

维持稳定和有效率的股票市场。对内和对外意义都很重大。对内,我们要维持改革开放的稳定环境,为启动下一步金融改革和全面深化经济改革赢得时间。对外,我们要维护和提振中国在世界形象,使得中国真正成为一个和它的经济体量相当的负责任的大国,使得中国更好地引领世界经济复苏和发展的信心。

■李金 牛津大学教授、北京大学讲席教授、北京大学国家金融研究中心主任兼光华管理学院副院长

近期中国股市的大幅调整反映了市场中积累的问题,需要监管当局和市场一起去就事论事的解决。但是也不宜过于悲观。中国股市在经济基本上并不存在2008—2009年美国金融危机之前的重大隐患。

维持稳定和有效率的股票市场。对内和对外意义都很重大。对内,我们要维持改革开放的稳定环境,为启动下一步金融改革和全面深化经济改革赢得时间。对外,我们要维护和提振中国在世界形象,使得中国真正成为一个和它的经济体量相当的负责任的大国,使得中国更好地引领世界经济复苏和发展的信心。

## 中国股市怎么了?

近期A股大幅调整,是在持续近一年的牛市背景下发生的。经济进入“新常态”以后,经济增速放缓,但是,由于公众对政府强力推进改革的预期,以及大量资金从房地产等行业撤出并进入股市,导致中国股市大幅上涨。过去12个月,上证综指从2000点开始一路上扬到5200点;即便是经过三周的股价大调整,近日仍然站在3700点上方;此外,中国股市在过去12个月的回报率仍然在世界各资本市场上位居前列。这些都是在整个中国经济形势并未明显好转的前提下发生的。可以说,前期股市大幅上涨并没有经济基本面利好的支持,因此近期股市暴跌,正是这种不可持续性的具体体现。

伴随着股市大幅上涨,监管部门也越来越担心上涨难以为继,最终可能会以暴跌收场。这一局面有点类似于在经历了2006到2007年A股大牛市之后,在2008年的巨幅下调。为了避免再次发生类似的股灾,监管部门以各种方式提示风险,并且出台措施,希望抑制股票价格继续大幅攀升。进入4月份以来,随着股市一路上扬,证监会加大对风险的提示,更加严厉地规范融资融券,并且要求不得以任何形式开展场外股票配资和伞形信托。另外,证监会试图加快IPO发行速度,以抑制股价过快上涨。这一系列政策措施和信号的综合政策效果最终体现,即市场情绪反转。

还有一点不得不提的是,伴随着牛市兴旺发展,一系列新的金融改革试点方案陆续推出,新的交易工具以及新的市场不断地被打开(比如融资融券,新三板以及上海证券交易场所战略新兴板)。这些加速了中国的金融现代化进程的同时,也客观上导致中国的资本市场急剧扩容,价格弹性增加。很多工具并没有经过长期的试错磨合;在使用初期,出现各种问题的可能性较大,短期内反而有可能对市场产生较大的下行压力。

另外,伴随着新一轮牛市的行情,交投极为旺盛,大量的新投资者入市。他们没有经历过前几轮中国股市的大起大落,心理承受能力较弱。一旦遇到股市快速下行,他们的情绪



容易急剧反转,从“贪婪”快速转为“恐惧”。大量投资者的情绪同时反转,就会造成恐慌和踩踏,带来系统性风险。这批投资者中,除了有80后、90后,还有很多是已经退休或者接近退休年龄的“大妈”型投资者。这些投资者,有不少是拿出自己的退休养老储蓄进入股市。

和过往牛市不同,融资融券和场外配资等技术手段在本轮被大量使用。在股市一路高歌猛进的时候,投资者利润翻倍。相互间的攀比更加坚定了他们自己的信心。不少人的投资变得更加的激进,甚至以配资的方式加杠杆投资。一旦股价发生巨大波动,他们不仅血本无归,同时随时被强行平仓的可能,会给整个股票市场带来巨大的抛压。

## 中国的监管当局和市场参与者应该如何应对这一变化?

股市快速暴跌已经引起中国政府的高度关注。日前,监管层已经相继出台一系列救市的措施,但是社会上关于要不要救市以及如何救市的讨论仍在延续。

对于中国政府需不需要出手救市以及如何救市,有两派截然不同的观点。一方认为,政府过多的干预,会形成市场参与各方对于救市政策的依赖,这可能带来道德风险。具体说来,他们认为,中国股市存在着“一揽子投资者,乐于绑架政府的意愿。用一句美国的俗语说,“Head I win, tail you lose.”当股市高涨的时候,投资者可以通过做多股市赚很多的钱,但是如果股市大幅下跌,这些投资者就会以国家利益作为借口,呼吁政府出面来救市,从而实际上减少或者完全避免自己的损失。另一方则认为,如果政府不救市,可能会出现整个投资者群体信心的崩溃,导致挤兑踩踏风险,从而带来整个金融市场的系统性风险,并且可能进一步从金融市场传导到实体经济。具体的例子包括美国2008—2009年金融危机早期的经历,以及1929年世界经济大萧条期间,银行全面倒闭引起的整个经济崩溃。为了更好评价以上争论,我们有必要对市场和经济情况做全面的判断。

首先,近期股价调整是技术性调整,而非预示经济拐点到来。中国股市的前期快速上涨以及近期暴跌,都不是由经济基本面的大幅变化所造成。中国经济并不蕴藏着未经披露的重大风险。相反,出于对前一阶段股市一路高歌猛进快速上涨的担心,监管层不断地作出风险提示,提醒市场参与方,本轮的股价快速上涨并没有经济基本面的支持(经济进入新常态,预期增速下调)。因此,中国经济体并不存在类似于美国在2008年时大量即将到期的次级债务那样巨大的隐性风险。基于此种认识,我们对于最近股市的大幅调整,并没有那么悲观,换句话说,并没有出现经济

济周期的急剧反转。

其次,中国确实需要一个健康稳定的股市。一方面,直接融资效率高于间接融资。股市的健康稳定发展有助于中国的金融体系从以银行为主导的间接融资体系,向以股市为主导的直接融资体系的转型。同时,在房地产“黄金十年”结束后,中国的城镇居民,特别是高收入家庭,急需新的资产配置工具。股市的快速发展提供了这种机会,而且,在股市兴旺发展的环境下,有更多的人可以直接参与股票市场交易,这样可以促成财富从房地产行业转向支持股市及其背后的实体经济。

另一方面,股市的健康稳定发展有助于支持大众创业万众创新。创新型中小企业从老板到员工,激励他们努力工作的不在于固定工资,而在于一旦被风险投资和私人股权投资所带来的巨大的股权价值。而且一个蓬勃发展的股市,能够为风险创投和私人股权投资机构提供良好的退出机制,从而间接地支持创新创业活动。很难想象,如果中国股市长期低迷,公众是否还会有如此高的创业创新热情。

此外,股市健康稳定发展有助于促进金融业的改革开放。从过往的历史来看,一般是在股市大发展的阶段,各种有利于增加市场的开放性的措施可以得到更加有效的推广。这客观上可以加快中国的金融改革步伐,使得中国资本市场可以更快地和国际市场接轨。

股市的健康稳定发展还有助于提振中国的经济改革开放和长期发展的外部环境。信心可比黄金。随着中国经济进入新的常态,经济增速下降,但是中国资本市场的快速发展,有力地回击了“中国泡沫破灭”的论调。近期股市大调整,有一批人高度唱衰中国。在这种环境下,防止中国股市出现大的动荡,有助于消除一些人对中国经济和股市的严重担心。同时,目前中国正在纵横捭阖,争取更大的政治经济外交空间。在国际舞台上,中国正在把自己的经济影响力通过“一带一路”等政策(人民币国际化、亚洲基础设施投资银行、海上丝绸之路基金等)投射到周边的国家。中国在国际的经济事务中要想取得越来越大的发言权,都需要有一个稳定健康发展的中国国内资本市场作为依托。

股市的健康稳定发展也有助于提振对中国国内投资者对于经济和金融市场的信心,有助于社会稳定。在本轮暴跌过程中,其中有一部分投资者,不仅倾其所有投资股市,还通过融资融券等方式增加杠杆,试图加大在股市上行时的回报。在国外成熟市场,经过长期考验的投资者,往往会有资产组合的概念,不会把所有的鸡蛋都放在股市这一个篮子里,更不会盲目的加杠杆,以至于一旦股市下行将可能会血本无归。

# 如何正视中国股市波动?

但是中国目前的客观现实是,存在着大量的尚未受教育,也未经受股市大起大落严峻考验的新投资者。如果采用“完全相信市场”的市场经济原教旨主义态度,把这些人不顾一切地推给市场,放任他们在股市上大规模投机并且坐视他们的巨额储蓄随股市的下行而灰飞烟灭,是对弱势投资者不负责任的态度。在引起市场的可能的恐慌踩踏连带效应的时候,也有可能引发比较严重的社会稳定问题。如果这个时候仍然追求完全由市场决定,是对市场调节的一种畸形过度依赖。真正尊重市场运行规律的态度应该是首先充分信任市场,其次在发现市场出问题的的时候,政府要积极的进行行政和其他的非市场的干预。

最后,目前的股价相对于历史和国际仍处于较高水平。虽然过去的6月份股指下跌近30%,超过1000家股票价格被腰斩,但是还有相当一批的市场板块以及个股仍然处于较高价位。截至7月3日,中国A股各个板块的市盈率水平,上证指数19.19,深证总体48.88,深证主板31.83,中小板59.85,创业板则高达97.12。根据历史和国际经验来看,20倍或者更高的市盈率,无论如何不能算便宜。

据此,目前不少人认为,如果现在贸然出手救市,并且是大量使用中资机构的资金,虽然可能暂时稳定住股市,但是接下去可能仍然会一路下滑,形成一个慢熊的状态。如果目前股票的价格还高于长期的基本面,那么未来这些参与救市的机构,其资金可能会长期套牢。这在批评者看来,就是只讲政治效益,不讲经济效益的做法。现在有一种判断,认为救市从历史经验来看,最终政府都是会赚钱的。比如美国的TARP(问题资产救助计划)。但是这一前提是救市时股市价位足够低。即便如此,在美国的学术界和实业界,对于美国政府当时是否应该出手,至今仍然有不同意见。比如著名的诺贝尔奖得主Oliver Hart就认为救市助长了道德风险。中国现在刚刚开始救市下跌,而且是在过去12个月中股市大涨之后发生,目前的点位和12个月前相比仍然高出将近70%,在这种情况下,可能很难说服社会各方,为什么目前市场已经到了不得不救的状态。

## 政策对市场预期的影响和政府信用

监管层救市模式已经启动,但未来政策的执行及其效果仍会有不确定性。政府近期的一系列干预,在不少市场观察者看来,是政府主动从“裁判员”的身份变成了“运动员”,直接参与比赛。接下来有两种可能的结果。一种可能是救市的基本成功,股价被暂时托住。但是因为救市的目的只是争取时间,使得市场各方可以有序的去杠杆,避免踩踏,并不是长期托举市场,所以未来市场很可能继续缓慢下行,从而参与救市的机构“高位接盘”,资金可能较长期被套牢。另一种更坏的可能性是,救市措施最终证明无效,股市击穿政府阻拦的堤坝,继续以堰塞湖破堤的方式下滑。

在2008年上一轮A股市场下调时,强势如中国政府,手中掌控大量资源,仍然无法阻止股指将近80%的下跌。对于后一种情况,如果政府“赤膊上阵”之后仍然无法阻止股价下跌,将可能使得政府的信用直接受到严重损害。即便是前一种情况,政府的处置方式可能事后也会遭到社会的质疑。一种可能的质疑是会把这一轮的政府救市和2009年的“四万亿”相提并论。

在互联网时代,各种意见可以通过微信微博等各种平台非常广泛地传递。从目前已经听到的各方意见看来,很多人已经在不无恶意地猜测,现在在积极呼吁救市的很多机构和个人,包括一些政策制定者,可能是部分

抱着私人的利益而非公众的利益来呼吁这一次的救市行为。中国的政策制定部门必须要有所警惕,在目前的政策制定中必须要充分考虑危机期之后市场和公众对这一救市行为的全面综合评价。

目前担心的是,监管层不惜赌上自己的声誉,并且冒着被事后指责的风险过早干预市场。救市原则本身上来说没有问题,但是在什么样的时机,什么样的点位,以何种方式进入是值得考虑的。即便大规模救市是非常有必要的,也需要思考如何用最小的成本实现目标,以及事后对于救市效果(代价与收获)的综合评价。

我对监管方的救市行为表示谨慎支持,但希望其以不破坏市场自身的价格发现机制为前提。中国政府当初决定通过发展股票市场直接融资,是因为认识到它可以有效弥补通过银行体系间接融资的不足。中国企业的成长,既需要银行体系提供的债权融资,也需要股票市场提供的股权融资。要想使得市场真正发挥资源配置的决定性作用,就必须充分尊重市场自身的规律,尤其在不稳定时,更应该主要的是通过影响市场力量,而不是通过全面的行政干预来调控。

另外,我们还需要考虑政策长期对整个市场预期影响。中国政府当初决定通过发展股票市场直接融资,是因为认识到它可以有效弥补通过银行体系间接融资的不足。中国企业的成长,既需要银行体系提供的债权融资,也需要股票市场提供的股权融资。要想使得市场真正发挥资源配置的决定性作用,就必须充分尊重市场自身的规律,尤其在不稳定时,更应该主要的是通过影响市场力量,而不是通过全面的行政干预来调控。

此外,在舆论上,我们最好不要轻易指责一部分卖出股票或者做空股指期货的投资者“恶意操纵”甚至“不爱国”。打压股市上的恶意操纵很有必要,但是我们不能随意扣恶意操纵的帽子。事实上,每一张卖出的股票都有人买入,每一笔做空的股指期货也都有人做多。买和卖是同一个硬币的正反两面。

最近股市急剧下跌,有舆论压力希望监管方制裁那些通过期货市场做空中国股市的投资者,认为他们是恶意操纵股市。那么,反过来是不是也可以问,在前一阶段股价快速上行时,监管方是不是也应该去调查和制裁那些通过期货市场做多中国股市的投资者?况且,在交易规则上对交易各方提出道德上的要求(比如是否爱国,是否是民族的罪人)也是不合适的。市场参与各方应该各守其本分;监管方应该规范市场,充分信息披露,并且维护监管原则的一致连续性(不能出尔反尔,让市场无所适从)。而交易的买卖双方应该在遵守交易规则的前提下实现自己价值的最大化。在大多数情况下,“为国托盘”不应该是市场化运作主体的交易动机。

中国经济进入新常态,金融市场的改革加速,对股市的监管造成了一定的冲击和挑战。从长期来说,我们应该尊重市场,让市场在资源配置中发挥决定性的作用。但是在短期,因为近期大量不断的新改革政策,新的金融市场和金融工具层出不穷,大量投资者加入市场,市场本身有一个磨合的过程。在这段时间里,我们需要小心维护市场稳定,防止有人钻空子,恶意的炒作和操纵股价,以公众的极大利益受损为代价来获取自身利益。所以,在目前的市场环境中有必要加强监管,确保市场的健康稳定发展。监管层也应该高度关注市场的变化,及时采取措施保护市场平稳顺畅发展。一旦发现市场有走偏的可能性,就应该快速采取保护性措施,从而避免市场短期巨幅震荡。但是在具体的政策执行上,一定要非常的谨慎。在政策的连续性,一致性和政策的示范效应方面多做考虑,并且珍惜政府的信用,维护市场在资源配置上的尊严。

# 不应以股市点位评估救市效果

■李迅雷 海通证券副总裁兼首席经济学家

短短三周多时间内,中国股市跌幅逾30%,市场恐慌情绪一片。申请停牌躲避暴跌的个股接近所有上市公司的半数,截至周三(7月18日)收盘,A股总市值与6月12日的最高78.63万亿元人民币相比,缩水超过25万亿元。虽然中国政府祭出一系列救市措施,但是并没有取到预期中的效果。

令人更加悲观的是,A股市场极度恐慌的情绪已经引发了全球一系列反应,诸如油价等大宗商品价格下跌;7月7日夜盘美国交易的中国ETF暴跌,沪深300跌11%,中证500跌18%,创业板跌20%;市场对人民币预期急转直下,认为其会贬值。

面对“惨不忍睹”的人民币计价资产,业内已经出现一种声音,即中国股市暴跌引发银行体系市场化坏账上升的概率在加大,同时基金、券商、信托及民营配资公司受到波及可能产生流动性问题,如果这种趋势继续延续,最终还会牵连银行、保险,或将引发金融危机。如果真出现上述连锁

反应,金融危机确实已经发生了,但是就目前形势看,还没有哪些迹象表明中国已经触发了金融危机。

近期股市暴跌是由个人投资者和部分私募基金前期投资权益类产品杠杆过高引发的,但目前中国唯一的一个债务水平低的就是居民,目前证券投资者的杠杆虽高但不会导致银行出现大面积坏账,相比美国爆发金融危机前公司坏账水平,现阶段中国金融机构还没有出现类似情况,况且当前股市的涨跌与实体经济关联度并不大,因此,现在谈论股市下跌并预言引发金融危机还为时尚早,极度悲观、恐慌情绪过后,市场还会恢复正常。

不少人次将当前中国股市的基本面与美国2008年次贷危机引发灾时相提并论,实际上两者之间是有本质区别的。美国在爆发危机的时候,其居民房地产贷款余额占居民住宅价格总数大概是50%,而中国居民房贷余额仅占10%左右。这说明中国大部分居民不通过负债来买房子,而美国的居民大部分通过负债来买房子,这就是最为关键的一点。目前中国现实情况是,中国企业负债很

高,尤其是国有企业,同时地方政府的负债也在持续上升,但它们与中央政府间存在较强的信用背书。相比它们,中国居民负债率以及民营企业负债率则低了很多,后者之所以低是因为它缺乏贷款筹资的渠道,以及社会信用体系还没有健全,因此相比于次贷危机,中国引发债务危机无论是规模还是时机都还不成熟。

随着股指不断调整新低、个股跌停面积不断扩散,呼吁政府救市声音越来越大,而政府也很配合,从央行“双降”到证监会获得央行无限流动性支持,其救市力度不可谓不大,但从实际效果看,收效甚微,业内纷纷猜测政府救市的真正意图是什么。我个人认为,目前A股整体估值水平还是偏高,2009年美国救市的时候,该国很多股票PB已经跌到一倍以下,而中国现在的平均PB应该在三倍左右,如果总体股价水平没有显著被低估,那政府为何出手去救市?救市的主要目的是为了要防止发生局部性、区域性或者是系统性的金融风险爆发,其意并不在救股市,甚至是最小的金融投资机构,尤其那些股票杠杆

率的投资者。

不过从周三(7月1日)的盘面看,股市已经显示出系统性风险暴露的迹象。虽然目前还没有一家金融机构宣布破产,抑或者没有一家金融机构公开宣称自己存在流动性困难或者兑付危机,但这并不等于没有这个迹象,部分基金、券商或者民间配资机构已经受到过高杠杆率波及,如果任由这种趋势发展下去,金融体系势必受到影响,这也是为何央行、国资委、证监会、保监会四部门齐发声救市的主要原因,尤其是央行首次表态给予证监会提供无上限的流动性支持。从这些情况看,政府救市不断加码,其意还是在金融稳定,维持市场的适度流动性,而非为了弥补这些天来投资者的巨大损失。

央行除了给予证监会流动性支持,还要给其他金融机构提供流动性。如券商、公募基金等,甚至扩大到社保基金、中投公司、各大保险公司等等。虽然提供无上限的流动性支持,事后救市成本也不容忽视,但是现阶段主要应该考虑金融稳定,避免发生系统性金融危机,而非成本问题。即使最后成本过大,

这些受益于流动性支持的机构,它们本身是一个自负盈亏的企业,首当其冲要承担一部分成本,如果承担不了或者它们认为其中一部分应算是社会义务,那最终还是需要国家、即纳税人来承担,正如美国救市成本也是由纳税人来承担。

对于未来股市走向,最近上证50下跌较少,中小板、创业板属于下跌重灾区,风险主要集中在这两个板块上。未来是否出现系统性风险,不能以指数点位来衡量,应以金融机构兑付能力以及流动性风险来考量。因此,评估救市多少,不应以短期内股指是否稳住或涨到多少点来衡量,而是要看是否有效控制住流动性风险,避免危机的发生。

最后,对于此轮罕见的股市暴跌,我们也应该予以反思:中国股市发展才25年时间,而美国已经超过200年,但预期今年A股交易额将超过美国。显然,股市的产品和制度创新及发展过快,今后应该放缓,建议注册制的进程再推迟,但利用资本市场推进国企改革力度要加大,国企总市值约2/3,国企改革高于估值提升。