



学术顾问:(按姓氏拼音排序)

- |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|
| 巴曙松 | 蔡继明 | 陈东琪 | 陈栋生 | 陈全生 |
| 程恩富 | 迟福林 | 戴圆晨 | 范恒山 | 樊纲  |
| 高尚全 | 顾海兵 | 葛志荣 | 谷书堂 | 贺茂之 |
| 洪银兴 | 黄范章 | 贾康  | 江春泽 | 金碚  |
| 李成勋 | 李江帆 | 李京文 | 李维安 | 刘诗白 |
| 刘伟  | 茅于軾 | 任玉岭 | 宋洪远 | 宋守信 |
| 宋养伟 | 谭崇台 | 王东京 | 卫兴华 | 魏杰  |
| 吴澄  | 徐长友 | 晏智杰 | 杨家庆 | 杨启先 |
| 张曙光 | 张晓山 | 张卓元 | 赵人伟 | 郑新立 |
| 朱铁臻 | 周叔莲 | 周天勇 | 邹东涛 |     |

第 106 期 (总第 219 期) 2015 年 7 月 5 日 星期日 乙未年 五月二十 投稿邮箱:jxjzb@163.com 地址:北京市海淀区大慧寺路 8 号 邮编:100081 电话:010-62135959 本刊订阅方法:网易“云阅读”搜索“经济学家周报”即可订阅。 本报所刊载文章系作者观点,均不代表本报意见

# A 股:破除短期功利主义要从政府做起

■ 潘英丽 上海交通大学安泰经济与管理学院教授

最近中国股市狂涨暴跌已引起全社会的关注。“改革牛”是否会因此受挫?高处跌落事件是否会重伤新一代散户投资者?当下上市公司管理层高价套现股份,弃上市公司而去的行为,更显现了股市泡沫对实体经济令人担忧的破坏性。如何让牛市稳健慢步地行走成为“慢牛”,似乎是政府极为期盼的目标,例如中国央行周末降准降息,充分体现出政府维护市场稳定的良苦用心。尽管全球金融市场都出现了日益趋强的投机性与波动性,但中国股市急功近利的狂躁与震荡,有过之而无不及。如何破除市场参与者的短期功利主义,是市场长期稳健发展的核心问题。

其实,当前股票市场快速发展不仅是中国经济转型和混合所有制改革所需要的,更是经济发展过程中金融体系结构演变的客观趋势。总结国际经验,一国达到中等收入发展阶段,股票市场和政府债券市场通常会进入快速发展时期。经济发展到高收入阶段,私人部门债券市场也随之发展起来,资本市场最终替代银行占居金融体系的核心和主体地位。例如,作为金融强国的美国,其银行资产、股票市值与未清偿债券余额占金融总资产的比例,过去 20 年基本上维持着 2:3:5 的结构。而作为制造业强国的德国和日本,则大致维持 4:2:4 的结构。考虑到中国作为制造业大国的国情和人民币国际化的未来趋势,中国的金融结构似乎应介于美国与德日之间。如果估计较为合理的比例是 3:3:4 的话,那么中国银行体系与资本市场的比例将从目前的 7:3 转变为未来成熟期的 3:7。

与经济发展阶段相比,中国股票市场不仅

本轮行情始于政府的动员与呵护,但政府的行政推动与之前将股市作为财政工具的做法并无二致。由此引发了市场力量与政府之间的功利主义博弈。如何打破市场盛行的短期功利主义,需要标本兼治。



发展滞后,而且存在重大缺陷。其融资功能时断时续,资源配置功能低效扭曲,市场的投机性和波动性在引入融资杠杆后进一步加剧。笔者认为,这与政府未能及时转换立场和职能有密切关系。

从过往 65 年基本金融政策来看,政府的立场始终是帮助企业筹集廉价资本。从早年的“节约每一个铜板用于社会主义建设”到 1997 年“股票市场要为企业改革和发展服务”。笔者曾撰文指出,在中国渐进改革过程中,政府曾经先后实施银行和股票市场的功能财政化。先通过“拨改贷”和补贴性贷款政策,让国有银行承接改革的社会成本,在保持国有经济存

量稳定的同时促进民营经济增量发展。然后通过 1997—2006 年股票市场功能的财政化将沉淀在国有企业和国有银行内部的改革成本实现了社会化分摊。这种改革成本与改革红利借助政府管控的银行和股票市场实现跨时期转移与分摊的做法仍可看作是合理的,对政府而言,虽然并非是唯一选择,却是最便利的选择。但是在 2006 年改革成本的社会化分摊完成后,由于大小非持有者及股市权贵等既得利益集团的阻碍,股票发行注册制未能及时推出。政府立场未能从帮助企业筹集廉价资本转换到保护中小投资者防范商业欺诈上来,改革停留在与事无补甚至产生负面效应的技术细节上。

从一项统计分析表明,1990—2010 年股票市场年平均红利回报率仅为 1.99%,相比较同一时期一年期存款利率平均为 5%,三年期贷款利率接近 8%。考虑到通货膨胀因素,股票投资整体而言不仅本金不能收回,而且实际收益率是负的。没有相应的制度要求上市公司必须为投资者提供具有竞争力的回报,股市就成了政府特许企业和市场操纵者几无成本地“圈钱”或“抢钱”的场所。2009 年之前股票发行融资中国企业占比高达 75%以上,创业板推出以后,民营企业融资占到 2/3 以上。自此,市场的功能和性质发生了重大变化,即从国有企业改革与发展服务的财政转移工具变成了将中小投资者财富向特殊利益集团输送的财富转移工具。其结果只能是社会稀缺资源的滥用,中小投资者财富的流失和严重的社会不公。这样的市场不具有长期投资价值,投机成了中小投资者最理性的选择。这是中国股市短期功利主义盛行,难以避免市场信心崩溃的根源。

本轮行情起始于政府的动员与呵护,但政府的行政推动与之前将股市作为财政工具的做法并无二致。由此引发了市场力量与政府之间的功利主义博弈。如何打破市场盛行的短期功利主义,需要标本兼治。

首先,就治本而言,政府立场必须从帮助企业筹集廉价资本转向保护中小投资者防范商业的欺诈,从亲企业、重 GDP 转向亲民众、重社会公平和正义。前者通常会导致资本低效率使用和产能过剩,引发市场信心崩溃和消费需求不足;后者才能实现市场多方参与者的共赢,促进生产、消费的平衡发展。另外从政企分

离与国有企业混合所有制改革方向来看,国家资本将更多参与企业财务投资,国家出资者与中小投资者在防范商业欺诈方面具有根本利益的一致性。

政府立场的转变极为重要,否则监管很可能徒有虚名。监管的威慑性、司法的独立性、执法的有效性都将无从谈起。改变政府立场可以探索地方政府增值税分成制度为消费税征收制度,以此消除地方政府对招商引资和 GDP 增长的极度偏好;同时需要推进财政民主化改革,提高政府公信力,促进政府债券市场的健康发展。改变政府将商业银行和金融市场当做财政工具使用的传统路径。

其次,就治标而言,政府在稳定市场波动方面仍然可以有所作为。一是反周期并具有微调功能的融资政策,以及调控新股发行节奏与规模的政策,可从市场供求两方面发挥稳定作用,以后仍可作为常规调控手段。二是有必要强化公司高管与员工持股计划在激励与约束的对称性,对内部人的减持程序和获利纳税义务制定更合理的制度,以抑制内部人通过盈余管理和分配政策操纵股价、高价套现的动机。三是提高股权融资成本,即加快推出发行注册制,强化给投资者回报的要求,并实施退市制度。这样做可提高股权资本使用效率,增进股市投资价值,起到促发展和稳市场的双重功效。四是培育和支持独立第三方投资咨询公司和市场做空机构的发展,抑制上市公司欺诈行为,提高市场的有效性。

市场盛行“短期功利主义”,而政府则是始作俑者。因此破除“短期功利主义”需要从政府做起。

# 牛市不需“国家战略”

■ 沈建光 瑞德证券亚洲公司首席经济学家

从笔者接触的国外投资者来看,绝大多数认为,当前中国股估值明显过高,经济低迷,改革预期被过度夸大,投资 A 股无异于火中取栗。而国内投资者的主流观点仍保持乐观,提出本轮牛市是在政府悉心呵护之下营造出来的,既有改革预期支撑,也有无风险利率下降过程中的充裕流动性作保障,在“国家牛市战略”之下,政策支持使股市很难下跌,并提出 6000 点甚至 10000 点的预测。

当然,虽然主流如此,但近期中国国内官员和学者的公开表态中,也出现了一些担忧的声音。例如,中央汇金公司副董事长李剑阁曾公开指出,资本市场的常态就是有涨有跌,牛市不会按照个人的主观意志去发展,股市牛还是熊不应该体现国家意志,所谓“国家牛”是不可持续的;而以许小年为代表的观点则认为,当前股市是疯狂的,除了凯恩斯的动物精神没有任何理论可以解释,而且泡沫破灭的后果极其严重。

尽管如此,但整体来看,海内外投资者“外冷内热”的总体趋势并没有改变。而这从早前 A 股能否加入 MSCI 问题上,国内外两种明显不同的情绪也可以做以佐证:即国内对此曾一度欢欣鼓舞,认为这将带动大量海外资金入市,支持股市长红。而海外基金经理则多数表示置疑,认为 A 股市场过去 12 个月内已翻番,即使 A 股加入 MSCI,他们也不想再在顶部做“接盘大侠”。

实际上,两种投资风格恰恰是两个市场投资者结构差异的体现,毕竟海外投资者主要以机构投资者为主,奉行价值投资,估值是否合理是其投资最重要的依据。而国内投资者则散户是主体,预期因素、流动性因素对投资决策的影响似乎更加显著。诸多观点交锋之下,笔者从最基本的功课做起,梳理了影响本轮以至于未来资本市场上涨的成因,以及可能存在的风险,在此基础上提出政策建议,以期做出理性判断,确保金融稳定。

## 支持股市快牛的六大因素

在笔者看来,支持资本市场上涨的原因可以大致归纳为以下几个因素:

一是货币政策放松带动无风险利率下行,从而带来估值的回归。可以看到去年上半年,货币政策相对偏紧,降准、降息等常规性货币政策被置之高阁,结构性政策承担着货币政策的主要任务。但自去年 11 月首次降息以来,央行货币政策可谓大转弯,不仅两次降息、三次降准,且幅度超出预期,这也导致货币市场利率下行,截至今年 5 月,同业拆借加权平均利率为 1.42%,比去年同期低 1.14 个百分点;质

自去年下半年以来,中国 A 股市场走出了一轮强劲的大牛市行情。从去年最低点的 1991 点上涨到如今的逾 5000 点,涨幅超过 150%，“牛”冠全球。然而,面对指数的快速走高,国内外投资者的态度却形成强烈反差,甚至可以用“冰火两重天”来形容。

押式回购加权平均利率为 1.30%,比去年同期低 1.26 个百分点。展望未来,在经济下行,通胀压力不大的情况下,预计货币政策会进一步宽松,而这也将进一步降低无风险利率,支持资产价格上涨。

二是对改革的乐观预期。近期中国证监会主席肖钢在中央党校讲话时提到,“改革牛”理论是成立的(与肖主席持有相同观点的人不占少数,比如任泽平)。可以看到,自十八届三中全会以来,新一届政府全面深化改革的决心十分坚定,60 条 306 项的具体任务逐步推进,金融改革、城镇化改革、财税改革、价格改革、京津冀一体化战略、国企改革等深水区改革顶层设计相继通过。从本轮资产价格上涨的情况来看,投资改革概念股的资金更是盆满钵盈,如京津冀改革、医疗改革、国企改革等相关股票表现卓越。可以说,市场对“改革牛”的乐观预期是推动本轮股市上行的重要原因。

三是对经济有望触底回升的判断。可以看到,伴随着中国经济持续下滑,决策层对稳增长的要求已然加大,包括近期基建投资密集批复,其中涉及到水利项目、机场项目、铁路项目等,特别为化解项目资金难题,地方政府债务置换额度增加值 2 万亿且年内有望达到 3 万亿;发改委早前公开招标 1043 个 PPP 项目,总计投资达到 2 万亿,力度不可谓不大。此外,盘活财政存量资金、发展消费金融、降低消费税等措施相继推出,市场预期伴随着稳增长政策落地,下半年中国经济有望企稳回升。

四是人民币国际化的战略需求。金融危机以来,全球经济遭遇重创,发达国家率先推出量化宽松政策以应对,但上述政策却使得中国面临 4 万亿美元外汇储备的资产安全问题。为应对困境,中国加快人民币国际化步伐,目前

中国央行与 28 个国家央行与货币当局签订了双边本币互换金额,与 12 个国家央行或货币当局签订了清算安排,更有 30 家中国央行与货币当局把人民币纳入了外汇储备。今年是人民币申请加入 SDR 的重要年份,投资者预期配合 SDR 申请,决策层有意让国内资本市场有望保持稳健,防止资金外流,为申请 SDR 保驾护航。

五是国企改革的内在需求。6 月 5 日中国全面深化改革领导小组会议已经审议通过了《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》、《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》,国企改革顶层设计大幕拉开。伴随着 6 月与国企改革相关的文件陆续出台,有关资本公司的改革方案、混合所有制改革方案、员工持股方案将陆续出台,央企和地方国企的改革的加速进行将使得国企改革概念股炙手可热,影响资本市场响应股票的表现。

六是居民储蓄转向投资的需要。早在 FT 中文网专栏文章《降准大转弯背后的三层逻辑》文章中,笔者便提到,去杠杆无比艰难,当前中国决策层正在进行重构各部门资产负债表的尝试。一方面,由于上一金融危机以后,中国企业杠杆率迅速攀升,从危机前约 95% 上升到如今 120% 以上,杠杆率过高风险让决策层担忧,而这也是去年上半年,常规性政策降息、降准被更多定向措施所取代的主要原因。另一方面,面对企业债务高企,中国居民杠杆率仍然较低,可以看到,本轮股市上涨与早前一个明显的不同在于高杠杆资金入市推动。因此,从整体来看,上述过程体现了通过直接融资市场将储蓄转为投资,重塑资产负债表,化解企业债务风险的实践,符合决策层意图。

## 牛市背后暗含的六大风险

从上述角度而言,A 股市场告别 2000 点实现一定程度的上涨是有基础的,且是对早前过低估值的修复,有一定的合理性。同时,不难发现,本轮股市上涨过程中,一路上得到了官方媒体的悉心呵护,使得牛市预期因素有所放大,体现了一定程度的国家意志。然而,现在面临 5000 点节点,笔者发现,越来越多的风险正在显现,比如估值明显偏高,股市财富效应与支持实体经济收效甚微,投资者杠杆率高加大金融与社会风险等等。总之,上述现象的出现值得政策决策者反思,值得投资者保持警惕。

第一,当前估值是否合理?可以看到,经历了本轮上涨,A 股证券化率(股市总市值与 GDP 的比值)快速提升,截至 6 月 12 日,沪深股市总市值报 71.25 万亿元,若以 2014 年中

国 GDP 总值 63.6 万亿元计算,A 股证券化率已经高达 120%,比去年 7 月的 55% 翻了近一倍,比 2013 年最低点证券化率不足 40% 翻了三倍,接近于 2007 年 122.06% 这一历史最高水平。之所以值得警惕,在于历史教训显示,经历了 2007 年的辉煌,2008 年中国股市惨跌,当年年末,证券化率回落至 38%,开启持续六年熊市。

随着市值的飙升,A 股主板及创业板市盈率也相对较高。来自 Wind 数据显示,当前上证 A 股当前市盈率约为 23 倍,而就在数月之前,其市盈率还不到 10 倍。深证 A 股市盈率接近 80 倍,中小创业板 94 倍,创业板高达 151 倍。更有一些业绩亏损,市盈率为负值的股票仍然能够涨幅跑赢大盘。在笔者看来,增长过快,且脱离了业绩支撑的股价上扬,已经体现了一定的非理性与泡沫成分。

第二,经济持续低迷,改革预期远远领先于政策落地。本轮资本市场与经济面脱离是个明显特征,中国国家统计局最新公布的数据显示,5 月中国宏观经济数据仍然低于预期,特别是固定资产投资继续下探,1—5 月下滑至 11.4%,继续拖累经济增长。

脱离基本面的牛市可以存续多久,笔者是存有疑问的。与此同时,改革红利的释放尚待时间,改革并未实质性进展之前过度透支政策利好同样是有风险的。

第三,股市“负财富效应”出现。一直以来,资产价格上涨可以被看作起到财富效应,带动经济增长的重要内容,美国本轮经济复苏也在讲述这样一个故事。但是,伴随着中国资本市场的快牛,笔者并未看到财富效应的显现,反而是负的财富效应,即居民推迟消费,资金流入股市,这对稳增长同样是不利的。

例如,最新统计局数据显示,5 月社会消费品零售总额同比名义增长 10.1%,依然保持低位。汽车消费大幅比以往的两位数增长大幅减缓,今年 3、4、5 月,汽车消费同比增长仅为-1.3、1.6、2.1%,形势不容乐观。

第四,对于企业而言,尽管决策层期待股市的上涨可以帮助企业化解杠杆风险。但通过观察,笔者发现,资金真正流入实体经济的实则有限,反而存在大量大股东减持。例如,据媒体报道,过去几个月,重庆钢铁、中国重中和中信证券、广州友谊等地方国企,都遭到大股东乘着国企炒作的东风套现。

另外,据统计,5 月以来,两市更是有多达 1403 名高管(或其亲属)进行了减持,其合计减持 24 亿股,由此套现 569 亿元产业资本减持,部分源于管理层在公司股价飞涨对未来业绩的悲观预期。5 月以来,因上市公司大股东或高管违规减持,深交所已对 22 家上市公司发出监管函,数量超过深交所当期发出监管函总数的 1/4。由此可见,本轮股市上涨成了部分群体股市套利圈钱的乐土,造成了资金的进一步错配,这与引导资金进入实体经济的初衷是相违背的。

第五,存在投资者保护的问题。尽管相对

于其他金融产品而言,股票市场早已实现了风险自担,但如果政府对市场预期引导过度,甚至让全民产生了国家牛市,稳赚不赔的假象,显然是不合时宜的。据统计,目前大学生炒股比例高达 31%,且有 26% 炒股学生投入 5 万元以上。同时,据券商营业部放反应,股市上涨之下,农民工群体的开户数也在增加。

在笔者看来,没有收入的大学生、收入有限的农民工以及一些收入有限却借钱炒股的居民大量进入股市,与股市只涨不跌的预期有关。换言之,上述群体对可能承受的风险缺乏充分认识,一旦投资出现损失则不仅会造成严重的经济损失,也会增加社会不稳定因素。早前一长沙股民四倍杠杆融资买入中铁,后因股价连续两日跌停,赔光所有,跳楼自杀案例便足有警示意义。

第六,快钱效应不可持续,亦不利于经济结构调整。当前中国资本市场承担了帮助经济结构调整,企业内部转型升级的任务。毫无疑问,上述过程的发生并非一朝一夕,需要有足够的时间与积累,而快钱的冲击让股东短期收益过高,产生较大的溢出效应,反而导致生产收益低于资本市场收益,导致资金从实体经济流入股市或者股东套现频频出现,未必对转型有利,反而有可能助长投机行为,阻碍上述调整的发生。

## 如何防范风险,引导资本市场回归正常?

通过以上分析,笔者认为,中国股市从 2000 点低位反弹,是流动性的宽松和改革预期的显现,也是早前过低估值的修复,具有一定的合理因素。但面临较大风险之时,政府与投资者应该冷静思考,防范股市风险与泡沫的积聚。在笔者看来,如要引导资本市场回归正常,决策层可以在以下几个方面入手:

第一,确保经济增长不至于下滑过快,企业盈利回升以对股市提供支持。其实,面对上半年经济下滑,决策层已经出台了一系列政策支持手段稳定增长,比如全方位对消费提供扶持,强调用好财政沉淀资金,通过 PPP 项目引入民间资金等等,这不仅对经济有利,也是提高企业盈利,降低股市风险的必要举措。

同时,在笔者看来,如下几点是稳增长措施中需要特别明确的:一是增加财政支出力度。考虑到今年地方债到期金额近 3 万亿,进一步增加置换额度仍有必要,与此同时,保证地方政府融资平台公司在建设项目后续融资也是避免冤枉过正之举;二是引导贷款利率走低,毕竟经济和通胀下行,企业实际利率较高之时,降低融资成本符合企业取得盈利的要求;三是降低一二套房首付,降低房贷利率,保持房地产回暖势头;四是配合改革措施的协调推进,以 PPP 而言,需要政府改变以往集运动员裁判员于一身的角色,配合以加快政府职能转型,推动价格改革、国企改革与金融改革等作为配套改革,才能点燃社会资本热情。(下转 03 版)