

■周末随笔 | Weekend Essay |

## 资金面紧张”之说可以休矣

肖国元

形象地说，资金与股价的关系就像水与船的关系：水涨船高；水落船低。因此，在分析股价时，人们对资金面非常关注。不过，市面上流行的一些有关资金的观点是错误的。

熟悉 A 股市场的人都知道下面几种非常流行的说法，这些说法几乎成了用来描述市场、埋怨行情不好的口头禅。一曰：新股不停发行，供给大于需求，导致股市下跌。二曰：上市公司不断增发，配股，以致供过于求，使得股市不堪重负。三曰：大量解禁的大小非不断套现，股票筹码大大增加，大盘跌跌不休。这些都是从股票供给增加的角度分析市场的窘迫，寻找股价下跌的理由。当然，也有从另一个方面论述相反的现象，即大资金量所具有的巨大推动力而使得股价上涨的情形。比如，有人认为，转融通推出后，其杠杆和交易频率乘数的放大效应所引发的巨大的资金流将对 A 股产生巨大的推动作用。

以上所说尽管内容有别，但它们都指向同一种关系，即，若股市供大于求，资金面失衡，股价就会下跌；或者相反，资金量大，而不增加新股，股价就会上涨。持这类观点的人由此还开出了救市药方：要么压缩筹码；要么增加资金。实际投资中，他们对降息、降准给资金面的积极影响也有很高的期望，认为在这样的政策刺激下，股市非涨不可。然而，这种拿商品市场供求关系的理论来解释股市的做法并不靠谱。下面，我们先从一个简单的模型开始。

假设 A 公司股本为 1 亿股，目前股价为 10 元，年交易日为 250 天。假设该股年换手率为 100%，那么正常情况下，日成交 40 万股，日换手率为 0.4%。在这样的假设前提下，我们可以计算出，该股每天的交易金额是 400 万元，相对于 10 亿元总市值而言，可谓九牛一毛。这意味着有人卖出股票，收入资金；对应的，另一些人买入股票，支出资金。交易的结果是，股票与资金分手，但股票市场与资金市场的总量关系并没有发生变化。

如果股价升到 20 元，即在原来的基础上翻倍，市场所需的资金会出现什么变化是很难估算的。真实情形基本上包括三种状态：1、资金量成倍增加；2、资金量与前期基本持平；3、资金量减少。而究竟以何种情形展现出来，则要看股价水平、变化趋势以及投资者对后市的预期。一般而言，如果股价看涨，惜售情绪浓厚，愿意卖出的人减少，成交会大幅萎缩。而随着股价进一步上涨，成交会进一步萎缩。也就是说，如果将股价变化分成“低-中-高”三个价区，那么成交量的分布就呈现出“小-大-小”格局。如果股价下跌，开始阶段成交量不大；随着股价进一步下跌，成交量会放大；但当股价下落到市场预期低位后，成交会萎缩。即随着股价的下跌，成交也会出现“由小到大、再由大到小”的变化过程。这是股票成交过程中股价与资金变化的基本模型。

通过考察股票交易过程，我们可以得出以下结论：1、股市在任何时段的成交量只是可交易量的很少一部分；2、股价的涨跌对资金的需求并不是比

率固定的数量关系，受市场趋势、前景预期以及相对价位的制约；3、股价变化与成交变化之间没有因果关系。

不仅单个公司股价与资金的变化不是因果关系，整体股市的变化也无从体现资金对股价的制约或推动作用；或者说，不可能出现“资金少，股价跌；资金多，股价涨”的情形。上证指数在 998 点时，日成交在 100 亿元以下；当指数上升到 2000 点时，成交达到 1000 亿元水平。虽然股价上涨，成交量成倍放大，但并不是资金多的结果。在这个过程中，资金只是成交的表现形式，是成交量披上的外衣。

从宏观的角度来看，每天成交的股票只是全部可交易股票的很少一部分。西方成熟股市的年换手率通常在 100% 上下，折算成日换手率不足 0.5%。A 股市场换手率高一些，但 20 年来的平均年换手率也在 500% 以下，换算成日换手率不足 2.5%。这就是说，在正常的换手率水平下，不可能存在阻碍交易顺利进行的资金瓶颈。换句话说，股市从来不差钱。

我们知道，股市只是整体经济的一部分，它不仅受制于金融市场，也受制于整个社会的经济活动。而全社会可以利用的资金与整体经济活动大体上是匹配的。如果存在不匹配情形，也往往是资金过多，而不是过少。因为通胀远远远超过通缩的事实充分证实了这一点。资金追逐利润的动机使得全社会的资金自动流向不同领域，而社会平均利润率规律会自动调节资金的流量与流向。股市所需要的资金正受这样一个大阀门控制着。所以，股市下跌不是资金不足的问题。同样，股市上涨也不是因为资金过多引发的。

在这样一个大前提下，新股发行、增发、配股，乃至大小非减持，虽然增加了股市可交易标的，但不会导致资金量不足以应付交易所需的情况发生。全社会的资金总量是由宏观经济活动决定的。股市总市值从万亿到 20 万亿，GDP 从 10 万亿到近 50 万亿，这是近 20 多年来股市与经济的写照。而与此相伴随的则是资金量更大级别的增加。

人们之所以产生供求关系压低股价的印象，根本原因在于他们简单套用了一般商品市场的供求关系理论。一般商品市场存在这样的规律，即“供过于求，价格下跌；供小于求，价格上涨”。之所以存在这样的供求关系，原因在于存在一个叫做商品“边际效用递减”的规律。人们对商品的需求是客观的、有限的。随着供给的增加，需求会逐步被满足，一旦供过于求，商品就失去意义，就没有价值。因此，供给增加导致价格下跌，直至一文不值。

但是，在股票市场，投资者不是消费某种商品，而是买股赚钱。对于盈利，投资者的欲望是无止境的。因此，不存在供过于求的事。对于能带来盈利的股票，投资者的需求是越多越好。增发新股就是提供新的赚钱机会。在某个时点，增发等导致可交易的股票确实增加了。但能够发行新股的事实，表明股市的盈利水平比较高，这无异于向社会发出赚钱的信号，以吸引其他地方的资金流向股市。因此，绝对不会出现发行增加以致需求不足而导致股价下跌的现象出现。

# 感受舌尖上的通胀

汤亚平

中国居民消费物价（CPI）指数同比增幅，6 月“破 3”，7 月“破 2”，CPI 重回“1 时代”。可是现实生活中，人们压根儿感受不到物价同比增幅创下了 30 个月以来的新低。

有人这样解释“感受通胀”与“统计通胀”之间持续存在的差距问题：人们通常对物价的上涨更为敏感，而对物价下跌并不敏感。

为了证实这一说法，笔者调查了深圳新闻路上的一些酒楼、餐馆，真实感受舌尖上的通胀。据店老板易先生反映，去年 7 月他盘下一家 200 平方米的餐馆，到今年 7 月正好一年。与去年 7 月相比，今年 7 月底房租上涨 10%，员工工资上涨 50%，水电费、燃气费、管理费平均上涨了 13%，肉鱼蛋类平均上涨了 17%，其中牛肉上涨了 45%。问题是成本上涨了，餐馆却提不了价，食客来消费还得打折。过去一年，受成本上涨影响，这条路临街的 20 家餐馆有 5 家转让，3 家准备转让，其余的也只能维持生存。

开了 10 年餐馆的刘老板表示，今年的日子最不好过。表面上餐馆坐得满满的，其实消费很低。酒楼变餐馆，餐馆变快餐。这主要是消费信心不足。笔

者认为，影响消费者信心的主要是价格环比指数，而不是同比指数。同比价格指数对通胀的衡量存在滞后。7 月 CPI 环比增 0.1%，其中食品价格上涨 2.4%，蔬菜价格上涨 8%，水电煤的环比涨幅也相对较高，说明实际物价并没有下降，较 6 月有不同程度回升，而且随时有反弹的可能。成品油价格率先上调，就是一个信号。

在一家餐馆，笔者与部分消费者进行了交流。

为什么有的人感觉不到通货膨胀？正在 AA 制就餐的王先生说，深圳确实有相当一部分人感觉不到通胀压力。尤其是打工一族，有的人为了省钱，要求公司包吃包住，他们吃住都在公司，感受不到食品价格和出租房价格变化。假设物价上涨水平和工资上涨幅度差不多的条件下，甚至还会有收入增加的错觉。比如说工资增加 15%，物价也增加 15%。一个喜欢存钱的人存款也增加 15%。虽然实际上收入和存款扣除物价因素没有增加，而且以前存入银行的钱实际上在损失，但是名义收入增加了。这种情况下，往往不会有人去考虑什么通货膨胀的问题。

为什么深圳常住人口反而感受到通胀压力？消费者王女士说，在深圳生活了 10 年，按理说也应该习惯深圳的高物价，



但是退休后在北京生活两年，再回到深圳后就觉得有点接受不了。在深圳，一出门就会感受物价压力，坐的士、公交车、地铁都比北京贵，开车的燃油费、停车费比北京贵；一进门，各种账单令人头疼，电费、水费、燃气费、物业管理费都比北京贵。

在笔者看来，近年来深圳居民支出的大项主要是住房、医疗和子女的教育费用。由于三个大项价格高企，一般生活消费支出不断下降。因而造成“感受通胀”大于“实际通胀”、“实际通胀”大于“统计通胀”。而且，深圳作为移民城市，还要承担内地父母亲属的相当部分开支。林先生的岳母、岳父到深圳市眼科医院做白内障手术，15 分钟手术，每人医疗费用近 2 万元，手术前每人做各类检查费近 4000 元，80 多岁高龄，连艾滋病都必须

检查，收费 400-500 元。有人说，深圳人工作没有安全感、生活没有幸福感。究其原因，幸福指数低与价格指数高密切相关。

从经济学上说，衡量通货膨胀，除了消费物价指数（CPI）和零售物价指数（RPI）外，还有一个重要指数是生产物价指数（PPI）。7 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.9%，环比下降 0.8%，连续 5 个月出现负增长。PPI 对 CPI 的传导作用越来越明显，拉低了 CPI 指数，掩盖了食品价格的上涨，从而使人们仍然感受到舌尖上的通胀。

应该指出的是，舌尖上的通胀率是价格先行指数，不能忽视老百姓切身感受。民众对通胀的感受远远高于 CPI 涨幅，代表着源自于群体的倾向性，这有可能对未来的通胀趋势产生重要影响。

■财苑荟萃 | Finance Court Meta |

# 不要盲目臆想利好

莫大

市场人气随着指数下行越来越淡，连管理层呼吁的价值投资都毫无作用。于是，管理层又出台交易费减免利好，以及宣称降低印花税正在研究中。

其实，现在的市场，根本就不是降低交易费用所能救的，主管部门此举能做的只是份内事，它虽利好于交易者，但并不利于长线投资人。印花税降不降，不由证券主管部门说了算。它是利好没错，但看看 2008 年那两次降低印花税后的市场表现，就可以知道这种利好对市场也只是左右了短期波动，真正市场到底后上涨，还是因资金投放量的增加。市场信心被摧毁时，寻常的小利好根本起不了作用，只有真正资金层面出现供应量增加的信息时，才能让市场的信心得到提振。其实，现在的市场跟那时一样，也到了非外力不可扭转的地步。于是，市场中臆想利好者开始多了起来，

什么消息到他们那里都是利好，全然忘记了最最基本的东西，就是货币政策是不是有利于扭转经济颓势的东西出来。

从市场的板块运动看，目前市场仍然处于下行趋势之中。如果你仅仅看上证指数，我可以下个比较概括的定语，就是短期下行空间有限，上涨动力没有，除非外力推动。而未来市场的下行动力很可能来自于地产与券商权重比较大的板块，因周期性行业中大部分都在低位，而前期维持强势的地产与券商都在高位，周四地产虽是因谣言大跌。但是，这种大跌本身是有其内在逻辑的，我们几个星期前曾经提出，地产板块就是做绝对收益的主流资金，在年初集体布仓的板块，理由无它，就是流动性好，而且有再度出台宽松政策预期作注释。

而现在从各分数指数的表现看，

明显与期指关联度大的是深成指而非上证指数。这里面或者表明，未来深成指存在着补跌，并且同样有创出新低的要求。与此同时，沪深 300 指数的结构亦是如此。从这些大的指数波动结构差异看，我们认为目前若不是仅以上证指数论，市场的调整仍然没完。

尽管我们仍然维持市场的敏感节点可能出现在 8 月中旬的原判，但在看到明确的货币政策宽松之前，我们对该节点可能产生的反弹力度表示怀疑。我们很早之前在做波动结构模拟时，已经谈到这个节点，以及目前的点位对市场而言也是相对的阶段低位。但是，我们仍然不认为目前有急于介入市场做价值投资的必要。其本质原因是市场既没信心又没钱，所谓的价值投资股也得待于半年报甄别。我甚至怀疑因大环境出现悲观情绪，上市公司会有过分调低半年报业绩的现象出现。因此，对于做安全性高的右侧

交易的普通投资人而言，我们建议是不见兔子不撒鹰。

尽管证监会一再鼓励人们做价值投资，并鼓励股价低于净资产值的上市公司回购。但是，这里面得搞清的事实是：股价低于净资产值，或许本身就反映了市场对其行业衰退的预期。以钢铁与水泥等产能严重过剩的产业看，未来的净资产值下滑是不可避免的事，如果仅仅按上期的净资产值衡量其股价偏离的程度，是有失公允的。此外，在临近财报披露之前，若上市公司进行回购，本身就是违法行为。所以对于回购，只能将它视为短期无法兑现的利好，它不能构成普通投资人短期买入的理由。当然，可能对大级别需要做左侧交易的资金而言，它们可能是有意义的，但我们来这个市场，是寻找确定性的，在下行趋势没有终结前，任何臆想型的交易都不适合普通投资人。

（作者系丰煦投资管理公司投资总监）

# 金牌与13亿分之一股东

中国上市公司舆情中心

伦敦奥运收官在即，截至当前，37 枚金牌、80 枚奖牌，承载了整个民族的辛酸与泪水、光荣和梦想。而就在这一周内，刘翔因伤退赛、永州妈妈唐慧重获自由、资本市场推出员工持股计划，体育、民生、市场三位一体，演绎了一场比以往更加激烈的舆论戏码。

**金牌与口水:刘翔因伤退赛**

刘翔摔倒了，就在第一个栏，110 米的距离变得出奇遥远。像是梦回四年前的北京奥运，刘翔再次引来如潮质疑，当然还有无数粉丝的坚定力挺。微博上炸开了锅：刘翔被商业利益绑架，被体育总局绑架，被 13 亿双眼睛绑架。”一篇评论文章中悲凉写道：“刘翔摔倒后，全世界最不肯原谅他的是中国人”。

和质疑相对，力挺也成为舆论一景。《新京报》在《早知刘翔是个英雄》中旗帜鲜明说道：“单腿跳到终点前，刘翔已是我心目中的英雄。再早一点，即使他在开赛前宣布，因旧伤复发不得不再次告别奥运会，在我心里，他依然是个英雄。”

文更称，“刘翔不需要扮演谁，也无需对谁负责，他只需忠于自己。”财新博主王勇亦发文慨叹：“阴谋论盛行，变态论当道，这是我们社会现实的苍白，刘翔倒在了这个无形的苍白之栏下。”

**法律与正义:永州妈妈出狱**

8 月 10 日，刘翔在英国进行的跟腱手术获得成功。而在这同一天，位于湖南株洲市的白马垅劳教所里，一名叫唐慧的女子脱下劳教服，换上了自己的衣服，坐着代理律师的车从劳教所的大门中驶了出来。在铺天盖地的舆论声援下，唐慧终于重获自由。

唐慧的故事足以撼动整个社会的神经，或者说人类的良知。6 年前，唐慧年仅 11 岁的女儿惨遭强奸、被逼卖淫，为了给女儿讨回尊严和公道，她多年持续上访。直至在今年 8 月 2 日，被以“扰乱社会秩序”为名劳教一年零 6 个月。唐慧的遭遇获得了微博上意见领袖、律师、网民的大力声援，人们质疑劳教制度的落后和当局的怜悯之心。《人民日报》也在微博上发出铿锵

之声：“唐慧案依法撤销，让我们看到执政者对法律、监督与民意的敬畏之心。希望上访妈妈的回家不是句号，是推动法治政府的新契机。”

**市场与监管:员工持股计划**

资本市场依旧舆论汹涌。当“钻石底”也没有守住 A 股颓势，大批上市公司无奈加入到了“破净”大潮中。如此背景，监管层不仅在各个场合呼吁上市公司回购自家股票，同时也推出新政：《上市公司员工持股计划管理暂行办法（征求意见稿）》。

《意见稿》中指出，员工持股计划是指上市公司根据员工个人意愿，将应付员工工资、奖金等现金薪酬的不高于 30% 部分，委托第三方资产管理机构管理，通过二级市场购入公司股票并长期持有，持有时间不低于 36 个月。

员工持股计划作为一项欧美成熟市场中普遍的激励制度，此番在 A 股市场推出，受到了热议。财经评论人皮海洲发文称：“资金来源是员工个人的现金薪

酬，还要锁定 36 个月，并且还要向资产管理机构交纳一笔管理费用，这远不如员工自己买股灵活。”《国际金融报》在报道中称：“在实施员工持股制度之际，还应堵上滋生新‘腐败源’的漏洞。”

支持的声音同样响亮，众多市场人士认为，新政的推出对提高上市公司质量、完善公司治理结构起着重要作用，是一项长远的基础制度安排。《意见稿》的内容，一定程度上体现监管层在重大政策上的保守和谨慎，通过各方建言，相应的更多配套政策值得期待。

赞美与诋毁、法律与正义、市场与监管，在这短短一周中轮番上演。作为国家的 13 亿分之一，我们降生于斯，则天然地加入到了民族的“员工持股计划”中，成为 13 亿分之一股东。我们的愿望是共同的，希望刘翔继续飞翔，希望母亲获得尊严和正义，希望资本市场创造财富。

（执笔：彭一郎）

一周财经观察札记