

watch|上证观察家

优化市场环境 倡导理性投资

□袁秀明

理性投资是证券市场稳定发展的基础。在证券市场上,股价波动不可避免。但是,如果脱离投资价值,波动过度,无论对公司还是对股东都不利。因此,在市场上,理性投资者的存在对证券市场起着稳定作用。美国著名的股票投资人巴菲特,秉承的就是忽略市场波动的投资哲学。巴菲特自始至终在资本市场上寻找着价值被低估的股票,他对利用技术分析、内幕消息进行投机不屑一顾,这种投资理念成就了他长期获利的神话。因此,理性投资不仅能带来丰厚回报,也促使证券市场理性发展。

作为理性投资者,其投资主要表现为理性行为。当市场下跌到一定程度时,他们选择买进,支撑基本面;而当市场上涨过度时,选择卖出,抑制了泡沫过度现象。这种行为稳定了市场。在发达证券市场上,这种理性投资者主要是机构投资者,比如美国共同基金等。

有研究指出,机构投资者的“羊群行为”不会导致市场的不稳定。如果机构投资者比个人投资者拥有更多信息来评估股票的基本价值,那么机构投资者将一齐买入价值被低估的股票,同时远离价值被高估的股票,这种“羊群行为”和个人投

资者的非理性行为产生相互抵消效应,促使股价趋向均衡价值,而不是远离均衡价值。

我国基金业发展时间短,投资理念尚待成熟。尽管如此,我国投资基金作为机构投资者也一定程度上能发挥稳定市场的作用,只是由于我国证券市场理性投资环境尚未形成,其稳定作用还有局限。

优化我国证券市场环境,为理性投资创造良好氛围。怎样才能形成理性投资的氛围呢?理性投资者需要一个良好的证券市场环境。在一个上市公司质量不高、信息披露不完全、监管不到位的市场上,是很难做到理性投资的。因此,现在的首要任务是加强市场建设。

一是提高上市公司质量。上市公司质量影响投资行为。如果没有好的上市公司及上市公司群体,这个市场很难做到理性投资。靠打压市场提高股市的投资价值而不是从本质上

提高上市公司质量,这种做法将不会产生良好效果。因此,要从法律、制度和监管上督促上市公司提高质量,并采取有效措施支持上市公司做优做强。这是促使证券市场理性投资的根本所在。

二是推动行业龙头、优质企业上市,提升股市整体投资价值。全流通背景下,大盘蓝筹股扩容,有利于多层次资本市场的建设,为理性投资行为创造良好的生存环境,为中国证券市场稳定、快速、健康发展奠定基础。只有A股市场承载了绝大部分代表国民经济的骨干企业,较全面地体现中国经济结构,A股市场才有可能反映中国经济发展全貌,投资者也才可能确立具有明确判断依据的估值体系,中国证券市场才可以确立价值投资基础,最终使理性投资者在长期投资过程中分享到经济增长的果实。

三是提高信息披露能力,

增加上市公司透明度。上市公司真实、准确、完整和及时地披露自身信息,能极大地提高资本市场交易的透明度,促进价格机制在资源配置方面的充分发挥,上市公司应着重增加前瞻性信息的自愿披露,突出公司的核心能力和竞争优势,使投资者了解公司的竞争优势和发展前景,增强投资者对公司的信心。

四是加强证券市场法律体系建设、完善监管制度。近年来,我国在证券市场监管制度建设、监管方面有了很大进步,但是监管制度还不完善,尤其在上市公司和基金公司的监管方面还存在漏洞,惩罚缺乏力度。证监会权力也有限,监管上市公司的手段十分有限。比如,证监会对上市公司银行账户无权直接调查,对上市公司的控股股东更是难以调查。在这方面,美国证监会有着超乎外人想象的无限调查权力,也因此,美国股票市场相对规范。

所以,加强我国证券市场监管、强化法律执行力度是非常必要的。

培育理性投资者。中国证券市场由于发展时间短,一直处于以投机心态、理念和行为为主体的状态。而中国以往的机构投资者比较关注的是短期业绩,而不太关注业绩背后的风险及业绩基准问题。这与美国等发达的证券市场明显不同。美国基金持有人大多为中期投资,他们更关注长期业绩,多将基金作为理财工具,通常不随短期市场波动频繁进出,对风险与投资业绩同样看重。

在这样的情况下,大力培育以证券投资基金为主体的机构投资者,有利于我国证券市场稳定,可以引导投资、防止市场过度投机行为。基金通过吸收社会上各种资金进入证券市场,为企业在证券市场筹资创造了良好融资环境;基金为保险资金提供专业化投资服务和投资于货币市场,有利于保险

市场和货币市场发展壮大;基金的专业化服务,可为全国社保基金、企业年金等各类养老金提供保值增值的平台,促进社保体系的建立与完善。

近年,合格境外机构投资者(QFII),以及其它机构,如以公募基金、保险机构、社保基金、企业年金、券商、信托、财务公司、私募基金等为主的机构投资者发展迅速,市场的投资者结构发生了根本变化,任何一家机构都很难单独影响某只股票的价格。机构力量的多元化有助于平衡基金巨大资金进出对市场形成的冲击。这种市场格局有利于推动市场价值判断体系的形成,一旦形成主流投资理念,令人期盼的证券市场理性投资文化也易形成。

经济的快速发展需要一个稳定的证券市场,稳定的证券市场认可的理性的投资行为。世界上任何金融危机的发生,都从反面证明了一个以投机为主流的证券市场只有有短哲的“虚假繁荣”,长期的金融动荡将会让整个国家经济遭受致命伤害。因此,优化证券市场投资环境,培育理性投资者对我国证券市场健康发展以及经济稳定发展都有着非常重要的意义。

(作者系中国社会科学院经济研究所经济学博士)

城市化过快导致诸多问题

□周迪

国家“十一五”规划专家组成员、中科院院士陆大道日前做客中科院“科学在线”访谈时,以“触目惊心”形容目前各地盲目追求大规模、高标准以及严重浪费土地的城镇化“冒进”现象。

在我国城市化建设进程中,盲目跟风、争相攀比现象严重。2003年、2004年提出来的“大北京”设想本是希望分散一些首都北京的职能,结果却导致了地方的盲目仿效,几乎所有的大城市和特大城市都在搞大新城、遍及各个省市区。

争相攀比建设新城等做法,加速了我国城市化进程。改革开放20多年,我国的城市化水平从1978年的17.9%,提高到2002年的39.1%,这个速度在全世界是创纪录的。达到同样的水平,英国花了120年,美国花了80年,日本30多年,而我们只用了22年。

城市化过快导致了一系列问题,城乡差距拉大和郊区发展的严重滞后是最为突出的一个。2004年7月,建设部部长汪光焘在全国村镇工作会议上指出,城乡收入比现在已经到了37比1,再加上政府对城市的福利补助等实际差距已经达到5比1甚至6比1,比20年前高出近三倍,而世界上绝大部分国家的城乡差距不超过1.5倍。

食品安全恐慌到底是谁造成的

□博杰

针对目前城市中出现的“食品安全恐慌”,广州市农业标准与检测中心主任彭聪直指那是“媒体的错”,他认为市民有些时候是让媒体“误导”了。

从心理学角度来看,公众对不确定性危险的担忧要远远超出对确定性危险的担忧。恰恰是有关部门的不作为,加重了公众对不确定性危险的担忧,因为公众不知道即将面对的风险到底是什么,会有多大,范围有多广,加之他们无法对有关部门的日常监管给予足够的信任,恐慌心理极易被放大。

近年来,发生了许多重大食品安全事件,几乎都不是由质监等部门主动公布出来的,而是在媒体披露以后,有关部门才采取行动。作为市场监管的有关部门,其反应能力远远落后于媒体,是导致公众本能放大可能面临问题严重性的真正根源。事实上,媒体不仅没有制造恐慌,反而在一相当程度上减小甚至消除了恐慌。因为媒体报道所带来的透明度的增加,可以使民

众更清楚地知道自己所面临的危险状况到底如何,使其对危险评估的不确定性转变成了可确定性。将食品问题所引发的恐慌归罪于媒体,在一定程度上反映出有关部门的抵触心理。由于许多食品问题都是被媒体披露出来的,有关部门常常不得不被动地站出来应对,面对公众对其监管水平的质疑,报得非常狼狈。但是,媒体的这种报道对有关部门而言,何尝不是一种强烈的激励呢?正是在那么多次的食品安全危机中,有关部门在媒体和公众的鞭策下,及时调整了监管思路,提高了执法水平,从而使食品安全事件的爆发次数大大减少,频率大大降低。

只要媒体的监督作用存在,任何食品安全问题都能被揭露出来,有关部门的不作为、监管不力等问题,也可能随时大白于天下。因而,有关部门应该正确对待媒体的批评监督,通过与媒体的互动实现整个监管水平的提升,倘若有关部门认真负责,当股市持续下跌,他们所持股票的股价跌去大半时,经济承受和心理承受能力

更重要的是,在城市化进程中,许多农民失去土地,使他们成为极为尴尬的一个群体,既不是农民,也不是真正意义上的市民,这成为一大社会隐患。这一群体的存在本身就足以说明,不能简单地以区划来划分城市化的程度。北京各区县财政收入完成1117.2亿元。加上奥运会带来的许多机遇,北京市地方财政收入状况还是相当不错的。但即便这样,北京郊区区县依然出现了“债务逾期无力偿还、以贷还贷、以贷还息、拖欠工程款”等现象,那么,其他地方政府的地方债务负担及偿还能力,就更令人担忧了。

我国基层政府欠账问题严重。据国务院发展研究中心地方债务课题组粗略统计,

地方政府债务过重威胁经济安全

□王清江

1月14日,北京市人大财经委首次对本市各区县的政府债务调查报告公布。截至2006年6月底,全北京市政府债务余额(即没有还清的债务)为数百亿元,债务负担率超过了20%,其中区县占近七成。调研发现,北京市各区县政府债务规模普遍较大,增长速度较快。“2006年,本市部分区县已经进入到了偿债高峰期,由于对本地区政府债务规模的科学分析不够,缺少对偿债高峰期到来的提前考虑,出现了债务逾期无力偿还、以贷还贷、以贷还息、拖欠工程款等现象。”

与国内其他地方相比,北京市的财政收入算是比较高的。从1995年至今,全北京市的财政收入平均增幅超过20%,2006年全市地方财政收入完成1117.2亿元。加上奥运会带来的许多机遇,北京市地方财政收入状况还是相当不错的。但即便这样,北京郊区区县依然出现了“债务逾期无力偿还、以贷还贷、以贷还息、拖欠工程款”等现象,那么,其他地方政府的地方债务负担及偿还能力,就更令人担忧了。

我国基层政府欠账问题严重。据国务院发展研究中心地方债务课题组粗略统计,

2004年,我国地方政府债务至少在10000亿元以上,其中,地方基层政府(乡镇政府)负债总额在2200亿元左右,乡镇平均负债高达400万元!国务院发展研究中心的一位专家在“地方债问题国际研讨会”上表示:“目前中国地方政府债务风险实际上已经超过金融风险,成为威胁中国经济安全与社会稳定的头号杀手。”

地方政府债务缠身,导致了诸多不良后果。其一,欠账不还破坏了政府的公信力。当无力偿还部分债务时,地方政府也常常本能地选择赖账。由于政府是公权力部门,债权人追债的成本很高、难度很大,当政府带头赖账不还,对整个社会诚信体系容易造成巨大伤害。在北京举行的“2006中国信用高峰论坛”上,发改委经济研究所消费研究室主任陈新年表示,如果没有信用制度,我国GDP将损失10%-20%。

其二,加剧了乱收费等现象的蔓延。乱收费、乱摊派和乱罚款是地方政府转嫁债务负担的一个重要途径。中央党校研究室副主任周天勇曾指出,目前,全国各级政府统计内的预算外收费高达5000亿元,统计外的预算外收入至少3000亿元,两项相加即超过8000亿元,而这些绝大部分来



刘道伟 制图

源于政府乱收费和乱罚款,“政府乱收费和乱罚款是扰乱市场秩序的最大祸根”。周天勇还进一步指出,现在,“不仅收费规模庞大,收费机构也越来越多”。

第三,使地方政府卖地的冲动变得更加强烈。卖地既是地方政府转移债务负担的重要途径,也是掩盖债务危机的重要方式。尽管早在几年前,就有许多专家对我国地方政府的债务负担表示担忧,但是,危机始终没有爆发,其中一个重要原因就在于地方政府通过卖地获取的巨额收入,在一定程度上延缓了危机的爆发。据北京大学中国经济研究中心发布的报告指出,2004

年地方政府的可支配财力就已达3000亿元,已占到GDP的19%,政府的小金库主要就是靠卖地和行政性收费。

应该认识到,地方政府一直在掩盖其真实的债务负担,这使我们对地方政府的债务总量难以做到准备把握。以北京为例,其人大财经委发布的监督调查报告公布称,全北京市政府债务余额为“数百亿元”,并不是一个确切的数字,其他地方对债务实际数字的遮掩状况可想而知。

一旦房地产市场出现大的波动,地方政府无法继续使用卖地收入填补相关缺口,债务危机或许会突然爆发,对这一危险有关部门应有足够的认识和警惕性。

投资者不能掉以轻心的两大基本风险

□刘安学

市场在变,投资结构在变,有两大基本风险不能不引起高度重视关注。

首先是中小投资者与专业机构的信息不对称的风险。我国股市投资主体的基本结构是中小投资者与各类专业机构(开放式基金、封闭式基金、证券公司、QFII等)共存。在瞬息多变的股市当中,专业机构的契约安排使其具有信息优势,能够更早地预测到涉及系统性风险的国内政策走向和国际政经趋势,从而未雨绸缪,而中小投资者因不具有信息优势和专业优势,常常被各种诱惑诱致反其道而行之——或者是人取我予,当股市持续下跌,他们所持股票的股价跌去大半时,经济承受和心理承受能力

底线被突破,于是斩仓出局,专业机构则乘机低成本建仓。或者是人弃我取;当股市持续上涨,专业机构所持股票的股价节节上升,中小投资者受踏空受损和补仓冲亏心理诱致买涨,于是,专业机构在阶段性高价位分批分次卖出部分股票,中小投资者则在高价位纷纷买进风险渐长的股票。

如此循环往复,中小投资者在与专业机构的博弈中交了学费,也渐渐学会了新的游戏规则,即通过与专业机构同进退来规避信息不对称风险;当日成交而在高位时,由市场经纪公司的实行逐日盯市制度,即在期货合约中,将履约期限缩减为一个交易日,即使是这样,如果市场在交易时间内遭遇因突发事件导致的大幅度价格波动,只要保

证金比例低于100%,仍不能完全消除违约的概率。因此,期货经纪公司交易者保有强行平仓的权利。即:交易者的期货合约在每个交易时段内要试结算,如果客户看错股指期货变动方向,下达了错误的指令,并致客户头寸价值下降,导致其保证金余额降到维持保证金水平之下,那么客户就需要立即补足保证金,使其恢复初始保证金水平。

因此,中小投资者必须遵守风险自控的基本要领:一是要坚持做到以少取胜。由于交易者的资金是有限的,市场允许试错的机会也是有限的,因此,下单要力求少而准;在期货市场上,经验表明,下单的次数越多,出错的概率越大。二是要跟单止损,既可以小损失避免爆仓的大损失,又可保留再次下单的机会。

三是要不做满仓。期指交易,重在方向,在震荡市中,多空方向的变化是很快的,由于满仓操作未留余地,多空方向变化时极易爆仓。四是要不留敞口。机构投资者因契约安排而具有信息优势,专业优势和资金优势,为了套期保值或者是为了套利,需保持一定的空头头寸,也是多头头寸,也就是持仓,持仓越大,风险敞口越大。非机构投资者既不宜持有空头头寸,也不宜持有多头头寸,应严格自控,当天平仓,结清头寸,使风险敞口为零,以避免次日可能出现的跳空高开或者是跳空低开所带来的难以应对的交易风险。只有这样,非机构投资者才有机会控制风险,分享股指期货交易所具有的扛杆效应的好处。(作者系西安财经学院金融学系副教授)

voice|上证名记者

“流动性过剩”的震荡

□诸葛立早

“流动性过剩”,现在似乎成了牵动万千投资者神经的一个新概念——确实,资本市场对经济学新知识的普及,时下已经超过了任何大学、社科院经济研究部门的辐射力。官方对“流动性过剩”将采取何种措施,措施的力度如何,一些投资者开始把它视为“做多”抑或“做空”的重要依据。

以我孤陋寡闻之见,“流动性过剩”和股市涨跌的关联,好像源于学者之间的争论。誉之者说,“流动性过剩”为股市走牛提供了资金保障。尽管支撑本轮牛市行情的因素有许多,但人民币长期升值预期下的“流动性过剩”已经成为最主要的因素。目前我国证券市场正面临着“流动性过剩”推动的一轮长期牛市行情,投资者应顺势而为,抛却以往“牛短熊长”的惯性思维,分享牛市行情带来的丰硕成果。贬之者则说,“流动性过剩”导致的牛市,这样的行情是无法持续的。他们算了一笔账,目前中国股市可以流通的股份市值大约在2.5万亿元左右,30万亿美元的流动性只要有五分之一流进股市,就足够把股市再狂涨200%左右,达到7000点至8000点这样疯狂的高度。“市场走到那一步,政府就会进行干预”,当然,也有的投资者对此不以为然,众说纷纭,煞是热闹。

央行自是稳健。它坦率地承认,从当前和今后一段时间分析,我国银行体系流动性过剩问题短期内难以得到缓解,这对金融机构的经营和管理构成考验。特别是国有银行在完成股份制改革上市之后,充足的流动性和赢利压力,以及相对充足的资本金,必然会推动商业银行更为积极的业务扩张。亦即是说,“流动性过剩”的问题,是一个新问题,是一个短期内难以得到缓解的新问题。我们对这个问题,只能因势利导,趋其利,避其害。这需要有新思路。

这个新思路需要我们把缓解“流动性过剩”与金融体制的改革与资本市场的建设作为一个系统工程来运作。资本市场是一个企业通过它融资、投资者通过它投资的平台。一方面,近年来我国居民和企业的收入稳步增长,需要证券市场提供相应的资产供给来满足其投资需求;而持续向好的证券市场又通过资金的进入来吸纳过多的流动性。在一般情况下,所有的金融问题,其基础最终都要落在企业身上;当然,随着市场经济的发展,还要落在居民特别是投资者身上。这就是说,最终的金融资源的使用者,最终的金融服务的接受者,都是我们研究金融问题的起点。探讨“流动性过剩”也不例外。金融活动的结果是否合理有效,就是要看投资价值和服务价值的最大化程度。从这个意义上说,在财富效应的刺激下,大量的储蓄资金源源不断地向证券市场转移,越来越多的居民家庭愿意选择投资基金作为家庭主要的金融资产,这是一个好兆头。它将对于十多万亿储蓄存款转化为投资,进而扭转直接融资和间接融资的不正常比例产生极大的正面效应。我们不能把把个别的“房贷炒股”作为“市场疯狂”的案例。“叶公好龙”的态度更不足取。中国经济的发展,深化改革和扩大开放的需要,根本不是在微妙地平衡市场的同时,伺机调控市场涨跌跌而套奏效的。中国经济所需要的是投资与融资相互需求、相得益彰的资本市场。宠辱不惊看待股市涨跌。不仅关注资本市场规模和指数,更关注质量和结构,在当前显得格外要紧。

震荡出智慧。“流动性过剩”的震荡能否给我们带来新的智慧呢?新思路或许能给我们带来新的启迪。