

以有形之手促资本市场转“危”为“机”

——中国资本市场第27届季度(2008年秋季)高级研讨会发言摘要

以三合一方式解决大小非问题

◎大通证券副总经理 李红光

“大小非”减持之所以会成为一个“问题”，通过对限售股解禁的实际情况和已有规范制度的分析，不难发现原因主要来自两个方面：从市场自身方面看，投资者对未来的减持没有稳定预期，最终形成目前的恐慌性局面；从制度建设方面看，现有的这些措施在实际执行中存在漏洞，并且明显缺乏相互配合。

因此，要想从根本上彻底解决这一问题，就需要建立起一套自身建设完备的制度体系。对此，我们提出了“大小非减持—篮子计划”这一方案构想。

1.在“大小非减持—篮子计划”这一方案中，我们提出二次发售、认购权证、大宗交易平台三项措施同时推进的想法。其次，实行多套减持通道相互配合、相互支持的模式，使得大小非在出售所持有的已解禁限售流通股时，只能从我们已设定的减持通道中实现，而不能通过其他途径完成二级市场市场的表现，从而在根本上保证了本方案的执行效果。

2.针对每一个单一措施中可能出现了“漏洞”给予弥补，以大宗交易平台为主体，配合二次发售和金融衍生品发行的整体方案是保证大小非在所设定的通道内实现减持的基础。更进一步，

危机化解仍然需要时间

◎英大证券研究所所长 李大霄

全球主要金融市场发生了自1929年以来最严重的金融危机，现在断言美国和其他欧洲国家危机的过去还为时尚早。我们预计，为防止危机再次发生，由于全球衍生品市场所造成的过度流动性局面未来有可能得到根本性改变，而随着各个金融机构去杠杆化的过程，会导致流动性会进一步紧缩。

各国政府的救市行动不能完全解决根本性的问题，只能缓解了危机发生的程度和时间，危机完全化解需要时间。美国和欧洲的金融市场和金融机构仍然面临巨大的考验。虽然我国金融市场没有完全开放，但随着全球化程度的加剧，国内的机构企业也将不同程度地受到境外市场大幅调整的波及，其后真正的影响还要时间来检验。

从国内A股市场估值水平来看，到目前为止，A股市场的估值已大幅回落，市盈率估值处于历史低位，市净率估值依然略微偏高，从国内的横向比较，目前A股市场已经回到一个估值相对合理，但没有绝对低估的水平。A股市场已经从一个前所未有的泡沫状态回到目前的合理水平，但这

融资融券将直接利好券商股

◎国元证券研究中心副总经理 刘勤

当前股票市场和条件，显然是推出融资融券业务较好时机。由于股市经过大幅度调整，市场试点融资融券业务可行性较高，融资融券客户保证金比例比较低，试点证券公司还会根据自身情况提高风险控制比例。所以融资融券业务的财务杠杆效应在如此低迷格局中并不是很大。由于是试点，融资融券业务资金和证券来源为证券公司的自有资金和自有证券，在比较公司资产负债中，货币资产比例比较高，证券资产比例相对较低，其中只有可供出售金融资产科目下标融资才用于融券业务，现阶段融资规模会大于融券的规模，市场出现大量空仓是不可能的，根据现有证券公司的实际情况也是融资融券规模大于融券规模，即便从成熟市场来看，也是融资融券明显大于融券规模。证券公司融资融券业务试点的推出，是我国资本市场改革及一项重要措施，也为当前证券市场注入新的活力，对促进我国资本市场稳定发展与改革创新具有积极的影响作用。

从国际经验看，融资融券推出后券商业务规模增长显著，信用交易



尹荣

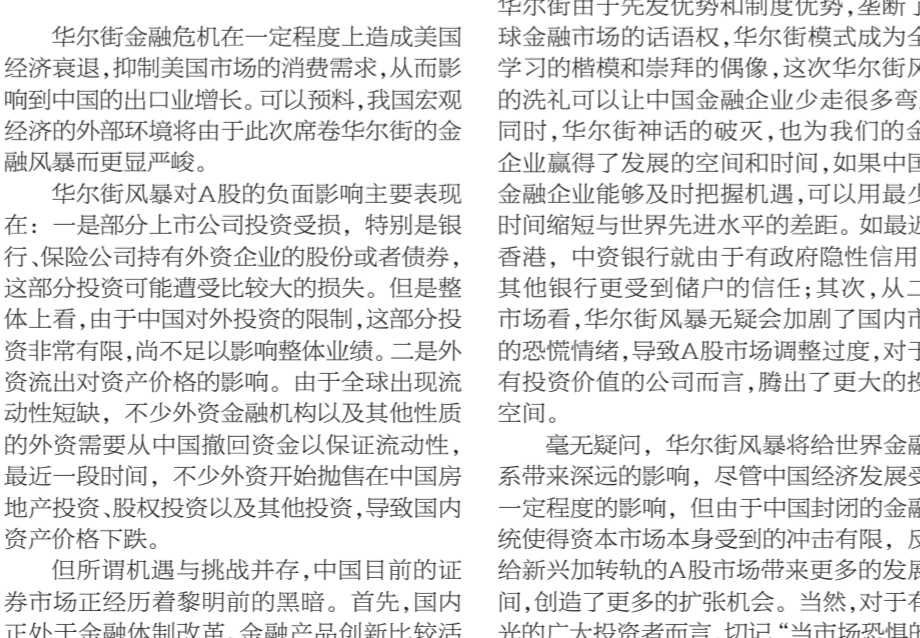
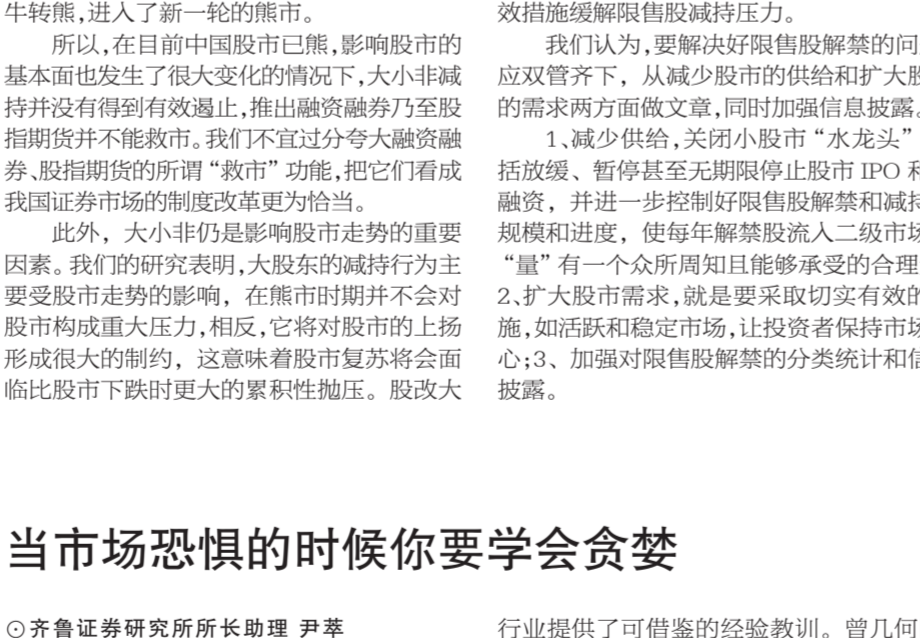
步，我们对减持通道所包含的三项措施亦进行了相应的制度性完善，在最大程度上防止可能出现的“大小非”“借道减持”和“暗度陈仓”的问题。同时，在二次发售和认购权证发行的操作中，我们的方案采取了一次性发售的模式，而不是针对每一个大小非单独发售。

3.集中解决稳定市场预期期的焦点问题。首先，本方案采用了多条减持渠道相互配合的方式，使得大小非在减持过程中有了更多的选择空间和余地，同时，在措施细则中也充分顾及到大小非自身的利益；其次，本方案对各种减持通道可能在实行过程中存在的各种漏洞进行了充分修正，有效防止了大小非通过“打政策擦边球”的方式在短期内直接向二级市场市场大量抛售的情况的发生；第三，本方案以“立体化制度体系”的方式一次性整体向市场推出，从而避免了目前市场上“超出政策减持”的窘境。

本方案最终实施效果：1、在最大程度上达到了“多方共赢”的结果；2、可以实现大小非的批发性有序减持，从而达到内部稳定市场，减少波动的目的；3、可以从根本上解决困扰市场已久的大小非的问题；4、通过权证的发行可以丰富我国的金融衍生品市场；5、该方案的施行可以扩大券商的业务范围。



尹荣



武洪海

双管齐下应对限售股解禁冲击

◎国信证券研究总监 卢宗稼

在经济全球化和中国资本市场不断国际化的大背景下，中国资本市场的发展也同中国经济发展一样，与国际市场的关系越来越密切。因此，在全球经济前景恶化的国际环境下，中国股市不可能独善其身，加上中国宏观经济环境的变化，以及中国资本市场特有的大小非解禁，再结合中国股市牛熊转换的规律，我们认为中国股市已经由牛转熊，进入了新一轮的熊市。

所以，在目前中国股市已熊，影响股市的基本面也发生了很大变化的情况下，大小非减持并没有得到有效遏止，推出融资融券乃至股指期货并不能救市，更不宜过分夸大融资融券、股指期货的所谓“救市”功能，把它们看成我国证券市场的制度改革更是为恰当。

此外，大小非仍是影响股市走势的重要因素。我们的研究表明，大股东的减持行为主要受股市走势的影响，在熊市中并不会对股价构成重大压力，相反，它将对股市的上扬形成很大的制约，这意味着股市复苏将会面临比股市下跌时更大的累积性抛压。股大

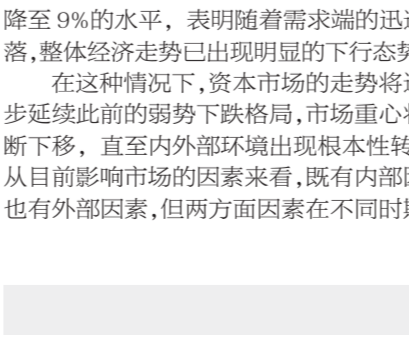
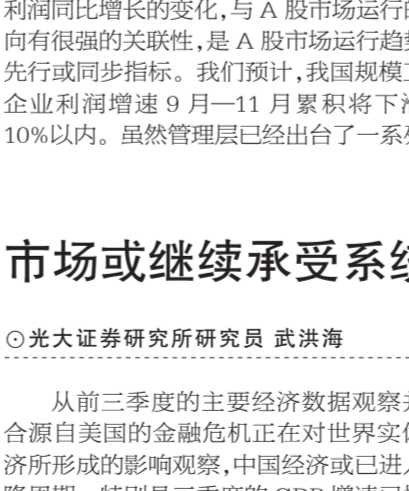
小非，加上以后首发增发等形成的限售股，将沉重地压制中国股市的复苏。我们应该前瞻性地把视野从股改大小非转到包括首发、增发在内的所有限售股上来。我们按照单位亿元限售股解禁市值对上证指数涨跌的影响度进行推算，在国内外经济运行环境依然的背景下，如果管理层不对限售股解禁制定切实有效的措施，来改变市场对限售股解禁的市场预期，那么，股市将继续惯性下跌，年底有可能跌到1300点左右，因此，必须采取有效举措缓解限售股减持压力。

我们认为，要解决好限售股解禁的问题，需双管齐下，从减少股市的供给和扩大股市的需求两方面做文章，同时加强信息披露。1、减少供给，关闭小股市“水龙头”，包括放缓、暂停甚至无限期停止股市IPO和再融资，并进一步控制好限售股解禁和减持的规模和进度，使每年解禁股流入二级市场的“量”有一个众所周知且能够承受的合理量；2、扩大股市需求，就是要采取切实有效的措施，如活跃和稳定市场，让投资者保持市场信心；3、加强对限售股解禁的分类统计和信息披露。

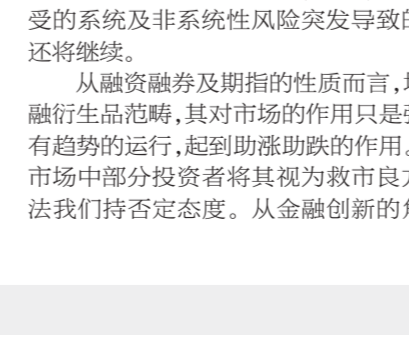
在这种情况下，资本市场的走势将进一步延续此前向下的态势，上市公司净利润同比可能出现负增长。其中，强周期行业上市公司的业绩变动的非常剧烈。6124点以来，各个阶段下跌的主导因素不完全相同。近期，美国金融危机引发的全球股市暴跌，可能导致2009年多数A股

行业提供了可借鉴的经验教训。曾几何时，华尔街由于具备优势和制度优势，垄断了全球金融市场的的话语权，华尔街模式成为全球学习的楷模和崇拜的偶像，这次华尔街风暴的洗礼，可以让中国金融企业少走很多弯路。同时，华尔街神话的破灭，也为我们金融企业赢得了发展的时间和空间，如果中国的金融企业能够及时把握机遇，可以用最少的时间缩短与世界先进水平差距。如最近在香港，中资银行就由于政府隐性信用，比其他银行更受到储户的信任；其次，从二级市场看，华尔街风暴无疑会加剧了国内市场的恐慌情绪，导致A股市场调整过度，对于确有投资价值的话公司而言，露出了更大的投资空间。

毫无疑问，华尔街风暴将给世界金融体系带来深远的影响，尽管中国经济发展受到一定程度上的影响，但由于中国独特的金融体系使得资本市场本身受到的冲击有限，反而给新兴加纳轨的A股市场带来更多的发展空间，创造了更多的扩张机会。当然，对于有限光的大投资者而言，切记“当市场恐惧的时候你要学会贪婪”。



武洪海



武洪海

群峰倒影山浮水
无水无山不入神
在水一方论A股
期冀迈步从头越

期冀迈步从头越

期冀迈步从头越

期冀迈步从头越

期冀迈步从头越

期冀迈步从头越

期冀迈步从头越

期冀迈步从头越

本版摄影 狄颖

在业绩压力和估值支撑的制衡中运行

◎西部证券研究所副总经理 贺晨

不容否认，外向型的经济特征决定了在全球经济衰退的大环境中中国无法独善其身。对于中国经济而言，除了面临外部需求必然下降的环境，还将面对投资需求的回落风险。在城镇固定资产投资中，房地产业投资占比达到25%，房地产市场的调整必然对固定资产投资带来重大不利影响。应当关注的是，近期政府对房地产的调控方向已发生转折，但在前期上涨透支需求和收入增长的悲观预期影响下，本次房地产市场调整将在2009年持续。就企业利润而言，由于企业成本具有相对刚性的特征，工业企业利润增速的波动具有较大经

济波动的特点。在经济加速时工业利润增长快于名义经济增长，而在经济减速时慢于名义经济增长。因此，未来内外需求放缓及成本的共同压力将导致工业企业ROE出现明显下滑，2009年工业企业利润的增速将可能出现个位数增长。

在经济增长持续下滑的过程中，同样可以确定的是，市场整体的无风险利率也将相应下降。首先，利率在实体经济领域中的决定是由产业资本的资本边际回报率所决定的。毫无疑问，宏观经济的回落必然伴随着产业资本的边际回报率下降。其次，利率在货币领域的决定还将受到货币政策以及货币创造等因素的影响。值得注意的是，在目前的宏观背景下，政策调控主导思路转变之

以不断降低存款准备金率来释放市场的流动性。由于原来通胀急转为通缩的风险进一步凸现，银行存款负利率的现状在不久的将来会彻底改变。因此，CPI指数将很快低于银行利率，这为金融政策放松提供减息的空间。其次，财政政策也将变得更加灵活。从刺激消费出发政府可能降低居民的个人所得税，同时加大政府的转移支付政策；从提振出口方面，除了提高出口退税外，政策还很可能从其他方面给予积极扶持。从增加投资方面，政府可以直接加大公共项目的投资以弥补企业投资的不足。所以综合分析，我们认为不

管的提高存款准备金率政策，相反将出现

的

的

本版摄影 狄颖

◎德邦证券首席策略分析师 吴炳华

从目前的宏观经济层面看，经济增长面临一定的风险。无论投资还是出口都出现显著的增速下滑趋势，同时国内经济的恶化将进一步加快出口形势的严峻程度。唯一的看点是消费增长依然保持稳定增长，甚至有加快，但剔除物价指数的上升，实际的消费增长基本维持稳定。

未来为了防止经济增速下滑过快，宏观财政和金融政策趋于积极将成为长期的趋势。首先，金融政策方面央行将持续降低利率，同时会停止以收紧流动性为目的的提高存款准备金率政策，相反将出现

的

的

的

的

的

本版摄影 狄颖

◎东北证券金融与产业研究所 郭峰

在经济增速未趋转弱判断上，我们认为中国在外围环境恶化和国内政策调整的双重压力下，本轮经济调整可能走出U型轨迹。

中国股市从6124点下行至1800点的过程中，主要受到大小非、货币紧缩、经济下行的三重因素共振压力。目前2000点附近，我们发现原先的三座大山中的两个因素有集逐渐缓解。汇金入市、央企的增持和回购稳定了市场对大非减持的预期，也稳定了小非的预期，使得大小非的问题在目前点位的预期有所下降；央行的降息、下月降准准备金使得货币紧缩预期得到改变，虽然短期内难以改变银行的“惜贷”行为，实

体经济信贷环境的改变还有时滞，但是客观上为实体经济提供了相对宽松的货币政策背景，随着时间的推移，将会为实体经济逐渐提供流动性；宏观经济的好转则取决于国内经济的转型、境外需求的恢复以及宏观政策的积极化，国家干预对经济基本面的影响需要时间的累积，短期难有作为。根据经济周期理论，一般短周期调整在1年左右，中长期调整则需要3年左右，因此，基本面的改观需要更长时间的观察。

对于市场估值的分析，我们考察历史且经历股市泡沫的日本为例，我们考察证券化率的年序列，发现日本在泡沫期证券化率高达150%以上，而泡沫崩溃后10多

年大部分时间均保持在60%—70%之间，因此同样以银行融资为主并且大力发展资本市场政策取向的中国实体经济，证券化率维持在60%—70%存在合理性。

考虑到股市限售股的存在以及大量实物资产尚未证券化的特征，我们假定未来只有IPO以及再融资进行有效控制，限售股逐渐全部流通，中国宏观基本面但能维持在8%以上，那么对上证指数在中国证券化率取45%—75%的区间内，做出做假性分析，证券化率(5%对应股指在1900点，证券化率60%—70%对应股指在2300—2700点，即中长期而言上证指数在2300—2700点之间是合理的。

风险理念，一旦选择了错误的投资方向，亏损就会被几倍甚至几十倍地放大。因此，融资融券这项金融创新也增加了中国证券市场的系统风险。

本版摄影 狄颖

本轮经济调整可能走出U型轨迹

◎东北证券金融与产业研究所 郭峰

在经济增速未趋转弱判断上，我们认为中国在外围环境恶化和国内政策调整的双重压力下，本轮经济调整可能走出U型轨迹。

中国股市从6124点下行至1800点的过程中，主要受到大小非、货币紧缩、经济下行的三重因素共振压力。目前2000点附近，我们发现原先的三座大山中的两个因素有集逐渐缓解。汇金入市、央企的增持和回购稳定了市场对大非减持的预期，也稳定了小非的预期，使得大小非的问题在目前点位的预期有所下降；央行的降息、下月降准准备金使得货币紧缩预期得到改变，虽然短期内难以改变银行的“惜贷”行为，实

体经济信贷环境的改变还有时滞，但是客观上为实体经济提供了相对宽松的货币政策背景，随着时间的推移，将会为实体经济逐渐提供流动性；宏观经济的好转则取决于国内经济的转型、境外需求的恢复以及宏观政策的积极化，国家干预对经济基本面的影响需要时间的累积，短期难有作为。根据经济周期理论，一般短周期调整在1年左右，中长期调整则需要3年左右，因此，基本面的改观需要更长时间的观察。

本版摄影 狄颖

融资融券只是完善交易制度 短期难以救市

◎建银国际研究中心主任 郑永忠

因此融资融券试点的总盘在近期内将会非常有限，相对于大盘的总市值可以说是杯水车薪，增强市场流动性的效果将会大打折扣。

本版摄影 狄颖

由于股权分置改革改革带来的大量限售股解禁，中国股市中股票供给量大幅提升，市场内的资金无法支持迅速放大的可流通股本，使得供过于求而显现出资本市场流动性不足。由于持有有限限售的投资者成本相对较底，由融资融券业务的推出所带来的流动性增加会迅速被限售的限售股所吸收，在预期对大盘的流动性支持会非常有限。

本版摄影 狄颖

融资融券业务试点的总盘在近期内将会非常有限，相对于大盘的总市值可以说是杯水车薪，增强市场流动性的效果将会大打折扣。

本版摄影 狄颖