

# 紧缩政策阴影弥漫 A 股市场



作者 乐嘉春

作者系  
经济学博士

央行上调准备金率等一系列动作,让市场产生了货币政策趋向收紧的忧虑,投资者有六大担心:未来经济增长动力越大,紧缩政策的力度会否越大,并进而影响部分上市公司业绩增长;实体经济越是向好,过剩流动性逃离 A 股的意愿是不是就越强……这注定今年 A 股会经受更多的宽幅震荡。

联系本栏:ljc@ssnews.com.cn

跨入 2010 年,央行向市场发出了政策紧缩的一系列信号,先是出人意料地提高 3 个月期票据发行利率,继而是上调准备金率以及紧缩银行信贷等。这一连串动作都让市场猜测中国的货币政策取向是否已发生实质性转向。由此,引发了 A 股市场的巨幅震荡,甚至还让全球股市的神经紧张不已。

那么,眼下市场恐惧什么?担忧什么?在笔者看来,官方的一系列动作让市场心存三大忧虑或恐惧。

其一,经济增长形势越好,政策紧缩的力度就越大。这个让 A 股市场非常忧虑。有观点认为,上调存款准备金率就是宽松货币政策转向的一个重大信号。而政策收紧的“预演”早已开始,当去年二季度 GDP 同比增长 7.1% 时,央行就开始收缩银行信贷,从去年下半年月度银行体系新增信贷比上半年大幅下降中可见一斑。同样,在日前国家统计局公布 2009 年 GDP 同比增长 8.7% 信息之前,央行又上调了 3 个月期票据发行利率,并适时上调了存款准备金率。这些都说明,央行已意识到,“保增

长”目标实现之后,“防通胀”已成为今年宏观调控的重要目标之一,特别是要控制好物价。而政策调整的又一个目标就是要抑制资产价格泡沫。

现在,市场特别担忧的是,按照目前的经济增长惯性,今年经济增长速度很可能还会加快,这意味着政策收紧的力度还将加大。再考虑到 CPI 和 PPI 存在着突发性上涨的可能性,这次中国似乎很难从容易地实施紧缩政策。从这个角度分析,后续紧缩动作对 A 股市场的震荡影响将远超过以往任何时候。而其力度、时间、方式等是否缺乏预见性或超出市场预期,这一切都将成为影响市场大幅波动的不确定性因素。

其二,过剩流动性与实体经济走势之间相互背离的中国式特征昭示,实体经济越是向好,过剩流动性就越有可能流出 A 股市场。实体经济转好将有助于提升上市公司的经营业绩,提升 A 股市场的整体估值水平。但是,实体经济的转好,也意味着实体经济的盈利空间将大幅增加,流动性由此将可能会

逐渐回流到实体经济之中。也就是说,流动性将会逐渐流出 A 股市场。

与此同时,货币政策的调整,也预示了 A 股市场中过剩流动性的基本格局已发生变化,资金从 A 股市场中流出的意愿将逐渐增强。当然,A 股市场中流动性退出的主动性选择,还要看 A 股市场本身的一些变化,如市场供求、政策变化等因素,这些因素是否会导致 A 股市场中资金的持续流入已转为流出。

从目前来看,影响 A 股市场波动的诸多因素仍处于胶着状态,特别是融资融券和股指期货等对市场的影响究竟如何现在还很难判断,但鉴于当下 A 股股指仍处于合理估值区间(以沪深 300 指数为准),故过剩流动性至少目前还不会持续流出 A 股市场。

不过,市场仍然对货币政策心存担忧,过剩流动性势将会持续流出 A 股市场,当下 A 股市场已处于牛熊分界线上拉锯与挣扎之中。据此,过剩流动性何时流出、流出规模怎样,这些“不确定性”导致未来将更加难以预见 A 股市场的宽幅震荡。

其三,货币收紧措施若实施,如上调存款准备金率等,会阻碍上市公司的未来盈利增长。

事实上,货币政策收紧对部分行业的不利影响是显而易见的。例如,对房地产业会产生重大影响,由此也会对其关联行业如有色金属、钢铁、水泥等经营业绩产生不利影响。同样,当市场对这些行业的预期发生变化后,这些行业的相关上市公司在股市中的再融资能力也将显著下降。由此,货币政策最终将影响到它们的生产扩张及其盈利增长。当然,目前紧缩预期的心理影响要远大于实际的业绩影响。

这样,政策紧缩的信号发出,不仅会引发市场筹码的重新组合,而且也会影响当下 A 股股指的宽幅震荡。

由此可见,货币政策收紧预期已催生出市场的三大忧虑,这也注定了今年 A 股市场将面临更多的不确定性,会经受更多的宽幅震荡。A 股是否会遭遇熊市的突袭,这个问题已经摆在我们面前。

■ 关注股指期货

# 姜洋:突出风险防范确保股指期货平稳起步

日前,中国证监会在上海举办期货公司和证券公司高管人员股指期货培训班。中国证监会主席助理姜洋出席并讲话。姜洋表示,各期货公司、证券公司应在股指期货上市前做好完善内控合规制度、组织开户、规范 IB 业务、保障信息技术系统安全等方面推进工作。姜洋强调,期货等金融衍生品是一把“双刃剑”,既能管理风险,使用不当也会引发风险。各期货公司、证券公司要把风险防范放在十分突出的位置。

◎记者 张欢 ○编辑 刘玉凤

姜洋要求,各期货公司、证券公司要切实增强使命感和责任感,严格落实各项监管要求,认真履行中介机构职责,共同推进股指期货市场平稳起步。

一是要完善内控、合规制度,把投资者适当性制度的各项要求落到实处。中金所要对制度落实情况加强检查,坚决打击违法违规,加大责任追究的力度。二是要精心组织开户工作,加强开户环节的管理,严格开户审核制度,完善客户投诉和纠纷的处理机制。三是要进一步规范中间介绍业务,按照权责明确、风险自担的原则,成熟一家、验收一家、开业一家。四是要保障信息技术系统安全,积极开展信息技术系统的升级、联网和测试工作,制订应急预案,加强应急演练工作。

姜洋表示,推出股指期货是贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》精神,加

强资本市场基础性制度建设的重要举措。目前股指期货上市的各项准备工作正积极有序推进,要珍惜机遇,严控风险,严格落实投资者适当性制度的各项要求,扎实推进投资者教育工作,确保股指期货顺利推出和稳健运行。

姜洋指出,推出股指期货对于资本市场改革发展意义重大。股指期货上市后,随着其功能的逐步发挥,将有利于形成股票市场的“内在稳定器”机制,增加市场弹性;有利于形成股票市场化形成的资产价格形成机制,有利于培育股票市场成熟的机构投资者队伍;有利于完善股票风险管理内在的体制机制;有利于完善期货市场体系,深化市场功能。

姜洋说,股权分置改革等资本市场基础性制度建设,进一步完善了市场运行的体制机制,为推出股指期货创造了良好的市场环境。近年来,期货市场法规制度逐步健全,市场监管

不断加强,现行的制度和监管体系经受了国际金融危机的考验,推出股指期货的制度基础不断夯实。中金所成立三年多来,按照“高标准、稳起步”的要求深入推进股指期货筹备工作,目前各项筹备工作已经就绪,具备了推出股指期货的现实条件。

姜洋强调,各期货公司、证券公司要把风险防范放在十分突出的位置,全面检视各项业务准备环节,做好风险隐患排查工作,完善应急预案,确保万无一失。在开户环节要严格落实好投资者适当性制度,有效避免投资者盲目入市,从源头上保护投资者合法权益。要按照“把规则讲透、把风险讲够”的原则,持续深入开展投资者教育工作。

证监会、中金所的有关负责人进行了授课。来自全国期货公司和从事股指期货中间介绍业务的证券公司高管人员 300 余人参加了此次培训班。

# 重庆依靠服务吸引证券机构落户

◎记者 王屹 ○编辑 刘玉凤

25 日,重庆证监局召开全市证券期货监管工作会议,传达了全国证券期货监管工作会议精神,并对 2010 年的重点工作进行了有针对性的部署。

会上,重庆证监局党委书记、局长叶春和表示,去年辖区证券监管工作取得明显成效,重庆资本市场实现了新的发展。首先,直接融资打破了重庆近 4 年来无 IPO 项目的僵局,莱美药业成为全国首批登陆创业板的公司之一,融资 3.8 亿;同时,12 家公司开展再融资,创出历年最好水平。其次,金融服务辐射力明显提高,引进了一

大批优质证券期货经营机构来渝设点。去年在重庆证监局支持下,辖区共新设 2 家证券分公司、1 家证券投资咨询分公司、4 家证券营业部,批准 5 家异地期货公司新设营业部筹建申请,重庆本地期货公司在异地新设 10 家营业部。第三,重庆证监局还积极发挥自身专业优势,支持地方国有重点企业做大做强。西南证券成功借壳上市,重庆水务 IPO 已通过证监会发审,重庆银行、四联集团 IPO 申请已经上重,重庆建工进入辅导程序、重庆港九、重庆百货提出了整体上市方案。

叶春和指出,重庆资本市场虽然已取得了很大发展,但仍存在不足。

对此,2010 年重庆证监局要重点抓好五方面工作:一是稳步推进创新发展,积极防范市场风险。各单位要认真落实各项基础性制度规定,证券期货经营机构要做好股指期货推出的准备工作。二是发挥资本市场功能,服务重庆经济发展。多渠道扩大直接融资,积极推动实施市场化并购重组,增强期货市场服务经济功能。三是认真落实监管要求,提高规范化运作水平。四是维护投资者合法权益,促进市场平稳运行。强化对融资融券、股指期货市场服务创新金融工具及创业板投资的风险提示。五是完善辖区监管机制,增强监管有效性。



中国证监会主席助理姜洋要求在开户环节要严格落好投资者适当性制度,有效避免投资者盲目入市,从源头上保护投资者合法权益

资料图

## 贤成实业信息披露违规遭处罚

◎记者 张欢 ○编辑 刘玉凤

中国证监会近日发布行政处罚决定书,对贤成实业及原董事长黄贤优等 9 名责任人违规信息披露行为进行处罚。依据《证券法》相关规定,中国证监会给予贤成实业警告,并处以 30 万元罚款;对原董事长黄贤优给予警告,并处以 5 万元罚款。

证监会经调查核实,从 2002 年至 2005 年,贤成实业未及时披露多

笔担保事项,行为违反了原《证券法》第六十二条的规定。贤成实业未在 2002 年年度报告、2003 年年度报告、2004 年年度报告和 2005 年中期报告披露上述担保事项的行为违反了原《证券法》第六十条、第六十一条的规定。

证监会近期还对北京华天天地科贸有限公司等四家机构及直接责任人的违规信息披露行为进行了处罚。

■“融资融券探营”系列报道之二

# 融资融券可实现投资者、券商和市场三方共赢

◎记者 钱满集 ○编辑 刘玉凤

融资融券作为中国证券市场的新生事物,应如何全面理解其对资本市场带来的变革和意义?面对可能出现的风险,市场各方主体又应该做好哪些什么准备?光大证券自 2006 年以来,积极参与了融资融券业务的相关研究和准备工作,在实践中总结出了丰富的经验。带着上述市场关心的问题,此次记者专程采访了光大证券融资融券部总经理王赐生先生。

单纯强调助涨助跌是片面理解

记者:有人说融资融券会增加市场的投机氛围,产生助涨助跌的负面影响,您如何理解?

王赐生:我认为推出融资融券业务试点是资本市场繁荣发展的内在要求,推出融资融券既不是为了市场涨,也不是为了市场跌,而是为了完善资本市场基础性制度建设,创新交易机制体制,完善证券交易方式,继续夯实市场稳定运行的内在基础。任何忽视这一根本而过分强调助涨助跌,都是对这一创新的误解或片面理解。

融资融券业务是市场参与者多赢的重大业务创新,是资本市场建设具有里程碑意义的大事。首先,融资融券可以将更多的信息融入证券的价格,使之能更充分地反应证券的内在价值,强化价格发现功能,使市场本身具备了价格稳定器的作用。可利用保证金比率这一杠杆,有效地配置市场资源。融资融券尤其

是融券是以后实施股指期货等金融衍生工具交易必不可少的制度基础;其次,融资融券业务将使券商增加相对稳定的收入来源,有利于形成核心客户群,增强核心竞争力,促进各项业务的综合平衡发展;最后,融资融券为市场提供了有效的避险工具,投资者也可以通过对冲交易实现套期保值。

风险控制需各方合力

记者:新业务的开展必然伴随着新风险的产生,那么投资者和证券公司应该如何控制融资融券带来的风险呢?

王赐生:由于融资融券业务采用保证金交易方式,存在交易杠杆,因此,客观上融资融券有证券投资

亏损被放大的风险。对放大投资风险的这种特性,市场参与者,尤其是投资者要与证券公司应高度重视。

就投资者而言,必须考虑自己的风险承受能力,要将融资融券规模控制在自己的承受能力范围内;就证券公司而言,要做好“适当性”管理,选择好客户。帮助投资者全面正确理解和认识融资融券业务,为投资者充分揭示融资融券业务中的风险。同时要把把握好循序渐进、稳步发展原则,不出现工作盲点、业务盲点,处理好业务开展过程中的各种问题。

严把投资者“资质关”

记者:为了控制融资融券业务的风险,保护投资者利益,证券公司

对于参与融资融券的投资者在资质上有怎样的要求?

王赐生:根据规定,在投资者资质把握上,一是对客户资产应有量化的把握,包括客户金融资产、全部资产。要根据客户金融资产、全部资产的一定比例对授信上限给予一定的控制。二是对投资者提交的融资融券保证金应有量化的把握,不能太低,比如客户资产不低于 50 万元或者 100 万元。三是对投资者过往的证券投资操作优秀要有质的把握。比如在 2007 年这种大年年份,如果投资者都是亏损,那对他的投资能力不能不表示疑问。四是对投资者的身份、收入、负债等因素也要考量。如考虑客户是否有稳定的收入来源,考虑客户对银行的负债。

■ 要闻速递

## 三公司主板 IPO 过会 八公司周五上会

◎记者 吴正懿

证监会昨日公告,文峰大世界连锁发展股份有限公司、江苏九九久科技股份有限公司、湖南汉森制药股份有限公司 IPO 过会,泰安泰山工程机械股份有限公司遭否。

本月 29 日,武汉高德红外股份有限公司、江苏常发制冷股份有限公司、深圳市爱施德股份有限公司、杭州海康威视数字技术股份有限公司、广东高新兴通信股份有限公司、福建中能电气股份有限公司、安徽荃银高科种业股份有限公司、江西三川水表股份有限公司等 8 家公司 IPO 上会,其中后 4 家拟登陆创业板。

预披露材料显示,文峰大世界拟在上交所发行不超过 1.1 亿股,募资 7.7 亿元;汉森制药拟在深交所发行不超过 1900 万股,募资 1.55 亿元;九九久科技拟在深交所发行 2180 万股,募资 1.55 亿元。

## 发改委:密切关注价格动态

◎记者 吴婷

日前公布的去年 12 月份居民消费者价格指数(CPI)和工业品出厂价格指数(PPI)双双大幅反弹,致使近日市场上关于通胀风险加剧的担忧不绝于耳。国家发改委 25 日发文称,去年下半年我国经济明显复苏,部分商品价格出现较大幅度上涨,社会通胀预期逐渐抬头,对此,发改委采取系列措施,为保持市场稳定发挥了重要作用。

发改委密切关注价格动态,努力缓解市场价格波动对群众生活的影响。”发改委相关人士表示,去年,我国价格总水平一直低位运行,但由于国际金融危机对经济运行和就业造成了很大冲击,群众对生活必需品价格变动更加敏感。发改委有关人士指出,各级价格主管部门没有因为价格总水平低位运行而放松警惕,而是及时掌握重要商品价格变动情况,对可能诱发异常变动的苗头性问题,及时研究稳定对策,避免因价格异常波动影响群众生活。

随着一揽子计划的实施,去年下半年我国经济明显复苏,部分商品价格出现较大幅度上涨,社会通胀预期逐渐抬头。为防止粮油菜蛋等群众生活必需品价格波动过多影响低收入群众的基本生活,各地采取了一系列应对措施。

价格改革也是造成部分产品价格上涨的原因,发改委称,正积极完善价格形成机制,努力缓解政府管理价格的调整对群众生活的影响。事实上,目前一系列措施已经在进行,在实施成品油价格改革过程中,一次性取消公路养路费、航道养护费等六项收费,继续坚持实行石油企业上下游利益调节、相关行业价格联动等,减缓油价上涨对行业的影响。此外,各级价格主管部门还积极推进民生价格改革,完善价格机制,降低或取消了一批涉及民生的重要商品价格和收费,包括取消义务教育借读费和农村义务教育住宿费等等。

## 台湾股票期货上市

◎据新华社电

台湾期货交易所 25 日推出股票期货,商品标的为 33 档,涵盖金融、电子与传产类股,鸿海、国泰金、台塑等产业龙头股均在列,因为兼具交易成本低、多空交易灵活、交易速度快等优势,备受市场关注。

台湾期货商公会理事长贺鸣珩指出,两岸经济合作框架协议(ECTA)签署后,期货商可以跨入大陆的期货市场。因此,即将展开的 ECTA 洽商,以及大陆将要推出股指期货等,都是台湾期货商的利益。

台湾交所原先公布有 35 档股票期货标的,其中 2 档因故被剔除或延期挂牌。

本栏编辑 刘玉凤