

watch | 上证观察家

# 中国股市风险结构与风险实际分布状态

观察中国股市风险,需要从结构上来把握,对风险的实际分布状态进行有效度量。可惜的是在本轮大跌之前,特别是当上证综指上摸4000点之后,各种恐高的声音再次响起。其中担忧风险激增,要求政府出面干预的人有两大理由:一是股指涨得太快、太高;二是新股民太多、太盲目、太冲动,甚至有媒体把民工入市也当作股市过热的证据来调侃。这难道是判断风险的依据?股市风险固然可以从指数上看出一二,但那只是表象,在这表象后面更为重要的是市场各利益相关方的信息风险,是信息不对称、信息缺损与信息操纵风险。

◎ 邹民生

中国股市本轮近20%的暴跌,经过十来天的反弹整理,似乎就这么过去了。什么原因造成的?如果我们现在还只是看到数百家公司股票连续跌停,市值损失上万亿元,如果我们还简单地认为,这是股票交易印花税费的祸,或者真假“洋鬼子”忽悠出来的毛病,甚至还在暗自庆幸这是对新股民的一次很好的风险教育,而不作系统、深入、贴近实际的思考,那就有点不知教训,甚至白付学费了。从各类市场参与者在这场风波前后的表现,以及管理层与媒体的作为看,潜藏在中国股市中的内在与外在缺陷如果得不到有效治理,那么这个市场的中长期风险就要比眼前的短期风险更大,更危险,也更有害了。

首先看内在风险。从结构上看,除了系统性风险外,在资本市场上最直接的风险是来自投资品自身的信息风险,也就是由投资品的信息残缺、延宕、非对称传播,或信息虚假、欺诈、操纵等造成的风险。以股票为例,股票作为投资品,其风险主要有公司治理风险、经营风险、财务风险等,而所有这些风险都表现为公司信息及信息披露风险。尤其是那些与经营情况和盈利预期直接相关的信息,以违规或违法的方式在市场上做选择性传播,更是导致市场异动与投资者行为异常的直接原因。比如,近期抗萧钢股价异动就典型地反映了这种信息非对称传播的危害。

除此之外,由于历史原因造成的股权分置问题虽然在短期内在股权制度上有了重大变革,并由此引发了市场由熊转牛的突变,但上市公司控股股东在公司治理方面的行为偏好,尤其是只注重自己那部分利益的习性,不可能在一朝一夕彻底改变。大股东无视全体股东的长

远利益与公司前途,在充分享有股权分置改革以前的那些特殊股利利益之后,又得到了本次股改带来的利益变现机会,这种一次性制度红利很可能扭曲大股东的行为,造成普遍的公司治理短期化恶果,比如大股东会尽可能地短期业绩做好,或者制造利好题材,以配合大小非高价减持等等,若是这样一种结局,那么这样的股权分置改革将是可悲的,而中国股市的中长期风险也就可想而知了。

从市场层面看,相对于其他风险,市场操作风险也许是最容易被投资者所感受到的。因为随着股指的涨跌,股价的波动,操作风险也跟着起伏。如果我们撇开其他因素,单就市场操作来讲,通常有三大风险会直接呈现在所有投资人面前:一是估值风险,二是资金流量与流向信息风险,三是投资者博弈风险。从实际操作尤其是短线操作看,由于市场是凭实力说话的,因此拥有资金话语权的主力机构永远是市场的主导者,而中小散户多半都是群羊效应中的尾随者,根本无法与主力抗衡,因而市场操作风险主要取决于主力机构。

比如,前两年上证综指只有1000多点,主力对当时的市场不认可,股市照样走熊。而现在的中国经济基本面并没有发生天翻地覆的变化,股市却已判若两人。可见对市场的估值,主要取决于主力的赢利预期。在基本面不变的情况下,对股市打压越低,吸筹越多,日后赢利才越高。而市场的这种估值风险,不仅表现在大盘上,更直接地表现为主力对个股与板块的操控上。这是其一。其二,对市场操作影响更大的是有关资金流量与流向的信息也受控于主力。因为主力资金不仅会影响股价,而且能隐蔽地把握与操纵资金流量与流向。这就构成了资金信息的不对称风险。

另外,再从博弈关系看,市场上尽管散户很多,但能够动用各种交易手段来影响股价的,主要还是主力。所以只有主力机构才是市场的麻烦制造者,才是市场风险的策源地。而主力的所作所为,将直接关系到市场的中短期交易风险。

除了这两种内在风险之外,还有一种比较隐晦的风险,那就是中介与资讯服务风险。这是由券商等中介服务机构的服务残缺与隐晦的不公正而造成的投资风险。这种风险通常有两种表现,一种是对服务对象实施差别化服务。比如,对主力资金提供各种买卖便利,而对中小散户则缺乏包括理财指导与风险提示等在内的起码的市场服务;还有一种是对资讯产品实施差别化供给。比如,一些中介机构将其调研报告分不同时间和详略文本,向不同对象发布,造成信息不对称,进而为不同对象的买卖时点造成事实上的不公平。

至于监管风险,也有两个方面,一个是监管不到位风险,比如对影响市场的主导性力量,如对上市公司的监管、对各类机构合法合规经营的监管是否到位,将直接影响市场的基础和整体质量,对券商等中介机构在对散户服务特别是风险提示方面的督导是否到位,也直接影响目前而言,特别要警惕的是前一种结

果,那是一种危险的游戏,需要从制度上加以制止。

除了内在风险,在观察股市风险构成时,还有两个外在因素,也会对股市造成局部系统性伤害,一个是舆论误导风险,还有一个是监管不当风险。

舆论误导风险主要是由媒体或其他机构的信息传播方式不当而引发的市场风险。这种风险有些可能是由于不懂市场经济规律或不能公正地对待不同市场主体而造成的;有些却有可能是出于商业利益而故意操弄的。比如,将财经报道娱乐化,为吸引“眼球”,故意将极小概率事件极力放大、甚至不惜歪曲事实真相,以博取耸人听闻的效果;又如,有些传媒热衷于煽情,追“名人”、“洋人”,放“狠话”、“怪话”,操弄话语,以谋求卖点;再如,有些证券机构及其代言人出于商业考虑,在不同时点对股市作诱导性评价,等等。

凡此种种,舆论误导风险,有一个共同特征,那就是占有舆论优势的利益相关方,为了一己的利益而影响舆论导向,在财经信息传播的系统、完整、对称、均衡性上有违“三公”原则,由此误导公众,并酿成人为的市场风险。其结果一是造成市场短期波动加大、效率降低,市场的资源配置功能减弱;二对投资者来说,则意味着投资成本上升、投资判断力降低,操作失误增加。在以信息为主导的虚拟市场中,这是一种容易酿成局部性系统风险的人为隐患。

至于监管风险,也有两个方面,一个是监管不到位风险,比如对影响市场的主导性力量,如对上市公司的监管、对各类机构合法合规经营的监管是否到位,将直接影响市场的基础和整体质量,对券商等中介机构在对散户服务特别是风险提示方面的督导是否到位,也直接影响目前而言,特别要警惕的是前一种结

个是监管不当风险,包括政策措施内容不当和出台时机不当的风险,也将影响市场的正常运行。

观察中国股市风险,需要从结构上来把握,对风险的实际分布状态进行有效度量。可惜的是在本轮大跌之前,特别是当上证综指上摸4000点之后,各种恐高的声音再次响起。其中担忧风险激增,要求政府出面干预的人有两大理由:一是股指涨得太快、太高;二是新股民太多、太盲目、太冲动,甚至有媒体把民工入市也当作股市过热的证据来调侃。这难道是我们判断风险的依据?

更为奇怪的是,发出这种声音的居然有不少是吃过洋面包的专业人士与财经媒体,比如有媒体称,中国股民正在抢乘泰坦尼克号这艘冰海沉船,等等。这种用极具煽情色彩的语言不做量化分析的报道出自专业媒体,实在匪夷所思。

如果说股指背离基本面,涨得太快太过,有价值回归的要求,有市场调整的风险,这好理解;如果有些新股民缺乏必要的投资理财知识与风险防范意识,需要时时加以提醒和告知,这也好理解。但是如果我们仅凭指高低或股民开户多少来判断股市风险,那也太简单、太教条、太离谱了。

股市风险固然可以从指数上看出一二,但那只是表象,在这表象后面更为重要的是市场各利益相关方的信息风险,是信息不对称、信息缺损与信息操纵风险。而对于股市风险信息,本身又是一大可笑又可悲的人为风险。

从宏观基本面上和上市公司与证券市场的各项近期指标看,短期内都有喜人的业绩,也就是说短期内并没有哪些重大因素能够改变股指持续向上的牛市格局,令人担心的则是上述中长期缺陷如果得不到治理,有可能酿成市场未来风险。这是中国股市目前的基本状况。因此,唯股指是论,仅凭指数高下来评论股市风险大小,是非常粗糙的做法。

但愿本轮大跌付出的代价能够让让我们看到这一点。在对股市风险的评价中,能够拿出有充分说服力的事实与量化指标来,而不是一叶障目,或者为了别有用心商业目的,在那里忽悠人。

## 高校助学贷款应更人性化一些

◎ 魏也

由于毕业后未按合同约定偿还国家助学贷款,刘某等11名北京林业大学毕业生被农行北京海东支行告上法庭,原告海东支行要求11名欠贷学生立即偿还本金、利息及逾期利息。

这些学生不偿还贷款并非都是缺少信用导致的。经学校核实,部分被告学生欠贷是因经济状况窘迫造成的。这显出我国高校助学贷款制度设计方面尚存在一些不足。

首先,我国的助学贷款合同约定,贷款学生毕业后的次月20日为首期还款日期,“缓冲期”太短,对刚毕业学生来说压力太大。美国的助学贷款就考虑到了这个问题,他们一般都是要求学生在毕业后第6个月或第9个月才开始还贷,给学生有6到9个月的“缓冲期”。

其次,助学贷款缺少配套的减免措施。助学贷款作为一项带有公益性的贷款,与商业性贷款是有相当区别的。比如,美国就采取以工还贷的措施。享受助学贷款的学生可以在毕业后去中学教书,教满5年就可以免除1万美元的贷款。如果去贫困地区做教师可以减免更多。如果我们国家这样做,既能减轻学生的还贷负担,也可以缓解贫困地区师资力量薄弱的状况。我国新疆地区率先进行了类似的尝试,效果不错。

第三,助学贷款的完全商业化操作。助学贷款的拖欠率高是一个世界性问题,这需要政府承担一部分责任,否则,银行参与助学贷款的积极性就会受到影响。比如,美国就规定,如果银行用自有资金进行助学贷款,政府提供担保,假如收学生违约,政府向银行赔付95%的拖欠贷款。

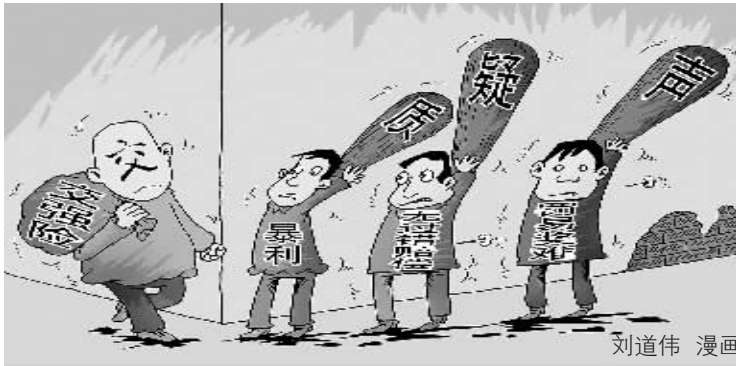
## 交强险暴利设计对民众不公

◎ 珑铭

从今年7月1日开始,交强险费率将与每位车主的交通事故和交通违章记录挂钩,实行上、下最高30%的浮动。6月15日,中国保监会网站公布了《机动车交通事故责任强制保险费率浮动暂行办法(草案)》,向社会各界征求意见。

交强险遭到了许多强烈的质疑。最典型的是两种质疑,一是暴利说。北京首信律师事务所律师孙勇以公安部车管所的数据为依据,计算并指出“交强险暴利说”:中国机动车保有量达1.48亿辆,按1000元的费率计算,只要投保率达到80%,每年保费收入就能达到1000亿元。根据公安部数据,交通事故每年在30万起左右,伤残死亡事故不到30%。按照保监会规定的限额,赔偿总额不会超过200亿元。扣除保险公司经营交强险的业务成本200亿元及其他方面的开销,交强险每年至少有400亿的“利润”。

二是陷阱说。据交强险草案介



刘道伟 漫画

绍,有关部门规定,安全驾驶员可以享受有优惠的费率,交通肇事者则将负担高额保费,以此实现“奖优罚劣”。

但是,许多司机认为三年无违章方能降低30%费率等条件苛刻,违章停车、压线等情况,稍不注意就会发照保监会规定的限额,赔偿总额不会超过200亿元。扣除保险公司经营交强险的业务成本200亿元及其他方面的开销,交强险每年至少有400亿的“利润”。

除了这种情况,一些地方还在靠罚款创收,一些司机被“诱导”违章。

另外,目前我国公民遵守交通法规的意识淡薄,加之有关部门的交通管理能力有限,行人占道,自行车、三轮车、电动车等抢道问题也比较突出,在这种情况下,机动车司机存在着被动违章的可能。但是,根据交强险草案的规定,这些违章行为也将面对交强险上浮的结果。因而,有人为“奖优罚劣”是一个美丽的陷阱。

实际上交强险的问题还远不止这些。根据我国民法的相关原理,财产没有“无责赔偿”之说,而交强险草案却

规定,无责也要赔偿400元,这种赔偿对公众构成了不公,而使得有责任一方可以合法地获得“不当得利”。北京律师刘家辉还质疑交强险费率构成、厘定程序及决策过程不透明,使保费过高,保障过低等问题。

交强险等等出现这种情况并不难理解,因为它是由相关部门单独制定的,任何人都有追求自身利益最大化的本能选择,在民众没有参与表达利益诉求的情况下,相关规定偏离民众的利益乃是必然的。如今,保监会公布交强险草案内容,向社会各界征求意见,以作为制度的补缺和修正,但是,这样做的效果仍不令人乐观。今年4月,北京律师孙勇向保监会提起行政复议,请求撤销交强险赔偿限额为6万元的规定,后因未被受理,孙勇诉至法院。

我们的相关制度要趋于合理,必须经过听证程序,由民众的广泛参与,让民众有充分的表达自身利益诉求的渠道,否则,相关制度就有可能在强势利益集团的操纵下,偏离公众的利益。

## 建筑物“不堪一击”背后是巨大浪费

◎ 周金海

6月15日晨,广东佛山市南海区九江大桥遭一艘运砂船撞击,造成大桥约200米桥面坍塌,约100米桥面坠入江中。

对于这次事故,专家给出的解读是:其一,大桥在具体施工时,一般都会在桥墩的上游与下游加上钢筋混凝土防撞桩,船只即使撞上桥墩,其力度也会小很多。九江大桥是1988年建成通车的,没有建防撞桩。其二,一座桥有几十跨,通常通航孔防撞性能会强一些,引桥桥孔防撞性能较弱,而根据有关部门的初步调查,撞塌九

江大桥的那艘货船超载二百至三百多吨,因为大雾等原因而偏离了主航道至引桥桥孔处。

显然,在大桥设计、建筑质量、通航管理三个方面,至少其中之一是存在问题的。查资料得知,广东九江大桥曾于1990年获得国家科技进步二等奖,1991年获得国家优秀设计铜奖。就是取得如此骄人荣誉的大桥,却显得如此“不堪一击”。而1957年建成的武汉长江大桥,被来往船舶撞击千余次(年平均事故达1.7起),至今安然无恙。

有关人员称,此次九江大桥被撞坍塌,至少半年不能通行,加上修建

大桥的投资,此次事故所造成的直接损失将是非常惊人的一个数字。九江大桥绝非个案,在此之前就有桥梁尚未建好就坍塌,有的则刚刚使用不久就坍塌。建筑物的短命现象,正给我们经济建设造成巨大浪费。

当然,这种浪费现象并不仅仅存在于桥梁,像住宅短命等问题也显得非常突出,英国住宅的平均寿命可达132年,而建设部住宅产业化促进中心副主任童悦仲则指出:“国内住宅的平均寿命却仅仅为30年。”建了拆,拆了建已经形成一种恶性循环,而每循环一次就有大批资金被浪费。在资源日益紧张

的今天,节约资源、合理使用资源已经成为世界各国的首要目标,我国是一个发展中国家,资源节约的意义更为重大。一座建筑物尤其大型建筑物,投资动辄数亿、几十亿甚至上百亿元,延长其寿命,提高其使用价值,就是对资源最有效的节约方式。

现在的技术发达了,为何建筑物的寿命却比不上过去?我们要做建筑大国,但绝不能做建筑浪费大国,这需要从规划、设计到施工、管理,各个方面严格把关,全方位地提升设计水准和建筑质量,延长建筑物使用年限。

voice | 上证名记者

## 风险意识:新股民的第一笔财富

◎ 诸葛立早

“5·30大震荡”,不管人们如何评议,在中国证券市场的历史上,它已经留下浓重的一笔。这一笔,将体现为多重色彩。新股民在“5·30大震荡”后,获得了他们的第一笔财富,看来成共识。

作为这笔财富的显性收效,是大量股民转基民。据上海证券报记者的调查,近来股市大幅震荡,坚定了一些新股民“弃股从基”的决心。“我们的股票吃了5个跌停板,想想还是不痛快;到顶部都不卖,不闭套牢或插牌”的高手,虽然前期赚了不少,但都是“纸上富贵”,“5·30”大跌后,资产迅速缩水,最令人懊恼的是,在连续5个跌停板,一些人全部抛售股票后,市场却快速回升,令他们沮丧之极。痛定思痛,不得不承认,“还是买基金比较合适,我们不是做股票的料”。本次大跌对新入市的个人投资者是一次深刻的教训,股票市场并非菜场,选一些便宜的买就能够轻松战胜机构投资者只能是暂时的和短暂的,这次调整将使更多的股民转入基民的行列。投资行为考虑到自身的心理特点决定自己的投资行为,这不能不说是个进步。

而这笔财富带来的隐性收效,则是风险意识的提升。前些日子,市场上风行的是“股民之歌”——“死了也不卖”。“死了也不卖,不给我翻倍不痛快;就算深套也不卖,不等到暴涨不痛快;到顶部都不卖,不闭套牢或插牌”。这支极具煽情的歌,对新股民可谓害人不浅,把“股市无风险,入市须大胆”推到了登峰造极的地步。但股市的大震荡和投资者风险教育,很快使风险意识确立的效果立竿见影。

“吃一堑长一智”。从自己亲身教训中得到的负面经验,在任何时候都将显得弥足珍贵。世界上所有的投资大师都坦陈,自己并不想犯错误,同时又把错误看成是一个有用的学习经历。《投资者商业日报》的出版商威廉·奥内尔这样说道:“我不管你是一个职业投资者还是一个投资新手,我知道你一定会犯错误。对此你应该怎么办?是否想另觅一条路径并且设想错误都走开?如果有这种想法的话,那就不要进入市场。”

既然错误是不可避免的,诀窍就是少犯错误特别是不能犯同样的错误。而防止犯同样错误的方法,除了亲身教训,更要利用知识照亮自己的心灵。有了风险意识的第一笔财富,又有知识殿堂的召唤,新股民的日子臻成熟,指日可待。

## 试验区不应继续对外企“法外开恩”

◎ 邓聿文

重庆和成都成为全国统筹城乡综合配套改革试验区后,人们担心的一个问题是,两地究竟用何种手段和方式完成中央赋予它们的使命?现在看来,试验区有可能重蹈经济特区向中央要特殊政策的发展窠臼。

我的这个猜测,是在看到重庆市一位领导日前在接受外国媒体集体采访后作出的。他说,重庆作为试验区,外资企业将继续享有15%的所得税,比其他地区低10个百分点。众所周知,今年两会期间通过的新的企业所得税法规定,从明年1月开始,国内外资企业所得税统一为25%。

两税合一是一国民待遇的体现。在经过许多学者、媒体、官员以及中资企业的多年努力下,我们好不容易才把实行了20多年的外企税收优惠政策给改过来,现在不能仅仅因为重庆是试验区,就将这种不合理的税收制度保留。重庆这样做,我认为很不妥。

首先,继续让外企享有15%的所得税,违背了市场经济的基本原则,不利于建立一个统一、公平和规范的市场经济体制。市场经济要求公平竞争,而税负公平是企业公平竞争的重要保证。新的企业所得税法之所以要取消外企享受的优惠政策,目的就在于使内外资企业在同一个公平的平台上进行竞争。外企在中国享有大规模长时间的税收优惠,是有特殊背景的。在中国改革初期乃至中期的一段时间内,由于资本缺乏,市场不规范,中国需要外资来倒逼改革,为此,宁愿对自己的企业特别是民企实行税收歧视。但是,中国现在已经不缺资金了,市场也开始强调规范,这种情况下,如果企业税负不公平的状况还保持下去,是不利于内资特别是民企真正成为市场主体的,也不利于它们建立现代企业制度,更不利于内企同外企在同等条件下的公平竞争。尤其在中国加入世贸组织多年后,国内市场对外资进一步开放,内资企业也逐渐融入世界经济体系之中,继续采取内资、外资企业不同的税收政策,势必使内资企业尤其是民营企业处于不平等竞争地位,影响统一、规范、公平竞争的市场经济的建立。

其次,继续让外企享受税收优惠也有违试验区的“新使命”。试验区的使命是在新的条件和形势下探索新的发展路径,新的改革和经济增长模式,进入新时期后,受政治、资源、环境、社会矛盾等多种条件的约束,中国的社会发展面临着一系列新的矛盾和问题,迫切需要改变多年形成的单纯强调经济增长的发展观,从经济发展、社会发展、城乡关系、政府管理、土地开发和环境保护等多个领域推进改革,形成相互配套的管理体制和运行机制。尤其是重庆作为试验区,还有“统筹城乡发展”的使命,为解决好“三农”问题给全国提供经验。使命不同,自然手段和方式也有别。试验区主要是通过引进外资来推进经济和社会的发展。中央并未给予试验区更多的实际优惠政策,而是赋予其“先行先试权”。如果试验区把这种“更大的自主权”看作是一种区域政策的倾斜或者是一种特殊投资区,从而“自主地”决定保留过去一些不合理的政策,或者向中央要一些特殊政策,显然是误解了中央设立试验区的意图。

另一方面,就企业所得税来说,新的税法并未一刀切,而是从过去的普惠制改为以产业优惠为主、区域优惠为辅,特别是对高科技产业和老少边穷地区等,新的企业所得税法是开绿灯的。重庆作为一个城乡二元比较突出的地方,即使严格按照新的企业所得税法的规定,如果外资企业投资这些领域的话,也是照样可以享受15%的税收优惠的。重庆市政府其实完全用不着继续对外企“法外开恩”。