，社会资金从股市流向银行，企业成长将进一步萎缩。今天全球经济发展的一个重要特征是企业和产品的轮转周期越来越短，对创新的要求越来越高，对资本的需求越来越迫切。因此，在低迷的股市里，企业是没有竞争力的。

在股市里，交易者既是演员，也是导演；既是

运动员，也是裁判；既是盈利的追逐者，也是风险的承担者。因此，对股市性质的理解可以直接影响股市性质的形成。股市中有三类交易者：博弈者、投机者和投资者。博弈者靠股价的短期波动获利；投机者靠对股票或市场运动方向的预测获利；投资者靠企业自身的发展获利。把股市解释为零和博弈，会把天然应当成为投资者的小股民带入博弈者的群体。

把股市解释为零和博弈，是无视企业的价值，鼓励交易者把股票作为筹码。在这种观念笼罩下的股市里，羊群东冲西撞，股价暴跌暴涨，股市上涨的动力被曲解，股市下跌的压力被夸大。知识、信息和技术处于劣势的小交易者在股价的跌宕中被反复宰割。

把股市看作零和博弈，根子里还是货币本位观。在这种观念里，货币是财富的载体，现金流入股市，是为了博弈一把。赚了钱再回到现金。现代社会的进步在发达国家已经颠覆了这种落后的金融观。货币是必定要贬值的，资产才能吸收社会创造的财富而不断增值。如果资产是财富的蓄水池，现金只是规避风险或调整投资的工具，那么股市就不可能是零和博弈。

因此，股市是一个高风险的市场，要引导投资者正确对待风险，首先要端正对股市的看法。股市零和博弈论是对股市性质的一种错误诠释。

## 莫把PPP当作融资工具

□燕畿投资集团总裁 李经纬

作为我国地方政府建设主要融资手段的地方政府融资平台，近几年受到日益严格的限制，地方政府融资平台为政府筹措公共基础设施建设资金的职能，被代之以地方政府债券发行和以PPP模式筹措建设资金。然而，由于PPP模式在我国运作并不成熟，相关法律制度建设严重滞后。对于PPP模式来说，其设立的主要动机不应是融资和转嫁债务风险。

### 推出PPP的两种错误理念

PPP释义为公私合作关系，是指公共和私营部门合作生产提供公共物品与服务的任何安排。它起源于17世纪的英国，也高度成熟于英国。英国政策规定，政府可通过外包（公私合资和伙伴关系）吸引民间参与公共设施建设。同时还规定，任何民间参与的公共设施建设项目，都必须证明该项目在民间参与模式下的成本和效益要优于传统政府自办的模式。

我国PPP模式推出的初衷是解决政府融资难，建设资金困难的问题，这本来无可非议，但是在政策落实的过程中暴露出的希望尽可能多、甚至所有项目建设资金都从私人企业获取的思想仍存在严重问题，它将导致PPP模式的推行缺乏可持续性。

把PPP当作融资工具的理念，在PPP概念没有正式提出但事实存在的过往实践中也有明显的反映。一个佐证是，2002—2008年间，为完成经济指标，各地方政府都有计划上马大量公共基础设施项目，却又苦于财政资金紧张，因此这些项目中有一部分采用PPP模式融资，比如合肥王小郢污水TOT项目、兰州自来水股权转让项目等，都是当时完成。但是，2008年金融危机爆发后，我国制定了“4万亿”的经济刺激计划，政府财政充裕，之前备受热捧的PPP模式被地方政府“冷落”，甚至有很多正在进行的PPP项目被政府突然终止，社会资本被迫退出，改由政府全资建设。PPP模式只有在政府缺钱的时候才会被重视，融资工具属性明显。

推行PPP还抱有第二个危险的理念，那就是转嫁风险。既转嫁已经形成的地方政府存量债务风险，又转嫁未来可能需要承担的债务风险。据对省级地方政府工作报告的不完全统计，目前已披露的2015年PPP项目计划投资总额达11209.8亿元。显然，在这么短的时间内无法对相关项目进行周密的可行性认证和预决策制订，更何况项目的认证还需要大量目前尚未到位的社会合作方一同进行，因此，也就不大可能有政府的相关周密认证、预算和风险管理措施出台，于是大量PPP项目的推出也就不太可能带有合理的风险管理方案。于是，很显然，政府在项目推出的进程中是夹带了转嫁风险的思想。

运用PPP实现融资和转嫁风险的思想，必然导致对运营管理效率、风险管理等其他方面的忽视，其结果便是融资规模和项目成本难以得到控制、合理收益难以得到保障、项目质量难以得到保证、项目风险难以得到有效管理，从而导致私人资本不敢轻易进入PPP项目，大量参与的可能还主要是国有企业，于是项目的最终债务仍然需要政府兜底。这样，地方政府将以PPP这种新的方式累积起其巨额的债务，形成新的地方政府债务风险，同时PPP模式的发展也将缺乏可持续性。

### 完善PPP制度安排

第一，选择合适的PPP项目，以保证私人合作方获得必要的收益。并不是所有的项目都适合采用PPP的模式，没有收益或者收益远远不能覆盖其成本的项目便不适宜采取PPP模式。从国际国内经验看，目前较为适宜采取PPP模式的项目主要有：燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施，公路、铁路、机场、城市轨道交通等交通设施，医疗、旅游、教育培训、健康养老等公共服务项目，以及水利、资源环境和生态保护等可以通过使用者付费并且收益大致可以覆盖或者超越建设和运营成本的项目。只有这样，才有可能在政府尽量少出资的条件下保证私人合作方获得必要的、足以吸引私人资本参与的收益。

第二，逐步完善适宜PPP发展的法律制度，营造PPP发展的良好环境。由于PPP模式官方正式提出是去年年底的事情，所以我国不存在关于PPP模式的专门法律，对于关系PPP顺利运作的政府、投资方等相关权力主体的权力义务关系、项目的评估和认证、合约的履行和合理变更、行政审批的程序和效率、政府信用的保证等重大事项都沒有相关的法律制度予以明确。这必然会使PPP项目的运作出现无具体法律制度可依的情形，从而出现盲目、混乱和各自为政的发展乱象，结果难免出现各种问题和风险。因此，建立和完善PPP发展的相关法律制度的要求极为迫切。

第三，引入公众监督，保障社会公众利益。由于PPP模式基本都属于公共设施建设项目，所以跟公众利益密切相关，缺乏公众的参与、认可和监督，PPP项目的推出就是存在问题的，其价值和建设运营质量就会是存疑的，同时其落实过程中来自公众的阻力也将难以排除，各签约方也可能都不遵守契约内容，直接导致项目实施和管理的内在不稳定性。因此，为了能够保证项目的公共价值、公正性和可行性，引入公众监督是必不可少的。

比如澳大利亚在运用PPP模式的高速公路项目中，就不仅使用了民意调查、公开听证等监督方式，还专门设立了沟通机构随时听取民众的意见。中国香港在实施的PPP模式项目中，让公众从项目规划到合约谈判一直参与项目的进展，公众的利益能够在政府和私营机构的合约中得到反映。由于公众的利益得到了充分的保障，香港PPP模式项目得到了公众充分的认可，项目的实施才得以流畅地进行下去。

# 经济低波动如何造就强股市

□国家开发银行研究院常务副院长 郭濂

2014年三季度开始，A股市场异常火爆，至今持续接近9个月。但同一时期，无论是国内还是国外的经济数据都相对疲弱，数据与市场表现的脱节使得宏观研究在权益市场上黯然失色。宏观因子是大类资产轮动背后的主要驱动力，或许对于短期市场的解释无能为力，但在这么一个明显趋势后面必然隐藏着宏观情景的某种转变。我们试图从国际视角寻求权益市场与经济脱节的宏观逻辑链条。

### 全球经济步入大缓和时期

我们重新审视了全球主要国家的股票市场和经济数据，发现从2012年下半年开始，包括中国在内的几乎所有国家，其经济增长波动都显著下滑到一个低位，而同一时间大部分国家的股票市场都表现不俗。从这个角度来看，中国股票市场上涨并非孤例。一个自然的推论是，如果中国股市的表现仅仅是全球权益类资产普涨的一部分，那么终结国内股市长牛的或许不是国内因素，而是来自于国外冲击。

如果从一个更长时间维度来看，这种经济波动增速降低的时段并不是唯一，其中最为出名的是美国上世纪90年代的大缓和时代。尤其是1997—2000年，美国及主要发达国家经济增速和通胀的波动非常低。另外一次是2003—2007年，全球主要国家的经济波动也进入稳定期。众所周知，两次全球缓和时代一次以互联网泡沫结束，一次以房地产泡沫结束，期间股市表现都异常强劲。而如果仅以经济增速波动来衡量，我们似乎从2012年下半年开始进入了上世纪90年代以来的第三次全球大缓和时期，全球股市的强劲上升或许也与此有关。

经济数据波动率降低传导到股票市场的逻辑链条在于风险偏好的累积。投资者的决策往往基于最近的信息做简单的线性外推，也就是说如果

经济波动常年处于一个非常低的位置，那么经济的可预测性就非常高，投资者面临的不确定性就非常低，也会简单地认为低波动会不断持续下去。在这种情况下投资者的风险偏好会逐步提升，进行更加激进的风险投资。这也就是明斯基理论中提出的稳定的经济会孕育风险行为，进而导致经济体逐步变得不稳定。在两次大缓和阶段用于衡量风险偏好的VIX指数都处于较低位置，而2012年以后全球主要资产也进入低波动率时代。从这个角度来说，全球股票市场的上行可能是经济大缓和的产物，中国股市也不例外。

### 低波动与强股市

我们重新回顾了20个主要国家经济波动和股票市场的表现。如果以经济波动和股票市场表现来划分，2008年经济危机过后，全球股票市场可以分为两个阶段：第一阶段是以2008年底全球货币政策以及新兴市场积极财政政策共同配合下，权益类市场在经济波动明显加大背景下的快速反弹，大致持续到2011年左右；第二阶段是在2012年下半年开始，伴随着全球经济波动快速下降，绝大部分股票市场都经历了不同程度的涨幅。其中存在三个反例，包括韩国、俄罗斯和巴西，在这一段时间的经济稳定性较好，但是股票市场表现一般。

首先是主要发达国家，包括日本、德国、英国和法国以及美国。从结果来看，这五个主要发达国家在2012年下半年开始经济增长的波动率急剧回落，部分国家的波动已经回落至2005—2006年的水平。同一时间股票指数都有30%—100%不等的涨幅。我们同样也观察了澳大利亚、瑞士、瑞典、西班牙等发达国家，无一例外地展示了经济波动降低和股票市场上涨同时发生。

在我们检验的数据中，绝大部分新兴市场都展现出一样的模式，包括中国大陆、中国台湾、印

度、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾、墨西哥、阿根廷等。泰国提供了一个反面例证，2012年下半年后经济波动性下行并不显著，股市表现也比较平淡。

但是在新兴市场中也存在三个例外，韩国、巴西和俄罗斯三个国家在2012年下半年后经济增速的波动也几乎回落至2006年前后的水平，但是股票市场并未有明显的起色。其中俄罗斯在2014年受到地缘政治的影响，股票市场出现了一轮暴跌。作为资源出口国，巴西和俄罗斯的股指中主要以能源类股票为主，因此其股指的涨跌跟大宗商品价格相关性很高。例如巴西股票指数跟CRB金属指数变动，俄罗斯股票指数则紧跟原油价格变动。因此某种程度上这两个国家的股票指数可能脱离了权益类资产属性，更多类似于大宗商品。2012年以后由于新兴市场的刺激政策潮退，全球经济增速不断回落，大宗商品表现不佳，这两个国家股票表现较弱就可以理解。

对于韩国市场的表现我们也比较困惑，很难归结为某一行业的拖累，无论是代表主板的KOSPI指数还是类似创业板的KOSDAQ指数这段时间都表现一般。此外从通胀率上也看不到大幅抑制风险偏好的回升的因素。如果我们的猜测没有问题，韩国市场可能存在一定的低估。

### 大缓和时代将走向何方

从宏观驱动因子角度来说，影响股票市场的第一因素应该是风险偏好。即使在经济增长没有明显改善的前提下，风险偏好足以启动股票市场。风险偏好难以度量，但无论从时间序列还是截面数据来看，经济数据的低波动会催化风险偏好的上行。

那么现在的问题是，大缓和时代因何而起，又会以什么样的方式结束。从时间上来看，此轮全球大缓和的起点与美国QE3启动时间基本一致，而随后美国经济一直在低波动中纠结着复苏前景。如果

大缓和时代将走向何方

从宏观驱动因子角度来说，影响股票市场的第一因素应该是风险偏好。即使在经济增长没有明显改善的前提下，风险偏好足以启动股票市场。风险偏好难以度量，但无论从时间序列还是截面数据来看，经济数据的低波动会催化风险偏好的上行。

至于人民币汇率，我国已经初步建立人民币外汇远期、外汇掉期和外汇期权市场，既包括银行间市场，也包括银行和客户之间的零售市场，可以为企业提供较完善的人民币汇率风险管理工具。并且，人民币外汇远期签约额占外贸总额约14%，可以满足企业的部分避险需求。

但我国缺乏一个流动性充足的交叉汇率衍生品市场，成为制约我国外贸增长的显著因素。中国外汇交易中心提供了欧元兑美元等交叉汇率的外汇即期、外汇远期和外汇掉期，但是日均交易额仅约2亿美元，流动性不足。我国诸多银行可以向企业提供欧元兑美元等外汇远期服务，但企业很少使用银行的交叉汇率衍生品。

其次，现有外汇避险工具难以满足企业避险需求，企业迫切需要低成本的交叉汇率避险工具。据估计，我国对外贸易中产生的欧元风险敞口约1978亿美元。目前，我国大约三分之一外贸企业存在欧元兑美元等交叉汇率风险敞口。例如，广船国际2014年的出口额大约10亿美元，全部以美元结算，但广船国际每年从欧洲进口特种船所需要的精密电子设备，几乎都以欧元结算，从而面临大约1亿美元的风险敞口。当前，广船国际通过欧元兑美元期权、欧元兑美元交叉汇率远期等多种方式规避风险。这些企业由于进出口币种不匹配而产生交叉汇率（外汇对）风险，如果采用人民币作为工具货币，则将增加兑换成本。

我国已有一定期的交叉汇率现货市场，却没有建立避险成本低廉、流动性好的欧元兑美元等交叉汇率衍生品市场。银行提供的交叉汇率衍生品买卖价差达到20至40点，交易成本约0.2%至0.4%，企业难以接受如此高成本的避险工具。而交叉汇率期货

这之间存在因果关系的话，那么一个合理的解释是多数国家的经济大幅波动其实是来自于外部冲击，这可能是各国政府由于对于逆周期政策的使用已经非常娴熟，在没有突发外部冲击情况下可以很好地应对国内波动。因此在美国和欧洲经济稳定后，各国经济受到的突发外部冲击减少，经济波动也显著下滑。如果这是大缓和的起点的话，那么大缓和的终点也应该与发达国家的经济波动相关。

回到A股市场来看，我们普遍认同的逻辑是经济基本面没有显著改善的情况下，风险偏好的上升是主要因素。2014年以来可以明显感觉到之前市场对于影子银行、信用违约以及地方债务等风险因素的担心正在被逐一化解，对于改革带来的波动性也逐步转为乐观。但是仔细回想，在这一过程中经济数据的稳定或许为市场提供了最好的安慰剂，让悲观者转为乐观，乐观者更为乐观。

我们认为中国市场并非孤例，A股的上涨或许只是全球经济增速波动降低，带来风险偏好上升的一部分，A股牛市的终结也将来自于经济大幅波动。如果对中国政府稳定经济的能力有充足信心的话，那么终结A股牛市的只能是来自于外部冲击造成的全球经济波动的一体上升。

仅看2015年，在预期充分的情况下，美国小幅加息或许无法造成全球经济大幅波动，但是可能需要担心来自于两个问题：一是美国连续大幅加息造成全球经济动荡。单从美国基本面上来说这一事件发生的概率较小，如果发生，考虑到欧洲和新兴市场债务问题，会对全球市场造成巨大的冲击；二是如果美国经济在加息后再次回落，美国经济数据的回升当前来看并不稳固，如果经济无法承受加息带来的高利率以及强汇率，那么美国经济再次陷入衰退无疑将成为新的不稳定因素。除此之外，我们暂时看不到能够造成全球经济大幅波动的源头，风险偏好的上升将会继续推升权益类资产价格。

的交易成本仅交叉汇率远期的十分之一。

### 上市欧元兑美元期货

首先，企业使用外汇期货规避出口汇兑风险，保护本已不高的利润率免受汇率风险侵蚀。我国出口欧盟产品利润率普遍偏低，汇率风险已成为决定出口企业盈亏的重要因素。出口产品中，机电产品利润率相对较高，净利润率可达6.5%；纺织品毛利率约8%—10%，净利润率不足6%；化工产品利润率更薄，净利润率不足5%。目前，出口行业利润率水平整体不高。

但是，欧元兑美元汇率2014年跌幅达17%，年化波动率可达6%—10%，对我国出口企业本已不高的利润率构成挑战。因此，上市欧元兑美元等币种的外汇期货，有助于企业主动管理汇率风险，改变企业以往不避险、甚至拒绝接单来应对汇率风险的被动局面。

其次，外汇期货市场为企业和投资者提供了公开、透明的价格信号，为企业接受订单、安排生产提供了便利，同样有助于企业化解风险。期货市场是一个公开交易的市场，生产者、销售商和购买者均携带信息到该期货市场交易，因此形成的价格代表性强、公允度高。外贸企业可结合企业接单、排产、交货、回款的时点安排，并结合不同期限合约的价格走势，形成对汇率的预期和判断，参与套期保值交易，降低企业经营风险和汇兑风险。

最后，上市欧元兑美元（交叉汇率）期货，降低企业投资者参与门槛，解决企业避险难、避险贵”的难题。交叉汇率期货市场门槛低，金融机构、企业各类型主体均可参与，尤其是为那些信用等级较低而无法享受银行服务的中小企业敞开了风险管理的大门。交叉汇率期货市场富有流动性，可以降低企业交易成本，为企业提供低成本的避险渠道。交易所市场提供一系列的企业风险管理培训和投资者教育服务，有利于增强企业的套期保值理念，提高企业的风险对冲能力，促进我国外贸出口。

# 交叉汇率衍生品市场亟待发展

□中国金融期货交易所 朱钧钧 董骏鹏 刘道云

2014年7月以来，欧元相对于美元持续贬值，可能导致我国对欧盟出口下降。我们发现，欧元兑美元汇率确实显著降低了我国对欧盟外贸出口的增长率，影响系数达到0.6。我国缺乏一个富有流动性的交叉汇率衍生品市场，是我国对欧盟等贸易受到汇率波动影响的重要原因。当前，西方各国持续推进量化宽松政策，交叉汇率波动不断加剧。我们应加快上市欧元兑美元等交叉汇率期货，为企业提供低成本的交叉汇率避险工具，满足企业避险需求，促进外贸稳定增长。

### 交叉汇率显著影响外贸出口

美元兑人民币汇率和交叉汇率都影响我国对外出口。前者直接影响企业出口业务以人民币计算的利润；后者通过影响出口商品在当地的价格，从而间接影响企业的出口业务。我国贸易结算一般采用美元，但我国出口商品在他国销售却使用当地货币计价，参与市场竞争，当地货币兑美元的汇率会影响我国企业的进出口业务。比如，我国出口价格为1美元的商品，当欧元兑美元汇率为1.30时，该商品在欧洲的价格是0.769欧元；但当欧元兑美元汇率变成1.00，即欧元贬值23%时，该商品的欧洲价格必须提高到1欧元，才能确保外贸出口业务持续进行。而我国商品本来就很依靠价格占领市场，一旦欧元标价的价格必须上涨近30%，那么我国企业与其它国家企业竞争时就会失去价格优势，从而失去欧洲市场，影响我国的出口业务。

研究显示欧元兑美元汇率的大幅下跌对我国外贸形成巨大压力。模型研究显示，欧元兑美元汇率对我国与欧盟外贸增长率的影响系数大约0.6。举例说明，2015年1月欧元兑美元相对于2014年1月下跌1%，则2015年2月外贸出口同比增长率将下跌0.6%。