

# 坚持市场机制优先：股市泡沫不应成为争论焦点

■人物志



王国刚：中国社会科学院金融研究所副所长、经济学博士、研究员、博士生导师。

◎王国刚

2006年春节以后,中国A股市场拉起了一轮前所未有的上涨行情。A股的指数和价格快速上行,引起了海内外的高度关注,各种议论随之而来,其中“泡沫”成为各方争论的一个焦点问题。对“泡沫”的争论,不仅表现在有无“泡沫”、“泡沫高低”等方面,而且表现在“泡沫”度量、“泡沫”效应等方面。笔者认为,“泡沫”是一个不科学的概念,对中国股市运行态势的争论不应以此为焦点。

## “股市泡沫”在理论内涵上模糊不清

面对高位运行的股市,最容易提出的概念就是“泡沫”。这个词给人以“泡沫从吹大到破灭”的种种联想,似乎中国A股市场犹如肥皂泡、啤酒泡,不仅正在被吹大,而且即将破灭,化为乌有。但实际上,“泡沫”的内涵在理论上是很难以清楚的。

第一,日常生活中的“泡沫”相应难以界定。“泡沫”一词原不是经济学的概念。日常生活中常见的泡沫大致有肥皂泡沫、啤酒泡沫、塑料泡沫等等。这些泡沫,就其自然特征而言,可分为软泡沫和硬泡沫两种。其中,肥皂泡沫、啤酒泡沫等属软泡沫,诸如电视机、冰箱等包装物中的泡沫则属硬泡沫。对“泡沫”可以有以下三种理解。

其一,就自然属性而言,不论是软泡沫还是硬泡沫,它们都是对应物质中必不可少的内容。例如,啤酒没有泡沫就失去了应有的特色;

其二,就效应而言,它们可分为有益效应和有害效应两种。在合规性用途中,这些泡沫对人类是有益的,但同时也可能产生一些负面影响,如肥皂泡沫、塑料泡沫的污染问题;

其三,就存在形态而言,有些泡沫(如肥皂泡、啤酒泡)会在一个短暂的时间内破灭,但有些泡沫(如家电包装物)在相当长的时间内并不破灭。

由此,借用日常生活中的“泡沫”一词来描述经济现象,究竟指的是何种泡沫(如软泡沫还是硬泡沫),取的是何种效应就成为一个不易达成共识的问题。

第二,以价格升降来定义“泡沫”相当困难。将“泡沫”一词引入经济学,主要是为了描述在一段时间内的价格走势状态。当一些资产价格在较短的时间

●2006年春节以后,A股的指数和价格快速上行,引起了海内外的高度关注,各种议论随之而来。其中,“泡沫”成为各方争论的一个焦点问题。但是,“泡沫”是一个不科学的概念,对中国股市运行态势的争论不应以此为焦点。

●“泡沫”是一个含混的概念,它一方面很难确切地说清楚本应说清的理论问题和实践问题,另一方面也很容易从感觉上和思维上给人们以误导。因此,要研讨中国A股市场中股指和股价上涨过程中可能引致的种种问题,还是直截了当地指出,是什么问题、其成因和效应如何、可选择的解决方案有哪些等。这样,争论的各方容易在同一平台上展开相关研讨,也就不会陷入对“泡沫”这样一个模糊概念的争论不休之中了。

●坚持以历史数据、历史经验和国际比较为依据来衡量A股走势的,大致可以得出A股市场存在泡沫的结论;反之,则很难得出此结论。但是,历史并非当今,更非未来。历史具有借鉴意义,但不具有判定意义,更不具有直接衡量A股价格是否高于股票价值的功能。因此,这些争论很难有一个共识的结论。

●股市不可调控,只能监管。正确的选择应当是,运用市场机制来促进股市调整。可考虑实行的市场机制措施主要包括:第一,强化对投资者的投资风险警示教育;第二,加快新股发行;第三,加快公司债券、理财产品和其他金融创新产品发展。

内大幅上扬,有人就强调“泡沫”形成。但实际上,这种界定是很难把握的。的确,在历史曾经发生过诸如英国的南海事件、荷兰的郁金香事件等等,但这并不意味着只要发生商品价格的大幅上涨就一定存在着行将破灭的“泡沫”。因此,就商品价格的涨跌本身很难直接用“泡沫”予以界定。同理,商品价格在一段时间内较快地上涨也不一定就是“泡沫”的形成过程。

第三,经济运行中繁荣与“泡沫”很难区别。实际上,国际经济学界对“泡沫”一词并没有达成相对一致的定义,甚至对它是否可能发生也没有一致的看法。

在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中,查尔斯·P·金德尔伯格曾对“泡沫状态”有过表述,并指出了划分“泡沫”和“繁荣”的两种标准:一是持续的时间长短;二是其最终结果是否引致金融危机。其中,价格是否暴跌、市场参与者是否恐慌等并不是划分“繁荣”与“泡沫”的标准。

但是,就前两个标准在经济扩展的过程中也是不容易说清的。因为,其一,在经济快速扩展中,究竟多长时间属于“繁荣”、多长时间属于“泡沫”很难明确地划分清楚。其二,最终结果是否引致金融危机,这只有在实践的结果中才能看清,而在过程中是很难准确地说清的。由于各种经济因素和非经济因素相互作用,所以可能发生在实践的结果中也很难以看清的情形。由于在经济扩展过程中“繁荣”和“泡沫”的表象基本一致,所以,很难简单地判定哪种现象属“繁荣”、哪种现象属“泡沫”,由此,也就很难界定它们二者之间的区别。

第四,在资产价格的变动中很难确定“泡沫”。在国际社会中,“泡沫经济”一词因日本泡沫经济破灭而广为流传。何为“泡沫经济”?一方面,各种认识莫衷一是;另一方面,如何度量“软泡沫”迄今也难有共识的计量模型和估算方法。因此,所谓“泡沫”在很大程度上只是一种感觉。

假定以“资产的价格严重偏离于资产价值”来定义经济运行中的“软泡沫”,那么,首先需要回答的是“什么是资产价值”?由于在现实经济活动中,“价值”本身看不见摸不着,所以“资产价值”就难以进行数量上的界定,资产价格是否“偏离于”资产价值也就难以说清。为了走出这一困境,一些人选择

了“价格是否上升”作为替代性的判别标准,由此,引致了两个问题发生:

其一,物价(从而资产价格)的上升可以由多种因素引致,其中包括货币发行过多引致的通货膨胀、购销价格倒挂引致的价格改革、资源商品化(或货币化)引致的成本上升、供不应求引致的物价上涨等等。

其二,价格波动是市场机制发挥其功能的基本路径,价格上涨有着引导资源配置、缓解供不应求格局的机制作用,将价格上涨一律视为“软泡沫”并意欲予以消解,这是否意味着在市场机制作用下,价格只能下落或维持不变,不能上升?如果答案是肯定的,那么,哪个国家的市场经济实践或哪本教科书中有如此的证明?

为了解决价格与价值之间的关系,一些人试图通过财务方法来模拟“价值”,在此基础上,再进行价格对比,界定是否属于“泡沫”。但这种方法仍然难以解释。

综上所述,“泡沫”是一个含混的概念,它可以给人们以广泛而丰富的想象空间。但正因如此,它一方面很难确切地说清楚本应说清的理论问题和实践问题,另一方面,很容易从感觉上和思维上给人们以误导,因此,要研讨中国A股市场中股指和股价上涨过程中可能引致的种种问题,还是直截了当地指出,是什么问题、其成因和效应如何、可选择的解决方案有哪些等等,这样,争论的各方容易在同一平台上展开相关研讨,也就不会陷入对“泡沫”这样一个模糊概念的争论不休之中了。

## “股市泡沫”在市场实践中难以验证

在A股市场的实际运行中,争论各方提出了种种依据,或证明A股市场已经存在较高的泡沫,处于危险状态;或证明A股市场虽然已有泡沫,但尚未达到高点,只需警惕;或证明A股市场走势良好,没有多少泡沫,不足为虑。由此提出了对一系列实践数据的认识问题,其中包括以下几个方面问题。

第一,市盈率。如图1所示,中国上交所A股市场的平均市盈率在2006年底超过了33倍,到2007年5月10日左右已达40多倍,其中有些上市公司(舍去亏损和退市股票)的市盈率超过了200倍。据此,一些人从国际对比角度出

发,强调A股市场的股价已经过高,其中存在着严重泡沫。

面对市盈率高位运行的态势,一些人根据上市公司2007年第一季度报表披露的财务数据重新计算市盈率,并将其称为“动态市盈率”,认为2007年5月上旬的动态市盈率30倍左右虽然较高但并不太过头,A股市场还有继续上行的一定空间。另外,中国证券业协会和沪深交易所联合调研的结论是:“目前中国股市估值整体处于高位区,正在逐步形成结构性泡沫,但并没有市场所担心的整体性泡沫。”

在这些争论中,有两个问题是重要的,国际比较和股市投资回报。从金融投资角度来看,运用市盈率进行国际间的股市态势比较,是不太容易说清问题的。在假定金融投资的产品选择只有存款和购股两种条件下,投资者投资选择行为的结果必然将引致存款的收益率与股市投资收益率之间的均衡,但是,不论投资者是否意识到存款的利息收益与股市投资回报的之间均衡关系,他们的股市投资行为都将按照这一趋势展开。据此不难看出,直接应用市盈率来衡量股市是否有泡沫,很难说得清楚。

第二,股市均价走势。图2显示了2005年6月3日为基期到2007年5月18日A股市场走势情况。一些人以此为依据,认为A股市场在如此短的时间内以如此快的速度上升,期间肯定由泡沫所使然(或必然产生泡沫)。由此,争论的重心转向了速度的快慢。似乎涨幅快了就有泡沫,而慢些就没有了泡沫。由此引致的问题包括:

首先,就股指而言,发达国家和地区大多选择的是以取样股票为编制指数的基础,如道·琼斯30种工业股票指数、日经225种平均指数等。但A股指选择的是综合方法。

在中国的A股市场中,任何方式的上市股份增加都可能引致股指上扬。2006年7月以后,不仅IPO速度加快,送股、增发新股的速度加快,而且诸如工行、中行等大盘股也明显增加,由此,自然引致A股的股指快速上行。2006年2月—2007年5月间,上市公司的股本总额从7628.85亿股上升到16673.01亿股,这意味着,在股价不变的条件下,股指将上升118.55%。这恐怕很难说是“泡沫”。

其次,就股指高涨所费时间而言,很慢很难成为衡量是否有“泡沫”的标准。

且不说快慢的时间概念可能仁者见仁,缺乏共识,就是各国间的股市比较,也很难衡量股市是否有泡沫。与此相比,就时间概念而言,与各国间的股市相比,2006年以来的A股涨幅就显得不足挂齿了。

再次,就股东账户开户数而言,实际的统计数据是,9600多万个股东账户中有3500多万个账户长期没有发生交易行为,剩下的6000多万个账户再区分为沪市和深市账户,由此,真正在股市中操作的个人投资者数量大约为3000万左右。这一数据的真实性可以从入市的资金账户数得到验证。就某一日交易而言,实际上介入的投资者数量将大大低于此数量。

上世纪90年代,美国在人口2.7亿左右时,介入股市的投资者达到1.2亿,

图1 沪深股市市盈率走势图

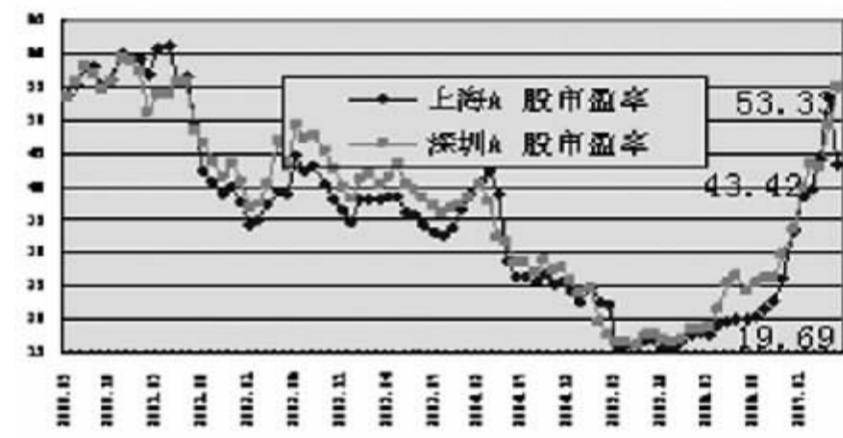
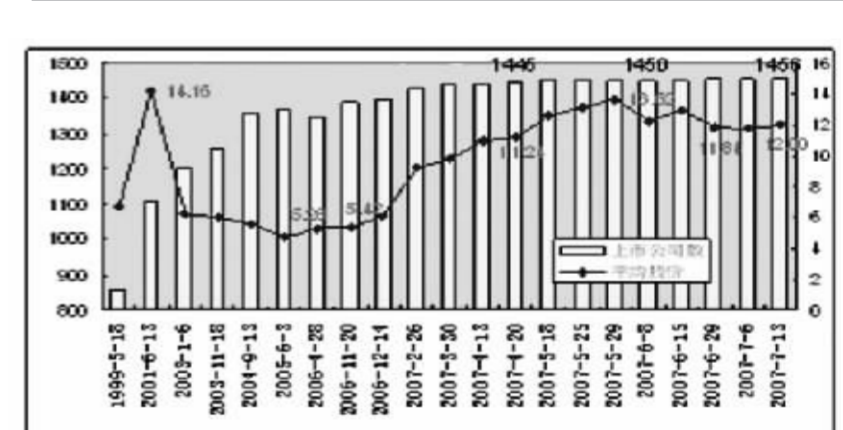


图2 沪深股市平均股价走势图



# 资本市场政策重心应放在缓解压力和防患未然上

◎王国刚

股市泡沫争论的核心问题,是担心一旦这些泡沫破灭将给经济社会运行带来负面后果。因此,为避免这些负面影响、使股市在继续上行的态势中走稳,就成为相关政策的重心所在。要实现缓解压力、防患未然,既需要理清本轮股市上行的一些成因,也需要选择符合市场机制的稳妥措施。

从理清本轮A股上行成因来看,如下三个问题是值得探讨的。

第一,是否流动性过剩引致A股上行?一些人认为,本轮A股上行,主要是由于流动性过剩引致的股市资金供给过多,因此,主张通过紧缩的货币政策来收紧银根,给股市以釜底抽薪。

自2006年11月20日以后的股市高涨,就资金面而言,主要来源于居民个人资金,个人账户的开户数快速增长,城乡居民储蓄存款增长率减缓和绝对额减少、证券投资基金热销等都是明证。实行从紧的货币政策,虽然对银行等金融机构和货币市场的资金状况可能有收紧效应,但对城乡居民的消费剩余资金和存款资金却难有显著效应。在此背景下,实行紧缩货币政策恐怕是一项无的放矢的措施。

第二,股市走势是否影响经济走势?股市走势与经济走势的关系在研究中主要有两个侧面:

一是股市走势对经济走势的影响,其典型说法“股市是国民经济的晴雨表”。但这一说法已经为无数事实和理论研究所证明是缺乏根据的。从中国实践来看,股市走高走低并不直接影响经济走势。由此,那种认为,如果股市下行将严重影响经济走势的看法,是缺乏根据的。

二是经济走势对股市走势的影响。经济走势对上市公司业绩、股票发行(包括IPO)、投资状况、企业资金宽松程度、资金的市场流动和居民收入提高等有直接影响,由此,也就对股市走势有着直接影响。只要中国经济能继续保持快速增长,股指为标志,股市就将呈现上行态势。因此,不必为股指在一段时间内的快速上行忧心忡忡,也不必为股指的下行惊慌失措。

第三,A股走势是否影响国际股市走势?这方面的情况大致有三:

一是海内外股市之间的影响。2007年2月27日,上证指数下跌了8.8%,次日美国等国际股市也呈下落走势。由此,海内外一些人将这些现象联系起来,强调中国股市的国际影响力。实际

上,此次A股市场下落与国际股市的波动只是在时间上的偶然相合,二者间并无真实的内在联系。就金融全球化而言,似乎中国金融(从而中国股市)对国际金融市场有着重要影响,但在资本与金融账户中的“交易”项尚未充分对外开放的条件下,中国股市对国际股市的影响几乎可以忽略不计。

二是人民币升值走势。一些人强调,股市走势反映着人民币升值走势,股市下落将改变国际投资者对人民币升值的预期,由此将影响国际股市的走势。这一判断可能过于牵强。实际上,不论人民币升值的预期如何,在目前条件下,国际股市都不会受到A股市场走势的直接影响。其在机理是,对海外投资者而言,缺乏在人民币汇市和A股市场之间进行投资(或投机)套作的制度条件。

三是国际资本流入。一些人认为,2006年以来的A股市场走高与国际资本(即热钱)的私下流入直接相关。这些国际资本,既想获得人民币升值的利益,也想得到A股升值的好处。在QFII的安排下,一些国际资本的流入是合法的,但其数额不大,不致对A股市场形成多大的冲击能量;另一方面,也确实存在一些通过不合法途径进入中国的

海外资本,但其数额远低于市场预期。从这三方面情况看,可以得出结论,目前的A股市场走势对海外股市基本没有影响,因此,不必依此而说道。

在A股市场持续高涨的背景下,一些人主张动用行政手段和政策力量,抑制股市的上行势头,避免泡沫的继续扩大。可动用的行政手段很多,但正确的选择不应是动用行政机制、通过出台政策来“调控”股市。事实上,股市不可调控,只能监管。正确的选择应当是,运用市场机制来促进股市调整。市场机制与行政机制的区别在于,市场机制给了股市参与者以充分的选择权,而行政机制对他们来说处于无权选择境地。可考虑实行的市场机制措施主要包括:

1,强化对投资者的投资风险警示教育。2006年以后,随着A股走高,一大批新的投资者介入了股市,他们中的大部分人缺乏对股市投资风险的真切认识和感受,因此,有必要强化投资风险的教育。在警示教育中,不仅需要进行合法投资、投资风险和化解风险等方面的知识教育,而且应着重就投资教训、风险后果和理性处置等方面的教育。需要使投资者明确,风险一旦发生,后果自担,应努力避免由情绪冲动引致的各种非法行为甚至铤而走险的现象发生。

2,加快新股发行。在股市交易中,供求关系起着重要作用。加快新股发行,不仅给投资者以新的选择,也不仅将保持综合指数的持续上行,而且将拉开各只上市股票之间的价差,促使A股平均价位有所回落,在空间和时间上,给投资者以“软着陆”之选择。

3,加快公司债券、理财产品和其他金融创新产品的发展。从金融投资上说,公司债券、理财产品和其他金融产品在不同程度上都有着替代股票投资效应。2006年以来,股市高涨的一个重要成因是,可供投资者(尤其是居民)选择的金融投资产品在品种、规模等方面都太少了,与此对应,加快这些金融产品的发展,给投资者已更多的选择空间,应是一个重要的方向。

目前,10年期债券的票面利率在4%以上,这明显高于1年期存款利率,按照年收益4%左右计算,25年就可收回投资本金,明显低于40倍左右的股市市盈率。这意味着,在加快发展金融产品的条件下,这些金融产品的收益率将成为股价收益率的重要对冲机制。

面对城乡居民储蓄存款余额已达17万亿元,且每年的消费剩余资金还在以2万多亿元的规模增加,公司债券、理财产品和其他金融产品等应当在规模上

加快扩大,争取在较短时间内突破万亿元大关。否则,虽有品种但规模严重不足,其市场效应也就难以真实发挥。

值得注意的是,通过提高存款利率,对股市的影响微乎其微,且有着诸多负面效应。

这是因为,流动性过剩意味着银行等金融机构中的资金过剩,为此,存款利率本应呈现下降走势。有关部门从2004年10月以后,连续4次提高了存款利率,在此背景下,继续提高存款利率的空间已越来越小;同时,每次提高0.27个百分点的存款利率,对股市投资者的预期和选择很难起到多少实质性影响。一个近期的实例是,5月18日第4次提高存款利率后,股市的总趋势不降反升。另一方面,不断提高存款利率,不仅给债券、理财产品等的创新和规模展开造成了比较大的市场压力,引致金融市场的交易预期变化和保险产品理财难度提高,而且给人民币升值也造成了新的压力。