

Opinion

Observer | 上证观察家

建立在坚实的实体经济基础上的中国股市不应该如此脆弱。当投资者信心濒临崩溃边缘,当市场陷于极度迷失的状态,有关部门应当借鉴美国1987年应对股灾时的做法,及时出手,稳定信心,避免股市发生系统性风险。这不仅是中国资本市场可持续发展的需要,也是防止股市对实体经济产生负面影响的需要。股市岌岌可危的现状需要有关部门及时采取行动。

警惕股市出现系统性风险

◎魏也

6月19日,中国股市出现“黑色星期四”,不仅将6月18日的反弹成果全部吞噬,而且,两市有近千只个股跌停。当日上市的新股大洋电机,仅上涨7.66%,创下一年多来新股上市首日涨幅新低,也创下中小板新股的最小首日涨幅,甚至远低于机构最悲观的预期,市场的悲观情绪由此可见一斑。

值得警惕的是,6月19日的下跌是紧接着反弹后出现的,这显示出两个重要信息:其一,投资者的信心已经降至冰点,悲观乃至恐慌性心理已经占据主导并左右股市走势。任何反弹都成为投资者离场的机会。其二,即使像6月18日那样成功抄底的投资者,也仅仅是看好一天的光景,这种短得不能再短的短线行为说明,对市场稳定起决定作用的长期价值投资中概已经基本丧失。

正如股市上涨时不需要理由一样,股市下跌时也不需要理由,但是,当股市大幅度偏离实体经济走出独立的行情时就容易引发系统性风险。从1720年法国密西西比股灾至今,全球已经历了大大小小几十次股灾,而每次股灾的发生都有一个基本特征,股市走势脱离经济基本面,一有风吹草动便全线下跌,价值投资理念被抛弃,手足无措的投资者在市场中追涨杀跌,并出现大面积亏损。对照一下,我们现在是否正面临着这种风险?

中央电视台最近组织的调查显示,从2007年1月1日起至今,参与调查的七十万股民中,亏损者的比例达到了92.51%,盈利的投资者仅有4.34%,勉强保本的投资者为3.15%;如此大范围的亏损,即便在过去漫长的熊市中,也极为罕见。调查显示,亏损的投资者中有59.98%的人目前亏损占其金融资产的50%以上,有14.50%的人亏损占其金融资产的40%,有11.43%的人亏损占其金融资产的30%。也即是说,亏损超过30%的投资者占到了85%以上。在经历了2007年的大牛市后,这种结局令人震惊。这种情况已经不能用诸如投资者不懂得防范风险等来解释,事实上,不仅普通的散户投资者,连机构投资者也在奋不顾身地杀跌。这意味着,中国股市到了一个非常关键的时刻,倘若不能让市场恢复信心,后果将不堪设想。

中国股市会出现股灾尚是一个未知数,但有一点是明确的,我们必须防范股灾的发生。股市一旦陷于失控状态,使投资者的资金化为乌有,将给消费带来致命性抑制作用。同时,股市的融资等功能将丧失,引发并加剧金融危机或经济危机。

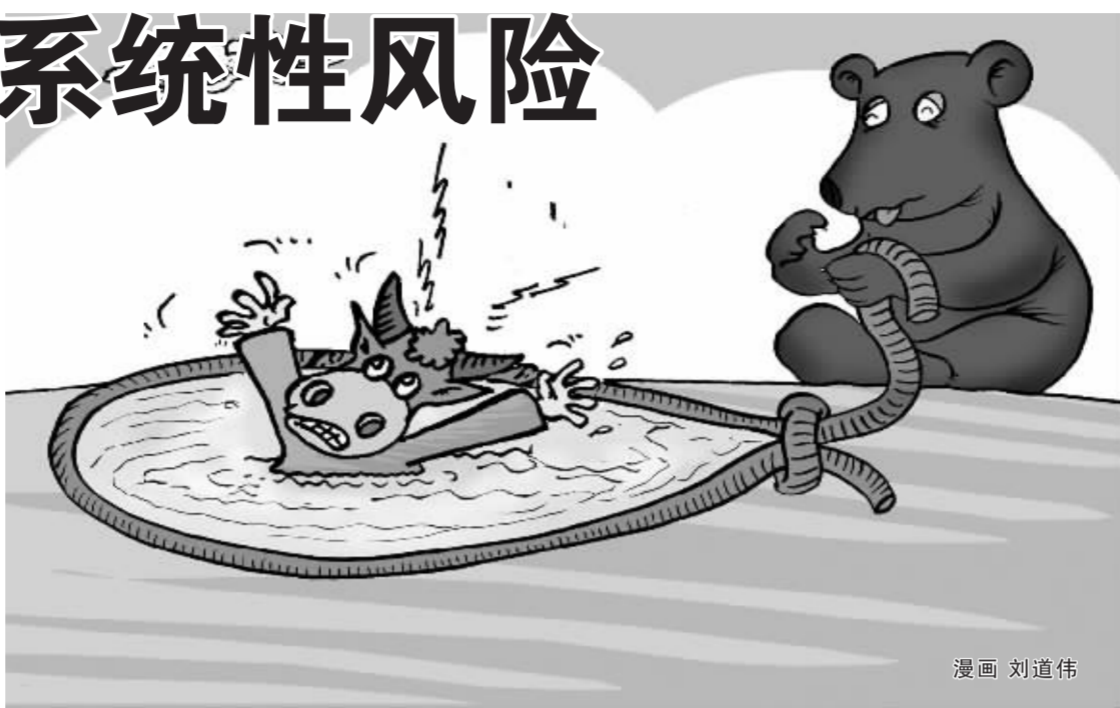
美国曾经有过惨痛的教训。1929年9月到1933年1月间,美国道琼斯30种工业股票的价格从平均每股3649美元跌落到627美元。几千家银行倒闭,数以万计的企业关门,股灾给美国实体经济造成重创。仅1933年,美国就有大约1300万人失业(每4个劳动力中就有1个失业),受股灾影响,美国经济一蹶不振。直到1954年,美国股市才恢复到1929年的水平,美国经济才彻底走出股灾的阴影。因此,美国经济学家形容,一次股灾给人类造成的经济损失,远远超过火灾、洪水或强烈地震灾害,甚至不亚于一次世界大战的经济损失。

正是由于此次惨痛的教训,美国在后来的千方面地避免股灾的发生,一有苗头就立即采取行动将隐患消除于萌芽状态。也因此,自1929年至1933年的股灾后,美国虽然也发生过股灾,但无论是股市的下跌幅度还是持续时间,都及时得到了控制。比如,1987年股灾,由于美国政府出手及时,这场股灾在短短的半个月就结束了。美国政府把股市风险降低到了最低程度。

股市虽然是实体经济的晴雨表,但是,它却能反过来对实体经济产生影响,这是被资本市场百年发展历史所证明了的。现在,股市的系统性风险还处在第一阶段,即普通投资者迷失的阶段,要特别警惕这种倾向向机构投资者蔓延,一旦机构投资者也陷入杀跌阶段股市就可能失控风险。WIND资讯统计资料显示,截至6月17日,市场已有8只基金的最新净值进入了“5毛”区域。这意味着,机构投资者承受力已经接近一个极限。实际上,每次反弹都有基金疯狂卖出。当基金因绝望大规模赎回,基金杀跌的动力将变得更为可怕。

中国经济连续20多年以平均两位数的速度向前发展,经济发展成果举世瞩目,建立在坚实的实体经济基础上的中国股市不应该如此脆弱。当投资者信心濒临崩溃边缘,当市场陷于极度迷失的状态,有关部门应当借鉴美国1987年应对股灾时的做法,及时出手,稳定信心,避免股市发生系统性风险。这不仅是中国资本市场可持续发展的需要,也是防止股市对实体经济产生负面影响的需要,在自然灾害频繁发生的年份,防范这些风险确保股市的稳定显得尤为重要。

现在,需要对股市的风险作出清醒的认识和正确的评估。忽略风险或单纯地寄托在像三一重工这样的有责任感的企业身上是危险的,我们应防范股灾的发生。股市一旦陷于失控状态,使投资者的资金化为乌有,将给消费带来致命性抑制作用。同时,股市的融资等功能将丧失,引发并加剧金融危机或经济危机。



漫画 刘道伟

股市也需“抗震救灾”

◎向文波 三一重工总裁

三一是中国第一个获得“全流通”权利的企业,在这个特殊的时刻,根据梁稳根先生提议,三一刊登了一个特殊的公告,公告的要点是:1.获解禁的5亿6千万股公司股票自愿继续锁定两年;2.两年内如股价不达到2008年6月16日收盘价的两倍即55.76元/股,三一不在二级市场减持。

这样做的理由有三,1.三一对中国的前景充满信心。尽管面临通胀、美元贬值等一系列不确定因素的影响,但中国经济的基本面不会发生什么大的变化,中国经济不但是受全球经济的

影响,同样具有影响全球经济的力量,中国经济这艘巨型“航母”在世界经济的海洋中具有极强的抗风能力!基本面好比主人,股价好比主人牵在手里的狗,狗有时在主人前,有时在主人后,但终究是围着主人转,现在,这条“狗”已经跟着主人到了主人后面,是时候要把它往回拉的时候了!万一跑得太远,麻烦就大了!

2.三一对自己所在的行业充满信心。中国工程机械行业已连续保持多年的快速增长,中国巨大的国内市场,灾后重建的巨大需求、工程机械行业出口的强劲增长,都是工程机械行业保持快速增长的基本动力。

3.三一对自己也充满信心。自

1995年销出第一台工程机械产品以来,三一一直保持了远远高出行业平均水平的增长速度。今年一季度主营业务收益,与去年同期相比增长将近3倍,三一有信心在未来两年取得较好的经营业绩,让股东满意!

最重要的是,今年实在是多难之年,“股灾”之眼的中国资本市场,又迎来“大非”全面解禁的重大历史时刻,对神经已经十分脆弱的中国资本市场而言,可能带来更加不确定的影响。今年又是奥运年,如何维护社会稳定同样是重大灾难之年所有中国人的共同责任。三一作为全面解禁的第一股,有责任根据自己的判断,尽一份责任。

自信者他信

◎诸葛立早

三一重工自信的诠释与自信的行动,足以让投资者对这家上市公司肃然起敬。

其实,这样的上市公司不独三一重工一家。就在三一重工的公告之后,大众公用和大众交通也分别发布公告披露,公司高管于2008年6月17、18日以个人自有资金从二级市场增持公司股票。公司高管在股市低迷时毅然买入自己公司的股票,为人们树立了一根无声的标杆。这是“自信者他信”。

与“自信者他信”相映成趣的,应该是“自卑者他鄙”。也是从媒体上看到的一则消息称,在对“大小非”减持的数据统计分析后,人们发现,减持行为更多地发生在对上市公司持股比例较低,不能完全控制上市公司经营的“中小非”股东,持股比例低于30%的股东减持占了绝大多数,对上市公司的业绩和经营上市公司有信心有意愿的大股东减持比例较少,减持意愿不强。与此同时,绩优公司股东的减持意愿弱于亏损公司和ST公司股东。分行业来看,减持最多的为创投概念的股份,减持比例达55%,其次为元器件和日化行业,减持比例也都超过了50%。从估值水平来看,市盈率倍数较高的公司以及亏损公司减持最多。这些“中小非”股东为何方神圣,它们当初是怎么进入上市公司的,它们持股的成本又是多少,它们为什么不计成本地抛售公司的股份,也是它们对公司的“内涵”太了解或其他因素,时下,我们都不甚了了。

倘若有所识之士能在这方面做些实事,揭开其“神秘的面纱”,那对投资者特别是中小投资者将是功德无量之事。

当然,人们更需要警惕的,是一些上市公司在“自信”的幌子下做卑鄙龌龊的事情。6月以来,上证指数重挫15%,而荣华实业在收购金矿的消息刺激下逆势上涨23%。在此过程中,出巨资全力推动荣华实业收购事宜的股东选择了悄然减持。对此,上海证券交易所已做出公开谴责荣华实业和公司董事长张严德、董事程浩的决定,并将其计入上市公司诚信记录。这样的高管为“千夫所指”,不足为怪。

高尚,高尚者的墓志铭;卑鄙,卑鄙者的通行证。人心是杆秤。“自信者他信”。

Column 专栏

融资融券必须依仗期权

如果把融券视为一个项目的话,那么针对这个项目的可行性研究应该从项目本身开始,而不是从投资人角度展开。不是成本决定项目,而是项目决定成本。并且,所谓长期持有是根据市场变化适时调整仓位,即使是价值投资的鼻祖巴菲特也是这样的。

◎田立

关于融资融券,4个月前决策层就已表态说要在今年合适的时候推出。我就是从那时起开始关注“两融”的,但总感觉好像缺了点什么,于是在本栏写了篇“期待‘两融’成为建立期权交易体系契机”,阐述对两融与期权关系的一些看法。但总觉得有未尽之感。直到5月26日,读到周洛华“融资融券,我们尚缺一个基本前提”的文章,提出融资融券必须以期权为基础,一方面为两融对冲风险提供必要的工具,另一方面为两融业务定价奠定基础。周洛华还在文中用通俗的方式解释了建立在两融基础上的两融定价。

我以为,这个观点充分体现了资产定价的核心思想,同时也为我们鲜活地展现了一次金融工程的魅

力所在。我常对学生们说,构建金融工程方案的过程其实就是一个音乐家作曲的过程,是一个艺术创造过程。当然,因为我正在准备将这种感觉写进我最新修订的《金融工程学》教案,所以对相关的争议也格外关注,也很想听听不同的声音。不过,对6月12日本版那篇《也谈期权与融资融券》(以下简称“也谈”)否定两融必须以期权为基础的观点,我很难苟同,今天想就此再作点更深入的讨论。

“也谈”认为,两融不需要期权对冲,至少不是必要条件。作者用分类法,对可用于融资融券的证券来源进行了分类,然后从各个不同的角度详细分析了融资融券对冲风险的“无必要性”,岂不知这首先在逻辑上就是错误的。如果把融资融券视为一个项目的可行性研究

(仅指财务部分)应该从项目本身开始,而不是从投资人(这里指融券业务主体)角度展开,也就是我们常说的,你要先看项目本身可行与否,而不是你完成项目。从融券本身的要求看,它当然存在风险,也就是融券期间证券价值缩水风险,这个风险对融券人来说有两个意义,一是风险溢价因素对融券价格的影响,二是融券方如何管理这部分风险。这样来看的话,“也谈”作者一上来就先从特定证券角度来阐述所谓“无必要性”理由,当然在逻辑上就说不通了。

为了更充分地说明这个问题,不妨先将逻辑放置一边,并假设在中国开展两融就应该从证券来源的角度考虑,但深入分析后,我们依然可以清晰地看到“无必要性”观点的错误。“也谈”作者将用于融资融券的证券来源分为三类,第一类是券商为融券而专门购买的证券,他认为这类融券不可能用期权去对冲的理由有两个:一是成本问题,即券商购买这部分证券的融资成本本来就很高,再加上对冲成本,这不仅是券商承受不了,也是融券人不能接受的。这个理由,也是融券人不能接受的。这个理由,也是融券人不能接受的。这个理由,也是融券人不能接受的。

尼和米勒就曾论述了“不是成本决定项目,而是项目决定成本”的观点。打个比方,医生为病人做手术,实施方案中必须包含备选方案(风险对冲方案),以备术中意外事故发生,否则是不能开刀的,这个时候,你不要对我说备选方案成本是多少,病人能不能承担,没有备选方案的手术等于拿病人生命开玩笑,是不能实施的。

“也谈”的另一个理由是技术问题,说全对冲只能是理论说法,实际做不到,因为券商不可能根据市场的随时变化来调整仓位。我想要反问一句:券商们都干什么了?早在马克维茨1952年提出资产组合理论时,美国的机构投资者们就开始开发能够实现最优组合的计算机软件,要知道那时的计算机运算速度在今天看来是无法忍受的慢,但机构仍然对此不懈追求。上世纪80年代,韦斯特法戈银行在证券投资领域的巨大成功,就是建立在在对计算机程序和经典理论不断结合的基础之上的。如果我们的券商现在还要说调整仓位——这样一个现在华尔街投资者司空见惯的手段——“无法做到”,究竟是市场的错,还是券商的错呢?也许这说的是事实,但市场本身不会因为所谓的现

实而改变其自有规律。

“也谈”所说的第二类证券来源是券商长期持有的证券,并称这部分证券由于是机构长期持有的,不会因为价格的波动而抛售,因此也就不承担融出期间价格波动的风险,当然也就没有必要对冲风险了。这种观点听起来似乎很有道理,但实际上反映出机构对“长期持有”的本质的曲解。所谓长期持有其实并非一成不变,而是根据市场变化适时调整仓位,所谓“长期”体现在对某只证券的关注上,即使是价值投资的鼻祖巴菲特也是这样做的。这再次让我们看到了当前我们的机构投资者对理论理解的偏差。实际上,即使“死撑”,券商照样要承担价格波动风险,因为证券已经将这种风险吸入了,与你是否抛售无关。这又反映出某些人对无风险证券的误解。世界上根本就没有无风险的证券,即便国债也是如此,否则怎么会有价格偏离净现值的现象呢?就算我们把国债假设为一种无风险资产,机构融券又怎么能是无风险资产呢?要是那样的话,机构融券不就相当于替财政部发行国债了么?

(作者系哈尔滨商业大学金融学院副教授)

越南金融动荡影响面有限

◎郭田勇 郭宏坚

毫无疑问,越南的金融形势已经开始恶化,但会不会演变成金融危机,并波及其他的东南亚国家,则有待于进一步的观察。究其根源,越南金融出现问题主要是由于其过于追求经济增长,在国内资金使用效率仍然较低的情况下盲目吸引外资所致。近年来越南虽然仍实行资本项目管制,但开放的步伐越来越快,在全球资金追逐新兴市场红利的过程中,越南吸引的外资过多,导致部分外资进入股市和房地产市场,引起资产价格膨胀,经济明显过热。同时,贸易逆差的快速增长,越南经济已经出现严重失衡,而越南政府此时仍然人为高估本币,通过吸引资本流入来保持国际收支的平衡,最终陷入困境。

虽然近期已经采取调低GDP增长目标为7%、提高基准利率至14%、越南盾贬值2%等措施,但是由于越南政府错过了最佳的调控时间,短期内越南经济仍将可能出现进一步恶化的局面。尽管如此,笔者认为越南金融动荡的影响面可能比较有限。

一是越南经济体规模较小,2007年越南GDP达到712亿美元,仅仅相当于中国一个省的经济水平;二是由于越南资本账户尚未开放,这就大大增加了国际资本流出的难度,减小或者减缓了国际资本流动对国内经济的冲击性,这一点与1997年亚洲金融危机时泰国的情况不同;三是亚洲金融危机之后,各国防止经济危机的头等大事就是增加外汇储备,以资本项目适当管制慎慎对国际资本流入,现在这些国家的抗击能力已今非昔比,因此即使越南经济进一步恶化,其影响也会在很大程度上留在国内,而对周边国家影响较小。

不过,鉴于目前国际市场各种基础原料价格持续飙升,国内通胀形势仍然没有得到有效缓解,以及中越两国的地缘关系,一方面,我国政府需要高度重视越南经济突然急剧恶化的经验教训,即就是在促进经济增长的同时,最大限度地保持物价水平的稳定,在必要的时候甚至要考虑牺牲经济增长来抑制通胀;与此同时,要注意把资本账户开放程度和本国宏观调控能力的相互协调,在条件未成熟的时候,不可过早地开放资本账户。以下几个方面的工作尤为重要:

首先,政府应该加强对于热钱的监测,并为可能发生的潜在的危机制定应对的预案。今年1月—4月外汇储备新增2284亿美元,而同期贸易顺差和FDI仅为756亿美元,“不可解释性的外汇流入”达1528亿美元。德意志银行最新的研究报告更是大胆估算,今年前4个月,实际流入中国的热钱规模甚至超过了官方外汇储备增量,达到3700亿美元。尽管对热钱的准确数量还有待深入分析,但其规模巨大已无异议,而且这也为未来经济增长埋下隐患。笔者认为,既然我国并未对资本项目开放,就不能让这一规定形同虚设,为此有关方面须深入研究热钱流入的规模和途径,加强对违规流入资金的监测水平和惩罚力度。

其次,我国政府应该考虑在“中日韩+东盟”框架下,在必要的时候向越南提供援助。从历史经验来看,东亚国家发生经济危机的模式一般是,经济过热导致出现资产价格泡沫,然后国际间资本外逃、泡沫破裂,企业大面积破产和货币贬值。解决这类问题的一种方式就是避免引发金融市场恐慌,通过政府干预,国际组织和世界上其他国家政府的支持和援助(无论是口头上的或者实质上的经济援助),让市场上的恐慌程度减少,人们对经济的心理预期向好的方面转化,让经济有一个逐渐的调整过程。因为无论为我国营造良好的外部环境,还是从维护区域经济体系稳定的角度来看,都有必要采取措施来避免区域内金融市场恐慌的蔓延,以及由此带来的一系列负面影响。

最后,由于越南矿产、煤炭资源丰富,我国政府可以与越南签署长期购货合同,增加从越南的进口,这既属于正常的双边贸易,又可以在越南金融危急时刻进行资金援助,这有利于双方的长期稳定合作。待越南金融市场稳定之后,应该鼓励中资企业加大对越南的投资,加强两国的经济联系,实现经济合作的共赢。(作者单位:中央财经大学中国银行业研究中心)

防范市场风险须有实质措施

◎倪小林

面对国际经济持续动荡,油价高位波瀾起伏,越南经济变数未定,中国股市已经陷入持续走低中。专业人士叹息着不懂眼前的中国,只好空念等待,散户当然更加茫然不知所措,央视对于70万股民的调查结果已公布,90%股民已亏损。人们对分析人士继续说中国股市是世界最有投资价值说法,越来越疑惑。

市场有评论认为,即使越南经济出现问题,中国经济目前的情况明显好于越南,投资者却如此迅速逃离股市,说明市场已经出现过恐慌情绪导致市场持续下跌,市值大幅缩水,两天前已经蒸发掉14万亿财富,的确不是一般性的问题了。近日证监会有关人士在网上与网民对话,明确表示证监会出台任何措施都不会阻碍市场的发展。这一点是不容置疑的。但是,对于当前的股市来说,投资者的情绪过分趋于一致时,就可能催化市场风险。

本轮股市下跌被市场人士称为“股市已经推倒重来”,不是因为被推倒无须考证,只是我们必须理清本次股市下跌的原因与过去有什么不同。笔者认为至少有三个不同:一是国际经济环境和国内开放程度不同,在加入WTO之前,股市长期在封闭的环境下自我运行,相对国际市场金融风险要小很多。二是,对外开放带来外资热钱不断进入,根据学者研究的结果,目前已有7000亿之多,股市这一轮下跌很大因素是热钱惹的祸。三是,市场遗留的问题,大小非解禁,企业再融资等等交织在一起,对市场信心造成挫伤。

基于以上几点分析,我们不得不重新审视这次股市下跌可能出现的最新问题,这些问题仅仅靠自我改革、靠建章建制很难应对。对付国际热钱在各国都是一道硬硬的难题,而且也是必须解决的难题,否则将在那些热钱来无踪去无影时使本国经济受到重创。墨西哥和当年的亚洲都是被热钱搅和过的热土,如果说此次南糖股权纠纷案暴露出国际对冲基金进入中国的渠道远比人们想像得多,那么,防范我们的金融风险必须要有一些实质性的措施方能奏效。

美国次贷危机至今没有完全见底,还会拖累美国多少银行陷入危机不得而知。在这样的時候,我们虽然做得比较好,对于通胀风险提前防范,比亚洲一些国家更有调整经济向好的方向发展的主动权,但是,也要看到那些不明朗的国际经济因素,完全有可能和国内通胀的压力,国内消费转淡趋势、股市持续下跌等因素共同对经济产生不利影响。实体市场和虚拟市场的关联性,在某种程度上“难分难舍”。到目前为止在防范市场风险问题上,我们是否需要分清轻重缓急,尤其是现在零售餐饮业在5月份已经双双下降,房地产面临资金的巨大压力之时,预防经济整体风险应当有一些实质性的措施。