

People

# 李振宁谈近期股市热点话题

◎本报记者 朱国栋 张强

李振宁,这位中国证券市场知名度颇高的资深专家,办公室布置得十分简单,唯一显眼之处就是墙上他和金融大鳄索罗斯的合影。

李振宁无疑是中国证券市场的传奇人物。1985年,李振宁在中国人民大学西方经济学研究生毕业后被分配到中国经济体制改革研究所,负责股份制的国际比较和借鉴;1987年,他被派往香港任客座研究员,研究课题是股市,也正是在那一年,他开始与股市结缘。

这位上世纪80年代就以翻译《短缺经济学》出名的学者,曾以市场人士身份参与了证监会股改的许多重要工作,成为股权分置改革智

囊团成员之一,是证监会规划委成立的全流通改制研究小组的一员(其余两位为证监会原规划委办公室主任李青原、规划委员会委员波涛)。

2005年5月9日,李振宁发表了《历史的转折 可贵的实践》一文,认定股权分置改革将改变大股东的行为策略,进而改变上市公司基本面,从而使市场发生质变,引起较大反响。2006年1月9日,在中国资本市场论坛上,李振宁作了《十年牛市的开始——2006投资策略》的演讲,“十年牛市论”从此成为中国股市耳熟能详的口号。

近日,李振宁就近期中国证券市场的一些热点问题,在他的办公室里,接受了上海证券报记者的专访。



□本版图片均为本报记者 徐汇 摄

## 股指期货推出条件还不成熟

股指期货是当前中国股市最为热门的话题之一,中国股民担忧者有之——担心机构操纵大盘蓝筹股,将股指往下打压;期盼者有之——目前股市已深调,股指期货推出后可能导致股市飙升救市。

李振宁则认为,目前情况下推出股指期货,时机还不成熟。

李振宁认为,在股指期货推出之前,应该先上融资融券,形成做空机制,再推出股指期货也不迟。

从目前来看,如果没有开设融资融券业务,那么做多的一方会占据优势。只有当融资融券业务推出时,做多和做空的力量才是对等的。比如说多方可以通过购买大盘指标股推升股指,在实盘和期货两方面都可以获利;如果能够融券,空方可以借券融券来影响股指,再低价回购证券后归还,这样也能在实盘和期货两方面获利。在没有融资融券的情况下,空方买股票往下砸显然不合算,因为即使股指往下

打压成功,做空者在股指期货可能赚到了钱,但股票上还是要亏钱。两者相抵可能是不赚不亏。因此,如果在股指期货推出前没有开办融资融券业务,对空方无疑是不利的,少了一个做空的工具。就像拳击手一样,如果一方只能以一手出拳,那么他就必败无疑。”

因此,李振宁认为,在目前情况下推出股指期货,很可能使股指暴涨。除了融资融券业务尚未全面推行外,他还有三个理由:一是中国一直没有做空机制,做多符合中国股民的心理习惯;二是在大的牛市氛围下,涨的天数肯定比跌的天数多;三是公募基金、保险等机构都有大量筹码在股市,做空不符合他们的现实利益,特别是我们缺少对冲基金这种规范的机构投资者,很可能出现投机过度。

正因为这些理由,李振宁建议,先推出融资融券业务,再推出股指期货。

## 股市泡沫很难危及实体经济

目前市场有观点称,假如股指虚高,一旦股市泡沫破灭,很可能影响中国经济的健康发展。李振宁认为,



是实体经济决定了虚拟经济,而不是相反。所以认为股市泡沫破灭会危及中国经济发展的观点,有本末倒置的嫌疑。

李振宁认为,无论是按照西方经济学的观点,还是马克思主义政治经济学,只有实体经济出现实质性问题时,虚拟经济才会一蹶不振,并反过来影响实体经济。比如1929年—1933年的世界经济危机,尽管表面上看开始于美国股市,但实际是当时世界实体经济出现了问题,才最终反映在股市上,以至于股票市场暴跌,数年之后实体经济好转时,才开始回暖。1997年开始的东南亚金融危机,也是东南亚国家和地区的经济出现严重问题,才导致股市崩盘,连续数年不振。

李振宁告诉记者,如果实体经济没有问题,股市出现大规模回调,市场也会自动修复过来。以2001年的“9·11”为例,当时美国股市暴跌,但很快市场就自动修复,这是因为“9·11”事件是一个突发的政治事件,并不是实体经济出现问题所致,所以没有演变成股灾或经济危机;同样,1987年由电脑程序买卖引发的股灾,使全球主要市场股指一周跌掉三分之一至二分之一,因为经济健康,交易所限制电脑程序买卖后,股市就企

稳了。这次股灾之所以市场能自动修复,也是因为它是技术因素造成,而不是实体经济出现了问题,所以市场有自动修复功能。”

有观点认为,为了防止股指的大起大落,因此中央政府应该加大针对股市的宏观调控。李振宁不认同这种观点。李振宁告诉记者,国家不应该对股民的盈亏负责,因为担心股指上涨过快而对股市宏观调控,这种做法不可取,至于具体指导式的微观调控,则更不可取。回顾世界股市最近几十年的历史,很少有政府因为股市上涨过快而打压、干预,只有因股市崩盘市场无法自救而救市的。”

以美国纳斯达克为例,它从1000点涨到了5000点,然后又从5000点跌回到1000点。实际上,纳斯达克股指的暴涨暴跌并没有影响美国新经济的发展。恰恰相反,股指暴涨时,因为财富效应,大量风险投资资金流向新经济领域,为美国新经济的起飞提供了资金保障,加速新经济的发展与成熟。所以说,股指的涨与跌,对资本也有导向作用,许多发展潜力大的产业领域获得更多的资金配置,有利于该领域的成熟与发展。”李振宁认为,有时候股市波动,未必就是坏事。

## 港股直通车意义深远

对于港股直通车该不该推行,怎么推行,市场有许多不同的声音。李振宁的观点是,港股直通车应该推出,而且意义颇为深远。

李振宁认为,港股直通车实际上是资本项目下人民币自由兑换的试点。李振宁告诉记者,目前人民币升值,资产价格和物价上涨,其实是一个事物的两个方面,都表明中国在世界经济总量,或者说,实物财富总量中的份额,远远高于以美元计价的份额。现在已经到了对中国的国民财富加以重估的时候。我们的选择只能是通过人民币升值实现重估,或者通过资产和消费价格上涨实现重估。这些都表明,人民币自由兑换的时机已成熟。”通过港股直通车渐进的实现人民币资本项目下可兑换,是积极稳妥的。

有观点认为,和美元挂钩的货币一下子实现自由兑换可能导致经济发展停滞。日本就是这样的案例,日元实现自由兑换后,日元升值了4倍多,从360日元兑换1美元升值到80日元兑换1美元。日元加速升值导致了日本经济竞争力不足,并进一步导致了日本经济的十年停滞。

对此,李振宁告诉记者,日元和美元实现自由兑换后,日本人均生产总值迅速从3000多美元增长到10000多美元,一下子完成了中

等收入国家到发达国家的跨越。他们在全世界的财富份额一下子变大了,可以用以前三分之一的钱购买同样的数量的进口商品,这对战略意义,并且符合贱买贵卖的原则。而中国目前的情况是,进口能源、原材料价格暴涨,但出口的货物硬撑着不涨,这样对中国经济未必有利。人们往往从消费方面评价日元升值,果真如此,为什么日元至今还是100稍多兑1美元,而不是跌回到360日元兑1美元呢?”李振宁认为,从另一个角度来看,日元升值是有基本面向支持的,对日本经济和日本国民也有很有利的一面。

此外,李振宁认为,推出港股直通车,通过民间投资的办法消化流动性过剩,比借助中投公司对外投资更为有利。因为中投公司这种掌握数千亿美元的国家公司,容易引起西方国家警惕,并且国家要为投资结果承担完全的责任;而港股直通车则是民间投资,目标不会太大。而对于中国投资者参与港股直通车可能造成亏损的担忧,李振宁认为大可不必。他告诉记者,我们要相信中国投资者的智慧,他们比外国投资者更了解香港上市公司;并且能直接投资港股的通常为高端投资者,他们的风险承受力大大高于购买QDII产品的普通投资者。”

也有观点认为,推出港股直通车可能造成国民财富外流,李振宁认为这种担心没有必要,完全可以通过技术手段规避。李振宁告诉记者,“我们可以参照境内居民买B股的方法来处理这个问题。中国内地公民买港股,应该开设一个可监管的账户,开户时签订一个协议,将人民币兑换成港币后炒港股,但这个账户的资金不能转移到香港或境外其他市场,账户终止后资金还是要流回国内,这样资金就不能外流了。”

李振宁认为,现在是推出港股直通车的最好时机。前一段借道直通车大肆炒作的H股、红筹股已深幅回落,具备长期投资价值。



## 股权分置改革后八成以上是好股票

前一波急升至6100多点的行情,市场普遍认为是大盘蓝筹股价格飙升的结果。李振宁认为,股权分置改革后,市场上80%以上是好股票,过度追捧蓝筹股并不理智。

之所以认定中国股市80%以上的品种是好股票,李振宁认为这和股权分置改革有关。他告诉记者,在股权分置改革以前,由于大量非流通股无法减持,上市公司的业绩和收益对大股东影响不大,对公

司高管也缺乏激励。有的母公司甚至把子公司作为提款机。但股权分置改革以后,大股东愿意在上市公司做加法了。”

李振宁认为,股权分置改革前后这种区别最典型地体现在重组问题上,在股权分置改革前,上市公司的所谓重组、资产注入,很多名不符实。但股权分置改革后,绝大多数的重组有实质内容,许多资产注入确实是优质资产。”

李振宁认为,正因为股权分置改革后

八成以上品种是好股票,所以前期市场过度追捧蓝筹股的现象并不理智,这不但导致股指虚高、蓝筹泡沫,也不利于维持股市生态。

对于只有买蓝筹股才是价值投资的观点,李振宁也表示反对,“股市不是价值投资,估值水平很重要,哪怕是蓝筹股,本来只值100元,但炒成200元,那也是价值高估了,中小盘股票,哪怕是业绩一般的,只要是估价合理,那也是价值投资。”

过度追捧大盘蓝筹股的恶果之一是中小股票融资难。李振宁告诉记者,有许多中小盘股票资产质量好,利润高,估值相对合理,但由于从公募基金到散户普遍追捧大盘蓝筹股,这些股票表现不多,有的在牛市中升浪中阴跌,许多跌破了定向增发的价格。有了这样的预期后,市场对定向增发等再融资方案谨慎起来,甚至连盘子有几十亿的优质公司也很难融资。”

## 单边发展公募基金不利股市稳定

李振宁认为,市场之所以过度追捧大盘蓝筹股,和中国股市公募基金独大有关,但单边发展公募基金不利于股市稳定。

公募基金动辄拥有数百亿资金,因此偏好配置流通盘相对较大、流动性好的大盘蓝筹股,导致大盘蓝筹股价格暴涨、指数暴涨,出现了所谓的“一九现象”。李振宁认为,如果在发展公募基金的同时,大力发展私募基金,这种“一九现象”有望得以解决。

私募基金掌控的资金规模普遍不如公募基金大,因此他们偏好配置中小盘股票。如果市场上阳光化的私募基金占了相当比例,公募基金偏好配置大盘蓝筹股,私募基金追捧中小盘股票,那样就会形成较好的股市生态环境。就像林中除了狮子、老虎、鳄鱼之外,还要有羊、鹿等草食

动物,还要有青草地”。李振宁用从林的生态环境来比喻良好的股市生态。

李振宁认为,单边发展公募基金,除了不利于股市生态外,更严重的是容易导致股市大起大落,不利于股市稳定。

公募基金集中配置大盘股,导致大盘股价格暴涨,公募基金净值迅速增长,赚钱效应诱导普通投资者卖掉手中的中小盘股票买基金,源源不断的资金又迫使公募基金进一步买入,这是上市中的股民变基民的过程。但是这个过程也可以逆转,当大盘方向相反时,由于基金每天都可以赎回,股市就有基金赎回的压力。公募基金为了应对赎回压力,又不得不卖出股票,从而导致恶性循环。”李振宁这样解释单边发展公募基金的危险所在,这样的实例并不罕见,1964年日本奥运会召开前夕,因为市场波动股市下跌,公募基金

被赎回三分之二,股市暴跌了一半。”

而公募基金就不会有公募基金的赎回压力,李振宁告诉记者,因为委托给私募基金的资金封闭期通常在一年以上,期满后一般一个月只有一个开放日,因此在股市暴跌时,没有集中赎回压力,不会像公募基金那样助涨助跌。”

但是,中国目前私募基金仍处于边缘化状态。李振宁告诉记者,目前中国私募基金,还需要通过发信托的方式绕开,而发行信托又要通过银监会部门。既然中投公司可以给美国的私募基金黑石投资30亿美元,为什么中国不能发展自己的阳光化私募呢?”李振宁认为,投资者的需求是多样的,风险偏好是不同的,私募基金主要是为风险承受能力较强的中高端客户服务的,在长期价值投资、金融衍生产品的运作以及并购重组等方面,有



### ■人物语录

◎股市不是价值投资,估值水平很重要,哪怕是蓝筹股,本来只值100元,但炒成200元,那也是价值高估了,中小盘股票,哪怕是业绩一般的,只要是估价合理,那也是价值投资。

◎如果市场上阳光化的私募基金占了相当比例,公募基金偏好配置大盘蓝筹股,私募基金追捧中小盘股票,那样就会形成较好的股市生态环境。就像林中除了狮子、老虎、鳄鱼之外,还要有羊、鹿等草食动物,还要有青草地。

◎是实体经济决定了虚拟经济,认为股市泡沫破灭会危及中国经济发展的观点,有本末倒置的嫌疑。如果实体经济没有问题,股市出现大规模回调,市场也会自动修复过来。

◎如果在股指期货推出前没有开办融资融券业务,对空方无疑是不利的,少了一个做空的工具。就像拳击手一样,如果一方只能以一手出拳,那么他就必败无疑。

◎我们要相信中国投资者的智慧,他们比外国投资者更了解香港上市公司;并且能直接投资港股的通常为高端投资者,他们的风险承受力大大高于购买QDII产品的普通投资者。

### ■人物简介

**李振宁**,现为上海睿信投资管理有限公司董事长。1985年中国人民大学西方经济学硕士专业毕业,后进入中国经济体制改革研究所工作,期间,他专注于企业制度的国际比较研究,是中国最早了解国际股市并参与股票买卖的经济学家之一。

1990年起他进入投资咨询业,曾担任宝安、原野、深鸿基等上市公司的咨询顾问。1992年起成为专业证券投资顾问,1997年创办上海睿信投资管理有限公司。他曾以市场人士身份参与了股改的许多重要工作,成为证监会股权分置改革智囊团成员之一,曾是证监会规划委成立的全流通改制研究小组的一员。