

让股市在摔打中成熟

□芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

6月17日联储会议后的记者会上,有人问起美国目前一路上升的房价。美联储主席耶伦说,她不认为房价上升是宽松货币的结果。她说,这是美国居民金融危机后财富修复的一种表现。笔者认为,中国的股市目前也处在这样的过程中。

最近过世的斯坦福大学教授罗纳德·麦金农在多部著作中阐述过合理配置金融资产可以创造财富的观点。举例来说,上海闹市马路边一间街面房子如果空关,价值就是按面积计算的房产价格;如果把它变成店铺,它就具有产生价值的能力,于是转变为一笔价值更高的财富。麦金农把阻碍金融机构合理配置金融资产的金融政策称作“金融压抑”。

麦金农在上世纪70年代提出这个概念。当时美国金融以储蓄为中心,利率由政府决定,而且相当低。他认为,低利率限制了银行通过借贷将资本投向社会的功能。今天,各国金融结构转向以投资为中心。利率和汇率市场化。因此,导致金融压抑的不再是低利率而是高利率,因为高利率阻碍资本流向直接融资的股市和债市。

股市因此成了一个同银行相仿的金融机构。人们将储蓄投入股市,股市通过资本运作,吸取国民经济进步创造的财富,为投资者提供稳定回报。因为股票代表的是资产,因此在定价合理的股市中,即使没有资本运作带来盈利,股票价格也会吸收由通胀率和无风险利率带来的增值。否则,资金会流入风险较小的银行储蓄。

与银行一样,股市也经不起挤兑。如果所有人同时想抛售苹果公司股票,那么苹果公司的市值会立刻从7300亿美元跌到谁都无法预测的价位。股市监管的重要,就在于它为投资者提供信心。同时,在股市中,机构投资者提供长期流动性,做市商提供即时流动性,它们都是稳定股价和维持投资者信心的重要市场机制。在2010年美国“闪电崩盘”中,道琼斯指数几分钟内下跌了1000点,在纽约股票交易所交易的股票失去41亿美元的价值。这不是因为这些股票的基本面出现问题,而是因为市场机制缺陷而导致的流动性断裂。

股市虽然是创造财富的金融市场,但不是提款机。它既不是上市企业的提款机,也不是投资者的提款机。上市企业有为投资者提供回报的责任,投资者有承担风险的义务。要找到其间价格的均衡点,市场需要在持续交易中不断地摔打。股评家的水平在于能否分析出具体的平衡点,而不是耸人听闻的顶部或底部。

美国历次股市崩盘和金融危机有两大根本原因:一是过度的杠杆力,二是中介机构为了中介费用不负责任地推销产品。美国在1929年股市崩盘后才有了《证券法》、《证券交易法》和证监会,核心是对中介机构进行监管;美联储此后才规定50%的融资率。2008年金融危机也是起源于金融杠杆力和中介机构的贪婪,此后才有了《多德-弗兰克法案》。哥伦比亚大学教授乔斯·施格曼是研究股市泡沫现象的专家,他最近在同诺贝尔经济学奖获得者肯尼斯·阿罗等人一起撰写的《假机、交易和泡沫》一书中指出,如果在市场顶部戳穿泡沫,股市的跌势往往不可扭转。因此,在牛市起步时管理好市场的杠杆力和中介机构的销售行为,对在摔打中建设一个健康的股市至关重要。

中国股市近期的波动幅度在成熟市场中是罕见的,其中一个重要原因是股市没有把风险剥离开来进行交易。任何一个股市中都有无数流言、猜测、预期和揣摩,它们代表了股票的高风险,但不代表公司目前的价值。在美国和其他市场中,这类风险往往在期权市场中进行交易。譬如说,在公司季报公布之前,投资者不知道公司的业绩如何,但是有许多猜测,这些猜测并不影响目前公司的价值,但是影响期权的价格和波动率,因为它们影响到股票未来的价格。因此,股票交易平稳,期权交易活跃。等到公司季报公布,股票价格的变化反映出公司的业绩,期权的价格和波动率则下降。大盘指数的交易也是这样。如果美国的经验可以借鉴,那么要是有了指数期货,将大盘风险剥离到期权中进行交易,国内股市大盘指数的波动率也会下降。

股市需要摔打才能成熟。为了让股市在摔打中成熟起来,市场需要相应的机制、监管和辅助的期权市场。



CFP图片

牛市逻辑不应终结于杠杆交易

□量跃资本首席经济学家 张捷

6月19日股市大跌6%以上,6月中旬这一周股市大跌700点。有观点认为,现在股市需要降低杠杆,大跌与降低杠杆的各种政策有关。一些人以为让杠杆者爆仓,就调整到位了,能够挤出泡沫和慢牛。我们也希望通过市场调整让牛市变慢牛,但笔者认为,如果股市继续下跌导致出现大面积的杠杆爆仓,则牛市就此夭折将是大概率事件。

笔者认为杠杆爆仓导致牛市不再的逻辑,并不是大家平常所说的这次牛市是加杠杆导致,牛市逻辑是对中国资产的一次重估,是价格革命。市场需要降低杠杆,但杠杆绝不应通过让有杠杆的人爆仓来降低,如果这个爆仓变成了现实,那就是让市场中最活跃和最有信心的一部分资本彻底失败,如要想再聚集起人气和信心就太困难。这也是美国不惜QE,也不能让资本被清盘的道理。

与以往的牛市转熊被套不同,那时候虽然熊市但多头可以不割肉,将来还有希望再涨回来,但现在不同的是加杠杆的人群彻底无钱,想要做多也不可能。这些做空资金怎么可能带动大盘超越现有点位?或者投机的中间派们能够坚决支持不再投机?因此当杠杆资金爆仓,牛市不是变成了慢牛,而是要转折。股市多头在2008年的大熊当中损失巨大,但不会被平仓,只要不割肉到2009年反弹时可以弥补很多损失。然而这一次别看只跌了20%,就可能是被平仓血本无归,损失不可同日而语。

西方成熟市场中,如果大跌超过20%,就不叫调整而是牛熊转换,原因就是牛市的多方爆仓,多方彻底没有钱。这与中国以前没有杠杆,多方可以拿住股票死扛是不同的。现在多方无钱无股票,就没有翻盘的资本。因此这一次牛市规律不能以以往经验来分析和控制。以往是中期回调可以挤出泡沫,股票会不断回调,挤出不坚定的筹码有利于后市;但这一次则是坚定的筹码都会带杠杆,如果爆仓无钱,股市的坚定拥护者都会受打击。所以这一次不要仅看着单边上涨与以往不同,回调的后果也是不一样的。

有观点认为融资杠杆大,其实融券一样是杠杆。场外融券性质的各种股票仓位掉期合约的杠杆其实更大。都说融资盘大,清理场外融资,怎不说场外融券也巨大,一些机构和大股东的证券都与做股指

券的进行掉期赚取额外利益。我们现在严查场外融资,但对场外融券则是拓宽渠道,这样的提法上是严重的不对等有单方倾向性,有利于空方,不利于多方。为何政策不严查场外两融?实际上场外的融券秘密掉期,联合做空,对中国股市的危害更大,在国际上是重罪,而且还是例外的有罪推定。

对于中国经济有没有泡沫,我们提醒大家关注股指期货的杠杆更大。股指期货100万以下的客户是15%的保证金杠杆6.7倍,100万以上的客户可以下调为13%杠杆7.8倍。6月19日沪深300成交5196亿元,而股指期货相关各合约总成交33066亿元,是股票的6倍。涨跌的点数乘以成交量,就是实际的盈亏,股指期货的盈亏已经远远超过了股票。股票杠杆交易的比例与股指期货相比就不算什么了。

要注意的是,个股的融资盘爆仓和大盘大面积爆仓是完全不同的概念。个股的爆仓可以理解为股市有风险和对股民的风险教育,但大盘暴跌导致的大面积爆仓,则意味着牛市终结,与个股爆仓会让市场合理配置资源、避免过度炒作是不同的。

对于中国经济有没有泡沫,我们提醒大家关注以下数据:2007年我国国内生产总值(GDP)达到265810亿元,折合3.4万亿美元;2008年中国GDP314045亿元,折合4.3万亿美元,在2008年国际金融危机前全球排名第四(美日德中)。同期美国GDP为14万亿美元,日本为4.8万亿美元。2014年中国GDP达到63.6万亿元,折合10万亿美元以上,已经与日、德、俄三国的总GDP水平相当。短短几年中国的GDP翻了一倍还多,相当于再造一个日本或德国加俄罗斯的总量。所以,中国经济虽然这一年基本面情况不佳,但综合2008年国际金融危机后这几年世界各国的相对水平,中国经济基本面对股市的支撑作用是极大的。

综上所述,中国的股票杠杆和泡沫都不是大问题,问题是有人要拿着降杠杆和泡沫论说事,在股市里面串通做空大盘,打断中国资产重估的牛市进程,让最支持中国最看好中国的资本和财富损失殆尽。这不是简单的市场问题,而是信用问题。如果在这方面被西方舆论势力左右,觉得合理的调整有益于股市更健康的发展,则在杠杆多方全面爆仓遭受之后,期望的牛市第二阶段将难以到来。依靠股市牛市来减缓经济压力、深化国企改革的机会也要再等很多年。

稳增长政策“三个效应”待解

□民生银行 陈德胜 李洪侠

综观5月份主要宏观经济指标,经济仍在低位运行且压力较大,前期系列稳增长政策的叠加效应尚未完全显现,主要原因在于调控政策存在替代效应、时滞效应和漏出效应。为增强稳增长政策效果,实现全年增长目标,需要从组织、体制、机制和政策角度压缩三个效应。

经济下行压力大需要稳增长

5月份,投资、消费、出口、工业生产、房地产开发和销售等主要指标,总体上延续今年以来的增速回落态势,个别指标的小幅提升还没有形成趋势性变化。消费和生产价格、财政收支、PMI和各类信心指数等表明,经济运行依然处在相对低位。

经济增长说到底是为了让生活更美好,“有活干,有钱挣”。持续低增长将影响就业增加和企业盈利能力,目前部分地区和行业的失业率增加,企业亏损较为突出,稳增长日益紧迫。

首先是区域经济分化仍在继续。前五个月,中、西部地区投资增速比前四个月分别回落0.5个和1个百分点;东北地区5月工业增加值下降4.6%,降幅比4月扩大0.4个百分点。调结构、转方式在东部地区初见成效,但起步较晚、机制滞后、基础薄弱、结构单一的中西部和东北地区,占全国经济总量的一半左右,还将经历较长时期痛苦。其次是煤炭、钢铁、水泥等传统带动经济的支柱产业,投资和利润持续下降,工业生产也低位运行或者有所下降。前五个月,轿车产量下降5.2%,带动粗钢产量下降1.6%;发电量仅增长0.2%,火力发电量下降3.1%,在节能技术提高背景下,带动原煤产量下降6%。这些都是过去经济增长中的基础性、关键性的上游行业,对区域经济、就业、税收贡献大,一时半会儿难以被替代。

根据国际经验,我国要跨越中等收入陷阱必须保持经济总体稳定。历史上,日本和亚洲“四小龙”成功转型,进入高收入阶段,而巴西、阿根廷、墨西哥等拉美国家却因经济不稳定、社会矛盾激化等原因,长期在中等收入阶段徘徊。正反两方面经验表明,一个经济体在传统发展优势弱化、向高收入水平迈进的过程中,经济稳定、制度变革、科技创新、社会稳定能否成功跨越陷阱的关键条件。我国刚刚进入中高收入阶段,从经济角度看,既要加快转变发展方式,也要保持相对稳定的经济增长。

稳增长效果受制于“三个效应”

今年以来,国家先后出台多项稳增长政策。货币政策方面,先后两次降息降准,累计增加2万亿元左右的可贷资金,存贷款基准利率分别下降0.5个百分点,目前名义利率已接近历史低位,理论上最多可为企业节约利息费用4300亿元。财政投资政策方面,前五个月国家发改委已审批近7200亿元基建项目,财政部两次下发地方债置换额度2万亿元,已经超过地方政府今年偿债1.86万亿元的需求,地方政府推荐近2万亿元PPP项目名单,涵盖水利设施、市政设施、交通设施、公共服务、资源环境等领域。消费政策方面,通过金融和财税政策,支持信息、绿色、住房、旅游、教育和文体、养老等六大领域消费。外贸方面,下调奢侈品进口关税,促进跨境电商发展,提升口岸工作效率,新增广东、福建、天津自贸区,推动装备走出去和国际产能合作,促进外贸经贸稳增长提质量。此外,还积极推进“互联网+”行动计划,实施《中国制造2025》,实施“大众创业、万众创新”计划。

但目前看调控效果尚不够明显。从总量看,一季度经济增长7%,4月份以来各主要经济指标基本持平或略有回落,上半年经济增长增速难以高于一季度。从各项政策看,货币政策虽然降低了企业还贷成本,但银行在防风险放款谨慎,企业融资难问题并未明显缓解,贷款实际利率没有明显下降。且企业贷款需求疲弱,银行中长期贷款占比回落至47%。投资缺乏资金支持,前五个月,投资到位资金增长6%,低于完成投资增速,

其中国内贷款下降6.3%,大型新开工项目计划总投资同比下降20%。前五个月,消费仅增长10.4%,今年以来总体呈回落态势,而且明显低于去年同期水平。外贸政策不断调整,但受汇率高和科技创新慢影响,进出口下降7.8%,出口仅增长0.8%,全年外贸增长6%的目标恐难实现。

究其原因,主要是调控政策存在“三个效应”。一是替代效应。我国经济处在“破旧立新”的接续期,过去的重点产业和增长点持续下行,抵消了部分稳增长政策的效果。如钢铁和煤炭行业价格走低,停产企业和失业人数不断增加,即使政策支持的新增长点有效果,也难以充分体现在GDP上。二是时滞效应。受行政审批程序、地方政府抓经济积极性、利益受损方抵制等影响,很多政策特别是投资类政策无法立竿见影,效果显现还需要一个过程。三是漏出效应。受体制机制、组织制度、能力愿望等影响,部分政策无法完全实现预期目标。比如在经济下行期,过去支持传统行业的银行贷款信用风险迁徙,银行资本占用上升,可贷资金规模受限,过去无效、低效的金融资源配置,造成当前的信贷供给不足,此时降息降准也难以促进资金流向真正需要资金的企业。在利率市场化和股市繁荣周期中,资金大量流向股票、基金等资本市场,虽然企业也能够通过IPO、资本运用、减持套现等方式为企业融得一定资金,但主要是新兴领域和强强联合型企业,且更多的情况是资金在金融机构和股民之间的再分配,无益增加社会财富。

优化稳增长政策

实现全年经济增长目标,既需要稳增长政策和调结构改革同时推进,也需要将政策执行中的“三个效应”压缩到最小,增强政策敏感性,防止“效果不明显—政策不断加码—力度过大—负面效应大”的现象出现。

稳增长要发挥逆周期调节政策作用。应继续加大开发性和政策性金融机构支持11大工程包的支持力度,为民生领域融资,为商业银行跟进创新领域融资提供示范。加快资本市场改革步伐,更好发展股权融资,为传统产业升级和新兴领域科技创新型企业提供多渠道、低成本融资通道。将有限财政投资和税费减免用在民生、创业、创新、三农等短板领域,兼顾稳增长、调结构和转方式。

处理好传统产业人员和资产,减少调控政策“替代效应”。产业结构调整过程需要始终把握好就业稳定和企业适当盈利两个目标。为此,传统产业要升级和淘汰并重。升级是发挥现代技术、优质资产、规模经济、科学管理的协同作用,保持适度产能。淘汰不是简单的放弃,关键要通过转岗、创业、退休等方式分类处置从业人员;在统一发展规划和去产能计划下,通过兼并、拍卖、抵债、关停、出口等形式公开公平处置企业资产,完善资本市场和商业银行参与传统行业资产处置的金融服务制度。

改革投融资体制,堵住调控政策“漏出效应”。从流动性、储蓄率等角度看,我国经济发展不缺资金,关键是要选好项目和方式,管好用好资金,改革投融资体制,撬动社会储蓄转向投资。应加快完善银行不良资产处置和综合化经营进程,完善多层次资本市场体系,为企业提供低成本高效融资;规范影子银行监管,畅通货币政策传导;进一步实施定机构、定行业、定地区的定向降准等定向调控方式,实现精准调控;完善PPP法律法规和社会信用环境,确保参与各方平等协商、诚信守约、优势互补、各得其所;加快资金、土地、资源、能源等要素价格形成机制改革,结合市场机制作用规律,更好发挥调控政策作用。

落实简政放权并强化政府激励约束,压缩政策“时滞效应”。进一步提高政策的协调性、便捷性和可操作性,进一步完善政府间政策落实考核,引入第三方评估,加快落实简政放权举措,加快推广上海等自贸区成熟经验,引入企业和民众监督机制,建立近零成本的企业经营和法治监督环境。

人民币加入SDR篮子全球经济将获益

□高丽大学亚洲研究所主任 李钟和

今年年底,国际货币基金组织(IMF)将决定是否将人民币与欧元、日元、英镑和美元一起纳入决定其国际储备资产——特别提款权(SDR)价值的货币篮子。中国在努力推进让人民币进入这一货币篮子。

1969年,IMF创造了SDR以补充已有的储备货币,从而为全球金融体系增加流动性。目前,SDR的作用主要仍局限于IMF的操作,其占全球金融市场和央行国际储备的比重可以忽略不计。尽管如此,将人民币加入SDR货币篮子具有重要的象征意义,意味着承认中国全球地位的提高。人民币已是世界贸易和投资的主要货币,在国际金融交易和储备持有量中的比例越来越高。

为了被纳入SDR货币篮子,中国加快资本可兑换,金融市场自由度大大增加,进入SDR货币篮子需要更进一步。加上人民币成为可投资的全球货币,将让整个世界经济获益。

因此,IMF的最大股东——美国、欧洲和日本——应该欢迎人民币加入SDR货币篮子。但对于这一问题,人们的观点不一。2008年金融危机让国际储备体系的不足暴露无遗——根本无法保证为新兴经济体提供足够的流动性。尽管新兴经济体此后累积了更大规模的外汇储备并加强了金融监督和监管,但它们仍很容易受到外部冲击,特别是来自美国、欧元区 and 日本的冲击。这三个经济体最近都采取了扩张性货币政策,而随着美联储政

策的常态化,新兴经济体可能因为全球流动性突然撤回而再次受到冲击。

这一持续的脆弱性反映出全球货币体系改革的集体失败。中国人民银行行长周小川在2009年初就强调了改革的重要性。根据周小川的建议,中国领衔主张转向多货币储备体系,其中SDR和国际化的人民币应该得到更广泛的使用,包括作为各国储备货币。但2010年中国让人民币加入SDR货币篮子的尝试以失败告终,因为人民币无法“自由使用”。

此后,中国实施了一系列改革,增加人民币在外贸和直接投资以及跨境金融投资中的使用。目前,全世界已有十四家人民币清算银行。去年,“沪港通”启动,刺激了跨境投资和资本市场发展。中国已经与28家央行签署双边货币互换协议,包括巴西央行、加拿大银行、欧洲央行和英格兰银行等。

今年,中国表示要取消国内银行存款利率上限,从而进一步实现金融自由化,让海外机构投资者更容易进入中国资本市场。中国人民银行也扩大了人民币的交易波动区间,并采取了更加灵活的汇率机制。

受上述措施影响,人民币已经成为贸易融资中第二常用的货币(超过了欧元)和国际支付中第五常用的货币。此外,在货币市场交易和官方外汇储备中,人民币也越来越受欢迎。

当然,人民币成为国际储备货币,与美元共享货币全球地位带来的“过度特权”,这可以让中国获得巨大好

处。除了方便地用本币进行国际交易外,中国还可以利用铸币权——因为人所共知不会面临国际收支危机而得到的安全性。

但是,为了实现这一点,中国也必须面对巨大的风险。资本账户自由化和人民币国际化会带来潜在波动剧烈的跨境资本流,可能会引发货币迅速升值。考虑到这一点,可以预期中国将继续在一定程度上管理资本账户交易,包括使用宏观审慎政策以及在适当时候采取直接资本管制。

即使中国成功降低了这些风险,与美元争夺主要全球货币地位也绝非易事。惯性有利于已经获得国际使用的货币,而中国缺少有深度和流动性的资本市场,而这是任何国际储备货币都必须满足的重要先决条件。此外,中国的银行体系仍受到控制,在效率和透明度等方面落后于美国和欧洲。

但如果中国成功地增加资本账户的可兑换性并提高其金融体系效率,人民币有可能成为新的国际储备货币,成为美元和欧元之外的补充。这将有利于公司和央行,让它们能够实现外汇持仓的多样化。

历史表明,全球货币主宰权的变迁发生得十分缓慢。现在,中国的关注点是成功将人民币纳入SDR货币篮子,哪怕比重很小。IMF的大股东应该认真考虑这一点,人民币的继续国际化——更不用说关键性金融改革的继续进步——将有助于建立更稳定和有效的全球储备体系。(本文版权属于Project Syndicate)