

■周末随笔 | Weekend Essay |

散户为什么纷纷逃离A股?

黄素兵

据中国证券登记结算公司提供的数据统计显示:6月份沪深两市新销账户30672户,加上5月新销户32976户,A股市场销户数已连续两个月超过3万户。数据还显示上半年A股散户新销账户数为22.74万户;同时,今年以来,短短6个月,“僵尸户”激增了超过600万户。在过去的一年多里,A股有4519个千万级账户消失,中国的富人正在逃离A股。更让人揪心的是,有很多股龄超过10年的老短线客也凄惨地撤出了股市。今年上半年,许多私募基金纷纷遭遇清盘,全国不少的证券营业部已是门可罗雀了。中国的A股连续3年熊冠全球,10年股市涨幅为负。有人说这是因为新股发行过多造成的,也有人怪罪上市公司的业绩不好,还有不少人从国内和国际宏观经济大环境上去寻找答案等等。对此,我都不敢苟同。如在20余年的A股历史上,停发新股至少出现过6次,但结论是没有任何一次能阻止股市下跌的现实。那么,中国A股持续低迷的深层原因到底是什么呢?我认为,主要是由于股指期货的“减震器”作用太强,市场波动率太小,导致短线客纷纷离场。

一、波动率太少,股市缺乏活力。

我们知道,1.5%的涨幅,可以说是衡量短线客投资有无赚钱空间的重要参数。因为对每一位短线客而言,谁都无法保证做到买在最低又能在最高,再除去佣金、印花税等各项费用,涨幅低于1.5%的,可以说基本上无利润可言。

从2012年的5月10日—8月10日的股市行情看,中国A股上涨幅度没有一天达到或者超过1.5%的。这对大多数做短线的人来说,无疑是没有赚钱的空间,没有短线操作的机会。就像我这样做了10多年短线操作的人,也备感今年股市投资非常难做。

而2008年,尽管也是大熊市,但很多人仍感到有钱可赚。为什么?从2008年的5月10日至8月10日的股市行情看,股市虽下跌,但交易日涨幅达到1.5%的就有14天,其中涨幅最高的还超过了7.5%。

再从欧美和亚洲部分国家或地区的股市来看,5月10日至8月10日期间,达到或超过1.5%涨幅的,美国道琼斯指数为7天,德国DAX为11天,法国CAC为11天,韩国KOSPI为9天,香港恒生指数为6天,台湾加权指数为10天。而我国的A股真是“失可恨”了,三个月涨幅没有一天超过1.5%的。如果哪天涨幅达到了1%,就被一些媒体说成是“失涨”,让许多国外金融界的投资人士觉得不可思议。

股票市场是价值投资和短线投资并存的市场,股市如果没了投机机会,也就会失去投资冲动,短线客的纷纷离开也就成了自然和必然。A股3个月涨幅没有一天超过1.5%,这对散户来说,一进就被套,一撤就亏损,没有利润空间、没有赚钱效应,不销户才怪呢?

二、设计不合理,机制存缺陷。

中国的股指期货是T+0机制,而A股却是T+1机制。这种设计不合理,导致一些大

资金在两个市场之间进行对冲操作,股市每次反弹都困难重重。

2011年12月,沪市流通市值为122851亿元,日均成交额为465亿元。以此计算,真实换手率只有0.38%,竟不足998点历史大底前最悲观时的一半。今年1月到5月,沪市的真实换手率依次只有0.47%、0.62%、0.72%、0.64%、0.65%。目前,A股的每天交易量也仅有500个亿左右。其中,1/3还是通过做“对冲”而形成的,有相当一部分是套利资金,真正的交易量并没有多少。就拿笔者所在公司来说,由于也做对冲,一天的交易量有时可达1-2个亿以上。

由此可见,由于股市T+1交易与股指期货T+0,不仅交易不能匹配,而且还导致了投资者不能及时规避市场风险,限制了股市的整体交易活跃度,降低了市场资金的流动性。

股市和一切商品市场都是价值投资和短线投资的组合。两者是一辆车上的两个轮子,缺一不可。人人做巴菲特,就没有巴菲特。如果大家都是价值投资,那么这个世界上就没有交易量,交易所就会倒闭。那么,中国的A股如何唤回更多的散户来参与市场竞争呢?我认为只有抓住问题的根本,对症下药,才能收到事半功倍之效。具体可以从两个方面入手。

第一,尽快恢复T+0机制,不断增强股市波动性。

恢复T+0机制,有利于增强投资者的信心,有利于增强股市的波动性,有利于刺激交易量。股市如果没有暴利,没有赚钱效应,“聪明钱”就不会进来。投机的功能就是要有一些资金在股市里面不断炒作,赚取差价,让股市成交活跃起来。成交活跃了,长线投资者的人看到股票每天有几十万、上千万的成交量,这样,长线投资者心里才安定,才能激发投资欲望。如果成交量没有了,像香港创业板股票那样,就是市盈率再低也没人敢买。与此同时,由于T+0交易在一个交易日内的多次操作,这绝对有利于股价短线波动频繁,差价机会增多,成交量也必定会有所增大,这对短线客而言,无疑是增加了更多的博弈机会。

恢复T+0机制的时机已成熟。过去,人们一直认为推出T+0会造成A股过度投机。这种担心在股指期货推出前应该是有道理的,但现在已不同过去了,股指期货推出已快3年,减震器作用发挥得“有过之而无不及”。可以说,现在的股市与几年前的股市已完全不同,中国的股市也已走向了成熟。所以,恢复股市T+0已水到渠成。

实行T+0机制,也是发达国家成熟股市的普遍做法。“T+0”是境外成熟市场较普遍实行的一种交易制度,对提高市场流动性和投资者规避隔日股价波动风险都能起到重要作用,如美国、英国、法国、德国、日本等,它们的股指期货是T+0机制,股票也是T+0(或者说相对的T+0机制),它们能做到的,我们为什么就不能呢?

第二,充分运用税收杠杆作用,让投资者真正得到实惠。

降低或取消印花税,对刺激股市、增强活跃性必将起到积极的推动作用。对此,我建议,管理层应该高度重视并充分运用好税收的杠杆作用,如当股市行情好时,可适当提高印花税;而当行情处于低迷时,可降低或者取消印花税来刺激市场,还利于投资者,为股市增添新的活力。

作者单位:江苏中盛伟业资产管理有限公司)

投资不要过分依赖数学模型

田书华

经济分析(例如股票价值分析)中定量分析,一般是运用计量经济学的理论,建立数学模型对经济问题(投资问题)进行分析、计算和预测。

应该认识到,计量经济学为我们定量分析经济问题提供了一种方法,对于我们更好地把握经济问题有一定的帮助。但是我们不能因为有了数学模型就认为问题得到了解决,也不能认为计量经济模型就是科学的依据。我认为,计量经济模型只是从一个侧面给了我们分析经济问题的方法,在具体实践中绝对不能对计量模型神秘化、崇拜化。

事实上,定量中包含着很多“拍脑袋”的因素。有时候定量预测出来的结果比拍脑袋拍出来的误差更大。为什么说严谨的数学模型也是拍脑袋呢?主要表现在以下几个方面:

第一,数学函数类型的选择含有“拍脑袋”因素。计量经济学中的模型都是在假设前提下进行的,一切模型都是假设的,我们进行计量或建立模型的时候都是假定经济运行符合某个函数公式或模型,实际上,经济运行复杂得很,经济运行不可能符合任何公式或模型,但是人们却按照自己想象的模型或公式进行运算,因此数学模型的选择是拍脑袋拍出来的。

第二,条件的假设含有“拍脑袋”因素。我们知道,任何数学模型都是在一定的条件下才能成立、才可以运用,而在经

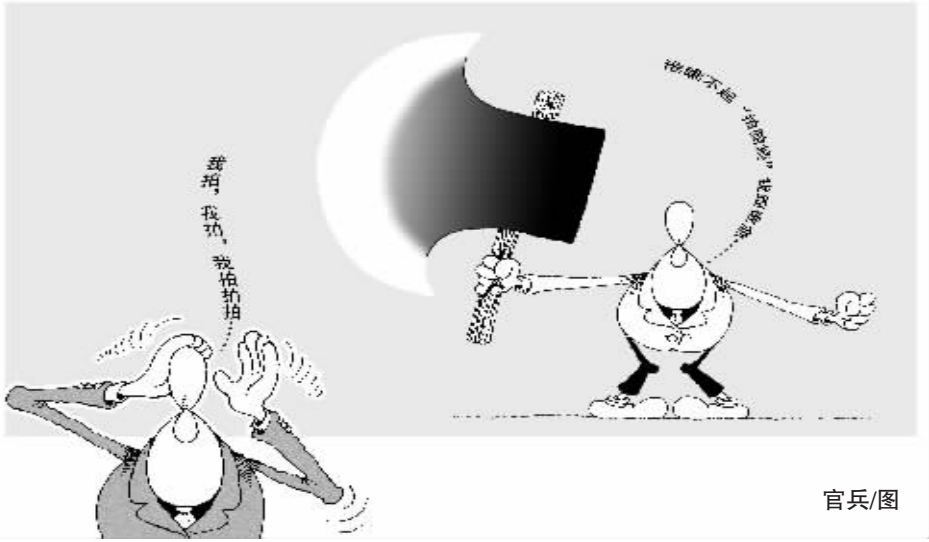
济分析过程中,我们的假设条件很难与实际情况吻合,这些条件很多是假设出来的,而且在这个假设过程中,很多条件也是拍脑袋拍出来的。

第三,模型中的很多参数是“拍脑袋”拍出来的。模型中需要的参数是人们自己设想的,不可能正好与实际相符,大多是根据经验或参照体系拍脑袋拍出来的。

第四,在应用模型的过程中所用到的资料、数据、信息,不可能完整、精确。用这些不完整、不准确的信息带入一个非常准确的数学模型得出的结论也会产生误差,何况我们的模型、参数都不可能完全准确,因此模型本身也不正确,用不准确的数据带入不准确模型所得到的结论是否可靠就可想而知了。这些不正确的参数、数据带进一个不正确的模型中,经过“几经周折”的运算,肯定会导致最后的结果是误差更大(中国有句古话——失之毫厘,差之千里)。

由此可知:计量经济学中的数学模型也是拍脑袋。不能把数学模型看得太神秘。

另一方面,定性中包含着定量的因素,“拍脑袋”中也包含不少科学因素,因此,不能瞧不起“拍脑袋”。为什么这么说“拍脑袋”中包含着“定量与计算”呢?因为拍脑袋一般来说是经验丰富的人凭着多年的经验与感悟“拍”出来的,也并不是随随便便瞎说的,在他们拍脑袋的同时已经在心理进行了盘算,因此定性中包含



官兵/图

着定量的因素。

证券投资,不是不要定量分析,定量分析还是很有必要的,但是定量分析的结论仅仅是可供参考的依据之一。实践中,应该以定性为主,以定量为辅的投资,即便通过定量计算,也要给出足够的冗余,才能保证计算结果不会犯定性的错误。巴菲特为什么喜欢业务简单的企业,因为业务一旦复杂,影响因素就呈几何级数增加,即便抽提出每个业务的主要影响因素,对于企业这个系统而言,输入还是太多,每个变量之间的相互作用关系只能估测,那么会造成巨大的误差,从而导致定性的错误。不是导致安全边际要求太高而失去投资的机会,就是安全边际估计不足,导致投资风险剧增。

事实上,价值投资像其他社会科学一样,既是科学也是艺术。比如战争,不可能通过精确的计算来定出胜负的时间和地点。例如:毛泽东的《论持久战》可算战争理论经典了,他老人家只是说明这是一场持久战,由三个阶段组成,但他没有测算持久的时间,也没有定出防御、相持和反攻转化的时间点,这样我们就很容易理解为什么由诺贝尔经济学奖获得者坐镇的基金用精确计算来指导投资会一败涂地,我也认为人类情绪的预测比天体运行轨迹的测算要难很多,根本不是一个数量级的,因此,牛顿算不出没有什么羞耻的。

作者单位:中国银河证券股份有限公司博士后科研工作站)

金融创新重在渠道创新

汤亚平

在前不久深圳举行的2012产业金融创新与发展高峰论坛上,一些企业家和金融界人士提出“金融渠道创新”的全新概念,认为金融渠道创新是金融创新重要组成部分,粤希望广东的金融资本和金融产品像“粤货”一样辐射全国,以解决广大中小企业融资难的问题。

众所周知,中小企业在国民经济发展中发挥着重要的作用。目前全国有中小企业和非公有制企业4200万户,占全部企业总数的99%,中小外贸企业数量将近500万户。中小企业所创造的最终产品与服务价值占全国的58.5%,出口总额占全国的68.3%,缴纳税收占全国的50.2%,解决就业人数占全国的80%以上。

另一方面,大量中小企业遭遇破产倒闭、用工荒、拉闸限电、人工原材料成本上涨,融资难、利润下降……

贡献与待遇的倒挂成为本次论坛热议的焦点。

参会专家认为,在所有的难题中,“求钱若渴”是绝大多数中小企业面临的主要问题,而商业银行的“嫌贫爱富”使得不少企业都遭受了融资困境。今年以来,在各项政策的支持下,中小企业在获得银行新增贷款方面有所增长,但在获得贷款方面的能力仍然较弱。这显然与中小企业在我国经济社会中的地位不匹配。

时下,许多地方政府都在推动金融创新,有的开放民间金融试点;有的筹划各类创投和股权投资基金;有的鼓励中小企业IPO上市;有的备战新三板扩容……但是,这对绝大多数中小企业尤其是小微企业来说仍是可望而不可及。金融创新应急中小企业之所急、想中小企业之所想。

在论坛上,深圳先行先试打造信贷

超市引人注目。中国银行深圳分行与阿里巴巴旗下的深圳一达通公司合作,创造出了“信贷工厂产品+电商金融超市”的新模式。“金融粤货”通过这一新模式辐射到全国,乃至全球。由深圳金融机构提供的外汇结算、订单融资、赊销融资、信用证融资、远期外汇、信用保险、货物保险等金融产品,通过一达通为超过6000家全国各地的外贸企业使用。当前日使用量超过5000万人民币,而且正在以每月15%的惊人速度增长扩张。预计今年全年金融服务规模超过150亿元,明年将超过600亿元。

金融渠道创新并不是一挥而就。与传统渠道相同,金融渠道首先要有市场价值,为产品销售搭建平台;与传统渠道不同的是,金融交易的特殊性要求金融渠道要具备功能性。这一功能性要求金融渠道不仅仅是客户的渠道,也是金融产品所需条件的渠道。金融渠道必须

要有鉴别融资真实性、借款人还款能力、还款来源等功能。

深圳电商金融产品超市有两个特点:一是为银行规避了风险,降低了成本。深圳一达通是一个中小企业外贸流程外包服务平台,由于中小企业整个外贸流程在其平台上完成,通过其平台,解决了信息不对称问题,掌握了贸易的真实性;二是电子商务的特性使得银行服务范围扩大,过去贸易金融产品只局限在深圳本地,现在通过一达通平台走向了全国乃至全球。据悉,目前深圳的金融机构正在与外贸公共服务平台合作,通过金融渠道创新,使广东的金融产品和服务走向全国乃至日本、美国等国家。

笔者认为,深圳金融渠道创新的案例非常典型,这说明渠道为王不仅适用于传统产业,也同样适用于金融服务业。可以预见,金融渠道创新将取代金融产品创新成为未来金融创新的主流趋势。

■财苑荟萃 | Finance Court Meta |

追求社会效益债券让资本也公益



廖定峰

根据英国《金融时报》报道,高盛(Goldman Sachs)将联手纽约市发行美国首只具有重要意义的“社会效益债券”(social impact bond),这是对这种试验性融资方式的一次尝试,它旨在帮助资金短缺的地方政府为公共项目筹集资金。

高盛将为一个项目提供960万美元的贷款,该项目旨在减少再次犯罪后重新入狱的纽约年轻人数量。这一项目能否成功,将影响到高盛的最后回报。高盛若要

收回全部960万美元的投资,项目相关人员的再入狱率必须下降10%。如果下降比例高于这一目标,高盛将获得更高的回报,但最高回报额被限定为210万美元。

上述交易安排也被称为“基于绩效给付的债券”(pay for success bonds),支持者对其大加肯定,称其为公共项目融资的创新型途径,它使得地方政府能够联手私人投资者,同时也可能达到节省资金的效果。英国的一些城市已在实施这类方案,而在美国,进展却较为缓慢。批评人士指出,将私人投资者引入公共项目领域可能会对公共项目的创建、实施以及评估方式产生影响。

当你第一次看到这种模式的时候,是不是和我一样感到惊叹:原来私营企业可以如此巧妙地参与到公共项目中去,金融资本与创新可以与公共项目、慈善项目如此好地进行结合。

相信“社会效益债券”对于我们大多数人来说,还只是一个新生事物。对

于债券市场发展还处于初级阶段的中国,也许现在引入“社会效益债券”的土壤还不够,但我们现在可以对此研究。以中国人的聪明才智,说不定可以创造出比美国国家更好的“社会效益债券”,从而更好地体现社会主义的优越性。

同时,作为社会主义初级阶段的中国,仍面临大量的社会矛盾和问题需要解决。社会效益项目投入资金不足,就是问题之一。现在国家正在大力推动民间资本进入各领域投资,并且放开了铁路、电信、金融等此前一些国企垄断的部门。我们是否也可以向民间资本开放公益领域呢,让更多的民间资本参与到社会效益项目中去。

以往,民间资本参与公益的形式,主要是捐款,比如向红十字会捐款,向宋庆龄基金捐款,向希望工程捐款等等,但效果似乎并不佳。由于纯粹的捐款,并没有利益机制来促使民间资本参与到款项使用的监督中去,于是我们出了“郭美美”事件,给中国的公益事业带来了巨大损害。

参照上述高盛的项目,以“希望工程”为例,中国的社会效益债券就可以发挥自己的作用。企业A联合某省的教育部门(或者其他机构)发行1亿人民币“社会效益债券”,以帮助解决当地留守儿童的教育问题。如果当地留守儿童在义务教育阶段辍学率低于5%,则该企业A可以获得100万的收益。

当然“社会效益债券”的收益多少如何确定,辍学率多少比较合适,以及如何确定,假如没有该项目,该省的辍学率有多少,即该项目的净收益怎么计算等,都有赖于债券市场专家和社会公益人士,以及政府集体参与其中。我作为一名债券外行人,上述的建议可能浅薄,但直接让我觉得,民间资本在中国公益社会中应有更大作为,金融创新也一定可以参与到公益项目中去。希望更多金融人士能够关注金融创新与公益的结合。

(作者系东方白银网主编)