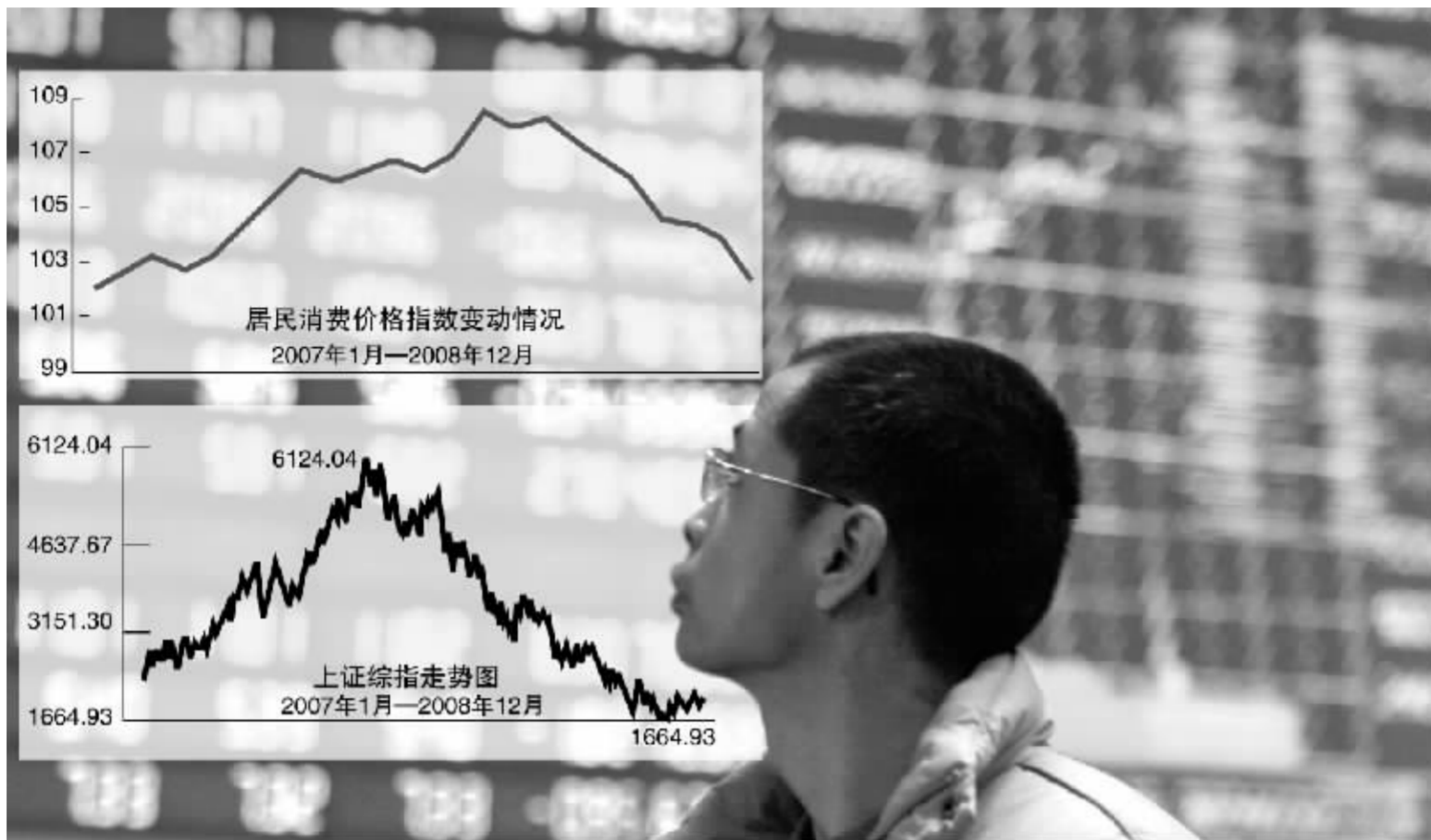


股市已成宏观经济晴雨表 须建立新的稳定观

“从这一轮周期来看,我国股市宏观经济晴雨表功能反映得比较充分。”众多业内人士均认为,自股改以来,我国股市已经在很大程度上体现出宏观经济晴雨表的功能。遗憾的是,本轮经济周期从上行的后半段到下行至今,宏观调控始终没有充分体认到股市对经济的先导作用,而是继续依据滞后的宏观经济指标——如GDP、CPI等判断经济形势。决策依据的滞后性往往会影响到调控政策的有效性,因此,今年股市的大幅下跌一定程度上表明了投资者对宏观调控的信心在减弱。

◎新华社记者 崔峰 赵晓辉
本报记者 邹陈东 周柳



张大伟 制图

股市提前反映宏观经济走势

中信证券董事总经理、研究部负责人徐刚为记者梳理了一条股市表现、经济表现和调控政策的逻辑线,从中可以体会到本轮周期中股市晴雨表功能的体现,以及宏观调控的一些得失。

2007年1月第一个交易日,上证综指从2728点开盘,2007年1—6月上证综指的收盘点位分别为2786点、2881点、3183点、3841点、4053点和3820点,股市的过热实际上提前反映了经济的过热。同期的月度CPI水平则分别为102.2、102.7、103.3、103.0、103.4和104.4,并未充分显现出经济过热的迹象。当时,货币政策坚持只盯住CPI,不认为资产价格是货币政策应该关注的范围,在本该坚决加息的2007年上半年只加息两次。

事实上,如果按照6个月的前提来观察,可以发现2007年上半年股市一路飙升恰恰提前反映了下半年CPI指标的攀升。2007年7月到12月,CPI指标突然暴涨,11月甚至接近107的高位。由于CPI指标相对宏观经济的滞后性,央行此时才决定频繁加息,在2007年下半年连续加息4次。

由于本已滞后的利率政策对宏观经济的效用又存在时滞,在2007

年7—9月连续加息的情况下,上证综指已经惯性飙升到5500点左右。从另一个角度来说,半年后的CPI水平也再次呼应了这种攀升——2007年7月到10月,上证综指从3836点攀升至最高点6124点,半年后的2008年1—4月,CPI水平也从107.1攀升至最高点108.5;2007年10月之后,股指进入下行区间,半年后的2008年4月后,CPI也进入下行区间。

从2007年第四季度到2008年第一季度,上证综指从6124点大幅下跌至3472点,股市对宏观经济发展尤其是上市公司盈利水平的悲观情绪已经较为明显,但同期CPI水平仍然高涨,一直保持在107以上。由于没有重视股市对经济的晴雨表功能,同期政策基调是“双防”和“一保一控”,2007年6月15日,央行仍然出台了上调存款准备金率一个百分点的措施。但事实上,6个月后的2008年第二季度到第三季度,CPI水平从108.5一路回落至104.6。直到股市提前反映的宏观经济走势变成现实,政策基调才变成了全力保增长。

股市、房市等资产价格的变动是未来经济预期的提前反映,宏观调控应该更好地对其未雨绸缪、防微杜渐,更多地站在未来的角度对当下进行研究和决策,以避免宏观经济出现大起大落,从而使金融

市场、资本市场实现稳定发展。”徐刚表示。

为何单纯救市不起作用

股市与宏观经济的密切联系,也可以解释为何今年频繁出台的救市措施没有发挥预料中的作用。

上海证券交易所有关人士表示,股市的表现,是对实体经济的提前反映。这里有一个对应关系,即:GDP增速每上升一个百分点,对应企业利润增速增加20个百分点。根据这个关系,我国GDP增速从12%下降到9%,下降3个百分点,意味着企业利润零增长(去年企业利润增速为56%,约等于60%)。在企业利润增速达到56%的时候,市场可以给上市公司总体60倍市盈率的估值;而预期企业利润零增长的时候,市场给出的估值水平肯定达不到20倍。因为这种对应关系的存在,只要经济增速下滑,出台单纯针对股市的救市政策就很难起到作用。

银河证券专家也认为,用印花税、暂停股票发行等调节供求关系的措施调整资产市场,违反了经济学的基本原理。通过改变供求关系可以调整商品市场,因为商品市场存在效用最大满足度的约束,可以找到均衡价格;资本市场产品价格则依靠风险和预期,不能通过供求关系来定价,找不到均衡价格。”

建立新的股市“稳定观”

实现股市的稳定发展是众多市场的共同愿望,但怎样的股市才是“稳定”的呢?原上海证券交易所总经理尉文渊认为,股市表现与宏观经济周期是否吻合,才是有意义的股市稳定标准。传统上,各方都希望股市保持平稳发展,但这只是主观愿望。就规律而言,由于受到各种内外部因素的影响,股市不可能成为绝对稳定的市场。特别是将股市稳定的标准界定在股指稳定上,更加不切实际。

尉文渊说,正是由于不够现实的“稳定观”的影响,导致历史上我国针对股市的政策总是随着行情摇摆,“涨也怕,跌也怕”,一方面试图推进市场化进程,一方面却不断进行不必要的干预,例如“发社论”、反复调节印花税、调控发行节奏等措施,使得政策走向本身成为了股市的不确定性因素。在这种情况下,投资者行为也发生异化,每当股指高涨时,就害怕出台政策打压;每当股指大跌时,则期盼找到政策底”。

保持股市稳定发展的愿望很好,但在某种程度上违背了市场的规律,事实上也无法起到稳定市场的作用。错误的“稳定观”,本身就不是有利于市场保持长期稳定发展的观念,应该予以纠正。”尉文渊说。

如何合理疏导“大小非”

“大小非”是否是导致股市下跌的主因?市场各方在这一问题上存在较大争议,但比较一致的看法是:目前“大小非”在股市发展中“助跌限涨”,成为股市的“天花板”。分析人士建议,应着眼长远,采取有效措施对“大小非”加以疏导,化弊为利,使其成为股市健康发展的稳定器和调节阀。

对“大小非”认识有争议

严格意义上的“大小非”指股权分置改革后形成的限售股,但市场目前以此名词与“限售股”混为一谈。

据统计,到2011年,沪深股市共有各类限售解禁股超过1.4万亿股,以2008年4月30日收盘价计算,解禁市值约18.74万亿元,而当时的流通市值仅为7.1万亿元。这意味着会有两倍于原有流通市值的限售股票进入流通领域。

记者采访发现,市场各方在“大小非”与股市涨跌关系的判断上争议较大。一方观点认为,由于“大小非”带来扩容效应且持股成本低,若解禁后进入流通领域,其持有者可能随时抛售,拉低股价,“大小非”是今年股市下跌的罪魁祸首。中国证券投资者保护网2008年第三次中国证券投资者综合调查显示,“大小非”解禁被投资者列为股市下跌的首要原因,其选择比例远远高于排在第二位的大型上市公司首次公开发行和增发。

另一方观点则认为,“大小非”是股市下跌的“替罪羊”,此轮股市下跌的主因是对未来预期的不确定性,只要预期变好,“大小非”问题自然会消化。市场研究人士认为,股票的价格与商品的价格不同,并不单纯地由供求关系决定,而是更多地取决于预期,在未来预期好时,即使供给量大幅增加,仍会吸引更多的资金进入,股票价格仍可保持上涨。因此,不能说“大小非”由于增加股票供给而使股市下跌。

不能因“大小非”否定股改

记者采访发现,投资者所谓的“大小非”既包含了股改形成的限售股,也包括新老划断后IPO由于战略配售、高管持股等原因所形成的限售股,但鉴于概念的不清晰,一般投资者往往又将“大小非”归罪于股改。

许多市场人士都认为,股权分置改革为所有股市投资者创造了真正“同股同权”的制度环境,是我国股市发展史上历史性的突破,不能因为“大小非”问题而质疑甚至否定股改。

在股改限售股逐步解禁的同时,新老划断后形成的限售股开始大量增加。中国证监会的资料显示,在所有的限售股当中,股改形成的限售股为固定的4660多亿股,目前占所有限售股的比例已经低于1/3。

记者了解到,此类限售股在国外成熟市场普遍存在,却并未构成对市场的威胁。中央财经大学专家说,其中的不同在于,我国国有上市公司仍然是国有股“一股独大”,而早期出于防止国有资产流失等方面的考虑,相关法律法规在制定时倾向于控制股份发行流通,因此这类限售股相对量要大很多,造成了虽已步入全流通时代却仍在不断制造“大小非”的状况。以中国石油为例,其A股公开发行的股票占总股本的比例不足3%,其余高于97%的股票均为限售股。随着新股的不断发行,此类限售股越滚越大,对市场的冲击将超过股改限售股。

让“大小非”发挥股市“调节阀”作用

业界认为,应采取切实有效措施解决“大小非”问题,以助中国股市走出困境。目前市场提出的大小非非解决办法包括建立平准基金,将“大小非”纳入大宗交易平台,对其实行强制性现金红利政策,征收暴利税,限制减持等。记者调研发现,在不违背股改契约的前提下,切实可行的建议有如下几条:

一是由社保基金类资金承接“大小非”。市场研究人士认为,目前,“大小非”中有80%以上的股份属于国有,可以将其直接划拨给社保基金,既可缓解对当市场的冲击,又有助于社会保障体系的建立。社保基金可以长期持有划拨后的“大小非”,并通过强制分红获取稳定收益。

二是设立专门的基金接收“大小非”。可由国家相关部门以及国内大型投资机构出资设立专门基金或者面向社会公众投资者募集成立基金,按照约定价格接洽“大小非”抛出的筹码,并将筹码向开展融资融券的券商借出,收取利息回报该基金的投资者。

三是提高新股发行比例减少新的“大小非”产生。股改“大小非”数量已定,而新的限售股源源不断产生。必须改革发行制度,提高新股发行比例,才能从根本上减少限售股压力。根据现行法规,我国公司在A股上市总股本低于4亿股发行比例不低于25%,超过4亿股发行比例不低于10%。

四是应避免出台限制“大小非”减持的政策,不要让“大小非”产生此类预期,否则会使选择提前减持,从而对市场形成更大冲击。

业界认为,对于“大小非”带给市场的冲击应一分为二地看待,如果疏导得当,“大小非”可以起到股市“调节阀”的作用。他们分析,“大小非”在股价走高时减持,在股价走低时停止减持,能够使我国资本市场的股票价格维持在较为合理的范围之内,促进其稳定运行。

资本市场体制机制问题仍待改善

来自中国证监会研究中心、中国社科院金融研究所、国务院发展研究中心金融研究所、上海证券交易所的专家认为,在全球金融危机导致美元持续贬值、世界经济萧条的情况下,大量国际资本看好中国市场。随着中国资本市场的基础制度进一步完善,发展逐步符合国际规范,盈利空间巨大,可能成为国际资本投资重点。同时,中国经济转型和强力拉动内需的措施,将使资本市场逐渐成为经济发展的核心。

我国资本市场的战略定位和发展路径

从我国改革开放的经验和当前国际国内形势要求看,资本市场要迎接机遇加快发展,还需进一步完善制度,明确战略和发展路径。

有关专家认为,当前需要进一步明确我国资本市场的战略定位,即把握大国博弈规律,建设强大资本市场,促进国内外经济资源的有效配置,推动我国经济崛起。

他们建议,首先,应建立资本市场国家战略,实现资本市场与中国经济社会协调发展。建议抓紧制定资本市场发展的国家战略,利用资本市场对宏观经济发展的各项功能

作用,科学决策,运用经济杠杆和市场化手段,消除资本市场的体制机制障碍,保持资本市场的稳定发展。立足服务国民经济,通过资本市场加速资源向优势企业集中,增强我国企业在国际市场中的核心竞争力,推动建立现代企业制度,提高我国企业直接融资比例,推进国有资产管理模式变革。

其次,紧紧围绕我国实体经济的需求发展资本市场。任何事物都有利有弊,虚拟经济对实体经济有着提高效率、加快发展的积极作用,也有对其产生不利影响的自我膨胀机制。上世纪80年代的日本经济泡沫、1997年的亚洲金融危机、美国次贷危机等都是缘于此。我国资本市场的发展应从其中吸取教训,处理好实体经济和虚拟经济的关系,要针对产业结构升级、经济转型、建设创新型国家等需求进行完善。

第三,要尊重市场规律,加快市场化改革,不断提高资本市场的规范化程度。我国资本市场的建设始于自上而下的制度设计,在经历了快速成长阶段后,也渐遇发展的瓶颈,迫切需要由政府主导的渐进式市场化改革,实现“新兴+转轨”向成熟市场迈进。

推进体制机制改革

受访人士认为,股权分置改革及其他一系列市场化改革和基础性制度建设的稳步推进,为资本市场全方位改革、消除体制机制障碍,更好地服务国民经济提供了良好的市场环境和制度基础。下一步,应继续增强资本市场与宏观经济的契合度,关注资本市场信号,提高决策的前瞻性,避免宏观调控政策无法调控资本市场的现象发生。此外,还应把资本市场建设成促进经济结构调整和转型的重要平台,更好地发挥资源配置功能。

同时,应加快相关机制改革,建设符合我国国情的资本市场。目前,我国已在发行体制改革市场化改革方面取得了成绩,如引入询价制、强化发行环节的市场约束等。在此基础上,还应进一步改革,完善发行规模和发行价格的市场约束机制,由市场筛选企业;进一步完善证券交易机制,建立资本市场做空机制,降低交易成本;构建统一监管下的全国性场外交易市场,形成交易所与场外交易市场的有机联系、相互补充的市场体系;通过资本市场价格信号和筛选功能,建立上市公司市场化收购兼并机制,

建立针对各种市场的不同的退市标准;协调发展好股市、债市、期货市场、汇市和产权市场。

另外,应形成统一互联的资本市场和交易平台。应大力推进统一的有效市场的形成,建议将现在隶属不同主管部门监管的市场连接起来,建立制度一致、方便高效的统一市场,避免产权市场、货币市场、债券市场和交易所市场的分割分治、互相排斥的状态,促进全国资本市场的流动性和资金的配置效率。

提高资本市场规范化水平

中国证监会、中国人民大学、光大证券、嘉实基金有关人士指出,我国资本市场与很多成熟市场的自我演进方式不同,是由政府与市场共同推动,走的是一条政府自上而下推动的规范化改革与市场自我演进相结合的道路。一些重要变革成功的关键也都是因为坚持了市场化改革方向,并采取了政府与市场有机结合的方式循序渐进地推进。全球金融危机爆发后,再次证明我国这种政府主导的资本市场发展道路可以有效规避风险。因此建议:

一,应积极稳妥地推进资本市场开放,提高我国资本市场和货币

的国际地位。我国资本项目目前还不具备完全开放的条件,但完全可以通过制度设计吸引更多外国机构投资者投资我国股市,在保证设立“防火墙”的前提下,发展专业化投资公司,增加资本市场的稳定。当前,全球金融危机使美元“全球货币”的地位受到质疑,在中国经济继续保持全球最高增速的条件下,人民币成为各经济体储备货币的可能性大大提升。我国需进一步发挥“人民币计价资产定价和交易中心”的功能,一举掌握中国企业(海内外)定价权。

二,应大力加强法制建设,不断提高资本市场规范化程度,充分调动市场各参与主体的积极性。中国资本市场是一个新兴的市场,因此需加强资本市场的发展建设,完善法律框架和监管体系,坚持依法治市,倡导合规经营,诚实守信,维护市场秩序,打击违法犯罪,保护投资者利益,调动市场主体的积极性。

三,应推进资本市场文化建设,营造有利于可持续发展的生态环境。加强投资者教育,建设健康的股权文化和诚信环境。股权文化包括维护股东利益、股权价值评估、投资者权益保护和股权投资在人们生活中的地位等一系列价值的认同。