

A 股身背几座“大山”

■ 曹中铭/文

中国证监会主席在《求是》杂志发表的《监管执法：资本市场健康发展的基石》引起市场的强烈关注。资本市场案件查实率只有 60%—70%；每年立案调查 110 件左右，能够顺利作出行政处罚的平均不超过 60 件。每年平均移送涉刑案件 30 多件，最终不了了之的超过一半，这些数据与事实，无疑在让市场感到非常震惊的同时，也更让我们感到从严治市的紧迫性与必要性。

某些违规行为之所以没被追究责任，没有受到严惩，与人情世故夹杂其中，监管部门不敢碰硬、不坚持原则有关，也与制度建设存在缺陷，执法体制僵硬有关，当然更与地方保护主义有关。事实上，地方保护主义如一座“大山”般压迫着 A 股，自股市诞生以来就像幽灵一样如影随形。像内幕交易一样，地方保护主义亦是 A 股市场的一颗“毒瘤”，其危害性自不待言。

绿大地案无疑最具代表性。云南绿大地案曾被中国证监会认定为“案情重大，性质极为恶劣”。然而该案案发后，上市公司向上级求援，地方行业管理部门的求情以及地方领导进京为绿大地说情等却忙得“不亦乐乎”。对于其时深陷违法犯罪泥潭的绿大地来说，地方保护可谓无处不在。此外，2011 年 12 月相关法院的一审判决与此后昆明中院的严惩形成鲜明的对比，而前后两份不同的判决结果，亦折射出地方保护主义在其中作怪。其实，除了袒护相关违规上市公司之外，并购重组、新股上市等过程中亦不乏地方保护的色彩。如为了企业上市，地方相关部门往往通过税收减免、政府补贴等方式包装粉饰业绩，进而使其顺利过会成功跻身于资本市场，而一旦减税、补贴等被取消，上市公司立即就会现出原形，最终埋单的只有投资者，这显然是不公平的。

地方保护主义的背后，一般都有公权力的参与。所谓的“地方保护”，本质上就是地方相关部门游走在法律法规的边缘，与现行法律法规玩“老鼠戏猫”的游戏。地方利益得到了保护，却损害了广大投资者与中国资本市场的整体利益。因此，这颗“毒瘤”必须予以摘除。

定位错误是股市背负的另一座“大山”。中国股市是为融资者服务的，因此这个市场更适合融资“圈钱”，而不适合投资。连续四年“熊霸全球”，十年“零”涨幅，众多投资者纷纷销户与股市诀别，这些现象的发生，并不是独立事件，而是“圈钱市”的必然。尽管监管部门出台政策以使上市公司回报股东更加积极，但其中不乏为了获取再融资资格的因素在内。

数据最能说明问题。在 A 股市场诞生的前 21 年里，融资总额高达 43 万亿，虽然同期分红 18 万亿，但考虑到投资者持股比例为 30%，其分红则只有 0.54 万亿，如果再扣除红利税，所得更少。近年来，每年上市公司再融资额大大超过新股 IPO 融资额，已呈现出异军突起之势，而定向增发则成为幕后推手。再融资门槛的大幅降低，显然与对股市的错误定位密切相关。

利益集团与权贵资本横行是股市背负的又一座“大山”。A 股不仅是圈钱者的乐园，更是利益集团与权贵资本的游乐场。在这个市场中，利益集团与权贵资本通过不同的方式，大肆窃取市场利益，损害投资者的权益，最终留给市场的只有“一地鸡毛”。

如投资者曾经对创业板寄予厚望，希望其能成为中国的“纳斯达克”。但最终创业板的光环逐渐褪色，其不仅没有成为中国的“纳斯达克”，反而变成了“三高”发行泛滥的“圈钱板”，成为新的“创富板”，也成为名副其实的“套现板”。今年以来，创业板表现不俗，但创业板高管、实际控制人等减持套现同样不俗。今年 3 月份创业板高管套现 11.02 亿元，5 月份高达 22.25 亿元，7 月份为 9.83 亿元。创业板高管频繁套现之后，一旦再遭遇到基金等机构投资者的撤离，创业板的后果则不堪设想。

投资者利益保护不力是股市背负了 20 余年的“大山”。股市的错误定位，中小投资者是埋单方；制度建设缺失，市场监管不力，投资者仍然是埋单方。事实上，投资者保护不力亦体现在违规成本低上。即使是美国这样的成熟市场，也有像安然、世通等公司财务造假，有严格惩罚机制的美国尚且如此，在 A 股市场出现包装粉饰业务造假上市等现象实际上太正常不过。

像绿大地、万福生科这样造假性质恶劣的

公司，居然还能“苟活”于市场中，绿大地原大股东何学葵还能将股份转让进而获取巨大的利益，如此荒唐事也只有在 A 股市场才会发生。即使在万福生科案中，平安证券为投资者垫付了赔偿资金，这也仅仅是“个案”而不具有普遍性。即使是监管部门常常将“切实保护投资者特

别是中小投资者的合法权益”挂在嘴边，对投资者保护不力的格局亦丝毫没有得到改观。

几座“大山”不仅压得投资者喘不过气来，也阻碍着中国资本市场的健康发展与长治久安。这几座“大山”不搬除，A 股会有希望吗？



■ 尹中立/文

利率市场化对股市意味着什么？笔者认为，利率市场化至少从两个方面影响股市的运行：首先，利率市场化影响股市的定价；其次，利率市场化影响银行的经营业绩，从而对股市产生影响。下面，分别展开分析。

利率市场化影响股市的定价

利率是所有金融产品定价的参照系，因此，利率的形成机制的改革及由此带来的利率变动对金融市场影响深远。

从股票贴现模型可知，股价=每股收益/（无风险收益率+风险溢价），利率的变动影响到无风险收益率，利率的细微变化都会导致股价的显著变化。

从最近几年股市的估值变化已经清晰地看到利率市场化的威力。尽管人民银行刚刚宣布彻底放开银行的贷款利率，并没有放开存款利率，但现实中存款的利率市场化进程早已开始，花样繁多的各类银行理财产品其实就是利率市场化的产物，基金管理公司开发的各类固定收益类产品（货币基金和债券基金）在一定程度上都是存款的替代物。

从收益率看，一年期银行理财产品收益率一般在 4%-6%，而一年期定期存款利率只有 3%。可以大概的估算，1 年期定期存款利

率被人压低了 2 个百分点左右。利率市场化的结果是存款的收益率从 3% 上升到 5% 左右。

当越来越多的理财产品和基金开始替代存款后，意味着股市的无风险收益率由之前的 3% 上升到 5%。假设风险溢价是 2%，当无风险收益率为 3% 时，对应的股市合理估值是 20 倍市盈率。而当无风险收益率上升到 5% 时，对应的股市合理估值是 13 倍。

最近三年来，股市一路走熊，而对应的理财产品市场持续火爆，这二者之间的巨大反差其实内在逻辑上是一致的。理财产品之所以火爆，是因为它比储蓄存款获得更高的收益。当越来越多的理财产品替代了储蓄存款后，意味着市场的无风险收益率在大幅度上升，估值水平的走低就是必然的了。有些投资者看到估值不断创新低时，总是以老眼光看新问题，一次又一次去抄底，都以失败而告终。甚至有关监管部门也出来公开表态，说“蓝筹股有罕见的投资价值”，理由是估值水平已经创历史新低，而且沪深 300 指标股的分红收益率已经超过美国的标普 500 指标股的分红收益率。显然，这样的分析并没有看到利率市场化所导致的无风险收益率上升的事实。

对于债券市场来说，以往资金以存款的形式大量淤积在银行资产负债表上，银行并不能完全运用出去，就在银行间市场以较低利率水平拆借给其他金融机构，货币市场利率就会较

低，借入资金配置债券的套利空间是十分可观的，而随着利率市场化的推进，存款转化资产管理产品，银行存款开始紧张，资产管理产品中的资金会主动配置在各类资产上，因此，货币市场利率会上升，套息息差会下降。另一方面，利率市场化会推动越来越多的资产会进入债券市场，收益率离散化将成趋势。

利率市场化对商业银行的盈利有直接影响

在存贷款利率都管制的情况下，存贷款利差是商业银行的主要盈利来源，只要扩大负债规模就可以新增贷款规模，盈利就相应增加。现阶段，存贷款的利差平均为 2.5% 左右，而已经完成利率市场化的国家的利差大约在 1%-1.5%，我国商业银行的存贷款利率差明显高于这些国家。毋庸置疑，中国的银行业是当下最赚钱的行业，2012 年的年报显示，在沪深两千多家上市公司中，16 家商业银行的利润占一半。有银行家甚至公开承认“赚钱赚到不好意思”。

当前的商业银行的良好盈利状况并没有得到市场的认可和追捧。截至到 2012 年第三季度末，16 家商业银行的股份大多数跌破了净资产，这在中国的股市历史上还是第一次。尽管 2012 年 12 月份银行股出现了一次上涨行情，但截至到 2013 年 7 月末，银行股的平均估值水平仍然在净资产附近，按照市盈率指标来衡

量也只有 5 倍左右。之所以如此，投资者最主要的担忧就是利率市场化对商业银行未来盈利的影响（另外一个担忧是银行的不良率的上升）。

来自中国银监会的定量测算表明，如果今后十年内实现完全利率市场化，银行息差可能下降 60-80 个基点，银行利润将降低一半，银行抵御风险能力下降，资本补充压力上升。这对于习惯固定靠息差生存的银行来说，是巨大的挑战。与此同时，商业银行所面临的利率、市场、流动性、操作风险都将大幅度提升，各类风险之间的关联度亦将大幅增加。

当然，随着利率市场化的到来，商业银行一定不会完全被动接受盈利能力下降的事实，它们也会调整自己的经营行为。当传统的存贷款业务的利润率大幅度下降，它们可以转变经营思路，在服务上做文章，在资产管理上找出路。考察那些已经完成利率市场化的国家的银行业发展轨迹，可以清楚地看到，在利率市场化的压力之下，商业银行的经营行为出现较大变化，中间业务在利润的构成上占据越来越大的份额。

值得一提的是，我国的经济运行有别于其他市场化的国家，例如，国有企业及国有控股的企业在经济银行的信贷中占据重要地位，地方政府的融资也不容忽视，这些经济主体的行为不完全是市场化的。因此，我国的利率市场化的结果究竟如何？还值得观察。

理财产品的风险将日益暴露

■ 特约记者 肖玉航

理财产品本应是市场经济体系下金融机构的一种正常经营手段。但由于我国法律、法规等方面的滞后，金融机构国有体制的“独占鳌头”，实际上这种理财尽管有其高收益产品的体现，但累积的风险可谓日甚且规范度较差。笔者预计，未来随着市场经济的深入，估值因素的变化及投资者队伍的不断成熟，理财产品的风险将日益暴露。

研究不少银行与信托公司等推出高收益水平的理财产品，总体建立在一种货币超发、产能过剩、债务风险过大的背景之中。数据显示：中国银行业体系近年来发展规模日益扩大，M2/GDP 比值接近 200%，而伴随着规模的扩张，实际上影子银行的出现也非常明显。所谓影子银行又称为影子金融体系或者影子银行系统（Shadow Banking system），2011 年 4 月金融稳定理事会（FSB）对“影子银行”作了严格的界定：“银行监管体系之外，可能引发系统性风险和监管套利等问题的信用中介体系。”

从中国目前情况来看，尽管对影子银行定义争论仍在继续，但从实际情况来看，笔者认

为，中国最大、膨胀最快的影子银行是信托投资公司，以及银行、证券名目繁多的理财产品。虽然去年以来，信托业务的急剧膨胀发展规模增加，但实际上这些理财产品的风险也累积日甚。

据普益财富联合西南财经大学信托与理财研究所发布报告显示，2012 年我国银行针对个人发行的银行理财产品数量达 28239 款，同比增加 258.4%，发行规模达 2471 万亿元，同比增长 45.44%。可谓是规模日益庞大，并成为各大银行与信托合作的主要业务之一。规模日益增大的背景中，难道其风险就小吗？实际上并非如此。

对于理财产品的风险，中国证监会主席长肖钢曾指出，大多数的理财产品期限不足一年，有些仅为数周甚至数天、一天，在某些情况下，短期融资被投入长期项目，一旦面临资金周转问题，一个简单方法就是通过新发产品来偿还到期产品。其危险性在于，一旦资金链断裂，这种击鼓传花就没法继续下去。

从现实情况来看，国内近年温州、鄂尔多斯等地的民间借贷危机不时爆发，充分显示了其风险性与累积性。从目前“影子银行”存在形式来看，主要集中在银行理财产品、非银行金融机构

贷款产品和民间借贷领域。

由于“影子银行”，债务风险累积下的理财产品是信贷市场、资本市场、金融衍生品和大宗商品交易、杠杆收购领域的主要参与者，因此其不可能存在共存全胜的概率，其间的品种分化与信用风险将明显体现，比如工行基金股票双重精选募集规模为 100 亿人民币的理财产品，从 2007 年 11 月 21 日发售至今，竟从未盈利，截止 2013 年 1 月 21 日已浮亏约 44%；去年某商业银行客户 180 万元理财产品亏成 1 万元等就可见一斑。

近期南京某证券公司理财产品客户唐女士，由于巨额损失，将此券商状告，称 1000 万元一年理财下来，竟然只剩 28 万元，如此大的理财风险正在不断暴露；而从全国情况来看，这种问题仍在不断暴露之中。

从目前理财产品介入的房地产信托来看，其也面临较大变局，楼市供求与反腐变革实际上增加了巨大的不确定性风险。而投资的公司债领域，由于国内债券市场评级体系的不成熟，几乎拥有评级的公司债都是 AA 或更高级别，这是不正常的。著名经济学家张化桥指出：表面上看，影子银行迅速膨胀，好像是银行的竞争对手，但实际上，银行恰恰是这些影子银行的“助产士”。信托之所以能有今天的规模，银信合作或者变相的银信合作有很大“功劳”。对银行来说，银信合作使用的是“别人的钱”（银行通过发售理财产品筹集资金），而且杠杆高多了，投资决策集中多了（投资项目由银行提供，信托仅提供一个通道功能），感觉也好多了（不受信贷额度管制，理财产品是表外业务，银行可以不用计提拨备）。

总体来看，理财产品的损失最终的买单者将是产品的购买者。从目前理财产品来看，银行体系如此，信托公司如此。证券公司如此等均非常明显，在经营大厅外，满大街的小卡片仍在推销高利贷，担保公司、小贷公司险象环生，“宝马村”、跑路事件频发，都是击鼓传花的游戏没法继续的结果。因此从理性投资的角度来看，投资者在购买理财产品时，需要认真对产品的设计与宏观经济发展有一理性判断，而目前来看，由于垄断与经营利率的投机性，表面的规模扩张实际上正面临市场化风险的冲击，理财产品的风险将不断暴露，投资者须格外警惕。种种迹象表明，理财产品的风险将呈现日益显现趋势。

■ 皮海洲/文

虽然 IPO 重启仍然没有明确的时间表，但资本市场提高直接融资比重的目标始终不变。如在证监会最新公布的《中国证券监督管理委员会年报》上，证监会主席肖钢发表主席致辞表示，我们将致力于继续发展多层次资本市场，提高直接融资比重，保护投资者特别是中小投资者的利益。

或许是因为最广大的投资者置身于股市的缘故，所以每当管理层提到“提高直接融资比重”问题时，人们首先想到的就是股市融资。这一方面是过去的经验使然。从历史的经验来看，每当管理层提起提高直接融资比重的时候，股市通常都会承受较大的 IPO 压力。尤其是在经济发展面临困难的时候，资本市场更需要为推动经济发展走出困境作贡献。最明显的例证是 2008 年的金融危机促成了 2009 年创业板的面世。另一方面就是企业更愿意到股市来融资。毕竟股市融资是一种股权融资，上市公司不需要还本付息，这种资金当然是每家企业都想得到的。此外，股市设立的初衷也就是为国企脱贫解困服务的，经济发展遇到困难的时候，或者是企业发展需要资金的时候，不论是政府高层人士还是企业家们也都希望到股市来融资。

鉴于融资功能是股市的基本功能之一，因此在管理层强调提高直接融资比重的时候，股市确实有必要为提高直接融资比重作出贡献。不过，基于 A 股市场的发展现状，从整个资本市场来说，提高直接融资比例的主战场不应在股市，而是在债市。其实作为管理层来说是有此共识的。早在 2011 年的《政府工作报告》就提到，提高直接融资比重，要发挥好股票、债券、产业基金等融资工具的作用，更好地满足多样化投融资需求。也是在 2011 年，当时还是上交所总经理的张育军，在出席陆家嘴论坛时表示，提高直接融资比重的最大潜力来自于债券市场，债券市场发展对提高直接融资比重具有重要意义。而在 2012 年的全国证券期货监管工作会议上，债券市场的发展获得大力支持。会议决定大力推进债券市场改革，进一步促进场内、场外市场互联互通，建设规范统一的债券市场。要显著提高公司类债券融资在直接融资中的比重，研究探索和试点推出高收益企业债、市政债、机构债等债券新品种。

为什么说要提高直接融资比例的主战场不在股市而是在债市呢？这是由于 A 股市场融资制度的不规范造成的。虽然作为上市公司来说更希望通过股市而不是债市来融资，但上市公司的这种选择本身就暴露出 A 股市场融资制度所存在的问题，即 A 股市场是一个只重视融资而不重视投资回报的市场，在 A 股市场里投资者的利益得不到保障。而作为上市公司来说，股权融资不仅不还本付息，而且还可以不给予投资者回报。可以说，面对 A 股的融资制度，上市公司“不圈白不圈”，所以未上市企业争相选择 A 股上市，而上市公司则一次又一次再融资。由此导致了 A 股市场融资过度，导致了投资者利益受损，导致投资者信心缺失，导致 A 股市场持续低迷局面的出现。IPO 重启之旅困难重重，实际上就是 A 股市场在融资问题上竭泽而渔所导致的不良结果，过度的融资已经导致了 A 股融资功能的不健全。继续发展下去的结果，不排除 A 股融资功能缺失。

相反债市有着很大的发展空间。毕竟债市不存在圈钱问题，基本上也不存在对投资者利益的损害问题。因为债券是要还本付息的，所以上市公司不会盲目融资。相对于股权融资来说，债券融资更有利于保护投资者利益，更能赢得投资者的信赖。实际上，今年前 7 个月资本市场的融资状况已经证明了这一点。据不完全统计，截至 7 月 26 日，今年企业债、金融债、短期融资券以及可转换债券等债券的发行金额高达 12749.49 亿元，而同期上市公司通过增发、配股进行的股权融资金额只有 2340 亿元。债权融资已远远超过股权融资。

当然，作为股市来说还是有可能为提高直接融资比例作出更大贡献的，这就首先要对股市融资制度作出贡献，比如引入优先股制度，让优先股在再融资中发挥重要作用。如此一来，股市在提高直接融资比例方面将会更上一层楼。

提高直接融资比例的主战场不在股市