

中国特色资本市场呼唤股市“平准基金”

□ / 江连海

我国资本市场在2005年启动股权分置改革后,投资者信心大增,股指扶摇直上6000余点,红红火火一年多。然而,从去年年末以来,由于美国次贷危机爆发、大小非解禁、货币紧缩、自然灾害频发等因素,股指一路下滑,一度跌去近60%。有数据表明,去年10月至今年6月20日,我国股市市值损失超过16万亿元,相当于7年的全国工资总额,20年的全国教育经费,全国地震捐款总额的400倍,大型航母200多艘。具体到每个投资者头上,相当于每个投资者资金损失40万元。按照2007年城镇居民人均收入计算,8个月赔掉了近30年的收入。

值得一提的是,次贷危机源地的美国,股票市值只是跌去了百分之十几。我国只是受到次贷危机的影响,基本面并未出大的问题,何以出现“10连阴”?何以跌去60%?

究其原因,这固然与我国在过去两年多时间里股指涨得过高过快有关,但根本原因还在于,我国的市场还不成熟,很容易出现非理性的恐慌性抛盘。到底有没有办法解决或者抑制股市的大幅波动?这让我们不能不再次深入研究和思考“平准基金”的话题。

在上世纪90年代初期,我国证券市场刚刚兴起,曾有专家、学者提出设立“平准基金”的构想,但因受当时历史条件的限制,很难深入讨论。到了2004年和2005年,由于我国证券市场较长时间萎靡不振,市场参与各方的利益严重受损,人们又热议一阵“平准基金”问题,有赞成的、有反对的,也有质疑的。后来进行股权分置改革,市场转暖,这件事被放下了。去年“5·30”以后,尤其是今年以来,股市极不稳定,惨跌不止,人们又议论起“平准基金”这个备受争论的话题。要使多数人取得共识,必须深入讨论。



建立平准基金有助于调节供求、平抑股市过度涨跌 徐汇 资料图

建立平准基金的必要性

市场自发调节难免有盲目性和缺陷性,任凭这种事后调节对经济社会造成的震荡和损失太大。即便是在标榜自由市场经济的美国,政府干预股市也一再发生。我们有资本主义国家无法比拟的体制和优势,为什么不能集中各方面智慧来稳定股票市场呢?

股票市场暴涨暴跌,极易给投资者带来重大损失,并引发社会不稳定。如何有效防止股市大幅波动,不仅是我国新兴资本市场面临的课题,也是世界各国都没有解决好问题。

平准基金的本质是干预基金。对资本市场要不要进行政府的干预,这是首先需要回答的。资本市场有其内在因素和内在规律。经济学理论告诉我们,由于价值规律的作用,市场自发调节难免有盲目性和缺陷性,表现为市场失灵。市场经济活动千变万化,市场主体信息不对称,因而市场机制这只无形的手在调节经济活动时往往是事后调节,并且表现为周期性。如果任凭这种事后调节,那么对经济社会造成的震荡和损失太大。

即便是在标榜自由市场经济的美国,在1929年股灾发生后,坐在轮椅上的罗斯福总统仍亲自出马,进行了旨在恢复人们信心的“炉边谈话”。

9·11事件后,美国更是采取了一系列措施,包括紧急休市、允许上市公司回购股票、连续降息、推出1000亿美元财政刺激方案等干预股市。今年3月,当美国次贷危机引起恐慌后,联邦政府对金融市场紧急注资,都是政府干预的表现。相反,在一些国家和地区(如东南亚和拉美),受新自由主义影响,在推进全球化的同时,放弃对金融市场的干预和控制,结果对本国经济造成了巨大的冲击,曾导致股市大幅震荡甚至崩盘。

我国实行的是中国特色的社会主义市场经济,应该也更有条件在发挥市场机制基础性作用的同时,对资本市场进行一定程度的干预,实施比资本主义国家更有效的举措。中国特色,不是一句漂亮的口号,而应真正体现出

的。当然建立这种类型基金只是重要举措之一,除此之外,为了防止股市大起大落,还要有综合措施,还需要持续加强投资者教育,提高上市公司质量,严厉打击各种违法违规行等等。

前几年,由于外贸顺差和汇率变动等原因,已有大量外资(热钱)通过各种渠道涌入我国,资本逐利性质使得这些热钱必然进入我国的楼市和股市。在我国不断对外开放的条件下,外资的进入还会增多,这就给我国的股市带来很大的风险。引起股市暴跌的导火索,或者是宏观经济出现了问题,基本面恶化;或者是大笔资金撤出(如外资);或者是人们的心理不成熟,恐慌性抛售所致。如果是基本面上出现了问题(比如经济衰退),政府想救也救不了,只能让市场机制发挥作用,政府只能因势利导,不能逆经济规律而动。如果是上述后两种原因所致,那么政府的出手干预则十分必要且大有作为,不违反经济规律。

目前,我国经济总体上处于高速发展时期,外资和国际炒家时刻都在觊觎我国这块肥肉。他们的惯用手法是在我国股市低迷时入场抄底,狂赚筹码,在股指高位时清仓而归,赚得盆满钵满。如果我们手中没有一支可以随时出击的力量和武器,没有“祭手铜”,那么我们只能任人宰割,后果不堪设想。

海外先例之分析

政府基金是一柄“双刃剑”。如果设计得好,操作得好,顺应市场机制而又纠正市场机制的不足,那么可以起到相当好的作用,维护市场的稳定。反之则适得其反。

在海外市场上设立股市平准基金的国家地区并不多,比较典型的有中国香港、日本和中国台湾。不管是赞成还是反对设立平准基金,往往都以中国香港、日本和中国台湾为例。这就需要对此三个案例做些回顾和分析。

1998年8月,索罗斯等一批国际炒家对香港联系汇率和香港股市发动了立体式狙击。一方面,索罗斯联手其他财力雄厚的“秃鹫”指挥旗下的基金大手沽售港元,三度冲击香港奉行多年的联系汇率,港元对美元汇率从高位迅速下降;同时,至1998年8月14日,恒生指数已下挫至6500点,是当时近五年的新低。香港股市和汇市面临崩溃的危险。

在这紧要关头,港府做出了干预市场的决定。随之动用了1180亿港元的外汇基金购买香港股票。炒家不断抛空股票,港府则力接沽盘。经过十余天的火拼,港府成功击退了炒家,迫使金融“秃鹫”铩羽而归。到8月28日,恒生指数7829点收市,成交额达790亿美元,创出单日成交最高历史纪录。此后,港府财政司立即注册成立了外汇基金投资有限公司,负责管理人市行动中购买的股票。到2001年为止的32个月中,香港政府当时动用的外汇基金

金尽数回笼,同时还赚回1100多亿港元。2002年,外汇基金通过盈富基金将手中的港股平稳地转入香港市民手中,顺利完成了非常时期的历史使命,功成身退。香港在1997年回归后,政治社会稳定,经济平稳增长,在此大背景下,面对突如其来的外部袭击,政府果断出手,低位接盘,顶住压力,取得了预期效果。

上世纪90年代,日本政府曾数次干预股票市场,但效果并不理想。在泡沫经济破灭后,为了挽救暴跌的股市和低迷的经济,日本政府从1992年开始,数次动用邮政储蓄基金入市。日本邮政储蓄是日本最大最有实力金融机构之一,其资金规模达240万亿日元,占日本GDP的一半,占国民私人储蓄的六分之一。日本政府每次动用邮政储蓄基金及其他保险基金和养老金进入股市,在当时均有一定效果,但好景不长,股市又出现下跌。其根本原因在于,日本经济的基本面没有好转,日本经济整体处于衰退之中。在这种情况下,政府救市是与经济规律背道而驰的,虽然能起到一阵效果,但也只能是头痛医头、脚痛医脚。

再说台湾。1997年的亚洲金融危机,在东亚和东南亚引发了广泛的经济动荡,也促使台湾酝酿建立一个常

态的金融稳定机制。1999年7月,台湾当局提出设立“国安基金”的设想,2000年1月15日经台湾“立法院”通过有关条例,于2月9日公布施行。国安基金”可运作资金总额为5000亿元新台币。2000年3月,国安基金”首次启动入市,当时的背景是民进党的陈水扁极有可能选举获胜,台海局势紧张。从2月中旬开始,台湾加权指数巨幅波动,2月21日连续5个交易日下挫,3月13日创下617点的单日跌幅纪录。3月16日,国安基金”动用514亿元新台币入场托市。在以后的半年多时间里,国安基金”先后动用1200多亿新台币进入股市和期货市场,最多时股票投资额达到1700亿元新台币。2004年初,台湾当局再次动用所谓包括“国安基金”在内的“五大基金”为股市托盘。国安基金”虽然屡屡出手入市,但并未阻止股市的下跌,2000年从入市前一天(6月15日)的8640点直落到12月27日的4614点,跌幅近一半。2004年再次入市后也是涨涨跌跌。几年搏杀下来,国安基金”不仅未能托住股市,而且账面亏损高达800多亿元新台币。

国安基金”为何不灵,错在何处?从上述可以看出,国安基金”的失败并非这只基金不好,而是没有操作好,且沦为“政治工具”。具体来说,一是入市时机不妥,在8000多点高位入市,必然惨遭套牢。政府基金必须是在超跌和过度调整时才能入市,否则和一般盈利性基金没什么区别。而且逢低入市托市,造成投资者风险意识的减弱和依赖心理,陷入恶性循环;二是“国安基金”的目标已完全扭曲,在实践上沦为政治性护盘工具;三是台湾经济基本面不好,国安基金”难以扭

转由经济基础决定的股市颓势。政府基金不是万能的,在经济基本面不好的情况下,即使“国安基金”操作得当也不会取得好的效果。

从上述案例中可以得出这样的判断:政府基金是一柄“双刃剑”。如果设计得好,操作得好,顺应市场机制而又纠正市场机制的不足,那么可以起到相当好的作用,维护市场的稳定。反之则适得其反。



平准基金的定位和资金来源

只有在非常时期和突发情况下,在股市狂涨或暴跌,大幅偏离价值中枢,可能出大问题、大风险、大动荡时,平准基金才出手入市。

平准基金的来源可以从资本市场相关主体征收,或者直接利用印花税收入,这都是取之于民用之于民。此外,从外汇储备中抽取百分之几投入平准基金,既能稳定市场,又是合理投资。还可以考虑从我国大量的国有股中减持和变现一小部分,用于补充平准基金。

平准基金即政府干预基金,是政府通过特定机构以法定方式建立的基金。这种基金可以通过对证券市场的逆向操作(比如在股市非理性暴跌、股票投资价值凸显时买进,在股市泡沫泛滥、市场投机气氛狂热时卖出)的方式,熨平股市非理性波动,达到稳定市场的目的。虽然不能将其说成是定海神针,但是可以起到稳定人心,稳定市场的作用。

界定平准基金的性质和定位十分重要。必须明确这类基金不以盈利为目的,只以稳定市场为目标。在股指运行区间相对合理比较正常时,该基金按兵不动,不能轻易入市。

这里讲的运行区间,是指股指相对于国民经济基本面,相对于上市公司业绩和成长性,参照市盈率和国际先例。比如国际上较为成熟的市场市盈率一般在20倍左右(纳斯达克除外),考虑到我国经济正处于高速增长发展时期,假设比较有代表性的沪深300指数入选公司市盈率在20倍至35倍之间,从而上证综指在3000点至5000点之间,为相对正常合理的运行区间(这里仅仅是假设),股指在这一区间运行,政府基金不要干预,只有当股指波动超出这一区间,蕴含很大风险时,平准基金方有必要入场干预。

也就是说,只有在非常时期和突发情况下,在股市狂涨或暴跌,大幅偏离价值中枢,可能出大问题、大风险、大动荡时,平准基金才出手入市,向上平抑疯狂追高和上涨,防止大的泡沫;向下平抑恐慌性抛盘和暴跌,防止一泻千里。当然从量上看,此基金可能不足以吞吐和消化全部市场风险。但是通过逆向操作,可以起到风向标的作用,稳定投资者心理和情绪,从而大大减缓市场波动和震荡。只要此基金一有动作,就能给投资者提供一个市场“顶部”和“底部”的参照系,引导投资者在股指运行超出正常区间之外时,不要盲目追涨杀跌。否则投资者在忽涨忽跌、急涨急跌的市场上,往往随波逐流,茫然不知所措,不知顶和底在何方,常常是上不见顶,下不见底,心中无底。

比如,在我国股市6000点时,有“名嘴”说要涨到8000点甚至一万点以上;在跌破三千点时,又有“名嘴”说要跌到2500点,甚至1800点。投资者究竟是相信还是不相信?如果政府基金在关键时刻予以导向,可以起到“领路人”的作用。在非常时期,这只基金还可以与其他手段并用形成组合拳,发挥合力作用。这只基金如果运作得好,讲究技巧,不仅能保护投资者、稳定市场,还能增值盈利,不会赔钱。

平准基金的资金来源,一是向参与市场的相关主体征收一部分。我国资本市场已初具规模,不管是上市公司、券商、基金公司还是期货公司,如果按一定比例从这些相关主体征收一部分(类似央行征收的准备金),就可筹到1500亿元至2000亿元;二是国家财政出一部分。最简便的办法是把一个年度征收的2000亿证券交易印花税转化为平准基金。这样,平准基金初始就能形成4000亿的盘子。在目前情况下,4000亿不是个小数字,可对股市发挥相当的平抑和稳定作用。

无论是从相关主体征收还是使用印花税,都是取之于民用之于民,合情合理。此外,我国外汇储备已达1.79万亿美元,购买美元产品损失重大,何不拿出百分之几投入平准基金,既能稳定市场,又是合理投资。还可以考虑从我国大量的国有股中减持和变现一小部分,用于补充平准基金。只要认同平准基金的必要性和意义,资金来源不成问题,办法总是有的。

设立平准基金是个大举措,不可不重视,不可不慎。笔者期待中国特色资本市场的平准基金应运而生,有所作为。如果有“平准基金”,再通过深化改革,将我国证券市场的做空机制、做市商制度、公司回购股票制度、融资融券制度等建立起来,那么我国的资本市场一定能更加健康稳定地发展。

(作者系中国证监会吉林证监局局长)