

**【锐眼看市】**

必须首先让A股健康、挺拔起来,至关重要的环节就是要强力优化IPO的数量结构,严查处上市企业与申请上市公司的违法违规行为,加大对中介机构失责的惩罚力度,同时提升市场出清强度,加快垃圾公司的退市速度与频率,让A股成为优质企业的竞技场,让关乎民众未来生活质量的个人养老金能够从优质上市企业身上分享到改革与发展的殷实红利。

个人养老金与资本市场良性循环的美日经验

张锐

日本是老龄化问题出现最早的国家,美国是全球养老金积累规模最为庞大的经济体,两国不仅建立起了较为稳固的养老金“第一支柱”(美国称为政府养老金,日本叫做国民年金),也组建起了较为广泛的养老金“第二支柱”(美国称为私人雇主养老金计划,日本叫做厚生年金),同时搭建起了非常完善的养老金“第三支柱”(美国称为个人养老储蓄计划,日本叫做个人型定额供款养老金计划和个人储蓄账户计划),而在三大支出的价值释放上,“第三支柱”发挥出的养老金替代率超过了80%,其背后沉淀与凝练出的相关经验特别值得参考与借鉴。

美国的“第三支柱”建设起源于大萧条之后的“罗斯福新政”,至今已有90年历史,其发展成熟度任何一个国家都不可比拟,其中1970年代推出的个人退休账户(简称IRA)承载着个人养老金储蓄计划的最主要融资与投资功能,凡符合条件的个人可以选择银行或财政部指定的非银行机构申请开立IRA,金融机构则以受托人或保管人身份行使账户管理权。数据显示,目前美国IRA账户资产规模达12.5万亿美元,占“三大支柱”全部退休资产的比重超过了35%。

IRA的市场自由度很高。在供给端,联邦政府对银行、共同基金公司以及保险公司的产品开发与供给不会设置任何政策壁垒,并以“零门槛”方式积极鼓励和支持各类机构开发丰富多样的金融产品;在需求端,IRA账户人本着完全自愿原则进行各类投资产品的自由选择,根据自身的风险收益喜好,自主、灵活地

配置资产,账户中的养老资产可以在进入新的工作单位或退休时进行转移;作为监管机构,包括美国证监会、美国劳动部和美国税务局等在内的金融监管部门有机联合,以间接方式参与养老金及其商业投资的管理。

在税收激励方式上,IRA分为传统型与罗斯福型两种,前者采取EET(投保资金先缴税递延至领取阶段征收,投资收益免税)模式,后者采取TEE(缴费阶段免税,投资分红、利息免税)模式,通常民众年龄低于70岁半的雇员都有资格参加两种模式的缴费,但TEE模式账户中的资金在59岁半时可自由取出。目前情况看,传统型IRA因税收优惠力度大,一直在IRA计划中占主导地位,而罗斯福型IRA由于其灵活性较高、领取政策宽松等优势,规模增长迅速。

虽然IRA账户允许参与者自主管理,但考虑到复杂的税收抵免体系和丰富的投资组合选择,四分之三的IRA参与者会选择通过专业投资机构管理IRA账户。1990年代之前IRA账户资金主要配置的是银行储蓄和保险产品等固收类资产,但之后伴随着股票市场主要指数一路走高,IRA对证券与共同基金等权益类资产的配置比重持续上升,至2022年末共同基金的配置比重占43.6%,其中中国内外股票和债券分别占共同基金比重的55%和16.8%,固收类资产的配置则降至10.2%。

很长一段时间民众对开建IRA账户并不踊跃,为此,监管层不断提高可以免税的缴费额度,目前已从最初的1500美元升至6500美元,同时政策允许将“第二支柱”401(k)账户的资金转移到IRA账户中。由于IRA账户中股票配置占比较大,投资收益也较401(k)账户更可观,仅过去的25

年间年均收益率就高达6.1%,结果,较高的投资收益率使得IRA资金存量规模持续增长,同时吸引了更多希望赢得更高回报且风险偏好较为强烈的年轻群体加入,IRA增量资金中来源于401(k)账户的转存资金占比超过80%,拥有IRA账户的美国家庭于是升至目前的37%。

再看日本。建立于2001年的个人型定额供款养老金计划(iDeCo)以及创建于2014年的个人储蓄账户计划(NISA)分别由日本厚生劳动省和金融厅发起并监管,申请开户对象起初是20岁以上的成人,后来放宽至19岁以下的年轻人,每个人都可以单独设立账户,其中iDeCo采取EET激励,NISA则采取TEE免税方式。在iDeCo的基础上,厚劳省后来又推出了中小企业业主付款制度(iDeCo+),让中小企业雇主帮助雇员缴费,缓解中小企业雇员养老金缴费压力,实际就是强化了“第二支柱”账户对“第三支柱”账户的支持。

如同美国一样,日本政府监管机构对于机构的产品开发基本不做限制,以便投资人做出更宽松与更丰富的选择,而从投资品种看,除了定期产品和保险产品组成的保本型资产外,iDeCo近年来投资信托的比重不断上升,储蓄类、保险类、信托类三大资产目前的配比比例分别约为28%、11%和62%,相比5年前,投资信托类资产比重上升幅度超过了20%,而从投资信托类资产的内部结构看,投资股票型产品的比例最高,外国股票型和国内股票型分别达33%和23%。根据iDeCo的官网显示,过去10年投资股票的投资信托类产品的资产回报率150%至200%。相比iDeCo,NISA的投资风格更为激进,风险偏好更高,其投资范围主要集中于上市

公司股票、交易型开放式指数基金、投资信托以及房地产信托投资基金,截至2022年末,上市股票、投资信托在NISA篮子中的配置比例分别为39.95%和57.34%,交易型开放式指数基金以及房地产信托投资基金的配置基本维持在2%-3%左右,且成立以来的综合年回报率也在100%以上。

比较美日“第三支柱”个人养老计划的推进过程与实际成效,二者的共性除了较为充分的税收激励外,最为重要的是个人养老金与资本市场形成了依序非常良性的良性循环。由于美日资本市场尤其股票市场呈现出非常稳定的长期向上趋势,既解除了个人养老金账户资金选择权益类资产的后顾之忧,也使得金融机构能够代表委托人在投资上作出更为大胆的安排,而规模庞大的个人养老金又为股票市场注入了丰沛的流动性,继而推动股指不断走高并创造出更为显著的赚钱效应,且反过来又会吸引更多的人群加入到个人养老金的创建与投资中,“第三支柱”账户越做越大,并最终成为“三大支柱”中最强大的养老保险板块。

反观我国,基本养老保险构成的“第一支柱”和企业年金构成的“第二支柱”以及个人养老金账户构成的“第三支柱”对养老金替代率的贡献比分别约为76:18:6,“第三支柱”成为了最薄弱的部分;而从落地推进已经一年的个人养老金账户制看,收效也不甚理想。数据显示,截至2023年6月底,全国36个先行城市(地区)开立个人养老金账户人数4030万人,账户投入资金人数1000万左右,对比全国基本养老保险10.6亿人的参保人数,参与个人养老金账户开立的占比仅有0.4%;另外,个人养老金

账户的缴费人数也仅占账户开立人数的25.8%,投入资金总量约200亿元,账户人均缴存额与1.2万元的年度缴费上限相距甚远。更值得注意的是,个人养老金账户的资金有高达75%配置到了固收类产品,权益类产品占比约25%,这种保守的投资结构安排虽然可以隔离市场风险,但同时压制了产品收益,截至目前个人养老理财产品虽总体录得正收益,但收益率超过3%的产品占比只有21%,绝大多数低于产品基准收益率,而个人养老金更是全线性度亏损,近九成产品自成立以来收益告负,偏股混合基金平均亏损幅度更是超过10%。

必须承认,导致个人养老金账户投资不尽人意的最主要原因还是国内股票市场长久低迷,甚至可以说股票市场与养老金投资之间形成了负反馈关系,即前者的长期疲弱引致后者的持续亏损以及基金规模的被残酷挤压,进而降低投资人的风险偏好以及强化对个人养老金账户的厌恶情绪,个人养老金账户的总体规模因此始终难以做大,相应地,股票市场也失去更多的长期资金驰援。显然,像美日那样做到个人养老金与资本市场的良性互动,必须首先让A股健康、挺拔起来,至关重要的环节就是要强力优化IPO的数量结构,严查处上市企业与申请上市公司的违法违规行为,加大对中介机构失责的惩罚力度,同时提升市场出清强度,加快垃圾公司的退市速度与频率,让A股成为优质企业的竞技场,让关乎民众未来生活质量的个人养老金能够从优质上市企业身上分享到改革与发展的殷实红利。

(作者系中国市场学会理事、经济学教授)

上市公司特别分红有利于提振投资者信心

熊锦秋

11月21日贵州茅台发布回报股东特别分红方案,拟向全体股东每股派发现金红利19.106元,这是继2022年首次实施特别分红后,贵州茅台第二次抛出特别分红方案。笔者认为,上市公司实施特别分红,也属于加大分红频次,这有利于提振投资者信心。

目前,A股上市公司分红一般包括年度分红和中期分红,所谓特别分红,就是在这些常规分红之外的分红。由于此前贵州茅台一般只有年度分红而没有中期分红,因此在今年6月底实施完年度分红后,此次拟再实施分红,也属于计划之外的分红,也可算是特别分红。

贵州茅台披露此次特别分红的目的,一是公司持续、稳定、健康发展的

需要;二是在保证公司正常经营和长期发展不受影响的前提下,提振市场信心;三是增强广大股东的获得感。上市公司将分红视为公司稳定健康发展的需要,这可以称得上是站得高、看得远、格局很大,有了这样的站位,上市公司的可持续发展才有坚实基础和保障。

或许有人认为,将利润留在上市公司,钱越多越有利于上市公司发展,况且有些上市公司也不需要从市场再融资,分红与否也就无需太多顾及股东感受。但这种观点显然是值得商榷的。

事实上,分红权是股东最基本的权利,上市公司分红,不仅可彰显公司的资金实力,还可体现对股东的尊重和责任。上市公司承担诸多社会责任,其中回报投资者是最主要的社会责任,分红是履行这个社会责任的

重要手段,一个连股东都不尊重、不回报的上市公司,又如何履行对债权人、消费者、环境等方面的社会责任。上市公司充分扛起社会责任,有利于提升上市公司声誉,进而也有利于为上市公司营造良好的外部环境,这个潜在效应无疑是巨大的。

A股特别分红还不多见,而港股市场较为常见,港股特别分红又称特别股息,有的上市公司某段时间业绩特别好会派发特别股息,有的上市公司在出售某个资产有了大量现金后选择特别分红,分红数目还可能比较大,对投资者而言属于意外惊喜。比如11月20日港股新世界发展披露,该集团完成出售其拥有的所有新创建设股份,将于12月20日派付特别股息每股1.59港元。上市公司因为某个运作有了大额现金入账,就全部或部分派发给股东,这种特别分红方

式,充分体现了股东对公司的财产权,并将上市公司日常经营运作与股东利益紧密关联,有利于增强股东对上市公司日常运作的关注,也有利于吸引其积极参与上市公司治理、引导股东行使管理参与权。A股市场当然也应鼓励和倡导上市公司特别分红。前不久证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红(2023年修订征求意见稿)》,鼓励上市公司在符合利润分配的条件下增加现金分红频次,这对提振投资者对上市公司和市场的信心无疑具有重要意义,特别分红也相当于增加了现金分红频次,应属鼓励方向。一些特别分红,是由于上市公司经营中存在一些不确定性而产生,但稳定投资者对上市公司分红预期也很重要,为此要强化对特别分红的相关信息披露,让投资者能够有所预期。比如前

述例子,港股新世界发展披露出售新创建设股份计划的同时就被披露将派发有条件股息,这个条件就是出售事项完成。

建议A股上市公司在公司章程的分红政策中,对特别分红程序及相关事项作出明确规定,在披露出售资产计划并拟派发特别股息时应一同披露特别分红的预案。增加上市公司现金分红频次,不能光靠特别分红,这毕竟是一搭无一搭的随机事件。成熟市场的一些上市公司形成了一年四季的季度分红模式,包括微软、苹果等巨头公司近些年来都是每年四次分红,股民定期拿到季度分红,更有利于安排其日常生活。笔者建议A股具有分红条件的上市公司,也可逐渐过渡到季度分红模式,要与成熟市场逐步接轨。

(作者系资本市场资深人士)

可怕的不是AI 而是会用AI的人

万建辉

近日单位组织了一次“AI工具推荐及应用”的技术专题培训,技术部的90后员工将培训提纲投影到屏幕上,告诉我们这些70后、80后老员工,什么叫“生成式文本大模型”。我听了一下,除了ChatGPT、文心一言听说过,其它的,诸如豆包、讯飞星火、智谱、通义千问等“生文”AI软件,都还是头一回听说。

记得ChatGPT是去年底全国疫情吃紧的时候全球发布,在国内引发热议,相当多的人认为,这种系统性文字生成软件的横空出世,将会颠覆无数与文字相关的职业,它将是作家、记者、编辑、教师、学者等千百万文字工作者的噩梦,是对他们职业生涯的公然挑战与考验。

这次培训得知,ChatGPT挑头后,国内同类软件的开发、发布迅速跟进。10月17日,百度创始人李彦宏宣布文心一言4.0版本升级发布,宣称“这是迄今为止最强最大的文心大模型,综合水平与GPT4相比毫不逊色。”单位培训人员告诉我们,讯飞开发的星

火大模型、字节跳动开发的豆包、腾讯开发的混元大模型,阿里云开发的通义千问、华为推出的盘古大模型,也都逊色文心一言,他们在各自侧重的领域都有优秀的表现。

文心一言可以用于文本分类、命名实体识别、问答系统、对话生成等领域,而阿里通义大模型可以跨模态进行文字、图片、音频等多种形式的生成,腾讯混元大模型可以用于文本生成、对话生成、文本分类等领域,华为盘古大模型包括多个子模型,如NLP大模型、CV大模型等,可以用于文本生成、图像生成、语音生成等领域。

不到一年,国内文字生成AI已是遍地开花。应用者之多也超出想象,据说10月17日文心一言4.0发布,试用人数达到4500万人。是否真的“狼来了”?文字工作者的“黄昏”“末日”已至?对此,培训人员有一句话,我感觉说出了我的心里话:“真正可怕的不是AI,而是会用AI的人。”

人工智能技术是可以自动化一些文字工作,但是真正能够高效地运用这种技术并从中获得最大收益的,是那些了解并擅长运用AI的人。工

具始终是工具,但工具能降低门槛,也能让优秀的人如虎添翼。

人工智能技术需要人类来训练和优化模型,这就需要专业的人才来操作和维护。这些人才需要具备数据科学、机器学习等相关领域的知识和技能,才能够对模型进行有效的训练和优化。人工智能技术只是自动化了一些繁琐的重复性工作,文字工作仍然需要人类的创造力和思维能力来完成更深层次的内容和创意的市场需求。人工智能技术也需要人类来管理和监督。虽然技术可以自动化一些工作,但也需要人类来进行管理和监督,以确保工作的质量和效率。那些了解并擅长运用AI的人,能够高效地运用人工智能技术,并将其发挥到最大的效益。

生成式文本大模型是一种人工智能技术,它可以自动生成文章、报告等文本内容,这种技术可以自动化一些文字工作,但并不意味着文字工作者会失业。事实上,这种技术可以提高文字工作的效率和质量,减少一

些繁琐的重复性工作,让文字工作者有更多的时间和精力去关注更深层次的内容和创意。同时,这种技术也可以帮助文字工作者更好地理解 and 运用语言,提高他们的写作水平和能力。另外,生成式文本大模型也需要人类来训练和优化模型,以便更好地适应各种不同的写作需求和场景。因此,这种技术并不会取代文字工作者,而是与文字工作者相互协作,共同提高写作效率和品质。

生成式文本大模型也不能完全取代作家、记者等文字工作者的灵感和创意。生成式文本大模型是基于大规模语料库学习和生成文本的,它可以模拟人类写作的语法和结构,但是它缺乏人类的情感、创造力和判断力,因此无法完全替代人类的写作。生成式文本大模型的生成结果往往是基于已有的文本和知识库,受到训练数据和模型参数的限制,缺乏新意和独立思考。而作家、记者等文字工作者可以通过自己的创造性思维和专业知识,提出新颖、独特的观点和表达方式,这是机器无法替代的。文字工作者可以通过使用这种技术来

提高工作效率,但是他们仍然需要发挥自己的创造力和判断力,以确保文本的质量和创意。

最后,生成式文本大模型虽然可以生成文章、报告等文本内容,但是它并不具备作家、记者和一些从事专业研究的学者们的信念、信仰、价值追求和人文关怀。这是因为生成式文本大模型是基于大规模语料库学习和生成文本的,它缺乏人类的情感、价值观和信仰,无法理解人类的信仰和追求。它只是根据已有的文本和知识库生成文本,缺乏对人类文化的深刻理解和体验。

而作家、记者和一些从事专业研究的学者们,他们通常具备深刻的人文关怀和社会责任感,对自己的信念、信仰和价值追求有清晰的认识和表达。他们可以通过自己的专业知识和创造性思维,提出新颖、深刻的观点和表达方式,这是机器无法替代的。文字工作者可以通过使用这种技术来提高工作效率,但是这些技术仍然需要发挥他们的创造力和判断力,以确保文本的质量和创意。

(作者系资深媒体人士)

**【锦心绣口】**

建议A股上市公司在公司章程的分红政策中,对特别分红相关事项作出明确规定,在披露出售资产计划并拟派发特别股息时应一同披露特别分红的预案。

**【万千滋味】**

生成式文本大模型虽然可以生成文章、报告等文本内容,但是它并不具备作家、记者和一些从事专业研究的学者们的信念、信仰、价值追求和人文关怀。