

我国股票市场中的大众性谬误

□徐海宁 卢雄鹰

当上证指数冲上 4000 点以后,人们经常论及所谓的“群众性癫狂”,我们却还看到了市场中的另一种现象,那就是“大众性谬误”,一些常识性的错误被大众当作真理广为流传,甚至还被许多专家教授和专业人士作为理论教条反复进行说教和传播。

在本文中,我们例举了当前主要的五个“大众性谬误”,那就是全民炒股泡沫、蓝筹股价值投资、市盈率估值水平、资本市场对外开放以及指数期货做空机制,并一一加以分析。

看点:

1,以“僧侣入市”或“鞋童入市”来推断“全民炒股”,只是一种经验主义的方法,不具有学理方面的科学意义。在我国宏观金融结构的这次历史性变动中,股票市场正从股权分置改革之前的“史前时代”步入当下的发展期,我们需要积极引导人们日益高涨的理财热情。从这个意义上讲,在数量上限制公募基金的发行未必是件好事,只会促使大量的资金直接进入个人散户行列,不利于市场的稳定发展。

2,美国上市公司按季支付红利十分普遍,道指 30 成份股中有一半公司在 2006 年每 10 股支付现金红利在 10 美元之上。我国股票市场中的所谓蓝筹股往往不符合高分红的要求,没有稳定现金分红的所谓蓝筹股无法满足投资者现金回报的现实需求。在这样的情况下,机构投资者的策略就不再是长期持有获取红利收益,而是通过市场价格波动获取资本利得。

3,由于本币不能完全自由兑换和资本项目基本不开放,不具备经济学中“一价定理”和“要素价格均等化”原理的适用前提,因此我国股票价值市盈率的纵向比较优于国与国之间的横向比较。理论上市盈率应当是银行存款利率这一“无风险收益率”的倒数,同时还应考虑我国较高的经济增长率和许多制度性变革因素等。

4,我国现行资本市场对外开放主要着眼于服务贸易中的资本市场开放,所有涉及资本项目下的交易仍然受到限制。目前的 QFII 和 QDII 制度实行行政审批的做法,所谓国际热钱的流入只能走灰色渠道,例如将资本项目混杂在经常项目中,它的流入和影响是非常有限的。在我国,并不存在通过资本市场进行即时跨境套利的可能性。

5,我国的机构投资者在股票现货上并不能融券抛空,而只能买进持有成为多头,所以需要指数期货交易来进行保值。如果机构投资者持有权重股而做空股指期货获利,那么在现货市场中就会有损失。我国股指期货的主要功能是用来保值以期望减小和稳定市场波动,不要将其“妖魔化”。

谬误一:全民炒股泡沫

以“僧侣入市”或“鞋童入市”来推断“全民炒股”,只是一种经验主义的方法,不具有学理方面的科学意义。在我国宏观金融结构的这次历史性变动中,我国股票市场正从股权分置改革之前的“史前时代”步入当下的发展期,我们需要积极引导人们日益高涨的理财热情。从这个意义上讲,在数量上限制公募基金的发行未必是件好事,只会促使大量的资金直接进入个人散户行列,不利于市场的稳定发展。

近来,“全民炒股”又成为市场舆论中的一个焦点话题。所谓“全民炒股”的一个主要论据是股票市场的开户数量

大增,甚至有人以“僧侣入市”来大做文章,实在是危言耸听。稍具科学常识的人应当知道,以“僧侣入市”或如人们常说的“鞋童入市”为依据来判断一个事物只是一种经验主义的方法,而不具有统计或学理方面的任何科学根据。即便是拿开户数大增来推论出“全民炒股”,也是缺乏科学根据的。我们不能从一时的现象来主观地推断全局的特征,不能仅仅根据表象来随意地下结论。在统计学上,所谓“开户数大增”指的是统计期(或称报告期)的开户数对基期开户数的一个相对变动量,而谈及“全民炒股”指的是统计期(或称报告期)的开户数

对全民户数的百分比。这是两个完全不同的数量概念,不能随意加以混淆,更何况我国还远远没有达到所谓“全民炒股”的状态。

我国的宏观金融市场结构中,资金的融通绝大部分是通过银行即所谓间接融资的方式进行的,通过资本市场的直接融资是少之又少。如果以股权分置改革为界来看待我国股票市场的发展,之前的过程只是“试验期”,或可称为“史前时代”,现在才真正开始了它的发展期,我们还刚刚开始,这是我国资本市场战略定位的根本性变化和历史性变化。正因为如此,所以我国央行发

布的《2007 年第一季度货币政策执行报告》积极评价了中国资本市场的发展,特别指出,“统筹协调直接融资与间接融资的规模与结构,促进资本市场健康发展”。

目前,大量过剩的流动性正从银行系统的居民存款流向股票市场,这并不是一件坏事。如果大量过剩的流动性如过去那样留在银行系统之中,只会进一步加大我国银行的坏账率和系统性风险,而且还会通过过多的银行信贷进一步助长经济过热的可能性。在大量过剩的流动性从银行居民存款流向股票市场的时候,我们至少可以因势利导做

两件事情,一是调整我国的宏观金融结构,从过度依赖银行信贷的比较单一的结构转向较多运用资本市场的多元结构;二是借机调整我国的产业结构和实现产业升级。而且,相对完善的金融市场结构可以更好地促进产业结构的调整和升级。在我国宏观金融结构的这次历史性变动中,出现一定的问题是在所难免的,我们完全不当因噎废食,而需要积极引导和化解矛盾。从这个意义上讲,目前从数量上限制公募基金的发行未必是件好事,实际上只是使大量的资金直接进入个人散户行列,从而未必有利于市场稳定。

谬误二:蓝筹股价值投资

美国上市公司按季支付红利十分普遍,道指 30 成份股中有一半公司在 2006 年每 10 股支付现金红利在 10 美元之上。我国股票市场中的所谓蓝筹股往往不符合高分红的要求,没有稳定现金分红的所谓蓝筹股无法满足投资者现金回报的现实需求。在这样的情况下,机构投资者的策略就不再是长期持有获取红利收益,而是通过市场价格波动获取资本利得。

所谓“蓝筹股”是指具有稳定盈利并能定期分派丰厚股息,被公认为业绩优良的大公司股票。“蓝筹”一词源自赌场

中所使用的“蓝筹码”,蓝色筹码较之其它筹码具有较高的货币价值。

美国“道指”是历史最悠久、影响最广泛的股价指数。在美国众多的股指中,道指之所以能成为全球范围内最具影响力的股价指数,主要是因为构成这一指数的 30 只成份股都是美国“蓝筹股”(blue-chip shares)中的佼佼者。在股票市场上,这些上市公司在其所属行业内占有重要支配地位、业绩优良、成交活跃、红利优厚。在美国上市公司中,按季兑现支付红利是十分普遍的,而按年或半年支付股息反倒不很常

见。当然,也有许多公司根本就没有股息分配。此外,也有一些公司偶尔还支付额外股息和特别红利。据统计,道指 30 成份股在 2006 年已实施的现金红利分配中,每 10 股支付现金红利在 10 美元之上的公司共有 15 家,占 30 只成份股的一半。其中,每 10 股支付红利最高的是运通为 76.4 美元。分红水平最低的也有近 3 美元,分红水平低于 5 美元的只有 5 家。

由此可见,作为长期价值投资对象的蓝筹股必须具备三个条件:一是大盘,这样才能容纳足够多的机构投资

者,并保持充分的流动性;二是业绩优良并且稳定,这样才有可能对股东分配红利;三是稳定而优厚的分红,如此才能使长期投资的股东获得稳定的现金收益。按照这个要求,我国股票市场中的所谓蓝筹股就成问题了。这些公司也许符合大盘和绩优的要求,但致命的是往往不符合高分红的要求。没有稳定现金分红的所谓蓝筹股只是让投资者看到纸上富贵,却无法满足投资者现金回报的现实需求。如果没有优厚的现金分红,大量的社会养老保险基金类的机构投资者何以能够长期持有呢?这些机

构投资者又何以向基金持有人交代呢?在这样的情形下,这些机构投资者的唯一策略就不再是长期持有获取红利收益,而是通过市场价格波动获取资本利得。倡导个人散户投资者长期持有不分红的所谓蓝筹股难免差强人意。当然,一个比较理想的状态就是改变我国绩优股的股利政策而成为名副其实的蓝筹股。其实,按照产权经济学的理论,在我们所论的大盘绩优股如果不分红或者很少分红,那么它们财产权中的收益权也是有缺陷的,因而市场估价也应当低一点。

谬误三:市盈率估值水平

由于本币不能完全自由兑换和资本项目基本不开放,不具备经济学中“一价定理”和“要素价格均等化”原理的适用前提,因此我国股票价值市盈率的纵向比较优于国与国之间的横向比较。理论上市盈率应当是银行存款利率这一“无风险收益率”的倒数,同时还应考虑我国较高的经济增长率和许多制度性变革因素等。

我国股票市场中,人们评估市场价格有否泡沫和是否合理的一个极为普遍的

指标就是市盈率。我们并不否认市盈率是衡量股票市场估值水平的一个重要指标,甚至可以认为是一个主要指标。但是,我们需要提出的是,用市盈率的所谓国际比较来推论我国股票市场存在严重泡沫的论调实在是大谬不然,问题还不出在具体计算上,而是出在根本的方法论上。

我们知道在经济学中有所谓的“一价定理”,在国际经济学中也有所谓“要素价格均等化”原理,但是它们都是有前

提条件的,那就是无论是商品、要素或是资产,这些交易标的在国际间是可以充分流动的。因为能够充分流动,因而投资者会在不同价格的市场之间进行套利交易,从而会使价格趋向均等化。如果这些交易标的在国际间是不能充分流动的,或者流动是受到限制的,那么,何来“一价”和“均等化”?充其量只是具有相对的参考指标价值。其实,在我国目前的经济制度环境下,由于本币不能完全自由兑

换和资本项目基本不开放的原因,我国的资产流动性相对商品和要素而言是最差的,因而股票价值并不能按照国外市场的市盈率高低来作简单的国际比较。我们仅拿各国银行存款利率的不同这一“无风险收益率”而言,便知各国股票市场的市盈率也应当是不相同的,在理论上市盈率应当是这一“无风险收益率”的倒数,更何况我国还具有许多其他与国外不同的条件,例如较高的经济增长率和许多制

度性变革因素等。退一步讲,从科学的一般逻辑来看,在我国股票市场中,市盈率的纵向比较也显然要优于市盈率的横向比较,不同的指标需要对应不同的参照系。那些拿国外的市盈率来机械地比照我国股票市场估值水平的做法犹如缘木求鱼,刻舟求剑。这种误导大众的常识性谬误在我国前一时期的房产市场评论中也曾出现过,那就是将上海的房屋价格与纽约、伦敦和东京去作比较。

谬误四:资本市场对外开放

我国现行资本市场对外开放主要着眼于服务贸易中的资本市场开放,所有涉及资本项目下的交易仍然受到限制。目前的 QFII 和 QDII 制度实行行政审批的做法,所谓国际热钱的流入只能走灰色渠道,例外将资本项目混杂在经常项目中,它的流入和影响是非常有限的。在我国,并不存在通过资本市场进行即时跨境套利的可能性。

在我国的广大媒体上,从对外开放的一般理念出发,与股票市场相关的一个话题就是我国资本市场的对外开放和人民币自由兑换。当前,中美战略经济对话中又涉及到了我国的人民币汇率制度和金融市场开放问题。人们不禁要问,我国是不是有什么国际义务一定要让资本市场对外开放和人民币自由兑换呢?我们的答案是没有,完全没有。试想一下,

如果我国存在这种约束性的国际义务,美国方面还会一再地与中国方面进行双边对话和谈判吗?中国由于存在世贸组织成员方面的义务,美国已经就我国所谓的反补贴问题正式向世贸组织方面提起投诉,这就是一个明证。

那么,我国在与股票市场相关的资本市场开放和人民币自由兑换方面到底有没有间接相关的一些国际义务呢?在此,我们需要正本清源。目前,我国加入并负有义务的世界经济组织主要有三个,国际货币基金(IMF)、世界银行(WB)和世界贸易组织(WTO)。在这三大世界经济组织中,可能涉及我国上述义务的主要是国际货币基金和世界贸易组织。从专业的角度讲,一国货币的自由兑换和资本市场对外开放是按照国际收支帐户的科目来具体加以实施的。一国

的国际收支帐户包括有经常项目和资本项目两大科目,经常项目指的是货物和服务的国际交易,资本项目指的是国际直接投资和间接投资,我们所说的 QFII 和 QDII 就属于国际间接投资,当然归在国际收支的资本项目下。在国际货币基金方面,中国作为一个成员国的约束性义务是承诺 IMF 第八款的规定,不对经常项目下的货币兑换实行限制,即实行人民币在经常项目下的自由兑换。至于资本项目下的自由兑换,我国没有任何约束性义务,其实 IMF 条款本身对所有成员国也没有这方面的约束性义务规定。因此,我国目前的 QFII 和 QDII 制度实行的是行政审批的做法,完全没有对外自由开放。

再说 WTO 方面,WTO 对一国的货币自由兑换和资本市场开放毫不相干,即使

是一国的汇率制度安排也仅受制于 IMF 而与 WTO 无关。我国资本市场与 WTO 相关的仅仅是服务贸易开放方面的内容,指的是跨境服务的提供和外国公司在华的“商业性存在”等,所谓“商业性存在”就涉及国外金融机构在华设立公司等事项,这也就是我们所说的我国金融业的对外开放问题。这次中美战略经济对话中就涉及到了这方面的内容。但是,国外金融服务的跨境提供和金融机构在华设立公司并不意味着我国资本项目的开放,服务贸易中的资本市场开放与国际收支中的资本项目开放千万不能想当然地等同起来,两者有着本质的区别与不同。目前,在我国金融市场对外开放的情况下,所有国外在华金融机构和非金融机构所涉及的资本项目下的交易仍然受到限制,即使是国内企业也是如此。

在这次中美战略经济对话中,我国政府表示,将取消对新证券合资公司的限制,并让这些公司参与更为广泛的活动。将允许外资银行发行信用卡和借记卡,同时对合格的外国机构投资者,其在中国内金融市场的投资上限将从 100 亿美元升至 300 亿美元,但拒绝了美国希望允许外资证券公司在华设立全资子公司的要求,中国还拒绝取消外资在中国国内银行的持股比例限制,同时拒绝允许外资公司入股国内经纪公司。可见,金融业的对外开放与人民币自由兑换无关,也与资本项目开放无关。既然我国资本项目并没有开放,因此所谓国际热钱的流入只能走灰色渠道,例外将资本项目混杂在经常项目中,从而它的流入和影响是比较有限的。在我国,并不存在通过资本市场进行即时跨境套利的可能性。

谬误五:指数期货做空机制

我国的机构投资者在股票现货上并不能融券抛空,而只能买进持有成为多头,所以需要指数期货交易来进行保值。如果机构投资者持有权重股而做空股指期货获利,那么在现货市场中就会有损失。我国股指期货的主要功能是用来保值以期望减小和稳定市场波动,不要将其“妖魔化”。

在广大媒体上,专家学者们几乎异口同声地说,我国即将推出的指数期货由于具有做空机制,所以正式推出时可能会使大盘出现深幅回调,因而

推出股指期货风险颇大。同时,又认为机构投资者为了掌握市场主动权而热衷于去大量持有权重股,以便届时可以利用做空机制来获利。这个在广大媒体上被反复念叨而人们已经习以为常的论调,其实又是一个典型的大众化谬误。

根据金融和财务的常识,所谓的做多或做空指的是对于一种金融资产,交易者持有资产还是负有债务。对于股票现货,如果交易者是买进的,那就处于持有资产的多头状态;如果是借贷卖出

的,那就处于负有债务的空头状态。人们常说“多头看涨,空头看跌”,就是这个道理。如果是期货交易,那是现在成交、将来交割。所谓做多,就是现在买进、将来抛出;所谓做空,就是现在抛出,将来补进,也同样是“多头看涨,空头看跌”的道理。在海外市场存在融资融券机制的情况下,交易者确实可以利用做空机制进行投机。在亚洲金融危机中,索罗斯融资抛空港币从而间接达到做空恒生股指期货的做法就是如此。但是,现在的问题是,我国的机构投资者在股票现货上并

不能融券抛空,而只能买进持有成为多头。同时,由于机构交易者“价格决定者”(Price-maker),而不像个人散户是“价格接受者”(Price-taker),所以前者筹码的流动性要大大高于后者,从而产生“持有下跌”的市场风险也要大大高于后者。也正因为如此,所以我国的机构投资者很需要用指数期货交易来进行保值,也就是在现货持有股票的同时在指数期货做空,即在大盘下跌时,现货的损失可以由期货的收益来加以弥补而达到保值的目的。如果机构投资者持有权重股而

作抛空打压指数以期望在指数期货的做空交易中获利,那么,其在现货市场中就会有损失,结果与上述情况是相同的。因此,我们的结论是:市场不必过于担心指数期货出台会导致市场大幅做空和调整。更何况机构投资者也是家数众多形成完全竞争市场的博弈格局,而非一家二家所能左右。

(作者单位分别是上海对外贸易学院教授和上海证券交易所高级经理,本文纯属个人观点)