投资者信心遭重挫换来哪些教训

目前A股市场的疲软走势导致了投资者信心不足。尽管有导致投资者信心不足的四大不利因素,但也有诸多因素支撑我们对中国经济及股市的信心,以积极的心态面对调整或许是一种理智的选择。

同时,我们也应当从近期A股市场波动中获得一些启示,应当从加强政府的规范作用、上市公司提高自律意识和投资者树立理性投资等方面,来促进A股市场的健康发展。

⊙袁秀明

近来,中国股市持续下挫,上证综指已从6000多点持续下跌至3600多点。A股股指的巨幅下跌,令市场十分愕然。由此,市场预期发生了根本性变化,并导致投资者信心遭遇重挫。

投资者为什么对市场信心不足

笔者以为,导致目前投资者对A股市场投资信心不足的主要原因,可以归纳为以下四个方面。

*一是上市公司大规模再融资公告及传闻给市场形成极大压力。*自2008年2月以来,众多大型上市公司再融资消息不断传来,给本已处于调整中的A股市场以沉重打击。尽管部分上市公司事后纷纷辟谣,但由此给市场带来的负面影响不容忽视。由于投资者不仅关注上市公司的宏伟发展蓝图,更希望看到上市公司能给投资者带来实实在在的利润增长与投资回报。而中国平安再融资方案获高票通过,给市场预期大规模再融资的阴影仍未散去,并对市场的负面影响也不可小视。

*二是国内通胀压力影响。*随着国际石油价格大幅攀升、粮食和能源等价格上涨,导致国内通胀压力不断加大,引发市场对货币政策紧缩的强烈预期,进而引发对整体经济减速的预期。由于股票价格常常领先于经济运行,发达市场的股票价格通常在经济衰退前2到4个季度开始下跌,唯从经济扩张中期到衰退来临时股价才上涨。

尽管处于高速增长的中国经济目前还不会出现经济衰退,但紧缩政策引发的一系列问题,增强了人们经济将减速的预期,也给本已弱势的A股市场增加了不确定性,并并引发市场信心不足。

*三是房地产市场波动影响。*受紧缩调控政策影响,特别受2007年9月27日房贷新政影响,国内各地房地产价格出现了较大波动,房屋销量大幅下滑。鉴于房地产业对宏观经济影响深远,其产业链长,涉及行业广泛,所以房地产业若出现滑坡,或将对整体经济造成一定负面影响,这也成为市场担心的因素之一。由此,导致房地产类上市公司股价出现了大幅下挫,并累及银行股股价。

*四是国际市场影响。*在经济日益全球化和金融全球化的今天,美国"次贷危机"引发了国际金融市场的动荡不定,这一影响也会通过我国香港股市或直接传导到沪深股票市场。而且,沪深股票市场依然较为不完善,较为脆弱,且投机气氛也较浓。面对国际金融市场波动,蝴蝶效应难免发生,也可能会引起中国股市出现较大动荡,在股市泡沫集结一定程度下,理性回归当属必然。

投资者为什么应当对中国股市抱有信心

尽管存在上述四大不确定性因素影响,但笔者认为,我们仍然没有理由对中国股市失去信心。

因为,上市公司诸多不规范行为,可以通过加强政府政策面监管,促使其行为规范化。而且,管理层已认识到这个问题的严重性,并正努力通过强化监管措施,完全可以促使市场趋于规范。

尽管国内通胀压力会促使宏观调控政策趋于紧缩,但中国经济增长保持在上行轨道,这是毋庸置疑的。也许,受紧缩政策影响,投资可能会放缓,一些企业盈利水平可能将受到影响,但仍然不会改变目前企业盈利持续上涨的趋势。由于上市公司、证券市场与宏观经济三个层面持续不断协调一致的发展是可以期望的,所以我们仍可理性地对市场保持信心。

还有,国内房地产市场或许会出现一定波动。但是,这不过是对前期涨幅过高的房地产价格的一种理性矫正。况且,房地产市场的理性调整,还不足以对整个中国经济基本面产生颠覆性影响,或许反倒对中国实体经济发展产生一些正面作用,使人们投资更趋于理性。

另外,国际市场风云变幻,但全球经济增长趋势不会由于暂时的调整而改变,或许这种暂时调整可以校正市场经济中的非理性成分。

鉴于上述几方面有利因素的存在,我们没有理由对中国经济和中国股市市场前景失去信心,以积极的心态面对股市调整或许是更为明智和理智的选择。

本轮股市波动有哪些启示与教训

*第一,加强政府规范的作用。*毋庸置疑,目前中国证券市场存在着一些不完善问题,如投资者的非理性、上市公司行为的不规范及监管的不成熟等。问题是我们要正视这些问题的存在,并加强指导与监督,特别是应当加强法制、规章制度与政策的贯彻执行力度。

例如,我们应当严格监管与规范上市公司行为,特别是要严格监管对市场有很强影响力的大型上市公司行为如大规模再融资。任何市场,特别是投机特征明显的证券市场,如果没有严格的规章制度和监管措施作保障,很容易滑向无序或者集体非理性,这就特别考验管理层高超的监管能力。

*第二,上市公司自律行为很重要。*尽管上市公司抓住市场契机来充分发展自己是必要的,但作为公众公司的这些上市公司不仅应当关注大股东利益,更应当对中小股东负责,以获得市场的长久支持与发展。如果上市公司以牺牲中小投资者利益来换取发展,这可能是得不偿失的,最终伤害的是自己的公众形象和来自市场的支持。

从美国世通公司等上市公司作假账来欺骗中小投资者的行为来看,任何伤害大多数中小投资者利益的上市公司行为,都将受到市场的惩罚,最终使它们难逃厄运。相反,那些严格自律的上市公司如美国道琼斯指数成份股的许多大公司,数十年来一贯和持续给投资者带来回报,也获得了市场的持续支持,并成为美国经济持续增长的不竭动力。

*第三,投资者应树立理性投资观念。*这个理性投资不是那种试图进行投机的那种理性投资,而是真正持有价值投资的理念。例如,象巴菲特那样,买哪家公司的股票就意味着真正去投资这个企业,看准了坚定持有,不要被股市的一时涨跌牵着鼻子走。适时地远离股市一段时间,对股市也许有更清醒的认识。

无论如何,投资股市是所有投资形式中成本很低且收益最大的,这已被发达经济体的市场所证明。只要中国经济能够持续不断增长,即使受一些因素影响,经济暂时出现一定波动,但只要中国经济的增长趋势不改变,投资股市仍然是最明智的选择,自然也不会让投资者失望。

特别是当今政策面对股市支持的力度越来越大,市场经济制度与规则越来越完善与健全,中国证券市场成长的大趋势肯定不会改变。在这种情况之下,没有任何理由对中国股市失去信心。

正如近日美国投资大师罗杰斯先生所指出的:到目前为止,"还没什么理由让我卖出手中的中国股票,股市下跌可以确保没有泡沫。"

是的,我们坚定地认为中国股市大有希望,正如中国经济大有希望一样。因此,投资者坚定地持有那些有价值的公司股票,时间会证明你的选择是正确的。你将看到,这种坚持会为你带来巨大的收益,也一定可以分享到中国经济增长丰硕的成果。

(作者单位:中国社会科学院)

■今日看板

市场为何恐惧巨额再融资

⊙乐嘉春

不可否认,近期部分上市公司的巨额再融资计划或传闻,成了引发A股市场持续调整的主要导火索之一。透过那些宣布巨额再融资计划的公司股价在短期内急跌30%至40%情况来看,市场的恐惧心理可谓是"一览无余"。

那么,广大投资者为什么会惧怕上市公司大规模的再融资行为?这种惧怕心理又能传达出什么有效的市场信息呢?相信这个问题非常值得关注,因为投资者的一致性预期与趋势性行为在一定程度上会影响到未来A股市场走势。

惧怕之一:在当前低迷的市道中,趋势性投资与价值投资正在上演一场合围之战,这势必会导致股价的理性回归,这一影响是相当突出的。因为,目前上市公司公开增发多采用市价基准或市价折扣的定价模式,由于那些有大规模再融资需求的上市公司估值水平已经偏高,这意味着上市公司再融资计划本身就隐含了诸多泡沫因素。

当市场波动趋势趋弱时,本来公司价值已被高估,再加上再融资计划本身包含的泡沫因素,自然会促使有再融资计划的上市公司股价大幅下挫。另外,市场普遍担心上市公司的巨额再融资行为有可能会演变成另一场再融资风暴,从而有可能会改变市场趋势。

当投资者预期到这一趋势时,自然会纷纷加入抛售这些公司股票的行列中,以此避免投资损失。

惧怕之二:广大投资者普遍担忧,单靠市场的力量可能无法阻止部分上市公司巨额再融资的行动步伐。因为,为追求自身利益最大化,部分上市公司大股东会想方设法来赢得再融资。而经验告诉人们,它们总是能成功的。

一旦无视广大投资者利益的巨额再融资计划得以成功,就暗示了市场的力量会更加趋于弱势。如果部分上市公司的巨额再融资计划得以实现,这一示范效应会促使更多的后来者跟上。这种市场情形让人开始清醒,以往发生过的再融资风暴曾让市场告别乐观的牛市。

眼下,上市公司可以全然不管公司市值损失或可能会给投资者造成投资损失,它们似乎急于想抓住牛市的尾巴,大规模再融资的迫切心情,似乎也暗示了牛市的缰绳已经离我们渐渐远去。

当广大投资者意识到原本貌似强大的市场力量已无法遏制部分上市公司的大规模再融资行为时,只能"用脚投票",这似乎又表露了市场的极端无奈之情。借用一位资深证券人士的通俗话来讲,这个市场不能做"多头",也不能做"空头",只能做"滑头"。

惧怕之三:广大投资者原本天真地认为,股权分置成功改革后,上市公司大股东与他们的利益会趋于一致。但是,严峻的现实却告诉他们,这样的好日子离他们还很远。

这从一个侧面也反映了,迄今发生在我国A股市场中的一些制度性变革,其影响可能是流于表面的,并没有深入到骨子里面。上市公司大股东不顾广大投资者利益及整体市场利益而大规模再融资,就是一个典型案例。

本来上市公司进行再融资是情理之中的事情,但问题是它们选择的再融资时机及再融资规模太不符合市场的理性预期了。这反映了部分上市公司大股东依然"本性难改",只要能拿到自己的利益,哪管事后"洪水滔天",它们自然就不会将投资者利益和整体市场利益放在心里。

其实,这种心理与意识是与现代市场经济中注重利益相关者利益的基本共识是相违背的。这说明,制度变革或规则建立较易,但真正的落实或执行仍困难重重。这也提醒人们,要想让上市公司大股东真正履行自己的承诺或诚信,仅靠利益的筹码是很难约束的,还需重建它们内心的道德意识与公共意识。

也许,这个市场离利益太近,离道德和公共意识太远。这意味着A股市场离真正的理性、公正等发展目标似乎还有很长的一段路要走。

次贷危机是金融业信用滥用的报应

⊙王敏

"次贷危机"暴露出现代金融业存在五大问题:第一,现代银行的风险更多体现在表外业务的高风险性上;第二,国际大型银行已成为全球金融风险的主要聚集地;第三,对信用评级机构等中介机构的风险认识和监管不足;第四,新会计准则和风险管理模型已很难适用于管理金融体系的系统性风险;第五,金融的国际化、自由化、网络化、银行业务的表外化及混业经营都给金融监管带来严峻挑战。

自去年下半年以来,由美国次级抵押信贷引发的金融危机以超乎想象的力度和速度在全球范围内扩散开来,并对全球经济和全球金融带来了自二战以来最为重大的市场影响。值得注意的是,由次贷风暴引发的一些负面消息仍不断传来,并给全球股市带来了巨大震荡。

那么,为什么"次贷危机"会产生如此之深和如此之广的市场影响?为什么美国及欧洲主要国家央行屡次联手干预仍不见成效?我们应该从次贷危机中吸取哪些教训?这些问题都是目前金融市场最为关心的热点问题。

"次贷危机"暴露现代金融业五大问题

*第一,现代银行的风险更多体现在表外业务的高风险性上。*其实,我们可以通过巴塞尔新资本协议规定的资本充足率约束、有效的金融监管和市场约束等三大监管支柱来有效控制银行传统的表内业务风险,也可以通过提取专项资产拨备甚至通过存款保险公司的监管和救助来化解金融机构的危机。

但是,随着近年来银行的表外业务和资产证券化迅速发展,银行在取得流动性资产和低成本筹资的同时,也通过资产证券化成功地回避了传统的监管约束(监管套利)。不过,金融创新在转移、分散原有风险的同时,也带来了新的风险,甚至带来了因杠杆效应引致的数倍风险。由于新的资产组合造成了资产的复合结构,可能会导致资产的风险更加复杂,信息披露更加不透明。特别是,一旦资产组合中某个部分资产出现了严重风险,就有可能会引起交叉违约,并将风险迅速传递给上游或下游的投资机构或投资者。由此可见,目前银行风险管理的难度在明显加大,这也使得银行的经营状况变得更加不稳定。

*第二,国际大型银行已成为全球金融风险的主要聚集地。*尽管国际大型银行的管理理念和技术是先进的,它们常常是全球金融创新的领先者和金融市场的做市商,也是各国金融机构的主要交易伙伴,国际大型银行成为全球金融网络中的重要节点,但各种形式的金融交易也会把各种风险不断向这些国际大型银行过度集中。当风险过度向国际大型银行集中时,全球金融体系就会变得更加不稳定,就会突现金融市场的系统性风险和脆弱性。

*第三,信用评级机构等中介机构的风险认识和监管明显不足。*信用评级机构的信用评级在金融市场的作用和影响已越来越大,信用评级也是资产证券化过程中的必要和重要环节,因而信用评级是否客观公正,是否真正了解金融工具,是否存在着利益冲突和道德风险等,这些因素都会对全球金融市场产生重大影响。因此,我们对信用评级机构不能再听之任之,而必须对它们实施必要的、有效的监督与检查。

*第四,新的会计准则和风险管理模型已很难适用于管理金融体系的系统性风险。*比如,在极端情况下,一旦金融市场失去了流动性,市场交易就失去了公允价格,如果对风险资产无法准确地进行风险评估和会计记账,这势必会加剧金融市场的恐慌与混乱。

*第五,金融的国际化、自由化、网络化、银行业务的表外化以及金融的混业经营,都给金融监管带来了严峻挑战。*为此,金融监管的理念、技术、合作机制和监管资源配置等都需要适应时代和市场发展的需要,并予以及时改进或改善。另外,中央银行和存款保险的救助机制也需要检讨和改进。

美国的"次贷危机"也给我们发出了警告,不单单是银行体系需要一场外科手术式的革命,我们更需要迎来一场新的监管革新。

次贷危机产生机理与负面影响

其实,"次贷危机"是由作为资产支持证券的基础资产——次级抵押贷款出现了严重违约和风险,导致了与次级抵押贷款有关的资产抵押证券也出现了信用危机,最终导致银行体系和投资者出现了信用危机。由此可见,美国次级抵押信贷危机是导致这场次贷危机爆发的直接导火索,但由资产支持证券危机所引发的信用危机,再通过金融市场得到迅速传播,最终引发了这场全球性金融危机。

为此,我们有必要先分析一下美国次级抵押信贷是如何产生的,以及如何评估次级抵押信贷风险。

在美国,次级抵押信贷之所以会产生,主要有以下几方面原因:

第一,美国是一个消费信贷文化和金融服务完善的发达国家。其中,美国的消费信贷文化能够让每个人都可以将其一生的收入进行"折现",并可将从银行体系获得的信用支持用于提前消费和改善生活质量。所以讲,美国人的储蓄率低但人均消费能力强,这是与美国的消费信贷文化是密切相关的。

第二,资产证券化和金融衍生工具的创新,让越来越多的银行家们相信,信贷风险可以通过资产证券化向社会和外国进行转移和分散。由此,银行可以通过资产风险的转移,摆脱传统的监管方式——资本充足率约束,以拓展新的银行业务领域,如可从事更多的高风险信贷。

第三,在"9·11"事件之后,为了刺激美国经济,美国政府采取了低利率和税收激励政策,使得美国经济和房地产市场实现了稳步增长。但随着近年来美国房价的持续走高,消费者可以通过重新融资的方式来降低其房贷负担,从而带动了次级抵押信贷的快速增长。

从总体上来看,美国次级抵押信贷所具有的风险,应该说是属于传统的风险可控的一种信贷风险。之所以说"风险可控",是因为金融机构可以预计这类贷款损失,次级抵押信贷损失的最大风险也不会超过其贷款本金。所以,可以通过提取贷款准备金等方式来冲销这类风险损失。另外,有关次级抵押信贷风险的信息披露还较为充分,金融当局仍可以严格监管这类信贷业务。

据有关资料显示,次级抵押信贷的贷款余额在2005年约为6550亿美元,仅占美国信贷总额的21%比重。正因如此,美国金融监管当局及金融机构都认为,相对于美国庞大的金融总量,次贷问题产生的风险损失是有限的,不会对美国经济和金融产生严重影响。

不过,我们在分析和评估美国次贷危机影响时,却忽略了资产支持证券风险恰恰是导致次贷危机产生和快速扩张的关键所在。

从资产支持证券的发行主体来看,资产证券化的发起人通常是大型的银行或金融机构,它们提供资产支持证券发行的真实资产,再交由专门以融资为目标业务的机构来发行的。这类发行机构又分为特殊目的交易机构(SPV)和特殊目的交易公司(SPC),SPV和SPC往往是大型银行和金融机构附属的全资子公司,它们只是用于特别运作的空壳公司。而资产支持类证券包括资产支持证券(ABS)、抵押贷款支持证券(MBS)和抵押债务债券(CDOs)等。

SPV和SPC为使资产支持证券获得较高的流动性和交易价值,往往需要通过内部信用增级和外部信用增级两种方式对发行的资产支持证券进行信用增级(Credit Enhancement),以此来提高它们的信用等级。

此外,为保证资产支持证券的顺利发行,参与资产证券化运作的各种中介服务机构和金融公司还会专门协助SPV和SPC处理会计、法律、资产转移及提供流动性支持等方面服务,SPV和SPC等证券发行人也会向投资者提供有关证券及其组合资产的市场表现等方面数据。

据有关资料分析,与美国次级抵押信贷有关的资产支持类证券规模已达到数万亿美元。这可是一个天文数字,这就可以想象到次贷危机为什么会造成如此巨大的影响了。

上述分析表明,资产证券化过程实际上是资产组合和信用增级的一个过程,也是多种资产叠加、多个信用主体信用叠加的一个过程。也许,资产证券化本身可以降低资产初始权益人如银行机构的风险,但金融创新和资产证券化过程又带来了新的风险(如新的信用主体风险、法律风险等)。因为,多个主体来源、多个层次的资产叠加及信用叠加,其实本身也是一种风险叠加。

在资产证券化后,由于这种资产池组合的信息和相关风险信息披露可能会趋于更加不透明,导致市场中很少有人能清楚地读懂其中的风险结构,更不用说对其进行实时的风险定价了。确实,信息的严重不对称,必然会引发投资者的信心危机。

美国"次贷危机"证实了一点,由于信息不对称和风险损失不明,一旦资产支持类证券的基础资产出现了重大风险和损失,构筑在这些证券上信用增强和信用叠加也会如同沙漠上的空中楼阁一般会"瞬间倒塌",由此必然会引起广大投资者的投资信心恐慌,规避风险的本能加速了投资者的抛售,并加剧了金融市场的动荡,金融灾难也就在劫难逃了。

当次贷危机引致全球金融市场出现巨幅振荡时,金融市场的过剩流动性就会急剧萎缩。一旦市场突然失去了流动性,也就意味着失去了交易价格,资产支持类证券也就无法按照所谓的"市场公允价值"进行风险评估和资产定价了,证券的信用评级也随之变得不那么可靠了。这样,又会加剧此类债券的巨大市场风险。

同样,这一过程也产生了一系列连锁的市场影响。例如,投资这类资产支持类证券的各大银行和金融机构不得不面对公众压力,纷纷提取巨额拨备。另外,投资此类债券的基金突然面临了巨大的资金赎回压力,无力应对资金赎回压力的部分基金只好关门了事;而发行此类债券的SPV和SPC也面临了巨大的现金流压力。

在此情况下,一些基金、SPV和SPC只好求助于母公司(全球金融巨头)。当这些金融巨头将附属机构并表加以反映,或将表外业务的资产损失移入其资产负债表内时,自然这些金融巨头都相继告示巨额亏损。于是,自去年年底以来,一个个坏消息不断传来,给全球金融市场和投资者带来一次次沉重打击。

资产支持证券的信用危机也带来了连锁反应。例如,次级按揭信贷抵押资产被大量处置,造成了美国房地产价格的急剧下滑、商业票据市场中发行商业票据受阻及全球主要股市出现了多次暴跌等。随着时间的推移,"次贷危机"开始殃及众多的保险公司、担保公司和经纪公司等非银行金融机构及其他国家的金融机构和投资者,全球主要金融市场都出现了流动性萎缩。

为此,美国和欧盟主要国家央行多次联手向金融市场紧急注资,如美联储也连续多次降息,试图来挽救市场投资者的信心,阻止美国经济下滑。但是,这种干预的效果至今仍不很理想。在今年3月11日,美联储再次宣布,将联合英国央行、加拿大央行、瑞士央行和欧洲央行等四大央行,通过新型流动性工具向市场注资2000亿美元,以缓解因次贷危机引发的流动性不足压力。由此可见,迄今美国的"次贷危机"似乎仍然深不可测。

为了减低风险,商业银行的授信已经紧缩,信贷成本也在提高,这对美国的消费和投资都会产生很大的负面影响。正如摩根士丹利前全球首席经济师史蒂芬·罗奇所言,"目前美国的消费占到了GDP的72%,这是个严重的问题,因为它可能会对美国和世界上其他国家造成严重的影响。次贷危机的外溢效应只是刚刚开始。"

(作者单位:广东银监局)