

■特别报告

股市稳定需要政府的呵护与支持

中国经济的一个显著特征是新兴加转轨,在这一宏观经济背景下,资本市场的重要表现是市场机制不健全,市场价格难以由市场供求来形成。因此,在股票市场发育和完善的渐进过程中,政府对市场的规范、对市场规则的制定、对市场无序的整顿,永远是一个不可缺少的方面。即国内股票市场的长期稳定发展不仅需要依靠市场机制自身的作用,更需要政府政策的呵护与支持。

○葛兆强

一、“黑天鹅”与政府救市

中国经济的一个显著特征是新兴加转轨,在这一宏观经济背景下,资本市场的重要表现是市场机制不健全,市场价格难以由市场供求来形成。事实上,在近20年的发展过程中,每当股市上涨过快时,往往会有“降温”政策出台,每当股市过度下跌时,政策面又会释放积极的信号,许多举措都有效地熨平了市场波动,维护了股票市场发展的稳定。当然,其中也不乏一些为人诟病但又难以避免的计划性、行政性干预。

2006年以来,国内股票指数在短短两年时间内上涨了500%以后,又在八个多月内下跌了60%。如此剧烈的震荡,既超出了正常的市场波动范围,使投资者损失惨重,也对金融市场体系的稳定造成一定影响。面对跌跌不休的市场,人们普遍认为,政府将一如既往地扮演“救市主”的角色,适时出台维稳措施。但是,即使股市跌幅超过美国历史上的“黑色星期一”,政府仍没有采取实质性的救市措施。这一事件可以称为纳西姆·塔勒布的“黑天鹅”。据说在澳大利亚被发现之前,欧洲人都相信天鹅都是白色的。因为,当时所能见到的天鹅都是白色的。直到1697年,探险家在澳大利亚发现了黑天鹅,人们才知道以前基于经验主义的结论是错误的。

“黑天鹅”不仅仅是一个随机性的问题,而是涉及到人类认知世界的方式:人们总是过度相信经验,以为过去发生过的事情很有可能再次发生,根据过去去认知经验来推判将来。

在纳西姆·塔勒布看来,“黑天鹅”是指满足以下三个特点的事件:首先,

它具有意外性,存在于通常预期的范围之外,过去的任何东西都不能有力地指出它出现的可能性。第二,它产生重大影响,这种影响有时是灾难性的。第三,虽然它具有意外性,但人的本性促使我们在事后为它的发生编造理由,并且或多或少少认为它是可解释和可预测的。

现实中,无论是政府的决策,还是普通人的日常抉择,通常都被“黑天鹅”所环绕。如泰坦尼克号的沉没、“9·11”事件的发生。资本市场亦然。人们总是以自己有限的经验和不堪一击的信念来解释资本市场的运行。即便是老练的专业投资者,也难保不被“黑天鹅”所愚弄。2007年在股市一派繁荣的情势下,许多投资者预测股市会冲上一万点。因为,按美国、日本等国股市的经验,大盘仍未见顶。自2007年10月股市下跌特别是当沪指指数下跌到3000点后,人们都认为政府会出台一定影响。面对跌跌不休的市场,人们普遍认为,政府将一如既往地扮演“救市主”的角色,适时出台维稳措施。但是,即使股市跌幅超过美国历史上的“黑色星期一”,政府仍没有采取实质性的救市措施。这一事件可以称为纳西姆·塔勒布的“黑天鹅”。据说在澳大利亚被发现之前,欧洲人都相信天鹅都是白色的。因为,当时所能见到的天鹅都是白色的。直到1697年,探险家在澳大利亚发现了黑天鹅,人们才知道以前基于经验主义的结论是错误的。

“黑天鹅”不仅仅是一个随机性的问题,而是涉及到人类认知世界的方式:人们总是过度相信经验,以为过去发生过的事情很有可能再次发生,根据过去去认知经验来推判将来。

在纳西姆·塔勒布看来,“黑天鹅”是指满足以下三个特点的事件:首先,

■大历史-新观察

中国经济：两大机会 两个市场 两股力量

中国经济有如激流行船,遇到了前所未有的困难。现在,船在哪里?是否走出了暗礁区?还不好说。比较中国经济与发达国家的短长,现在,特别需要看清两大机会、把握两个市场、用好两股力量。

○亚夫

今年以来,在国内外多种因素的交互作用下,中国经济有如激流行船,遇到了前所未有的困难。现在,船在哪里?是否走出了暗礁区?还不好说。正因为如此,有不少分析人士对中国经济的看法分歧很大。此时,如果一味沉湎于局部领域或者某些单方面数据,反而看不清问题的症结所在。

就经济而言,从大的方面讲,中国经济现在主要面临三大问题。

一是国际巨额金融资本的流窜问题。受美元持续贬值和美国次贷危机的影响,国际金融资本自去年初起,就从欧美金融市场向国际商品期货市场以及新兴市场流动。其流向和流量是前所未有的。而据有关人士测算,目前,欧美金融市场容纳的国际资本大约在百万亿美元左右,这笔巨额资本如果持续从欧美金融市场向其他地区和市场来回流窜,它所造成的骚扰是非常严重的。

二是国际初级产品价格在高位振荡问题。据相关研究,长期以来,国际商品期货市场可容纳的资金约万亿美元。与上万亿美金的国际金融资本相比,这个市场的可容纳度只有百分之一。当国际金融资本受美国次贷危机影响,从欧美金融市场流出,流向商品期货市场时,它所受到的冲击是可想而知的。这正是去年以来国际初级产品价格暴涨的重要原因之一,也由此构成了全球性输入型通胀的压力。

三是外部需求萎缩导致内部产能过剩问题。今年年初以来,中国净出口增速出现了下滑趋势。一方面,这与部分出口企业亏损、减少出口有关;另一方面,更主要的是来自欧美等发达经济体的外部需求在萎缩。当美国次贷危机爆发、居民金融资产缩水后,又逢国际金融资产推高全球商品价格,不得不使发达国家的居民缩减消费,并由此影响了中国的出口。而出口增速的下降,又使中国持续多年的投资与产能过剩问题再次凸现出来,并引发了一系列问题。

在这种情况下,中国该怎么办?是寻找对策,化不利为有利,化危机为转机;还是被动应对、自我唱衰?这不只是态度问题,还有方法问题。比较中国经济与发达国家经济的短长,现在,特别需要看清两大机会、把握两个市场、用好两股力量。

所谓两大机会,一是国际市场的调整机会,二是国际产业资本的转移机会。

受美国经济及美元在世界经济版图中出现结构性变化的影响,近年来包括金融与商品市场在内的国际市场出现了系统性裂痕,原有的市场结构、市场秩序,特别是价格秩序,受美元持续贬值影响,屡次被打乱。国际金融与商品市场出现了结构性大调整,一方面,使国际间的经济利益与话语权格局出现了重新洗牌的需要;另一方面,正为中国经济的全球布局提供了机会。现在,关键是要认清形势、把握大局、踏准节奏、图利自己的国民。

而在国际金融与商品市场出现结构性大调整的同时,国际产业资本也在加速转移,尤其在发达国家,受美国次贷危机影响,国际金融资本为寻找资金避风港,开始加大对原材料等初级产品市场的投机,使发达国家的产业资本遭受了产业资本贬值、生产成本上升以及消费需求萎缩的三重挤压,不得不进行产业转移。而中国又是这些产业资本转移最有条件的承接国。因此,在外部经济最糟的时候,也许正是中国的产业结构以低代价升级的最好时机。

所谓两个市场,一是正在升级的国内市场,二是正在变化的国际市场。

中国国内市场这两年出现了明显的升级态势。据商务部估算,去年中国

会从容应对,游刃有余;相反,则会表现得迟钝、徘徊和犹豫不决。无庸讳言,相对于发达国家的政府,我国政府驾驭宏观经济金融运行的水平和宏观调控能力都还有待于进一步提高。针对本次股市大跌,我认为政府应该救市。

1、当前我国股市是不成熟的,它的成长需要政府政策呵护。现阶段的中国股票市场既存在着市场机制发育不健全的问题,更存在着诸多制度缺陷,也存在着种种内幕交易和市场操纵行为。在这种情况下,完全由市场决定股票价格,并不能保证价格的合理性,不利于股票市场长期稳定发展,也显然有悖于当前中国股票市场发展的阶段和现实。

事实上,即使在国外相对完善的股票市场,市场也经常失灵,面对市场的大幅波动,政府通常会采取各种政策措施加以调节。以美国股市为例,自1929年大股灾以来,每一次调整筑底都具有明显的政策痕迹。例如,扭转1929年大股灾颓势的是罗斯福新政;1987年美国股灾期间格林斯潘紧急干预并发表电视讲话稳定人气。本次美国次贷危机爆发之后,美联储、美国证券委和财政部更是频频干预股市。

2、我国股市运行及其“政策市”特质的消除,均有助于政府的政策支持。坦率地讲,近20年的中国股市一直是一个“政策市”,至今还没有发展成为“市场市”。暂且不说股市的建立是政府政策推动的结果,即使到了20年后的今天,政府政策仍涵盖股市运行的主要方面。比如,从IPO和再融资的审批、规模、速度和定价,到基金的发行规模、速度和分拆,从港股直通车和QDII的开放与否及开放范围,到国有股减持方案的设计,等等,都由政府部门掌控,与之相关的政策制定和实施,都会对股市的发展产生程度不一的影响。在这种制度格局下,如果真的像发达国家那样把市场统统放开,政府对股市撒手不管,从一个较长的时期看,股市由“政策市”变成“市场市”完全是有可能的。但是,在这个转变过程中,我们能否承担起市场动荡甚至崩盘的危险?我认为,现阶段政府救市,目的不是为了强化政策市,而是为了更好地走出政策市,是用政策有形之手纠正此前的政策错误,是

走向“市场市”不可或缺的一步。

3、我国股市发展的战略地位,需要纳入政府政策并由相关政策安排来巩固。中国股票市场的战略地位究竟应该怎样定位?对于一个正在崛起的大国来讲,我国资本市场的发展必须立足于产业结构升级和自主创新经济建设,必须为宏观经济发展服务,必须把国企改革、重组和圈钱等不是股市目标的目标彻底抛弃掉。因此,政府运站在有效推动中国和平崛起、构建自主创新经济体系、提升中国经济全球竞争力和构建和谐社会战略高度,把促进股票市场健康发展提升为国家的主导战略,从战略和全局的高度把资本市场发展战略纳入国民经济整体发展规划之中,与国民经济中长期发展战略相协调配套。

但是,到目前为止,许多人包括政府一些部门对股票市场的这种战略定位还没有认识到。认为股票市场依然是个微观问题,股市的波动只会影响到股市的投资者,对实体经济的影响不大,对企业和经济金融运行的影响很小。我认为,在证券化比率已接近80%的现实下,股票市场已经成为推动中国经济发展的重要力量。股市的波动不仅攸关投资者,而且对上市公司、实体经济、银行体系都将产生重大的影响。本质上讲,在金融经济社会,股票指数变动产生的影响并不比CPI变化产生的影响小,我们必须防止“重实体经济,轻虚拟经济;重物价指数,轻股价指数”的倾向,真正将股票市场的发展上升到国家战略层面。而要实现这一目的,从根本上需要依靠政府的政策支持。

4、市场理性的恢复和投资者的信心的提振,客观上需要政府的政策来支撑。去年10月以来的股市下跌,初期部分地反映了市场对价值的理性回归。而股市的持续下跌,则主要源于市场理性的丧失和投资者信心的缺失。

我认为,尽管外部经济环境的不确定性比较大,但这并没有直接动摇A股市场的估值体系,相反却会凸现中国市场的投资价值。从未来趋势上看,随着国内经济国际化、消费结构高级化、城市化和改革开放的不断深化,我国经济在未来相当长的时期内仍将继续保持稳定增长。因此,本轮股市下

跌应该非理性的恐慌行为所致,解决这个问题,必须依靠政府的政策调整来恢复市场理性和投资者的信心。

三、政府救市策略选择

基于以上分析,在目前阶段,政府通过适当的政策救市是必然的。当然,这里的“救市”并不是要求政府将股指维持在一定水平上,而是指政府不断调整政策来完善市场。针对我国股市目前所处的阶段及其所固有的制度缺陷,政府的救市措施应立足长远,重点定位于制度救市,而不是减点印花税或者多发几只基金。政府的政策应针对基础性制度建设薄弱,风险对冲机制不完善,机构投资者发展不成熟,政策缺乏透明性、连续性和稳定性等问题,着力于股市规则体系的完善,杜绝暗箱操作和内幕交易,为市场长期稳定发展打下良好的制度基础。从近期看,以下政策选择是值得关注的:

1、从战略角度考虑股票市场的供给和需求政策,保持市场的供求均衡。建议今后每年流通市值的扩容速度不得超过GDP的增长率,从数量上切实把握发展速度和市场承受能力。针对再融资,相关规则应进行调整。建议加强对再融资资金用途、项目可行性、回报率、融资合理性的审核,特别是对融资规模,有必要限定更加明确的标准。如再融资规模不能超过净资产、净资产的50%,涉及重大资产重组、收购的,不得超过净资产100%,等等。

2、建立制度性的市场流动性补充机制。建议采取以下三个措施:一是尽快推出政府平准基金,熨平股市非理性波动,以吸引更多的机构和个人投资者入市进行中长期投资;二是核准一年期限售股QFII额度,批准合格的境外机构投资者通过大宗交易持有“大小非”股票;三是核准境内合格的机构投资者在法定投资额度之外购买“大小非”股票,提高社保基金和保险公司等机构的股票投资额度。

此外,对流通市场的非国有机构、基金和一般股民,应降低印花税;改革监管模式,发挥自律组织作用;加快多层次股票市场体系建设等。

(作者系招商银行总行战略发展部副总经理)

人均GDP达到2456美元,消费对经济增长的贡献率首次超过投资。到2020年,中国消费规模将超过30万亿元。目前,中国已成为全球第一大手机市场、国内旅游市场、网络宽带市场,第二大黄金饰品市场和汽车市场,第三大奢侈品市场和医疗市场。到2014年,中国将成为全球最大的奢侈品市场;2015年,将成为世界第四大旅游客源输出国。这还是从部分消费市场的角度看,还不包括中国不同地域的消费发育情况。这将带来多大商机,难以估量。

从国际市场层面看,本轮世界经济的大调整,特别是国际金融与商品市场格局的大调整,极大地影响了不同国家和地区的需求情况,使供求关系在不同经济发展阶段的经济体之间,在不同国家和地区间,发生了微妙变化。尤其是在初级产品与最终消费品生产与销售

主体之间的利益分配关系,发生了重大变化。这对中国这样一个既有两方面需求,又有两方面供给的大国来说,完全有条件利用不同的市场时机,把握定价权,争取最恰当的赢利空间。

所谓两股力量,一是政府主导的行政力量,二是民间活跃的经营力量。

改革开放30年来,中国经济所有有如此快速的发展,和政府的主导有密切关系。尽管中国现在提出了由建设型政府向服务型政府转变的诉求,但从中国人情国情看,至少在较长时间内,政府对经济的主导作用还将是十分明显的,集中力量办大事,在目前的中国还是非常有效和非常管用的。另外,在基本公共服务还没有完善的情况下,也需要政府的投入,来带动组织投入,改善民生。因此,在适当领域发挥政府主导作用,将对中国经济又好又快发展是十分必要的。

不过,从市场经济的角度看,只有把民营经济搞大、搞活,才能充分发挥市场经济的高度竞争性 and 资源优化配置效率。只有基础雄厚、健康活跃的民营经济在国民经济中唱主角,才能使国民经济的运行更有生机活力,而中国的民营经济虽经30年改革开放洗礼,但是至今依附性仍很强,自主自强性不够,这不能不说是个遗憾。因此,为中小企业特别是民营企业松绑,放水养鱼,改善其经营环境,应该成为服务型政府长期要做的功课之一。

由此观察,中国经济现在虽然是在险滩中行船,但基于它的潜力、活力,以及咬住目标不动摇的毅力,加上中国人的智慧,完全有能力克服目前的艰难险阻,开创全新的局面。而目前中国股市对经济基本面作出的如此悖理的反应,也将会以一抹锈痕留在历史中。

■今日看板

与散户投资者博弈争利 A股已沦为非投资市场

○乐嘉春

有两则统计数据值得关注,一是2007年国内341只基金实现利润约为1.12万亿元,同比增长超过一倍;二是2008年上半年国内364只基金净亏损约为1.08万亿元,尽管九成亏损为浮亏,但基金业的名义亏损仍创下同期最高水平。

国内基金业的业绩如此“上天入地”,确实令市场大跌眼镜。但是,让市场更为担忧的是,基金业总体经营业绩的剧烈波动,再结合A股市场“大起大落”的变化情况来看,国内基金业并非是人们心中可以信赖的理性投资者,更像是主导或影响市场形成泡沫或快速刺破泡沫的非理性投资者。

在一定程度上讲,基金的非理性投资行为对A股市场的大幅波动起到了影响巨大的负面效应。

透过基金的投资行为可以观察到,表面上的市场化投资行为背后,却暗藏着受制度性因素而非市场化因素影响的深刻玄机。

去年基金业之所以会出现大规模扩容,其中最主要的一个影响因素是为了配合大量的IPO(尤其是大型国有企业上市)。一方面,大型国有企业上市需要大量资金的支撑;另一方面,假定A股市场的流动市值处于某一水平时,资金的持续流入会抬高A股股价水平,进而又可以抬升IPO发行价,大型国有企业可以从市场圈得更多的资金。从中国石油等上市公司IPO及上市价的剧烈波动中可以认识到这一点。

另从基金业为何要非理性地拉抬A股股指的原因分析来看,当时A股股指以上证综指为代表的合理市值区间应在3500至4000点区间,但最终在基金业近乎疯狂的资金推动下,将A股股指拉升至6000点水平。基金之所以要这么做,目的之一可能是为了向社保基金、保险资金等输送利益,这可以部分地解释它们为何会采取如此非理性的投资行为。

这似乎暗示我们,迄今国内基金业仍然缺乏令人值得尊敬的投资独立性。

在一定程度上,它们成了实现A股市场中非市场化目标的工具之一。一旦非市场化目标得到了实现,它们又会顺着看似市场化因素而实为非市场化因素的一种旨意进行操作。从去年10月以来的A股市场巨幅下跌中,面对市场剧烈波动的无动于衷,让市场隐约感到“有形的手”在起作用,基金业也成了推动这一市场趋势扭转的重要推手之一。

但是,问题是基金所掌握的投资资金来源主要源自于散户投资者(也有部分机构投资者),如今基金业的巨幅亏损实际上就是散户投资者的巨幅投资亏损。让基金业成为实现某一非市场化目标的工具之一,可以忽视散户投资者的巨幅投资亏损,是当今A股市场的一大特点。

最终,A股市场成了与散户投资者利益进行博弈的一个非投资市场,这也是A股市场的真正不幸之处。

拯救或保护散户投资者(或中小投资者)的切身利益,可能是当今A股市场亟待解决的一个根本性市场问题。

■声音

大小非解禁：市场影响弊大于利

○胡妍斌

2005年启动的股权分置改革,成为推动A股股市上涨的直接动力之一。直至2007年10月以前,股权分置改革可以看作是“大小非”股东平均以10送3股的对价给中小投资者的行情。随着股权分置改革的逐渐结束,股市开始进入后股改阶段,大小非股东获得其全流通的权利。而大小非高位不断套现终于成为股市不能承受之重,2007年10月份以后股市直线下跌近60%。

鉴于大小非全流通时代才刚刚拉开帷幕,未来几年大小非解禁的压力更大。从相关信息显示,2009年和2011年,大小非解禁高峰将出现,大小非解禁问题将给市场带来什么影响?将会是不断增加资本市场的压力,还是机会与风险并存,对此有必要加以探讨。

研究大小非减持对市场的影响,首先要考虑大小非的操作方向哪些可能性。从目前来看,有三种可能性:

第一,解禁后减持。究其原因,一是产业资本会追求与金融资本收益的平衡。当公司股票的市场价值与重置成本之比大于1时,股票价格越高,大小非就越有动机要卖出股票,将获得的资金再进行实业投资,将实业资本注入资本市场获得金融资本收益。直至金融资本与产业资本的收益率实现均衡。

二是在外部资金压力较大的情况下,如受信贷过紧的压力所致,上市公司会通过出售股票来获取资金。

三是上市公司避免控股权过多出现资金积压和浪费。例如,持有51%的股份可实现绝对控股,但持有20%以上的股份也可实现相对控股。从目前情况来看,国有上市企业的大股东所占股权比重有相当部分在70%至80%以上,减持部分公司股票不会影响其控股权。为充实社保资金,部分国有企业也有减持股权的需要。相比之下,由于大小非不存在争夺控制权的问题,可能更容易出现减持,而且有可能是不计成本进行减持。

第二,不减持或承诺高价减持,以维护股价稳定和投资者信心,同时保护自己的控股权。

第三,出现增持。特别是在股价处于较低位但又未来长期看好时,大小非减持的动力将会减少,甚至可能会出现增持的现象,以获得股权投资收益和分配收益。在上证综指处于2800点左右的区域,市场平均市盈率约为20倍,市净率约为3.4倍,甚至有近80家股票的市净率在1.3倍以下。在公司估值过低的情况下,股东的减持压力自然会减少。

另外,从上述分析显示的大小非三种操作方向对股价可能产生的不同影响来看,增持和承诺高价减持有利于股价向好。

为什么这么说呢?一是这两种操作方向会促使大股东的行为由“往外掏”变为“往里装”,而资产的持续注入将有助于提升股价上升;

二是由于这两种行为反映了大股东看好公司发展前景,这也是有利于提升股价。在大小非不操作的情况下,公司股价仅仅会受经济环境、基本面和金融政策等影响,不会出现异常波动的情况。

相比之下,大小非特别是大非减持对公司股价的影响最值得关注。其中,小非的减持对市场的冲击可能会更大一些,但大非减持却并不必然会带来股价下跌,特别是在国有股权合理价格出售的情况下,实际上是给市场投资者提供了分享经济增长收益和大型企业持股权的机会。在此情况下,大非的减持可能促使资本市场出现软着陆,甚至有可能带动中国股市进入牛市后半段。

综合来看,在未来几年内,资本市场将迎来大小非解禁的洪流,在市场估值体系下降的情况下,大小非解禁的压力和对市场的冲击影响将相对有限。相反,现有价格水平上,大小非解禁特别是大非的解禁会给市场带来一定的投资和收购兼并机会。因此,对未来自大小非减持应持辩证的态度。

(作者单位:交通银行发展研究部)