

# 中国股市:让“政策牛”退休

■钱军 上海交大中国金融研究院副院长、上海高级金融学院教授



可能很多人坚信中国的牛市都是“政策牛”,但是我真切希望通过这一次,让更多人意识到中国股市的“政策牛”并不可持续,继而呼唤和培养属于中国的真正的“市场牛”。

近期A股市场所历经的波折或将载入史册,中国监管层连夜祭出的一道道救市金牌似乎也并不没能唤醒处于“自由落体”的“疯牛”。

很多投资者最想不明白和不能接受的可能是就一头“疯牛”为何在短短三周内瞬间沦为“疯熊”,而在我看来,此次中国股市暴跌的根本原因恰恰是与暴涨环节相互紧扣的。对于坊间盛传的非法规指交易和境外敌对势力恶意做空中国的解读传闻,笔者实在不敢苟同,主要原因的解释文本是严格管控的,短期内大量外资涌入并联手做空股指的可能性很小,而相关交易数据应当都尽在监管部门的掌握之中,如果有“黑名单”应该随时可以公布。

那么回测急速大跌,其根本原因到底是什么?这与前期牛市泡沫扩张过快过程中所集聚的大量风险不无关联,而其核心便是高杠杆率,一旦股市开始下跌,由于平仓压力高杠杆的投资者必须卖出更多的股票,导致市场范围内更多的卖出量,这又导致了股价下跌更大的压力,随之就产生了滚雪球效应。所以在降低杠杆率的过程中,前期上升所累积的大量风险释放就会造成股市的急速下跌。

事实上,A股的前期暴涨就存在着大量的“泡沫”。根据我自己与合作者的上市公司基本面研究及与其他金砖国家和发达市场的上市公司之间的比较得出,近年来中国上市公司的业绩普遍不佳,以所有上市公司的总现金流为例,中国公司不但落后于像美国这样的发达国家,同样还落后于像印度、巴西这样的金砖国家,甚至都落后于20年来深陷经济衰退的日本上市公司。

而在如此公司业绩基本面状态不佳的情况下,从定价的角度来讲,上证综指从去年下半年开始攀升到3000点到3500点区间是合理的,但超过了4000点就会出现泡沫,因此在2015年上半年,尤其是最近三个月泡沫膨胀非常快,以小板和创业板尤其甚,创业板在最近大跌前平均市盈率超过了100倍,这比美国市场泡沫最大时期的互联网企业(2000年年初)要高出几乎一倍;股价已经完全失去理性,完全与基本面脱节。根据2014年上市公司年报分析,我们发现少部分行业的业绩提升,比如券商,但或许也只是昙花一现,其他行业并没有长足进步,而今年下半年和明年业绩大幅回升的可能性也不大,这与中国宏观经济增速明显下滑相挂钩。有些专家说前期牛市与2007年很像,近期调整后会有第二波牛市或者牛市的另一条腿;但是我对此种观点始终抱怀疑态度,因为中国经济和企业的状况远不如2007年;如果说那时的股市有泡沫,那么这一次的“疯牛”更是“海市蜃楼”。

所以,目前股市的回落从基本层面来看

可以说是价格回归理性,但当下争论的焦点并不在定价是否合理,而在于其下跌之势之迅猛,从而引起了恐慌。于是,很多人开始责备证监会和相关部门,这真可谓是中国特色。其实,国外股市暴跌并不罕见,举个例子,美国股市有个很著名的“黑色星期一”,1987年10月19日一个交易日道琼斯指数下跌22.6%,然而无论是当天还是事后都很少有人责备SEC(美国证监会),因为他们的责任绝不是扶持牛市。

如果非要责备监管部门,我认为不该责备他们救市不够,而是要责备他们在“疯牛”期间对杠杆率的飙升控制不足。例如,从相关数据可以看到,两融总余额占两融标的股票(900余只股票)流通市值的比例在2015年一月达到10%,这可谓“世界水平”,6月更达到了13%的“世界记录”。而美国股市在2008年的相同数据的最高位是3.4%;IT泡沫破灭前台湾股市的最高水平是7.8%,之后经历了50%的狂跌,而我们都对美国股市在2008年至2009年的经历也有所耳闻,当时标普下挫幅度也超过50%。借鉴历史,此次中国股市的暴跌的起因和过程并不是新现象,而是基本金融规律的显现。

在市场呼唤救市的重压之下,近期监管层政策频出,我对证监会的一些措施,包括暂停IPO,并不反对,却对央行和其他政府部门大范围介入的救市行为并不赞同。正如央行行长周小川所言,央行的职责是避免和防止系统性的风险爆发,那么股市暴跌是不是已经是一个系统性风险爆发的一个标志?所谓系统性风险是指一个市场板块的风险会迅速波及到其他系统的板块并波及到实体经济,这样的风险是不能容忍的并且一定要救的。

在很多国家尤其是在中国,系统性风险爆发的重要标志是银行。因为企业和家庭的大部分财富都是在银行,银行也是社会融资最重要的渠道。股市现在规模世界第二(仅次于美国),但公司从股市的融资量远小于银行。因此,央行要不要救市的主要标志还在于银行,如果个人、企业向银行贷款去炒股而造成坏账率陡增的话就意味着系统性风险的发生,这种情况下就应该救市,而且主要是救银行,因为银行一出事就会立刻波及到实体经济。然而,从目前所掌握的数据来看,银行尤其是大型银行并没有因为股市暴跌出现坏账率陡然上升,或对流动性产生很大的损失,所以在现在的时点,如果只是股市本身的问题,还没有造成系统性风险,就不应该出动央行在内的政府部门展开大规模救市。

此外,中国股市在经历了近25年的快速发展之后,无论在体量上还是数量上都已经今非昔比,二十几万亿的规模即使是政府要来救,也不是那么容易可以救的,因为除

了规模庞大,上市公司众多,参与者也众多,现在市场产品结构也比原来复杂得多。而从这几天股市的反应来看,救市效果也有限。救市如果成功的更大隐患在于可能会滋生巨大的“道德风险”,试想在这一波“政策牛”中,中国股市的杠杆率已经创造世界纪录,如果救市成功并开启新一轮牛市,所有的市场参与者都明白支撑股市的不是经济规律和市场力量而是政府的担保,那么一旦牛头出现,可以想象会有更多的大小投资者基本的杠杆率去炒股,无论股市基本面层面的状况如何,这样更疯狂,更大规模的泡沫破灭,再强大的政府也救不了,那将会带来真正全方位、灾难性的打击。

为此,中国股市将何去何从?我认为,中国股市的下一步绝不是把暴跌顶住后再催生出个牛市。

首先,中国股市的目标应当是规范化,即股价要与上市公司和整体经济基本层面挂钩。这一点的实现需要包括上市公司、投资者和监管部门等多方的共同努力,而在这一点上证监会也好,相关的监管部门也好,他们的核心任务不是催生牛市,不是股市一暴跌就救市,而是要维护上市公司和市场的合法合规性。伴随着中国股市规模的日益壮大及全球化的必然趋势,A股的健康发展所要强化的是市场的力量,即股市运行的根本动力,而非行政的手段和力量。所以,我呼吁,是时候让“政策牛”退休了。

其次,当下很多人说要救市,可以理解的是市场的起伏与他们自己的切身利益密切相关,但问题在于,这些投资者和机构在股市上涨过快的时点,没有做过风险评估?杠杆率增加确实有好处,市场好的时候收益会加倍,然而任何事物都有正反两面性,当市场下跌的时候,往往第一个亏的、亏得最多的就是高杠杆的投资者,这是千百年来,屡次被市场验证的一个真理。此外,这半年来股票账户新增开户数量大幅度的增加,特别是一个强有力的力量在兜底,风险意识就会发生根本性变化,继而加大了很多股市参与者的投资和加杠杆的意向,而这也是我之前提及的“道德风险”。

可能很多人坚信中国的牛市都是“政策牛”,但是我真切希望通过这一次,让更多人意识到中国股市的“政策牛”并不可持续,继而呼唤和培养属于中国的真正的“市场牛”。

多样性令人惊讶。既有从中亚和西伯利亚东部到中国的长距离管线、澳大利亚和东非的新液化天然气设备,也有各个发展中国家城市输电网和天然气管网的建造项目。预测的51万亿美元资金需求中,整整2/3将来自非经合组织(OECD)成员的新兴市场经济体。这也是问题所在。极有可能出现的情况是,一些项目将很容易募集到所需资金,而其他许多项目则难以募集资金,因为对重视短期回报和严格的资本充足要求的资本市场来说,这些项目的投资回收期太长。此外,政治变迁、不安全问题(某些地区的)腐败等风险也会影响项目的融资。

当然,许多项目将由国家出资——国家

# 2015年第二季度宏观经济形势基本分析

■经济学家周报

(上接02版)

这些不同的模式反映了不同的机械化的技术发达程度和牢记密集的程度,机械化越发达,劳动密度越低,对单位面积的产出越高,对土地的依赖就会越低。如何提高单产的问题,从美国来看,它是搞的规模化的农场经营,大农业的模式和靠机械化。靠机械化支撑,以机械化、规模化、为特征,还有加上相应的政府保护。所以,大家去美国访问可以看到农业的方式,高度的机械化和化学化。另外,体现为专业化和清晰的分工,整个美国棉花带灌溉农业区、玉米带,那些地方适合种小麦,那些地方适合畜牧业,有很清晰的分工。

整个农业的生产也是高度的市场化的一种机制。农业社会的服务也形成了很严密的网络,高度重视科技和政府规范,因为2004年在美国学习的时候曾经参观过一个农场,那个农场主把笔记本电脑放在那块地上就说明,现在那个时点——因为它跟卫星直接连着,那块地土地的成分马上显示出来。科技化程度很高,优势就是劳动生产率很高,产量也很大。专业化生产,有利于降低成本,发挥地区的优势;很健全的市场化机制也为农业健康发展提供了基础。弊端主要是耗费了资源,能源利用率比较低,财政负担也很大,要相当(多)的补贴。另外,美国比较化学化的农业,污染环境、破坏生态。这一点我们国家改革开放以来学了不少,对江河的水污染特别严重,单一作物的种植减少了遗传的多样性,分区的。芝加哥南边的大学,那片都是玉米,整个州都是种玉米的,比较单一。

日本的模式(以)集约化的小农经济为特点,小农经济+农协+集约化的农业+政府保护,现在美国跟日本很重要的(一点就是)在农业方面有点只谈不拢。农业科技推广也常态化效应化,政府的保护与扶持力度非常大——在这个领域美国和日本TPP谈不拢;日本农户兼业问题也很突出,很多农民也外出打工,但是土地是保留的,这点跟我们国家目前的状况有点像。这种农协组织很强大,提高专业化、规范化水平,资源利用率相对比较,但是农田的垄断也降低了产业的竞争力。农户的兼业,经常出去打工不利于规模化,专业化效率的提升。

从韩国来说,工业化立国,来反哺农业现代化,采取新村运动+农协组织+科技教育+政府保护的+模式也构建了完整重视的农业体系,同时韩国也支持绿色革命,重视社会的科技和教育,在农业方面也有一定的保护,但是还是出口导向型的。优势方面建立了工业反哺农业,促进产业均衡发展的模式,社会比较稳定。劣势是韩国采取过度的农业保护政策,也带来了财政赤字比较大。自上而下的新村运动对地方的自主权也有一定的下降。出口第一主义降低了农产品也有一定的率。

荷兰的模式高附加值的作物+集约化+专业化+政府引导。

以色列的特点就是高度重视发挥科技的作用,在很恶劣的环境下发展农业,包括滴灌技术,克服缺水的状况。另外,构建有效的政府宏观调控和支持,发挥比较优势,不断地调整产业结构,以色列的模式比较注重可持续发展,生产高度的集约化。所以,它的几点优势还是很值得中国借鉴——节约的理念促进科技创新,实现人与自然的和谐发展,产学研高度的结合,科技迅速转化为生产力。

台湾(地区)模式可以概述为静止休闲农业+科技+市场+以工促农三产结合这样一种模式。

德国模式就是以提高土地的生产率和劳动生产率并重,中小农场+机械化+产业多元+集约经营+生态农业,德国模式对我们国家也有相当的借鉴。

从中国的纵向分析了土地制度的演变,对国外的多种模式进行了对比,我们对中国未来的农业现代化提出若干的政策建议。

基于前面的分析,我们觉得中国应该选择符合国情和区情的现代农业发展模式,因

为中国比较大,三十多个省,其实地理条件、农耕条件都不一样,不能搞一刀切的模式。在我们国家很多事情其实都不能一刀切,而是应该注重发挥地方的特点。比如在东北山东一些平原较多的地区可以借鉴美国和德国模式;在长三角、珠三角、环渤海地区可以借鉴台湾(地区)的借鉴以色列的模式;在西北干旱的地区可以借鉴以色列节水高科技的模式;在经济发展很落后、地形比较复杂的云贵等欠发达地区可以考虑借鉴日本、韩国、荷兰的模式,采取集约和特色化的经营。所以,整个不同的条件应该用不同的模式,而不能简单地用一种思维来推进。走出一条在互联网时代第三次工业革命背景下,融智+融资+融商的现代化发展道路。

前面谈到井田制,我提出一个“股田制”,把农民的承包全入股,以村镇为单位组建一个农业发展股份公司,这样可以把城市的工商资本直接引入进来,而不是由城市工商资本直接买地。造成农民失地会有很大的问题,以农民承包权入股为基础,村镇为单位,再引入城市的工商资本,把各种生产力的要素,土地、劳动力,还有城市的资本整合起来,实现农业生产的现代化、公司化、规模化、专业化、现代化。我个人也找一些人探讨了一下,认为是一个很重要的方向,因为中央早就提过股份制是公有制的重要实现形式,这个跟私有制是没有关系的,而且也保持了农民的承包权几十年不变;在这种制度基础上,以股份制,公有制的重要实现形式股份制来实现规模化、工业化。公司成立以后,把城市的工商资本引入进来,以入股的方式,这样城乡各种生产力的要素都再进行了组合,然后把科技再引入,把互联网再引入,就会呈现为一个全新的面貌。三农问题的破解,只要农业实现了现代化,农村、农民自身自然就现代化了,因为他的生产方式变了,生活方式、理念、教育肯定就变了。所以,三农问题破解关键在于农业的现代化,而不是搞新农村建设建一房子,这是不足之处。

前面提到乡村没有规划,我们很奇怪,我们国家(截至)目前,据我不全面的了解,没有专门搞乡村规划的设计院,(但)有城市规划的设计院,没有一个机构对乡村进行规划。我们走到美国、欧洲看人家的乡村,都是非常漂亮的乡村,而且美国我呆了一段时间,它的房子图纸就二十多个,走到各地都是很美丽的乡村。所以,美丽乡村必须要总体的布局规划,包括道路、供水这些,而不是靠一家一户多贴几个瓷砖多建一个什么东西——还是很乱的一个局面。这种局面如果不改变,中国50年以后、100年以后还是一个很混乱的乡村。所以,需要有规划。

另外,农业的教育体系需要做大的改革,需要全方位培养农业的后备人才,包括从学前教育、中等的职业教育的很多农村的学校根本就没有必要上那种普遍的高校,应该发展农村的职业学校,把养牛、养猪、养鱼做好,空气(自然)也很好(了);如果互联网也能引入,生活在乡村也相当不错。高等教育还有科研机构都应该建立一个多层次的直接服务农业现代化的一个农村农业教育体系。此外,农村发展应该也积极地拥抱互联网+,搞好农村的电子商务,使整个农业也能够由现在还是小农经济,小作坊式的(经济),直接进入互联网时代的现代农业——其实不是不可以想象的,(而是)我们怎么去的问题。

所以,整个过程中怎样发挥好政府、金融机构在农业现代化过程中的作用都是大有可为的。将产业链、价值链等现代农业的发展理念也要引入到农业当中去,在探索“股田制”的同时,继续发挥农业合作组织的作用,以可持续发展为目标,一定会使我们国家新一轮改革,新一轮发展——可以从农村改革入手,来带动整个改革发展;我们国家的明天,除了浦东,还有北京金融街这样漂亮的地方,也会有比较美丽的乡村。让我们留得住乡愁,拥有美丽祖国!

(完)

# 世界需要专业性能源银行

■尼克·巴特勒 英国伦敦大学国王学院国王政策研究所主席

根据国际能源署(IEA)最新的《世界能源展望》(World Energy Outlook)报告,未来25年里,要满足世界能源需求,总共需要51万亿美元资金。这是按2013年美元汇率计算得出的实际值,相当于德国当前国内生产总值(GDP)的近14倍。

IEA对能源投资的定义涵盖各类能源的勘探、生产、分配、运输和加工,包括新投资项目和对现有资本存量的置换。IEA预测,所需的51万亿美元投资总额中,约有30万亿美元将投入到化石燃料的开采、运输和石油精炼方面,而余下部分中,大多数将投向电力行业,包括向可再生能源领域投入7.4万亿美元,向核电投入1.5万亿美元;还

有8.7万亿美元将投入到输配电系统的建设。当然,这是IEA基于减排将取得进展的假设所做的方向性预测。其总额比细节更加重要。

能源投资得到有效需求——也就是人口总数(全世界人口在接下来25年将增加15亿到20亿)以及繁荣的普及的推动。进入本世纪以后,商业能源市场大约增加了10亿消费者。这种扩张速度预计将持续下去,但这一预测离乌托邦的理想境界还很远。在接下来的25年,主要在撒哈拉以南非洲和南亚地区,还有数亿人将生活在商业能源市场之外,维持在最低生活水平。

在这些大数字背后,相关项目的规模和

多样性令人惊讶。既有从中亚和西伯利亚东部到中国的长距离管线、澳大利亚和东非的新液化天然气设备,也有各个发展中国家城市输电网和天然气管网的建造项目。预测的51万亿美元资金需求中,整整2/3将来自非经合组织(OECD)成员的新兴市场经济体。这也是问题所在。极有可能出现的情况是,一些项目将很容易募集到所需资金,而其他许多项目则难以募集资金,因为对重视短期回报和严格的资本充足要求的资本市场来说,这些项目的投资回收期太长。此外,政治变迁、不安全问题(某些地区的)腐败等风险也会影响项目的融资。

当然,许多项目将由国家出资——国家

直接出资或者通过国有企业出资。其他项目则直接由埃克森(Exxon)或者壳牌(Shell)等大型私营企业出资。但即使把这些都算上,要为较小规模的相关企业提供资金,以及满足不如中国财力雄厚的国家的需求,每年仍需筹集总数数万亿美元的资金。

要保证能源能够满足尽可能多的人的需求,我们需要创建一些对能源项目耗时及相关风险十分了解,并有能力应对这些问题的新机构,从而使资金的供给和需求达到匹配。

我们很容易忘记,在过去,银行是针对特定问题或特定地域提供服务的专业化机构。即使是香港上海汇丰银行(HSBC),最

开始也是一系列专注于亚洲两大经济活动中心的机构。19世纪,银行为世界各地的铁路修建等特定领域,或者为欧洲和美国的农业提供专业服务。法国农业信贷银行(Credit Agricole)最初是在法国汝拉地区(Jura)专门向农民提供短期贷款的模式,以满足农民在收获季节到来前的资金需求。现在是渣打银行(Standard Chartered)一部分的标准银行(Standard Bank),成立初衷是为了满足19世纪60年代南非开普省(Cape Province)金矿和钻石矿场开发者的需求。还有一些银行是在后殖民时代一些国家寻求独立的过程中成立的。如今这种经营重心似乎已几近消失。