

Opinion

关注股市系列谈之三

莫在恐慌中变成一只从众的羊

在A股持续暴跌,投资者信心最脆弱的时候,只有消除其恐慌心理,才能重塑市场已经动摇的信心。同时,对于投资者而言,应坚持长线投资理念,只有当长期投资成为市场的主流,对市场短期波动风险的抵御能力才能增强,股市大起大落现象才可以减少或避免。

◎魏巍

从去年10月16日到今年3月18日,上证指数跌幅达到40%。股市陷于空前悲观的状态,有人提出了对股市“灾后重建”的说法。就目前状况而言,用“股灾”来形容股市持续下跌给投资者心理上带来的感觉似乎并不为过,但是,如果对照“股灾”的严格定义,这种说法似乎又过于悲观。

我们知道,股市是实体经济的晴雨表,世界上的股灾大都是在实体经济的问题累积到一定程度突然爆发引发的。而我国实体经济目前并未出现衰退,股市的持续下跌乃是“单边行动”,并未与实体经济形成联动效应。因此,尽管A股持续暴跌,与国际上公认的有关股灾的定义并不相符。目前中国股市的持续暴跌表现出的其实是一种极端的非理性状态,而这种状态只有在投资者信心动摇时才会出现。

当人们不知道未来的危险到底是什么的时候,他会不自觉地通过想象无限地放大危险,当个体处于这种状态的时候还不可怕,真正可怕的是群

体性恐慌。经济学里经常用“羊群效应”来描述经济个体的从众跟风心理。羊群原本是一种非常散乱的无序的组织,平时在一起盲目地左冲右撞,但一旦有一只羊动起来,其他的羊也会不假思索地一哄而上,全然不顾前面可能有狼或者不远处有更好的草。因此,“羊群效应”就是比喻人都有一种从众心理,从众心理很容易导致盲从,而盲从的结果是导致理性的丧失和局面的失控。

因此,一些成熟市场经济国家为了市场的稳定,特别注意对羊群的制约,以防止“羊群效应”导致局面的失控。这一点在美国次债危机中体现得特别分明。次债危机从去年至今,已经延续一年,但是,不断有抄底资金进入,投资者信心也没有崩溃,美国股市最多时候也只是下跌百分之十几。这得益于美国投资者的成熟与美国政府对投资者信心的用心呵护。

尽管美国是次债危机的发生地,但美国政要对经济前景一直显得非常有信心,有时候让人感觉次级债危机好像发生在别国而不是美国。为了消

除人们的恐慌心理,布什签署了旨在帮助美国经济避免陷入衰退的一揽子经济刺激法案。美联储也不断以降息、注资等实际行动展开稳定市场的举措。如3月12日,美联储联合欧洲央行、加拿大央行、瑞士央行再斥2000亿美元注资信贷市场,如此高调的救市行为,展示出来的是一种强大的依托于国际金融机构的救市力量。

在次债危机蔓延到今天的情况下,美国对投资者信心的小心呵护与不停“打气”的积极做法,使得“羊群效应”至今没有出现。

既然饱受次债危机困扰的美国在抵御次债危机方面都能有此作为,我们的股市就更没有持续暴跌的理由——至少从基本面情况来看如此。因此,目前股市的暴跌行在于过度恐慌带来的信心坍塌。这犹如倒塌的多米诺骨牌,骨牌倒下时传递的能量是叠加而非均衡的。当第一个投资者信心受损抛出手中的股票,另一个信心强于前者的人就会突然被某种不可名状的危险感染……如此传递下去,恐慌就会蔓延并放大,直到绝大部

分人都丧失信心。实际上,在目前的A股市场,正是“羊群效应”发力导致了股市的非理性暴跌。

当然,追涨杀跌的源动力来自于投资者自身。著名的投资专家巴菲特,有一句经典的名言——“在别人恐惧时贪婪,在别人贪婪时恐惧。”这是一种理智而非源于直觉的投资理念,在巴菲特一生中购买的股票中,大部分都是买入不久即被套,有的被套得还很深,但是,作为一个战胜了人类弱点的人,未来的走势证明了他判断的正确,这正是巴菲特成功的秘诀所在。

巴菲特的投资理念是美国股市投资理念的一个代表性符号。美国资本市场的投资者的心态要成熟得多。在美国,无论是机构投资者还是个人投资者,基本上以长线投资为主,持有股票的时间一般都在一年以上,有的长达数十年。长线投资的主要特点是对短期波动风险的规避,保持心态的平和。据在美国股票市场上的统计,投资者所获取的超过市场平均收益的总贡献中,94%来自行业分布,只有2%来自时机选择,另有4%来自于个股选择。这说明,价值投资与长线投资是其主流,使得市场更加稳定。股价短期波动对投资者心理的影响也比较小。

当然,我国的投资者还不容易做到这一点。数据显示,我国股民的平均持仓时间只有20天。据心理学家对我

国股民的心理学承受力测定,投资者持有的股票若3个月不涨,就会产生换股的心理欲望。这使得投资者对于市场的短期波动更为敏感与直接。

许多人的投资决策常常是在高度复杂、高度不确定的条件下做出的,外部条件的变动及恐慌情绪的感染会动摇决策者对固有投资理念的信心,并迫使其在作出投资决策时转而依赖直觉。而直觉判断往往是一系列不确定性因素的偏差和认知错觉,在非理性状态下尤其如此。无论是在地板斩仓的,还是在抄底被套者,没有人确信自己的决策是正确的,谁也不知道未来会怎样。因此,从心理学角度来看,A股市场的非理性暴跌乃是不受抑制的恐慌心理肆意传递、蔓延、放大的必然结果。

信心是市场稳定的基础,无论何时,无论怎样的调控思路,都不应忽略投资者的心理感受。在A股持续暴跌,投资者信心最脆弱的时候,只有消除其恐慌心理,才能重塑市场已经动摇的信心。同时,对于投资者而言,应坚持长线投资理念,尽可能避免以“炒”的心态入市,只有当长期投资成为市场的主流,追涨杀跌的现象才能逐步弱化,因非理性情绪引发的股市大起大落现象也才可以减少或避免。

(作者系北京某私募基金经理)

股市、储蓄玩跷跷板将增加调控难度

◎倪小林

持续的股市下跌,是股权分置改革的下半场,还是熊市来临?市场人士不断在设问,又不断在寻找答案。连续几天“触底反弹”四个字在各个证券网站不断刷新出现,可是每日的行情依然故我,飞流直下。

最近,2007年大量出笼的储蓄,正在匆匆回到银行的笼子里。央行公布的最新数据表明,2月份人民币各项存款大幅增加,同比多增了8045亿元。近日,全国各地也不断传出本地储蓄创历史新高的消息,如温州民间资金撤离股市,2月份当地储蓄存款中的定期存款增量占存款总增量40.7%,比去年同期增加188个百分点。这样的情况在各地正以不同形式表现出来。加之市场公认的几个理由:股权分置改革正值下半场,眼下是大小非解禁时令高潮,加上接连不断的再融资项目,股市二级市场失血原因已经不言而喻。

现在我们需要注意的是,储蓄继续高速增长对于经济的持续快速增长到底会产生什么样的影响。远的不说,就在几天之前,央行再一次调银行贷款利率居高不下而收紧流动性,2月28日,中国人民银行发行2008年第二十三期、第二十四期中央银行票据,总量1150亿元。3月18日再次上调存款准备金。

在紧缩的时候,并没有完全解决贷款持续高速增长的问题。如果现在在股市的资金再向银行回流,可能出现的状况是:一、笼中的资金不断增加,冲击目标更具有不确定性,最近已经有人试图将资本市场资金抽回到房市,地产价格会不会因此推高还待观察,更重要的是会不会成为推高物价的新诱因也为市场所关切;二、在紧缩货币的前提下,储蓄回笼银行的成本还将增加,对于银行的公司化改革和经营将产生更大的压力;三、如今银行的经营性收入,与资本市场的交易活跃程度直接相关,眼下银行理财柜台已经是“门庭冷落车马稀”,贷款有限储蓄增加,商业银行的盈利空间必然缩小。

如此说来,资金在股市和储蓄之间玩起跷跷板,不一定只是带给股市过度降温,还可以为宏观调控达到目标增加更大的难度。近日,周小川先生在回答记者关于近期是不是加息的问题时说:“加不加还要再看看”很有一番意味,周小川所说的“再看看”,主要是看那些国际经济环境走势的不确定性走向如何。在不加息的条件下,储蓄已经迅速增加的时候,“再看看”是十分必要的。否则,整个市场失血会对经济造成很大伤害。笔者认为,对这次的资金主动回流储蓄,的确需要多看看,慎思。中央财经大学金融教授强曾强谈到:牛市来之不易,居民踊跃入市应受保护。很显然,眼下的市场投资者选择主动撤离,对于市场预期已经改变——其实改变预期的又何必居无定所?

有人把股市大起大落说成是中国股市的特征,其实与人们儿时玩耍的跷跷板游戏有很多相似之处,因为流动性过剩总要寻找出路。如果我们对于投资的理解只是需要投资人“此一时,彼一时”的奔波,那么期望市场成熟,期望投资者长期投资,恐怕只是一种奢望而已。目前的市场要健康,也应与其他行业一样,一定需要一个中长期的既定目标稳定对资本市场的预期。否则,必将影响到实体经济的健康发展。

国际投资大师为何看好中国股市

◎王学

3月18日,全国人大代表、中国证监会原副主席史美伦在做客新华网时表示,中国的股市一不缺好的企业,二不缺资金,只要能把市场的规则做好,中国股市的前途就是光明的。

“中国股市的前途就是光明的”,在中国股市陷入非理性狂跌怪圈的情况下,史美伦的这句话显得非常可贵。

中国股市发展的基石是什么?是经济持续快速的成长。自上个世纪90年代开始,中国GDP基本上保持着两位数的增长速度,是发达国家的3到5倍。在这种高速增长过程中,中国的制造业得到了迅速发展,科技创新能力得到了迅速提高,民众财富得到了迅速积累,中国一直保持着较高的储蓄率,这为加快资本市场发展提供了充足的中长期资金来源。作为经济晴雨表的股市,理由由走出一波壮观的牛市。

但是,目前,许多投资者在股市的大调整中迷失了方向,股灾、牛转熊、崩盘,突然成了热门词汇。中国股市真的进入熊市状态了吗?史美伦的观点鲜明地勾画出了中国股市的未来。在国内股市低迷,人们再判断受到影响的情况下,我们不妨看看国际投资专家的观点。对于罗杰斯、索罗斯这两位投资大师的名字,恐怕绝大多数投资者都非常熟悉。他们是如何看待中国股市的这波大跌及未来



漫画 刘道伟

前景的呢?对于A股为何突然大跌,索罗斯在接受英国《金融时报》采访时表示,这可能是由于中国股市过去一段时间一直在以一种“不可持续的”稍稍降温”,但随后索罗斯话锋一转说:“另一方面,管理层也不想股市转入低迷。我相信,中国股市在2008年奥运会结束前肯定会保持平稳运行。”关于中国经济的基本面,索罗斯在最近的一次演讲中直言不讳地表示,目前从全球经济角度来看,中国无疑是一个“绝对的赢家”,在接下来的几年中,中国经济仍会继续高速增长。

另一位投资大师罗杰斯,对中国股市的信心更是底气十足。在中国

股市持续暴跌的情况下,3月17日,罗杰斯在接受中国记者采访时表示:“这种调整会让市场更加健康。中国股市的部分个股原本被高估了,但指数下跌撇清了泡沫。”他还解释说:“中国政府从去年起为了给股市降温相继采取了提高存款准备金率、提高利率等紧缩政策。这种举措使资产价格得以稳定、股市也得到了调整。”罗杰斯对中国经济的良好发展态势带来负面影响。长远来看,中国内地股市前景仍看好——“我们不认为这次暴跌预示着长期熊市的到来。”

如果我们相信旁观者清的道理,就应该认真对待这些国际知名投资专家和机构的观点。我们现在最需要战胜的首先是恐惧,当恐惧散去,A股的真实面目才能出现在我们面前,我们也能真正认清清楚A股的未来和我们应当采取的投资策略。

■上证观察家

市场失灵下的群体焦虑

面对瞬息万变的,政策往往不能按计划而来,一切只能以市场的变化为依据。为了防范在“市场失灵”时出现市场倒下的“政策失灵”,有关监管部门在社会稳定需要和股市正常发展需要的背景下出台原本未列在计划中的有关保护性政策,就将是唯一的选择。这类可能的政策,市场各方的估计都很集中,比如限制大、小非过度集中流通、限制恶意圈钱、推出融资融券甚至股指期货等金融创新业务等等。

◎李国旺

CPI逐月高企、货币紧缩力度未见放松、IPO和再融资遭遇破发尴尬,基金从万人抢购变成乏人问津,诸如如此类的消息,确实让投资者沮丧。近几个月来持续高密度的基金发行,不仅没能唤醒投资者的多头意识,反而成为反弹中的离场机会,这确实又让有关人士看不懂。

看起来,通过基金密集发行来缓解“从紧”货币政策下的市场资金链可能的险情,只是一种美好愿望。从供求关系看,单是大小非减持就已将股票与资金供给的平衡打破,加上IPO和再融资,资金的供求关系似将空前严峻,“市

场失灵”的群体感觉让投资者无可奈何。由于投资者对后续政策能否及时有效纠正“市场失灵”存有疑虑,这类群体焦虑导致了非理性的群体行为,即将利多政策当作离场机会,这是因为投资群体尚未见到真正可以抑制包括以恶意圈钱为目标的再融资在内的怪现象的“法规”或者“条例”出台。

因此,从投资者群体的心理预期看,以新发基金向市场频频“输血”的政策,目前似已无法堵上资金缺口,政策优先选择应该是尽快设法让已经失血的市场及时“止血”,特别是对借再融资之名实为大规模减持的公司实行法规性的融资规模限制。比如,是否考虑推

出对大规模再融资计划的公司先对原股东定向增发,或者再融资按比例对原来大股东定向增发。有关研究表明,鉴别是否存在“恶意圈钱”的一个特别有效的办法是,看原有大股东是否乐于同比例参与定向增发,这是考验再融资项目是否是变相减持的“银针”,如果某公司原有大股东不愿意参与增发则同时又存在大比例减持可能,则可以界定为有变相集中减持和恶意圈钱的嫌疑,监管机构可以对此严格审核,以防止该公司通过增发损害其它股东利益,最后影响整体市场信心,以至于引发投资者群体误读利多政策,即防止在“市场失灵”时,出现市场倒下的“政策失灵”。

当然,纠正市场失灵的比较可能会出现一定时期的失灵,比如2007年为抑制行情过度上升而出台的提高印花税率以及不断提高的利率,已经对市场产生了极度的影响力,虽然一段时间内出现“政策失灵”,但政策性的“馒头效应”终于在去年的冬天发挥了效力,显示了政策抑制行情的威力。现在情况相反,需要政策去纠正已经出现的市场失灵现象。

据笔者的判断,恐怕要到市场自组

警惕外汇贷款的高速增长

◎郭田勇 蒋蛟龙

央行3月12日发布的金融运行数据显示,2月末金融机构外汇贷款余额为2584亿美元,同比增长53.31%。其中,当月外汇各项贷款增加214亿美元,同比多增189亿美元。而当月人民币贷款增加2434亿元,同比少增1704亿元。从以上数据可以看出,在人民币贷款增速出现放缓的情况下,外汇贷款增幅却保持上升的趋势,并且其额度对国内金融市场尤其是目前实行的从紧货币政策带来了重大影响。笔者认为有必要对现行外汇贷款高速增长的情况进行一个深层次的分析,并根据其所带来的市场效应提出相应的建议。

在从紧货币政策的背景下,受到央行多次上调准备金率以及发行巨额央票的影响,国内银行人民币可贷资金出现了一定程度的紧缺。尤其是对人民币贷款增量实行比例控制以来,商业银行人民币贷款更是受到了限制。而另一方面,虽然外汇贷款审批手续较为复杂,但没有比例限制,因此,对于外汇贷款而言,商业银行可根据自身情况自由决定数额,这显然为商业银行“曲线救国”企业人民币贷款供给不足提供了空间。同时,出于对人民币升值的预期,企业尤其是出口型企业通过外汇贷款从事相关业务以后,然后用人民币购汇进行还贷,这样企业就能从人民币升值中减少一部份贷款成本,而商业银行则可以和央行进行掉期锁定汇率风险。

另外,在中央政府对楼市调控以及紧缩货币政策后,中资银行人民币贷款业务受到了很大限制,相比之下,外资银行贷款业务则较为宽松。为了防止现有客户的流失,中资银行只能通过增加其外汇贷款来留住客户,这也是造成外汇贷款急速上升的一个重要原因。由于美联储连续降息,美元存款利率走低,尤其是中美利率倒挂以后,美元资金成本显然要低于人民币资金成本,从而刺激了商业银行通过发放大量外汇贷款来获取更高收益。

于是,从2007年开始,外汇贷款增速连续高涨,仅2007年一年新增外汇贷款511亿美元,超过2005、2006两年新增外汇贷款总额。并且在2008年仍然保持着高速增长的气势,从2008年1月份新增157亿美元以后,2月份新增额则达到214亿美元。

外汇贷款高速增长使得商业银行信贷发生了结构性的变化,由此带来的影响不容忽视。在人民币不断升值的预期下,外汇存款出现了连续下降的趋势,而商业银行外汇贷款却屡创新高,在“一减一增”的效应下,商业银行外汇贷款资金来源无疑会发生困境。同时,笔者也担心中资商业银行在本身资产负债期限错配较为严重的情况下,再加上外汇贷款急剧扩张,会大大加剧其流动性不足的局面。此外,受到外汇贷款需求的影响,部分中资银行转向向外资银行拆借外汇,拆借利率有时高达Libor+500个基点,部分中资银行是否会在此次外汇贷款扩张中沦为外资银行的“打工仔”值得关注。

外汇贷款的高速增长同时也给目前实行的货币政策带来了不确定性。开年以来,人民币信贷从紧力度大大增强,部分银行和企业均已发生资金紧缺的问题,尤其面临雪灾以及美国次级债危机影响的加深,外汇贷款客观上起到了缓冲从紧货币政策的功能,一定程度上增加了宏观调控的灵活性。同时,如果商业银行通过向央行购汇然后发放给企业,只要这些外汇在民间流动而不进行结汇,将会缓解央行外汇储备压力,从而为货币政策提供更大的空间。

但当前尤需警惕外汇贷款过度增加对宏观调控带来的负面影响。比如2月份人民币贷款同比少增1704亿元,而外汇贷款则同比多增189亿美元,折合人民币1341亿元,也就是外汇贷款多增部分几乎可以覆盖人民币贷款少增部分。由此可见,外汇贷款的大幅增加已削弱了从紧货币政策的效力,如果任其发展则会给货币从紧撕开一个缺口。同时,国内流动性过剩的问题仍未解决,而国内外汇贷款需求的高涨无疑会吸引更多国际热钱的大量涌入,这些游资显然会加剧流动性过剩问题,加剧资产价格泡沫,为过热经济火上浇油,不利于经济健康平稳发展。因此,对于外汇贷款过度增长的情况,需引起管理层的高度重视,在合理利用外汇贷款市场发展所带来的契机的前提下,减少由此带来的负面影响。

针对目前国内外存款准备金率还比较低的情况,笔者认为央行可以通过提高外汇存款准备金率收缩一定程度的可用外汇贷款。同时,对于外资银行可以通过其境外母公司拆借外汇资金的情况,有必要对其拆借额度进行监控。

(作者单位:中央财经大学中国银行业研究中心)

如新基金发行措施将会出现“政策失灵”现象。新基金发行“政策失灵”主要表现为踊跃认购新基金的热闹场景已成记忆。如果新基金发行在短期内无法“唤醒”投资者群体的多头意识,在市场失灵和政策失灵共同作用下,“熊市意识”将会从资本市场开始,蔓延到金融市场,进而影响人心的稳定。

第三,在高物价背景下,由资本市场引发的人心不稳,加上美国次级债危机一波接一波的蔓延,势必将可能的金融危机诱发成真正的金融危机,将会造成社会的不稳定。

为了防范上述危情成真,有关监管部门在市场失灵、社会稳定需要和股市正常发展需要的背景下出台原本未列在计划中的有关保护性政策,就将是唯一的选择。这类可能的政策,市场各方的估计都很集中,比如限制大小非过度集中流通、限制恶意圈钱、推出融资融券甚至股指期货等金融创新业务等等。面对瞬息万变的,政策往往不能按计划而来,一切只能以市场的变化为依据。

鉴于中国新生的资本市场对政府、对机构、对广大投资者的极端重要性,我们相信,高扬“情为民所系、利为民所求、权为民所用”之旗的监管部门,会在适当时候推出与市场愿望相一致的政策措施。投资人现在最需要的是耐心、耐心、再耐心。

其次,一切本意在于保护市场的诸