



中国经济转型需借助资本市场的大发展

编者按:从1990年沪深两家证券交易所成立至今,中国资本市场从无到有发展壮大,已经走过了20年的辉煌历程。作为资本市场重要的机构投资者,基金行业也随着中国资本市场的发展而走向成熟,逐步建立起投资者、基金管理人和资本市场之间相互的信赖关系。值此资本市场发展20周年之际,作为国内最早创立的基金管理公司之一,国泰基金管理公司组织推出了“国泰基金证券市场20周年信赖之旅”系列活动,通过走访业内知名专家学者、基金公司资深从业人员和普通投资者,请他们站在各自的角度谈一谈对资本市场20年发展的体验与感悟,表达他们对中国资本市场持续健康发展的信心与信念。

作为系列活动内容之一,本期主要邀请了中信证券研究所所长徐刚、中银国际首席经济学家程漫江、申银万国研究所所长陈晓升、安信证券首席经济学家高善文以及国泰君安首席经济学家李迅雷等,从专业人士的角度对中国资本市场20年的发展成就进行总结,并为资本市场未来的持续健康发展奉献其真知灼见。

中国证券市场已有二十年的历史,可以说已走过初级发展阶段,开始慢慢成熟长大。二十年的风雨之后,证券市场取得了什么样的成绩?积累了什么样的经验?您个人有什么样的感悟?

李迅雷:中国证券市场20年创造了世界奇迹,这既受益中国经济高速增长,也是监管层深思熟虑施政,保证了证券市场快速健康地发展。

也有值得反思的地方,比如普通投资者回报远远不及上市公司利用资本市场所取得的回报,因此,未来应完善公众投资者权益保护机制,有效处理上市公司违纪违规等行为。此外,对上市公司的再融资要加以限制。

徐刚:中国社会的主要矛盾之一是人民群众不断增长的社会财富和投资渠道短缺之间的矛盾,证券市场为解决这种矛盾起到了一定的作用。但相比银行和地产业近年来对老百姓生活的影响,证券市场还有很大的发展空间。在中国证券业风险可测、可控、可承受的监管思路下,市场参与各方应继续深化对中国资本市场未来发展的忧患意识,加大推动资本市场对国民经济的促进作用。

高善文:从近二十年的历史来看,证券市场促进了中国经济的发展,通过资本市场融资、资源配置等功能的发挥,推动了中国企业的发展壮大,为经济改革的进展发挥了不可忽视的作用。目前上市公司的布局日渐丰富、合理,对中国经济的代表性和前瞻性都显著增强,促进了企业和资产价值的发现,引领了企业治理变革,促进了国有资产管理模式的进步,推动了民营企业的蓬勃发展。证券市场已经成为了中国经济金融体系的重要组成部分,有助于中国经济更好融入全球经济体系。

过去二十年间,证券市场制度环境、投资者结构、主流投资方式都发生了相当大的变化,您如何看待包括基金在内的日益壮大的机构投资者在证券市场发展中所起的作用?未来中国证券市场的投资者结构是否会进一步优化?

李迅雷:机构投资者在证券市场发展中发挥了重要作用,是推动中国资本市场发展的重要力量。自1999年公募基金进入证券市场以来,不仅引入了价值投资理念,促进了证券市场上市公司价值评估体系建立,而且,基金从一开始就引入了国际先进的投资理念和方法进行资产管理,促进了资本市场与国际接轨。

徐刚:证券市场1998年以后才真正出现以基金为代表的机构投资者,2000年之前,证券市场对研究的需求很少。机构投资者大发展之后就需更规范的研究、控制风险和组合的手段,机构投资者出现之后,市场风气相比以往更理性了。

未来投资者结构优化的核心在于股权分置改革之后的那部分非流通股股东。全流通之后,他们会转变为哪种模式的投资者?是像散户一样行动还是像保险、基金那样的机构投资者一样行动?这个过程会比较长,要经过市场的洗礼。

程漫江:投资者结构的优化始终伴随A股市场的快速发展。2005年到2010年,A股市场规模从3.24万亿元人民币增长到27万亿,其中自由流通市值从1万亿提高到10万亿左右。同期,以基金管理公司和保险公司为代表的机构投资者管理的资产规模也持续增长,其持有流通市

值的市场份额持续稳定在30%左右。

逐步强大的机构投资者为投资人带来了良好的投资回报。据统计,公募基金的长期投资者普遍获得了30%以上的超额收益。更重要的是,机构投资者的投资方式正在成为A股市场的主流形态,并引领投资者更为理性,此外,A股市场表现出引领中国未来经济发展的能力。2010年以来资本市场充分体现了对传统经济发展模式的抑制,同时表现出对新兴行业和经济发展的强大支持力量。

在A股市场经历了2007年的泡沫化发展和2008年的全球金融危机之后,机构投资者的投资能力获得了充分的证明。近来量化投资基金、分级基金等新的基金产品类型不断出现,以及融资融券和股指期货等风险管理工具的出现,机构投资者的专业优势已经初步获得了体现。专业化的资产管理理念已经开始深入中国最普通的投资者群体之中。我们相信公募基金未来仍将保持较高的增长速度,并继续作为主流投资者引导市场的投资理念和方式。

人们都说资本市场是经济的晴雨表,您认为在过去的20年里,中国资本市场“经济晴雨表”的作用是否在逐步强化?未来资本市场与国民经济的联系是否会更加密切,在哪些方面将对国民经济的发展起到重要的作用?

李迅雷:中国资本市场“经济晴雨表”的作用是在逐步强化。数据显示,目前中国经济总量居全球第二,资本市场规模同样全球第二,而此前中国经济总量位居全球第5时,资本市场规模排在全球20名之后,显然资本市场和国民经济的相关度在提高。不过,过去10年,名义GDP的涨幅在280%左右,而A股市场涨幅仅30%,可见,在经济保持高速增长的同时,A股市场却表现得非常之差,凸显出结构性问题。

2010年资本市场直接融资和间接融资的比重来看,直接融资占比20%左右。海外成熟资本市场直接融资的比例一般都高达50%以上,有的甚至超过80%,未来要提高直接融资比例,中国资本市场发展潜力巨大。资本市场对促进经济结构战略性的调整具有独特的作用和明显的优势,我们要学习海外市场,善于利用资本市场推动经济结构调整。

高善文:必须承认的是经过二十余年的蓬勃发展,中国资本市场占国民经济的比重显著提高,大量的与国民经济运行密切相关的重要行业以及一大批代表性企业纷纷上市,显著提高了资本市场对国民经济的代表性,资本市场与国民经济运行的联系越来越密切,金融市场与实体经济之间的张力越来越强。因此,中国资本市场对于中国经济运行的敏感性是日益增强的,相信随着中国资本市场的日臻完善、中国经济的结构转型,随着人们对资本市场的理解逐步深化,证券市场将成为中国经济的更加重要的指针。

展望未来,证券市场将通过其自身的筹资功能,改善企业资产负债表,促进信息透明,日益发挥监督作用,并对中国调整经济结构的宏大事业起到不可替代的积极作用。

从宏观经济层面来看,目前中国经济正面临转型之惑,经济转型将给资本市场带来什么样的挑战与机遇?

李迅雷:经济转型是产业结构转型,这意味着要提高服务业比重,必然也提



申银万国证券研究所所长陈晓升:任何时候都不能忘记:一切活动的根基所在,乃是“信任”:因为信任上市公司的管理能力,买了你的股票;因为信任你的投资能力,把钱交给你管理;因为信任研究机构的专业,所以看你的报告……可以说,一切活动都是围绕着一个“信赖”。

国泰君安首席经济学家李迅雷:2010年资本市场直接融资占比20%左右,海外成熟资本市场直接融资的比例一般都高达50%以上,有的甚至超过80%,未来要提高直接融资比例,中国资本市场发展潜力巨大。



安信证券首席经济学家高善文:从近二十年的历史来看,证券市场促进了中国经济的发展,通过资本市场融资、资源配置等功能的发挥,推动了中国企业的发展壮大,为经济改革的进展发挥了不可忽视的作用。

中银国际首席经济学家程漫江:在A股市场经历了2007年的泡沫化发展和2008年的全球金融危机之后,机构投资者的投资能力获得了充分的证明。我们相信公募基金未来仍将保持较高的增长速度,并继续作为主流投资者引导市场的投资理念和方式。



中信证券研究所所长徐刚:未来投资者结构优化的核心在于股权分置改革之后的那部分非流通股股东。全流通之后,他们会转变为哪种模式的投资者?是像散户一样行动还是像保险、基金那样的机构投资者一样行动?这个过程会比较长,要经过市场的洗礼。

升金融服务业占整个产业的比重,对资本市场带来较大机遇。

目前流动性问题突出,A股市场成为容纳流动性的“池子”,如果能够有效使M2规模下降,A股市场能更健康发展。此外,提高直接融资比例,并进一步开放资本市场,让资本市场的作用得到充分发挥,同时也能促进经济发展。

陈晓升:与其谈经济转型给资本市场带来的影响,不如谈资本市场在经济转型中肩负的使命。资本市场鼓励成长,鼓励创新,包括管理创新、技术创新;也鼓励劳动者素质的提高,劳动者素质提高了,工作就更有效率,企业盈利状况更好;股价更高,反过来补贴在劳动者身上的激励就更强,企业运营就是良性的循环。这才是经济转型“以人为本”的内在逻辑。

高善文:资本市场的参与者要全心全意的寻找经济转型突破的方向,以及在转型过程中持续受益于经济转型的细分

行业和代表性公司,这样才能获得可持续的超越平均水平的收益。从历史经验来看,每次中国经济面临经济结构变化的挑战时,证券市场都会呈现估值分化的局面,既有的成熟行业相对衰落,一大批新兴行业从无到有、从中小市值转为大市值,并逐步在证券市场中占据相对主导地位。在这一过程中,证券市场通过赋予这些新兴行业以更高估值,通过价格机制引导民间私人资本流向这些行业,从而引领经济转型。在这种金融市场与实体经济的交互影响、梯次前进的过程中,资本市场蕴含着大量的投资机会。

程漫江:中国经济的转型正在推动资本市场的转型和结构升级。传统行业的过度证券化率和新兴行业的证券化水平偏低将在未来一段时间得到改变。从资本市场的投资策略上讲,传统行业的估值将维持在较低的水平,而包括消费、节能环保、高端制造、新能源和新材料等

代表未来经济发展方向的行业将享受高速增长和高估值。更重要的是,从资本市场的融资功能来说,较高的估值意味着对这些行业强大的资金提供动力。新兴行业的企业价值在资本市场得到充分的肯定,从而获得源源不断的融资支持。

从相对较短的时间来看,发达经济体不断采用量化宽松政策,而新兴经济体通胀横行,这种状况会持续多久?为了治理通胀,中国政府采取了紧缩的货币政策,未来,货币政策会紧缩到什么程度?对资本市场会产生什么样的影响?

高善文:目前发达经济体特别是美元区在采取量化宽松政策,新兴经济体则受到难以遏制的通货膨胀或资产泡沫的困扰,我们倾向于认为这一国际格局至少会持续一两年甚至更长的时间。

对于中国的货币政策来说,如果以加息来衡量货币政策的紧缩程度,我们倾向于认为从现在到明年上半年这一时间区间内,可能会有两到三次加息,对应50-75个基点。2011年全年信贷增长率可能会在14%附近,货币增长率在15%左右。

如果没有较为严格的信贷规模控制,仅通过加息进行调整,那么对资本市场的影响可能主要是心理层面的,即通过预期的变化影响市场的估值,这会使得目前市场风格分化的格局进一步强化。

陈晓升:通胀猛于虎,任何一个政府都不敢掉以轻心,未来通胀还是会是一个可控的范围内,阶段性高点可能会在明年一季度。未来防治通胀也将成为政府的主要目标,因此相应地在两会之前,证券市场短期内找不到上涨的动力,将维持弱势。

对2011全年的股票市场则稍乐观,尽管欧债危机预期浓烈,但美国经济本身则没有预期中那么坏,中国经济的复苏内生性的动力也很强劲。首先,往后几年,中国“十二五”规划进入加速阶段,区域振兴规划政府投资力度很大,同时地方政府投资对经济转型的推动也很强大。明年2、3季度将有更多的项目启动,对经济的刺激推动很大。第二,政府保障性住房加大供给力度,将大幅弥补商业地产减少对经济支持力度的减少。

总体对2011年保持乐观,二季度将迎来往上的机会,2013年或是新一轮增长的高点,目前是黎明前的黑暗。

李迅雷:发达经济体不断采用量化宽松政策,而新兴经济体通胀横行,这种状态很正常。新兴经济体发展速度较快,与物价水平有一定的配比关系。不过中国目前是一种温和的通胀,中国拥有强大的制造业和供给能力,目前通胀属于内生型通胀,不是输入型通胀。而且,目前中国核心CPI还在比较低的水平。

因为目前通胀并不严重,政府实行稳健货币政策,并不是大幅度收紧货币,中国有能力用各种手段来平抑物价。我们预计明年CPI维持在4%的水平,这一温和通胀对资本市场的影响比较小。

预计明年GDP增速在9%以上,上市公司业绩继续提升,市场表现也会较好,我看好未来资本市场的表现。

程漫江:按照现行计划,美联储宽松的货币政策至少将延续到2011年2季度,由此判断美国在2011年底之前进入加息通道的可能性较小。

中国政府危机后适度宽松的货币政策在推动经济增长走出底部的同时,也带来了通胀压力的不断积聚。我们预计2011年人民币新增贷款规模会在6.5万亿左右,随着外汇流入持续增长,法定准备金率有可能提高到20%以上的水平,1年期存款利率的加息空间会在100个基点左右。

未来一年资本市场需要消化政策紧缩对经济增速放缓的影响。在一个景气度逐步下行的环境中,资本市场可能缺乏整体性的投资机会。同时应该注意的是,中国经济刚刚走过的这一轮经济周期具有比较明显的特殊性。资本市场对传统模式下的经济增长能否持续较为怀疑,这也是2010年中国经济高速发展而A股表现几乎落后全球股市的重要原因。前期的弱势表现可能在一定程度上降低A股市场的下行风险。我们认

为,通胀预期将在2010年下半年得到一定程度的控制,中国经济新的增长动力将为中国资本市场得长期健康发展打下坚实的基础。

在取得成绩的同时,证券市场也需要在发展中解决一些问题。2008年起始于华尔街的那场金融危机至今余波未平,这场危机给中国金融业特别是证券行业带来哪些启示,在建立令投资者真正信赖和尊敬的金融机构方面,中国的证券从业机构还有哪些迫切要做的工作?

李迅雷:次贷危机启示是金融创新步伐不能过快,不要滥用金融衍生品,杠杆率不宜太高,不能一味模仿发达国家金融创新,盲目崇拜。

未来证券从业机构要变粗放型为精细化的发展模式,提高增值服务、理财资讯、套利业务等水平。市场决策层应该不断地进行改革创新,目前老百姓投资渠道太少,应允许民间渠道投资海外市场,而且中国已经到了资本输出的时候。

徐刚:我认为,金融危机给新兴市场的证券机构创造了巨大的机会,关键是看我们自己能否把握住,而不是从发达经济体的危机里借鉴一些我们自身并不存在的毛病。中国的证券机构和美国不同,我们没有杠杆。所以,美国可以去杠杆化,加强实业,而我们恰恰相反,应该抓住机遇,做大金融。

全球经济正向新兴市场转移,新兴市场里资本市场的机会也会比发达市场的机会大,但如果中国的证券机构不借金融危机做大做强,二、三年之后,赚新兴市场的钱,证券机构还是美国人,不是本地的金融机构。经济重心虽然向新兴市场转移,但金融市场的重心还是在美国。

高善文:借鉴成熟市场的金融机构的发展历程,尤其考虑到2008年以来的金融危机带给世人的教训,我们认为中国证券从业机构的发展应强调创新与监管相伴而生。在鼓励金融创新的同时,要加强监管,推动信息的透明,以及坚持对对杠杆和资本金的限制与及时有效的监督,对金融体系的系统性风险要有审慎而有效率的监控;同时进一步放松行业准入的限制,以促进竞争,增强透明度,加强监管,在此背景下大力推进金融创新。我们相信,只有这样金融创新才可以对国民经济起到持续的积极作用。

陈晓升:华尔街危机某种程度上起到了正面的警醒作用,对中国整个证券行业未来发展有正面的启示。那就是,资本市场尽管风云变幻,容易令人利欲熏心,但任何时候都不能忘记:一切活动的根基所在,乃是“信任”:因为信任上市公司的管理能力,买了你的股票;因为信任你的投资能力,把钱交给你管理;因为信任研究机构的专业,所以看你的报告……可以说,一切活动都是围绕着一个“信赖”。没有信任,就没有资本市场的有效运营。

对于如何建立令投资者真正信赖的金融机构,我觉得还是能够做一些有意义的事情。对于证券从业机构来说,首先是从规范流程、改进系统,不断提高组织机构的完善性等基础工作做起。券商商的研究所来说也有很多围绕建设行业“基石”的工作,比如,分析师的研究咨询是否具备独立性,是否会受到一些利益的引诱和唆使等,需要从机制上完善,避免出现漏洞,长期规范运作赢得客户的信任。

另一个层面,当我们的证券市场具备了一定的“信赖”基础时,从相关法规、监管来说,还应该通过更加市场化,让证券市场的“信任”的基石更加稳固。

程漫江:中国金融机构的未来发展需要注意以下问题:一、加强对自身流动性风险和自营投资杠杆比率的控制,防范系统性风险的发生;二、大力发展中国的信用评级机构,积极把握对国内资产和全球资产定价的话语权;三、提高产品设计能力和市场把握能力,加强投资者分级和加强投资者教育,真正为投资者的切身利益服务;四、积极参与巴塞尔协议三的制订与实施过程,熟悉和利用国际金融市场运行规则的改变,提高对金融衍生品风险的度量与管理能力。