

■大历史·新观察

中国股市在巨变中遭遇四大困扰

◎亚夫

中国股市怎么了?
以沪指为例,从去年5月30日算起,中国股市出现了让人不愿看到的景象:这就是超过2000多点的巨幅振荡。剔除期间新上市公司,沪深两市总市值损失高达9.5万亿元。股指大起大落,资金持续蒸发,这还是一个有效的资源配置场所吗?市场何以如此?是中国经济出了大问题?还是上市公司出了大问题?抑或中国资本市场出了大问题?或者专业人士的估值方法出了大问题?凡此种种,疑团如云。

现在,如果我们不对这一市场现象做深入反思,不去透视正在发生巨变的资本市场正遭受着四大困扰,那么,对投资者特别是个人投资者来说,更有可能不仅仅是深度套牢的烦恼,更有可能由此操作失误、输掉用储蓄换来的投资本金,使投资资本市场以获得财产性收入的愿望化为泡影。而对市场其他利益关联方来说,特别是管理部门来说,如果不采取有效措施维护这个市场,从而保障国民财富的资本化权益,那也将有损国家经济发展大计,导致与多数人利益相悖的共输结局。

回到前面问题,本轮股市超过35%的宽幅振荡,根本原因到底在哪里?简而言之,除了基本面上一些短期不确定因素与外部不确定因素外,更重要的是与市场的巨变和正在遭遇的困扰有关。因为自股权分置改革以来,中国股市正在发生四大变化,一是利益格局的变化;二是资金结构的变化;三是市场功能的变化;四是思维取向的变化。与此同时,中国股市也在遭受着四大困扰:一是利益集团的困扰;二是金融霸权的困扰;三是制度缺失的困扰;四是思想苍白的困扰。正是这些更为重要的因素,导致了市场出现无谓的波动。

本轮行情真正起因是什么

在解析这些变化与困扰之前,有必要先询问一下本轮行情的起因到底是什么。因为不弄清起因,就很难明白,本轮行情为什么会暴涨暴跌到如此地步,也难以明白在此过程中,到底发生了什么状况,谁是受益者,谁又是受害者。

对于2006年以来的本轮行情,有多种多样的解释。最常见的是:人民币升值、股权分置改革、优质蓝筹股回归、上市公司业绩提升、市场估值合理、中国经济持续向好、国民收入增加、消费升级,等等。这两年来,尤其是自去年5.30以来,各种说法、各种分析,为场内人士各取所需,特别是以价值投资为旗号,对

股市这轮超过35%的宽幅振荡,根本原因到底在哪里?简而言之,除了基本面上一些短期不确定因素与外部不确定因素外,更重要的是与市场的巨变和正在遭遇的困扰有关。因为自股权分置改革以来,中国股市正在发生四大变化,一是利益格局的变化;二是资金结构的变化;三是市场功能的变化;四是思维取向的变化。与此同时,中国股市也在遭受着四大困扰:一是利益集团的困扰;二是金融霸权的困扰;三是制度缺失的困扰;四是思想苍白的困扰。正是这些更为重要的因素,导致了市场出现无谓的波动。

蓝筹股的大力推介,把股指推向了高峰。

然而,自本轮大跌以来,那些曾经的理由似乎都不存在了。尤其是沪指跌破4000点之后,一些宿命的说法四起,甚至有人将日本等本地市升值的经历做比照,看着日本的K线图说话,认为第一波至少要从前期最高点下跌一半,才有新一轮涨升的可能。而看着中国股市,现在剩下的似乎只有凭技术指标说话了。此时,如果有谁还谈估值体系、谈基本面情况,那真是有点不合时宜。

一个需要智慧的市场,思想苍白到如此地步,十分奇怪。这一点留待后面再说。问题是大家以前给出的理由,特别是基本面上的情况,出现逆转了吗?比如,人民币升值速度现在反而越来越快,中国经济虽然遭受国内外突发因素影响,但居民消费这个新的发动机发动了,以中西部崛起为突破口的新一轮发展启动了,经济不是趋冷,而是趋热,需要用“两防”的政策加以应对。

从微观层面看,在“又好又快”的经济政策要求下,企业的情况也只会向质量型、效益型方向转变,没有更多理由对经济增长持悲观态度。而股权分置改革也只是走完了第一步,也就是对中国特有的股权结构进行了刚性调整,更大的变革还在后面。在这种情况下,市场有什么理由作出如此剧烈的反应呢?

显然,除了表面因素外,之所以引发本轮行情跌宕起伏的一个根本原因,其实是制度变革,是两大制度变革带来的市场溢价和整个市场的急剧变化。这就是发端于2005年7月的人民币汇率形成机制的改革,以及2006年开启的股权分置改革。

正是这两项改革的叠加,触发了本轮行情。也正是这两项改革,触发了中国股市估值体系的变化,触发了股市利益格局的大洗牌。特别是成分变得越来越复杂,掌控着股权、资金话语权的大机构、大利益集团之间的博弈,直接导致了市场的剧烈波动。

股市格局四大变化与四大困扰

要透彻地看清这种变局,需要回顾

一下历史。在股权分置改革前,中国股市的基本格局是相对僵硬的,利益主体也是比较简单的。占相当比重的非流通股股东对市场的关注主要在融资方面,对股价的维护并不关心。

但自股权分置改革以后,情况发生了巨大变化,这些变化对市场的影响正在以前所未有的方式呈现出来,同时对整个经济社会的影响也日益增强并趋于复杂。具体而言,有四大变化及其随之而来的四大困扰,正影响着包括市场在内的整个社会生活。

首先是利益格局的变化与利益集团对市场的困扰。利益格局的变化最明显的是大型、特大型上市企业与投资机构的快速增加,以及投资主体的日趋复杂;而利益集团的困扰,则是各利益集团之间因利益取向不同在市场上进行的非理性过度博弈。

这其中,有三方面特别值得注意,一是大型、特大型“国家队”的介入,包括以上市融资的方式和以投资机构的方式对市场的介入。如工商银行等国有商业银行和平安保险等金融机构,以及中石油等企业回归上市,使整个市场的股份结构发生了巨大变化;而以社保资金和其他公募基金方式入场的机构投资者,则使市场的资金结构及其话语权发生了根本改变。二是由股权分置改革带来的大小非解禁问题,也开始对市场的股份变动与资金结构产生了直接影响。三是外资的影响,包括通过港股与内地股市的互动,来套取特殊利益。

而在利益格局发生巨变的同时,由于不同利益集团所处位置不同,以及在资金、市场话语权,甚至对国家经济的影响力不同,其行为对市场的影响也就难以预测了。比如,前不久一家公司的巨额融资问题,从该公司看,有它的利益诉求,但对整个市场的责任与影响,就不是该公司的第一选项了。又比如,社保资金的入市与其他公募基金或投资机构的诉求不同,对市场的看法乃至操作行为都会有明显差别。因此,在利益主体多元化、利益诉求复杂化的今天,市场受不同利益集团一己之利的困扰已变得非常突出了。

其次是资金结构的变化与金融霸

权的困扰。资金结构的最大变化是资金控制格局的变化与市场博弈方式的变化,这与利益集团的市场行为有密切关系。而金融霸权的困扰,则是市场巨头通过一系列市场、非市场手段,来引发市场震荡,从而牟取超额利润的又一手段。

现在,如果我们把市场利益关联方做一个简单排序,除了管理部门和中介服务机构外,大致会有这样几股力量,一是上市企业,二是不同类型的机构投资者,三是社会公众投资者。这其中,谁是主导呢?显然,社会公众投资者如一盘散沙,不可能主导这个市场。而机构投资者凭借其资金与筹码实力,通过对市场趋势的把握与博弈来赚取利润,这已成为其重要的谋生手段。因此,市场的宽幅振荡在某种程度上也符合这一群体的利益。

而在这个市场中,最重要的角色则是上市公司大股东,一方面公司通过上市获得巨额廉价资金;另一方面,自股权分置改革后,非流通股有了上市时间表,而新上市企业则没有这样的历史遗留问题。在这种情况下,公司大股东一手握有可以变现的股权,一手掌控着企业,同时还有再融资机会,因此无论在股权上还是在资金上都有绝对的话语权。这种金融霸权地位,很容易使大股东为了自己的利益最大化而牺牲其他市场参与者的利益。这就是为什么近几个月来市场对大小非解禁的最大担心所在。

再次是市场功能的变化与制度缺失的困扰。市场功能的变化主要表现为资源优化配置功能的回归。这是股权分置改革后,市场普遍希望看到的结果,但由于制度缺失或滞后,这种资源优化配置功能并没有得到充分体现。

具体而言,至少在三个方面还没有体现出市场本身的公平选择机制。一是在一、二级市场之间,仍然存在着巨大的价格差异,这并非市场的选择,而是制度缺陷的结果。二是资本市场的资源优化配置,其主要目的不只是为上市公司融资服务,而是为公众投资寻找好公司,并通过相应规则,要求公司给社会投资者以可持续、可预期的分红回报,特别是现金红利回报。三是市场本

身的运行,也应体现资金运转的效率,而不是徒劳的资金消耗。

这种最基本的资源优化配置与资金运行效率要求,在我们的市场中还很难得到保证,特别是还没有得到健全的法律、法规保证。比如,一些公司只注重到市场来融资,很少考虑给投资者以稳定的红利回报。从而使市场资金的净流出比如印花税与佣金耗费等要远高于净流入比如现金红利的水平。使这个市场呈现出典型的短线投机博弈特征,而不是一个有效的投资市场。

此外,还有思维取向的变化与思想苍白的困扰。思维取向的变化表现为市场上的利益关联方和不同投资者对现实利益的关心,以及对市场噪音的厌恶。而片面、僵化、苍白的思维方式仍在困扰着市场信息的准确有效传播。

本来思维问题并非市场的困扰,但由于股市是一个高度信息化的市场,而信息处理与传播方式又与思维方式有关,加之特定的思维方式确实对市场产生着导向性影响。因此,思想的苍白对股市的扰动也无处不在,并时常诱发股市出现不正常的扭曲。

典型如“刻舟求剑”的思维方式,拿中国股市与其他市场作简单类比,且不分历史成因,以及时间与空间的差异,机械地寻找上涨或下跌点位,从而影响市场信心,干扰股指运行。还有用以偏概全的思维方式,片面强调甚至夸大某种局部或短期因素,影响公众的投资心理,进而诱发市场出现过度反应。

凡此种种,不一而足。总之,这些噪音,有些或出于思维问题,有些或出于某些机构的商业计算,这也不定。而过去过烂的吆喝,确实对公众投资与市场运行会有潜在的困扰。

拿什么来呵护这个市场

本轮股市巨幅波动,是上述多种因素共振的过度反应,与经济基本面没太大对应关系。现在要问的是,如何来面对这些问题,如何化解市场面临的上述困扰,规范市场参与者特别是上市公司与机构投资者行为,以保障社会公众投资者的权益,减少市场的消耗性波动,不仅关系到市场运行的效率与质量,也直接影响着整个市场的信誉,影响着国民经济的大局。

只有尊重市场运行机制,完善法律法规,借助市场调节手段,对市场利益关联方的行为加以规范,并对市场资金的流向进行有效疏导,拿出切实措施,才能避免中国股市的大起大落,使市场与经济发展保持均衡,走上健康向上的运行轨道。

中国经济社会和谐发展需要维持长期牛市

从宏观经济、金融发展和改革的角度看,都需要维持长期的牛市格局。当前最重要的是尽快降低、直至取消干扰资本市场运行的人为摩擦成本,在提高信息透明度、加强监管的同时,从供求两个方面来推动市场发展。

◎中国社科院金融所 殷剑峰

自去年10月以来,上证综合指数已由6000余点下跌至目前的不到4000点。适当的调整是有必要的,但如果将近期政策层对市场暴跌的反应与去年五月份对市场暴涨的反应作一比较,之所以该出手时不出手,或许依然是因为对股市泡沫的担忧。

然而,正如一些人将中国的高投资率、低经济增长率与发达国家的低投资率、低经济增长率相比是不合适的一样,简单地用发达国家股市估值标准来测度中国股市是否存在泡沫同样不合理。以中国和美国作一简单对比,我们推算,在未来5到10年时间里,中国依然有能力维持9%左右的经济增长率,经济增长速度还将是美国的2到3倍。由于这种经济基本面的巨大差异,中国股市维持30倍左右的市盈率,美国股市维持10多倍的市盈率,就没有什么特别令人奇怪的地方了。

尽管中国经济的长期增长没有问题,但有些观点认为,当前股市的暴跌同经济将进入“拐点”,即经济周期的变化有关,这将导致上市公司的盈利增长速度放慢。对这种观点,本人不以为然。其一,经济周期性的波动乃至“拐

点”的到来是自然现象,不过,由于经济体制改革、企业经营效率的提高以及经济热点向其他行业和区域转移等因素,除非调控政策不能及时转向,或者遇到外部的巨大冲击,本轮周期不可能出现上世纪90年代那样从百分之十几急剧跌落到要“保八”的尴尬境地。

以投资的区域和行业转移为例。在2003年,北京、上海、天津三个直辖市以及江苏、浙江、广东和山东四个沿海发达省份的城镇固定资产投资占到全国的45%,到2007年,随着中西部工业化进程的推进和经济的崛起,这七个发达省市的投资占比下降了近10个百分点。在中国工业化和城市化进程由发达地区向落后的中西部地区梯度推进的过程中,这种投资行业和区域的转移必将有助于维持高速的经济增长和上市公司的盈利。

其二,观察历史可以发现,中国的股市与其说是顺经济周期的(即所谓经济的“晴雨表”),毋宁说是顺着政策变化的。例如,在2000年到2001年间,经济增长率低(相对于高速增长的中国本身而言),但股市却一路飙升;而当中国经济从2002年开始启动,并在2004和2005年达到高峰阶段的时候,股市却极度萎靡,以至于券商开会被戏称作“丐

帮大会”。事实上,高速增长的中国并不需要股市去担任什么“晴雨表”的职能,股市表现出来的周期更多地来自于所谓的“政策顶”、“政策底”的影响。

既然政策对股市有着关键性的影响,那么,就有必要讨论一下,从宏观经济、金融发展和改革的角度看,需要去维持长期的牛市格局吗?答案是肯定的。

首先,维持长期牛市的格局有助于推动形成以自主创新为主导的经济发展新格局。党的十七大报告已经提出了转变经济发展模式的目标,要实现这一目标,金融体系首先需要建立和完善能够支持自主创新的金融机制。我国的金融体系一直以传统银行业为主导,金融资源主要掌握在银行业手中。然而,创新是有风险的,而银行业对风险具有天生的回避倾向。银行业“怕”风险、怕“创新”并非中国所独有,这是由借短贷长、需要时时维持流动性的业务经营特点所决定。此外,由于没有资本市场的竞争,利率没有市场化,国内银行业更会倾向于那些大企业,而创新的主体——中小企业长期以来都得不到资金的支持。要建立以自主创新为主导的经济发展新格局,就必须发展包括股市和公司债券市场、包括创业板和主板在内的资本市场。显然,如果市场持续暴跌以至于投资者人人如惊弓之鸟,资本市场的发展就无从谈起,建立自主创新的经济发展新格局的目标就会受到严重影响。

其次,维持长期的牛市格局有助于推动金融改革,改变目前以银行为主导的金融结构。中国的金融体系以银行行

主导,因此,金融改革的核心是银行业改革。然而,我们不能仅仅就银行业本身来谈银行改革问题,这种头痛医头、脚痛医脚的办法是不可能见效的。改革需要有动力,银行业改革的动力不可能来自于监管者的苦口婆心,只能来自于资本市场的竞争。以美国银行业为例,从1980年开始直至1999年,随着美国股市进入一个长达20年的牛市格局,美国的股票市场和公司债券市场得到极大发展,而美国银行业因此面临了长达20年的存款客户和贷款客户同时流失的“脱媒”困境。银行业由此被迫更多地面向小企业、零售客户,更多地依靠金融创新。过去两年中国的牛市也起到了类似的效果:居民储蓄存款持续由银行存款向股市搬家,企业资金来源也越来越多地依靠资本市场,而银行业的创新(例如银行理财产品)也较往年显著增加。

最后,维持长期牛市有助于改善收入分配结构,构建和谐、富于弹性的社会环境。在长期的牛市环境中,随着居民资产组合由银行存款转向直接或通过基金间接地持有上市公司股权,整个社会的资本所有权开始由越来越多的人享有。这种资本大众化的进程不仅有助于改善整个社会的收入分配结构,让更多的人能够享受到财产性收入,而且,更加重要的是,资本大众化改变了少数资本所有者和多数劳动者相对立的两极社会阶层结构,形成了以中等收入阶层为主的稳定的社会环境。以第二次世界大战结束前的资本主义社会为例,与资本为大众所有相对应的是资本为少数群体所拥有的资本垄断格局。在这种格

局下,如经典马克思主义作家所分析的那样,其结果必然是,拥有生产资料的资产阶级剥夺没有生产资料的无产阶级的剩余价值,从而使资本主义社会周期性地爆发“生产过剩”的危机。为了解决其内在的深刻矛盾,垄断资本主义逐渐发展成两个差异明显的分支:福利资本主义和股东资本主义。前者以德国、日本为典型,在这种社会中,随着生产力的发展,雇员福利无限膨胀,劳动者被集体性的培养成了工人贵族,企业文化强调雇员至上;后者以美国为代表,雇员既是付出劳动、获得劳动报酬的劳动者,同时也是企业的股东,企业文化强调股东至上。对这两类体制的详细比较非本文所能及,不过,一个公认的事实是,后者的经济发展机制富于弹性,具有强烈的创新动力,而前者则显得僵化。

党的十七大报告提出,要解放思想、勇于变革、勇于创新,使中国特色社会主义道路越走越宽。因此,对于未来中国股市的发展,乃至由此推动的以自主创新为主导的经济、金融发展新格局,笔者是有信心的。就具体政策建议而言,当前最重要的是尽快降低、直至取消干扰资本市场运行的人为的高摩擦成本,在提高信息透明度、加强监管的同时,从供求两个方面来推动市场发展。在供给方面,应该继续放松行政管理,加强部门间协调,建立有利于企业、尤其是中小企业募集股权资金和债务资金的市场化的发行制度和高效的交易制度;在需求方面,同样应该放松管制,取消对基金发行的人为干预,鼓励私人养老金、公募基金和私募基金的健康发展。

■今日看板

股市逐步形成估值新均衡点

◎仇彦英

进入2008年度,我国股市出现了较大幅度的调整,市场的悲观气氛弥漫。那么,这种下跌趋势是如何形成的,如何认识接下来股市的投资机会?

从股市表象看,中国石油是本次大盘下跌的诱因。在中国石油上市后,笔者就在去年11月份的《中国石油:牛市之殇》一文中,指出本轮牛市也许会因为中国石油而发生根本改变,至少我们看到的指数型牛市渐行渐远,主要原因在于现行的发行体制必然形成较高的发行价格,进而导致二级市场价格偏高。由于二级市场的价格最终取决于公司的基本价值,由此形成价格持续下跌的压力。我们看到,中国石油与当时中国石化的情景惊人相似。虽然中国石油已经从上市初的48元跌至22元,但仍然较H股溢价逾倍。对于A-H股价差,即使有A股市场的非理性定价因素,但更多的原因还是二级市场成本不一致形成的。随着A-H股的同步同价发行上市,人为形成的价差基本消除,如近期的中国中铁、中国铁建。这也提示我们,必须对发行体制作进一步改革,否则红筹股回归对A股有害无益。在资金流动自由度增加的情况下,如QDII有望推出的港股直通,长久形成的A-H股溢价的状况将持续对A股市场带来上涨压力。

为什么去年可以高歌猛进呢?从牛市周期的角度,去年是居民财富向股市大规模转移的时期,表现为基金规模的快速扩张,从而推动价格出现非理性上涨。但今年市场的供求关系将发生根本性变化,表现为大小非的解禁将带来流通股值的快速增加,再融资持续从股市抽血,新股发行压力仍在。但股市的新增资金已大大减缓,甚至已显示为资金向银行体系回流的趋势,如2月份人民币各项存款增加13351亿元,同比多增8045亿元。在新的供求关系下,新的均衡点必然逐步下降,显示为股价重心在下降。

本轮股市下跌的内因在于从紧货币政策下对于宏观经济的不乐观预期。近期公布的宏观数据显示出GDP增速减缓的迹象,今年1-2月份城镇固定资产投资同比增长24.3%,较去年小幅回落1.5个百分点;2月份顺差大幅回落,当月出口较1月份大幅回落19.2%个百分点;1-2月份,全国规模以上工业企业增加值同比增长15.4%,较去年回落3.1个百分点,主要行业增速均较去年年底出现不同程度回落。那么,我们可以把今年理解为经济的调整年,这也决定了今年股市以结构调整为主线。

股市的估值逐步形成新的均衡点。经过大规模上市,我国股市已经成长为大盘蓝筹主导的市场,也可以理解为股市已度过了快速发展期。那么股市的估值水平就需要向下调整,以合理反映总体逐步回落的利润增速。对于去年的股市上涨,除资金大规模涌入外,股价处于高估值的内因在于上市公司利润的高增长。按照2007年上市公司整体业绩增长6%左右看,上证指数在6100点的市盈率就基本处于60倍,符合PEG=1。按照今年上市公司利润增速处于30%左右来看,当前沪深整体市盈率处于30倍附近,基本反映了今年利润的增长水平,因此,我们可以认为当前位置具有一定的安全性。如果经济好于预期水平,股市就必然会出现新的上涨行情。当然,如果受经济增速进一步放缓影响,上市公司业绩增速低于预期水平,股价的均衡点还会下移。

另外,认识到股市的牛市、熊市周期是由宏观经济、上市公司利润增速决定的,就没有必要期待政府救市。股市的历史证明,政府从来不可能把股市从熊市周期中拉起来,也不可能改变牛市的趋势。相反,救市行为会扰乱理性预期,导致对不可预期因素的依赖,从而给投资增加风险。

受益于经济增长模式转变下的行业是更好的投资方向。由于今年股市的特征是震荡调整为主,市场的波动性较为剧烈和频繁,意味着投资风险的增加。在具体投资时就需要灵活控制仓位,适当增加操作次数,获取波段收益。在投资方向选择时,要结合我国经济增长模式转变的基本规律,同时把握价格传导下的行业利润的重新分配,高增长仍然是关注的重点行业。

(作者系天相投资研究员)