

“国家队”救市走上歧路？

■ 苏培科 对外经济贸易大学公共政策研究所首席研究员

“黑色星期一”再次在中国股市上演，上证综指再次以 8 年来的单日最大跌幅（8.49%）报收，大盘一度接近跌停板，2200 多只股票封在跌停板上，股市伤情进一步扩大。周一（8 月 24 日）的暴跌让很多人感到莫名其妙，尤其在养老金批准入市的政策利好下，A 股市场竟然出现这样的跌幅，让很多投资者措手不及；尤其早晨一开盘指数就大幅低开向下猎杀，让市场产生明显的恐惧效应。理论上，杠杆资金该降的都已经降下来，“国家队”也进场护盘，政策维稳的基调没有发生改变，5% 以上的股东都被锁定了，究竟是什么力量在如此砸盘？

如果没有找到有组织、有纪律的“空军”，那只能说 A 股市场的人气已经散了，投资者信心已经崩溃，一个活脱脱的牛市被瞬间搞成当前的熊样，实在令人惋惜。尤其在证金公司强力救市的情况下，市场人气仍然没搞起来，反而成了一些投机者波段炒作的机会，确实值得深刻反思。

今天 A 股市场走势，充分反映了市场信心的极度脆弱，救市策略有待进一步探究，救市行动远未结束，且还没到阶段性收工的时候。

最为尴尬的是，在上证综指 4000 点附近，中国证监会刚刚宣布“股市有其自身规律，证金公司一般不入市操作，但当市场剧烈异常波动、可能引发系统性风险时，仍将继续以多种形式发挥维稳作用”。这一表态被市场充分解读为，政府救市的阶段性任务已经完成，4000 点左右救市资金不再出手，3500 点左右国家队可能出手护盘，于是近期股市一直在这个箱体震荡，这也是自 21 家券商联合发布“4500 点以下券商自营盘不减持”之后的市场参考点位，这三个点位目前被市场短线投机者充分利用高抛低吸，但对普通中小投资者来说，他们异常煎熬，目前这个点位很多前期被套的筹码根本出不了手，于是很多人出现了悲观离场的迹象，这会让政府救市



的压力越来越大，如果市场自身的信心和力量恢复不了，必将“国家队”置身孤立于“对手盘”，如此一来 A 股市场的情形将会异常复杂。

有数据显示，整个 7 月 A 股市场中的开放式股票型和混合型基金净赎回规模约达 9339 亿份。偏股基金单月遭遇近万亿份净赎回和近三成的净赎回比例，这在公募基金史上也是绝无仅有的。由此可见，市场的整体信心仍在萎缩当中，尤其以中小投资者为主的市场主体，一旦出现大规模离场，再要让市场热起来难度就会越来越大。好不容易花 7 年时间积累起来的市场信心，瞬间被行政“去杠杆”引爆，不到一个月蒸发 20 万亿元人民币市值，在股票史上也算得上奇葩。

其实最奇葩的是，近期被“国家队”买进的证金概念股在市场异常火爆时被冠以“王的女人”，尤其在梅雁吉祥的暴涨之后，一堆上市公司纷纷发布公告称自己也被证金王临幸过，证金、汇金已经进入自己公司的前十大股东名单，结果在市场颇受追捧。以梅雁吉祥为例，在 7 月 9 日其股价还是每股 2.99 元，但被公告成为“王的女人”之后，股价一路飙升，短短一个多月股价就冲到了每股 10.84 元的高位，使其成为证金概念股和垃圾股里

的佼佼者。

这对证金公司和 A 股市场是一个莫大的嘲讽。证金公司买入的银行、券商等低估值蓝筹股股价一动不动，结果买入的垃圾股却肆意飙升，让人诧异的是像梅雁吉祥这种即将两年连续亏损、大股东逃逸的垃圾股竟然纳入“证金公司”的法眼，不免让人怀疑其眼光和动机。虽然可以用很少量的股份占据梅雁吉祥的大股东，理论上是一个借壳重组的好标的，但从证金公司的定位来看，它不可能去参与具体公司的经营运作，更不会以大股东的身分来主导它们的资产重组。否则通过二级市场收购进入上市公司董事会的股权之争会越来越盛行。因此，对于证金公司买入的这些“垃圾股”和证金概念股的前景，我并不看好，尤其证金公司的救市理念和救市策略确实值得商榷，虽然我们也是学习香港保卫战的救市策略，将“国家队”资金分散给众多券商同时出手，但从证金概念股和梅雁吉祥来看，我们那些承担操盘手的券商仍然秉着投机和概念操作，没有业绩和估值支撑，股票即使涨起来之后，其结果只能是虚脱向下，这会给市场造成“二次危害”。

因此，决策部门和“国家队”应该深刻反思此次救市过程，虽然救市是应该的、必要

的，但数什么？该怎么救？“国家队”应该要有所预案和讲究，救市的目的是为了给市场输入流动性和鼓舞市场信心，但如果按目前的救市方法，“国家队”陷入沼泽是大概率事件，原因是券商们都损公肥私和为自己利益盘算，救市步调不统一，买入的很多股票经不起估值推敲，这种短期投机行为必将遭遇市场回敬。

由此来看，“国家队”救市的阶段性使命仍尚未完成，而且还在走歧路，救市者的眼睛只盯着指数看，而没有完成其救市的真正使命。救市除了给市场提供流动性和增持筹码外，还应该树立价值投资理念和鼓励全体市场参与者去挖掘低估值的投资标的，而非鼓励大家去投机梅雁吉祥这样的股票。如果救市理念本末倒置，结果只会把 A 股推向一个更加危险的境地。因此，“王的女人”还是悠着点，如果德不配位，打入冷宫也是迟早的事。

现在，监管部门将养老金放进股市希望发挥其作用，其稳定市场预期出发点是对的，对养老金投资管理体制而言，这是前进一大步，这次将养老金的管理提高到省级统筹，交由社保基金管理，保值增值和管理效率必将提升，但养老金作为养命钱，随着中国未来老龄化的到来，养老金的缺口会越来越大，这就要求对于这笔资金的运作务必要安全第一，不能有任何闪失。而股票市场根本不能保证 100% 的赢利，加上股市本来就是一个博弈场，在市场信心不足的时候人们都期盼“高个”出来顶住，但如果保障“高个”稳赚不赔，未来谁来赔钱？因此投资者千万不要把养老金入市“救市”想得太多，还得想办法恢复市场自身的力量和信心。

当务之急，市场上下都应该冷静反思，尤其监管部门要反思这次对形势的误判和对杠杆风险的认识不足，未来要尽量减少用“逆周期调节机制”来行政干预市场，别把控制风险变成制造风暴。尽快完善和修补市场的制度漏洞，对“国家队”的救市过程需要复盘检查和监督，防止个别机构损公肥私。



中国汇改十年的成就与缺憾

■ 张明

中国社科院世经政所国际投资室主任

（上接 01 版）

汇改 10 年，人民币汇率形成机制还具有哪些缺陷呢？

第一，中国央行在人民币汇率制定过程中过于注重维持人民币兑美元汇率的稳定，而对稳定人民币有效汇率重视不足。如前所述，过去 10 年内，人民币兑美元汇率升值了 26%，而人民币名义有效汇率升值了 46%，这意味着人民币兑其他货币的升值幅度远远超过对美元的升值幅度。尤其是自 2013 年第 2 季度美联储宣布考虑退出量化宽松以来，由于美元兑其他货币显著升值，而人民币兑美元汇率大致稳定，造成人民币兑其他货币显著升值。由于有效汇率升值对中国出口的影响要显著强于人民币兑美元汇率升值对出口的影响，这一格局造成过去两年中国出口增速显著下降。事实上，在美元有效汇率强劲升值的背景下，过于重视维持对美元汇率的稳定，已经使得人民币有效汇率的显著低估，转变为目前人民币有效汇率的高估。这一点从当前人民币兑美元的市场价持续显著低于中间价的状况中就可得到证明。

第二，尽管中国央行已经显著放宽了人民币兑美元日度汇率波幅，但央行仍在通过影响中间价的方式持续干预人民币汇率。汇改 10 年至今，中国央行已经三次放宽人民币兑美元日度汇率波幅，该波幅由最初的正负千分之三扩大为目前的正负百分之二，可以说已经相当之大。然而，中国央行目前是以干预汇率中间价的方式来影响每日汇率。央行干预的证据，是每日汇率中间价（开盘价）可以持续高于或低于前日的市场价（收盘价）。央行之所以青睐干预中间价，一是因为这种干预与公开市场操作相比，成本更低；二是具有更强的不确定性。然而，这种干预不利于人民币汇率远期市场的壮大。自 2014 年底以来，人民币兑美元汇率的市场价持续低于中间价，这说明市场存在人民币兑美元贬值预期，而央行在通过中间价干预人为维持人民币汇率的稳定。

目前尚无证据表明，中国央行会在近期显著改变人民币汇率形成机制。然而值得注意的是，中国央行宣布将在 2015 年年底实现资本账户的基本开放。笔者担忧的是，在人民币汇率形成机制尚未充分市场化之前就贸然开放资本账户，中国可能会面临短期资本流动大起大落的冲击。例如，在当前人民币汇率高估的情况下开放资本账户，短期资本大规模流出的概率较大。而短期资本持续外流将强化人民币贬值预期，贬值预期的加深又会加剧短期资本外流，两者之间可能形成恶性循环，这甚至可能演变为触发国内金融系统性风险的扳机。

综上所述，尽管距离汇改已有 10 年时间，但人民币汇率形成机制改革尚未完成，同志们仍需努力，而不要行百里者半九十。未来人民币汇率形成机制的改革重点，应该是降低央行对每日汇率中间价的干预，让汇率水平在更大程度上由市场供求来决定。为了避免人民币汇率可能发生的超调，中国央行最好能够引入波幅较宽的汇率目标区制度，例如正负 10% 的年度汇率目标区。当人民币兑美元汇率在目标区内部之时，央行不进行任何干预。只有当汇率即将触及上下阈值时，央行才进行强力干预。这种宽幅年度目标区制度能够实现汇率灵活性与稳定性的结合，而且能够在最大程度上稳定人民币有效汇率，缓解过去两年人民币有效汇率过度升值冲击出口部门的状况。最后，这种宽幅年度汇率目标区还能显著消除人民币汇率高估，从而缓解未来人民币汇率大幅调整可能形成的不利冲击。

在人民币汇率形成机制改革尚未结束之前，资本账户开放仍然应该小心谨慎。资本账户开放是中国防范金融危机的一道防火墙。在既有失衡得以纠正、新的风险防范机制建立完善之前，我们千万不要自毁长城。

浙江也是诞生经济学家最多的省份之一。马寅初、骆耕漠都是百岁的老经济学家。沈志远、徐雪寒还是早年入党的老党员，资历较深。蒋学模一生从教，令人尊敬。戎文佐身残志不残，被誉为经济学界的“独臂将军”。千家驹这位在“两会”上“敢言”的经济学家，以“社会的良知”让人肃然起敬。董辅初作为当代最有影响的经济学家之一，一生正气、一身骨气、一股锐气，成为永恒的记忆。戴国晨、赵人伟、桂世镛等，学术成果突出，影响较大。

2015 中国经济学家地理（浙江篇） 浙籍经济学家：学术人品皆典范

■ 白卫星（经济学家周报副主编）

在浙江籍经济学家中，马寅初无疑是我早期经济学家的一座丰碑。马寅初 1906 年赴美国留学，先后获得耶鲁大学经济学硕士学位和哥伦比亚大学经济学博士学位。在民族危亡的紧要关头，面对当局利用时局混乱，横征暴敛，巧取豪夺，大发国难财，马寅初拍案而起，写文章，做演讲，揭露当局贪污腐败，抨击战时经济，呼吁征收国难财者的财产税，而罹罪被捕。他不畏强暴，不顾安危，积极投身反内战、反独裁的民主运动，表现了一个民主战士的铮铮铁骨。建国初期，一部《新人口论》将马寅初推到学术人生的顶峰，他为维护学术尊严的非凡勇气和高尚品德，使他成为当之无愧的经济学家和民主斗士。

方显廷是最早用西方经济学方法研究中国现实经济的学者之一，是与何廉、马寅初、刘大钧齐名的民国时期的四大经济学家之一。他开创了用计量方法研究中国社会经济问题的先例，撰写了许多中国经济研究方面的专著和调查报告，并编辑了大量的中国经济资料。

董辅初是浙籍经济学家的又一座丰碑。早在 50 年代和 60 年代，他就提出了关于再生产数量关系的数学模型，成为早期中国经济成长论的代表作品。改革开放以后，董辅初以敏锐的洞察力、超常的理论勇气，敢为天下先，在经济学的多个领域内，从理论和实践上为推动我国经济改革与发展做出了开拓性的

贡献，取得了多方面的丰硕成果。

乌家培曾任中国社会科学院数量经济技术经济研究所所长、国家信息中心副主任、日本大阪大学社会经济研究所客座教授、中国信息协会副会长、中国数量经济学会名誉理事长等职务，是我国数量经济学、信息经济学的创始人。

【杰出人物介绍】

马寅初（1882—1982）我国著名的经济学家、人口学家和教育家。1916 年至 1927 年在北京大学任教，先后担任经济系教授、系主任和教务长。抗日战争爆发不久，马寅初受聘于重庆大学，并任商学院院长。抗日战争胜利后，马寅初担任重庆大学教授，后又到上海担任中华职业学校教授，上海工商专科学校教授。1948 年底，借道香港，转赴北京，参加新中国的筹建。1949 年 8 月出任浙江大学校长，9 月，被选为中央人民政府委员，10 月，被任命为政务院财经委员会副主任，12 月，出任华东军政委员会副主席。1952 年 5 月被任命为北京大学校长。在 1957 年 3 月召开的最高国务院会议上，马寅初就“控制人口”问题发表自己的主张。1960 年 1 月被迫辞去北京大学校长职务，1963 年又被免去第二届全国人大常务委员会委员职务。1979 年 9 月，在马寅初 98 岁高龄时，党组织为他彻底平反，恢复名誉。同时，被任命为北京大学名誉校长，11 月《新人口论》正式出版，1980 年 8 月，被选为全国人大第五届委员会委员。1981 年

2 月，被推选为中国人口学会名誉会长。

方显廷（1903—1985），宁波人。1921 年赴美留学，先进入威斯康星大学学习，随即转入纽约大学；1924 年获得纽约大学文学院经济学学士学位，嗣后进入耶鲁大学获得博士学位。1929 年回国，任教于南开大学，教授经济史课程。1931 年南开经济研究所正式成立，方显廷在研究所从事教学和研究工作。方显廷在南开大学撰写了大量的学术论著，为后来经济学界研究中国经济发展史、思想史奠定了坚实的基础，成为中国上世纪三、四十年代与马寅初、刘大钧、何廉齐名的四大经济学家之一。方显廷教授 1946 年赴上海中国经济研究所任执行所长。1947 年底，受聘参加联合国亚洲及远东经济委员会工作，任经济调查研究室主任。1968 年退休后应新加坡南洋大学之请，重返教学第一线。1971 年退休，为该校首席名誉教授。主要著作有《中国农村经济之复兴》（1938）、《中国经济之症结》（1938）等。

沈志远（1902—1965）经济学家。1925 年加入中国共产党。1926 年 12 月，受中共上海组织派遣，赴苏联莫斯科中山劳动大学学习。1931 年 12 月回国，曾担任社会科学家联盟（社联）常委。1933—1938 年先后在上海暨南大学、北平大学（今北京大学）法商学院、西北大学任教，同时从事马克思主义政治经济学和哲学的著述和翻译。其成名之作《新经济学大纲》于 1934 年出版，他翻译的《辩证唯物论与历史唯物论》上册于 1936 年出版。同年，在上海参加救国会。抗战期间任生活书店总编辑，并主编季刊《理论与现实》。1944 年 9 月，以救国会成员身份经沈钧儒、马哲民介绍参加民盟。1949 年 6 月被选为《共同纲领》起草小组成员，同年 9 月 21 日参加第一届中国人民政治协商会议。建国初担任中央人民政府教育委员会委员、出版总署编译局局长，被聘为中国人民银行顾问。1951 年调上海，任华东军政委员会委员兼参事室主任、文政委员会副主任。10 月民盟上海市支部举行第一次盟员大会，被选为主任委员。1955 年中国科学院成立 4 个学部，当选为哲学社会科学部委员。1956 年初任中国科学院上海经济研究所筹备主任，后担任上海社会科学院经济研究所研究员。1965 年 1 月被打成右派，后自杀。主要著作有《计划经济学大纲》《新经济学大纲》《近代经济学说史纲要》《雇佣劳动与资本》等。

徐雪寒（1911—2005）1935 年在上海创办新知书店，任经理。后任上海文化界救国会

附：浙籍经济学家名单（排名不分前后）

马寅初（1882—1982）	项启源（1925—）
赵乃持（1897—1986）	戴国晨（1926—）
沈志远（1902—1965）	叶世昌（1929—）
方显廷（1903—1958）	林森木（1930—）
季陶达（1904—1989）	林继曾（1930—）
吴斐丹（1907—1981）	罗精备（1931—）
骆耕漠（1908—2008）	乌家培（1932—）
千家驹（1909—2002）	赵人伟（1933—）
徐雪寒（1911—2005）	陆甫甫（1936—）
陈振汉（1912—2008）	胡培兆（1937—）
蒋学模（1918—2008）	厉无畏（1942—）
汪祥春（1918—2011）	王则阳（1942—）
戎文佐（1925—2003）	海闻（1952—）
张元元（1926—2001）	汪丁丁（1953—）
董辅初（1927—2004）	林岗（1953—）
郑绍濂（1931—2009）	平新乔（1954—）
桂世镛（1935—2003）	谢平（1955—）
詹武（1921—）	钱颖一（1956—）
张友仁（1923—）	金雪军（1958—）
宓汝成（1924—）	

