



拿什么拯救你，中国股市 寻找振兴中国股市方略大讨论(14)

证券时报 SINA 新浪财经 联合主办

网络参与:
www.stcn.com
finance.sina.com.cn

将过剩流动性引入股市 提升股民信心

魏凤春

通常，流动性过剩与否可用广义货币/国内生产总值(M₂/GDP)来甄别。从各国M₂/GDP的演进特征来看，该比值在美国呈现出相对稳定的特征，但在我国却表现出明显的上升趋势，且明显高于发达国家和“金砖四国”中的其他三国。若将这一比例看成经济杠杆，我们不难发现，中国经济很大程度是由货币供给推动的。所以，基于横向比较可看出，中国的货币供给确实过剩了。

中国经济保持9%的年平均增速已持续增长30多年，这在世界经济发展史上极为罕见，经济增速下滑将是必然趋势。这一转变被经济学界形象地喻为“着陆”。就“着陆”来说，有“软”与“硬”之分；若将经济比作飞机，“硬着陆”将导致机身严重受损。于是，伴随着经济转型，政府迫切希望实现经济增速的“软着陆”。

但是，中国经济持续多年依靠货币撬动的高增长已积累了大量过剩流动性，这构成了经济结构转型及“软着陆”的最大障碍。在这样的背景之下，有人提出了一种立竿见影的处理办法，即通过紧信贷来收缩过剩流动性。但是，我们认为

这种做法的风险太大，故不可行。我们从政府与企业两个层面做简要分析。

一是政府行为的视角。当前，学术研究普遍认同中国经济的“增长奇迹”是由“政府主导”的。毋庸置疑，“政府主导型经济增长”是中国从落后走向复兴的历史必然和可行选择，并极大地体现了社会主义制度在经济追赶期“集中力量办大事”的优越性。但是，长此以往也会出问题。在顶层设计的激励模式下，各级地方政府通过加大投资推动着中国经济的高速增长。增长的源泉是投资，而拉动投资的却是信贷投放。通过信贷，地方政府确保其在“强金融、弱财政”的格局下，能够源源不断地实现其增长动机；与此同时，银行贷款也天然地偏好于政府基础设施项目，其主要原因是政府的隐性担保。因此信贷一旦回收过猛，政府惯性的投资扩张行为便会戛然而止，投资领域（基础设施及房地产领域）会出现大量的“烂尾工程”与“半拉子项目”，导致经济增速急剧下滑，银行不良资产将大规模滋生。

二是企业行为的视角。宏观流动性过剩的同时，微

观主体却面临着流动性约束，这使得货币政策的制定陷入了两难。紧缩性的货币政策确实可降低宏观流动性，但问题是它还会造成企业财务恶化（不少企业都用短期资金来为固定资产投资融资）。对中小企业而言，后者的影响将更甚。2010年《深圳市中小企业发展报告》的调研结果显示，七成以上的企业面临资金短缺和融资困难，且90%左右的高新技术企业还把资金短缺列为企业发展面临的重大困难。

不难想象，央行一旦紧缩流动性，中小企业极可能因资金链断裂而停工、停产甚至破产倒闭。因此，流动性影响经济增长，还会严重拖累就业，进而间接影响到社会的长治久安。

基于此，我们认为通过大量收缩信贷来回收流动性纵然是解决流动性问题的釜底抽薪之计，但从收益-成本角度考虑，这一做法并不可取，因为将其会加剧经济硬着陆。

过剩流动性好比硬币的两面，如若处理不当，由其形成的强大购买力将推动各种价格上涨，甚至摧毁整个经济，如果处理得当，这些强大的购买力则将服务于实体经济。

怎样才能正确地处理过剩流动性？我们认为，政策的关键在于“疏导”，即为泛滥流动性找一个“池子”。

理论上，证券市场，特别是股票市场，是吸收流动性的最佳“蓄水池”。道理很简单，股票的需求总能找到供给。所以，面对巨大的流动性，我们完全没有必要冒着经济硬着陆的风险去“围堵堵截”，而是可考虑怎么去吸收、消化它们。届时，政府要做的工作就是引导这部分多余的流动性流向资本市场，并同时确保它们进行长期价值投资。

因此，要治理过剩流动性必须大力发展资本市场。只有资本市场强大了，过剩流动性才有真正有效的容身之所。那么，如何才能做大做强我们的资本市场？经验表明，缺乏流动性肯定不行。事实上，当前资本市场发展滞后表现出来的不成熟问题（如市场层次少、规模普遍偏小等）大都与资金面的匮乏密切相关。因此，发展资本市场可从资金层面的支持着手。至于监管理念、管理水平上的问题，则可“摸着石头过河”，在动态博弈中逐步解决。

上述设想能否实践，对以下问题的回答尤为关键——流动性引入资本市场后是否会引发泡沫风险？而这也是以往研究者们不曾回答的。理论上，答案是肯定的，并且从日本的经验来看该做法无异于饮鸩止渴。当年日本为冲销升值对经济增长的负面冲击，采取了持

续的系统性宽松的货币政策。经济增长虽然实现了，但却使经济体中积累了大量过剩资本，使得经济泡沫大量滋生，最终泡沫的破灭使日本陷入了不堪回首的“失落十年”。但是中国现阶段情况完全不同，原因在于，当前资本市场这个池子本身是干涸的，并且“雪上加霜”的是，资金还因市场低迷而持续流走。

总的来看，目前市场信心与流动性正呈现出一种自我强化的“螺旋式”走弱的态势。将过剩流动性引入股市主要目的是提升股民信心，并以修正因信心丧失而形成价格对基本面的向下偏移（尽管我国经济出现了下行，但与欧洲国家的长期萧条相比，还算是好的。既然如此，我国股市就不应该“新低复新低”，沦为最差股市），让股市尽快充当起经济的“晴雨表”。所以，担心泡沫化的问题有点为时尚早了。

因此，我们必须把握当前流动性过剩与资本市场低迷并存的机会，顺势而为，把多余的流动性疏导到资本市场上来，这从短期来看，可迅速扭转市场颓势；从长期来看，则可推动中国金融体系的制度变革和资本市场的发展。至于具体的政策建议，则是相关部门急需切实思考的问题。

（作者系博时基金宏观策略部总经理）

避免中国股市的沙漠底

陈麒

我们的股市发展有二十多年了，已经是一个成年人了，如果换个角度看股市，从生态和环境治理的角度来议论，股市的生态主要由股民和上市公司组成，环境治理由证监会组织实施，良好的生态和环境治理应该是：股民。一部分希望通过将辛苦积蓄的钱通过投资股票获得比银行利率高一点的回报，尽管这部分人有投资风险意识，但没有人说我把钱投到股市是准备打水漂的。

上市公司。他们原来是一批通过借钱后，可以钱生更多钱的商人或经营者，他们相信通过借别人钱可以给人更多钱的人，这批人经过种种努力最后通过上市公司让股民获得回报。

证监会就是制定规则和实施管理。让更多的人愿意往股市里投钱，这样就可以支持更多上市公司用股民的钱来进行建设，促

进国家的经济发展。

在这个生态系统中，股民愿意投钱是本，是源头之水。上市公司拿了股民的钱，不能给股民回报就会破坏这种生态平衡。

证监会还要关注股民是否愿意投资股市，如果当前股市是10万亿规模，你要做大股市，发更多的股票，但大家不愿投钱，最终股票数量增加一倍，规模还是10万亿，就相当于将一个湖泊治理成沼泽，如果股民不愿生活在沼泽，那最后的结局就是沙漠。中国股市目前没有钻石底，7-8月间，沪深两地开户账户中曾经有4%的账户在进行交易，来源之水已经日渐枯竭，如果不加治理，未来一定会有沙漠底。

希望股市参与各方能够正本清源，平衡、恢复股市的生态环境，避免中国股市的沙漠底。

政策三步走非救市是纠偏

蒋凯

有一种观点认为，现在已经没有办法救市了，他们认为如果救市就成了名副其实的救市，并且还会有相反的效果。而我不那么认为，我认为当前应该在三方面采取一些积极政策。

首先我要对政策市的说法进行抨击，因为那只是有关部门或者团体推卸责任同时保护自己利益的说法。市场要规范就需要政策来完善，即使政策完善了、股市规范了，同样还需要根据国家经济和股市的发展需要来不断地完善和指导。西方的股市发展了这百年还需要根据国家经济的发展需要实行必要的政策干预，例如此次的美国就是一个很好的例子，何况中国。中国的股市面临的三大问题：一是全世界最高的印花税率、红利税；二是恶意圈钱融资；三是大小非解禁的暴利所得以及其他一系列市场法制健全的人就得三思了。

第三，把住退出端，以公平要旨建立公正合理的二级市场退出机制。

目前的制度是股票退市了其风险和损失都让普通投资者来承担，既不公平也不合理。由于圈钱太容易，又不用承担任何风险，因此大量公司争着上市、抢着变脸、急着ST、赶着卖壳退市。改变这一状况的有效办法：

一是建立公正合理的二级市场退出机制，就是二级市场退出要与一级市场发行机制相衔接，以风险质押制度为核心保障，你可以亏损也允许退市，但必须分清责任，谁的责任谁赔偿。

二是必须建立公众集体诉讼制度，非正常因素造成的退市必须用质押股票做补偿。这是用法律形式强制董事以上人员用个人权益为一般投资者所做的一种补偿机制。对于董事以上人员来说既是一种法律责任风险，也是一种市场道德风险；对于一般投资者来说既是一种法律赋予的基本保障，也是一种集体诉讼威慑力。

三是退市公司必须强制回购，回购有别于质押补偿，回购是公司中小投资者的风险保障，其实质是用投资者的公司的自身权益为投资者做的弥补。

（作者退休前系北京市西城区政协研究室副主任）

问题等等都没有解决。在这个时候如果提出让中国股市国际化、市场化，那我认为是不妥的。

其实，政策三步走不是救市而是解决市场面临的问题，纠正错误的或者偏差的体制、政策和言论。所以政策三步走的第一步就是降低或者直接取消印花税率和红利税，印花税的降低象征着打压政策的取消，也表示政府对市场的呵护，但印花税的降低势必让伤心的股民或者机构借机而逃；这个时候立即出台已制定好的《关于规范、限制新股上市融资行为暂行规定》，解决业绩变脸、恶意圈钱、融资的问题。此政策的出台让股市进一步走好的同时也进一步提高了信心。此时应该加强、加快股市的法制化建设，来进一步规范市场。这个时候要走的第三步就是出台《限制大小非解禁新规暂行办法》。这样分三步走切实保护投资者利益，怎么会有股灾的发生？

以投资者为本还证券市场本来面目

张育林

面对证券市场的种种问题，应该痛下决心以公平为核心重建市场，真正还证券市场以本来面目。一句话就是要“依法治市，把住两端，严管中间”。

第一，以投资者为本依法治市。抓紧时间修改《证券法》，建立以投资者为本、为投资者服务的法规取向。改变目前以行政手段为主的监控管理模式，要充分发挥股民的市场监管及法律的威慑作用。证监会必须放弃自身的行政管理部门利益，从市场角色中解脱出来，改行政监管为依法治市，做依法治市的执法人、守法人和护法人。要用法律规范约束市场各参与方的行为和利益，目前的法规对市场参与各方亦有表述，但从根本上并没有体现以投资者为本的价值取向，所以才造成市场对融资企业、大股东、券商、保荐中介机构等有利，而对中小股民不利，造成中小股民成为绝对弱势群体。应该清醒地认识到：中国股票市场中中小股民占相当比例是由中国的特殊国情所决定的。如果教条地照搬西方市场的投资者结构来认识中国的证券市场，那纯粹就是白痴。为此，要用法律来保护投资者的利益，要界定各类投资者的法律责任。要用法律来构建市场的公平机制，以公平机制来约束平衡市场的进入机制、市场交易机制和市场退出机制。

第二，把住进口端，以公平为核心构建符合规律的一级市场运行机制。

欲上市企业上市发行股票，股票发行人与认购人就其性质来说，融资方是先期非上市公司投资人，股票市场的（包括一级市场）购入股票的是上市公司投资人。先期投资人预先在社会渠道投资设立了企业，为了能够在股票市场进行融资，就必须取得上市资格，按规定核定公司资产，在公司净资产的基础上加上公司的盈利预测，作价（溢价）发行股票。本来是简单明晰的市场行为，却因为当初认识上的偏差，导致了规则的偏差，使一级市场成了纯粹的圈钱场所，造成了一级市场与二级市场的割裂，使二级市场成了畸形的市场。

真正的不公平是把发行股票这个征集投资者的正常行为，扭曲成为兜售金融证券资产的行为。股票发行人上市只是为了融资，为了兜售证券资产，仅此而已。至于上市公司上市是否为社会创造财富，是否经营盈利，是否给股东带来投资回报则无需考虑，可以立马变脸，可以闪人退市。证券市场20多年来大家一直觉得不公平，这里的核心症结就在于公司性质转变和投资人身体的界定。一个企业在公开发行股票之前是非上市公司，而公开发行股票之后是上市公司。公开发行股票之前不管你初始投入多少，到你公开发行股票之时通过资产审核得出的净资产额，不是你初始投入的资产回

报，也是一种了断。上市之后公司性质已经发生了变化，已经脱胎换骨成为公众公司，重打锣鼓另开张转变成了上市公司，不管你持有股票多少，大家都是这家上市公司的投资人，都是主人，在性质上都是平等的。至于上市后对公司未来盈利预测所融来的资金，那是投资人大家的共同资产，既不是你发行人布施给二级市场股东的，也不是公司已经创造出来的财富，而是一种市场预支。对于市场预支的这部分资产其本质上是二级市场股东通过股票发行这个路径预先支付给上市公司的，是上市公司投资人的共同财产。股票发行人不仅拿到了原始投入的增值资产，又额外享受到了市场预支的这部分资产，目前发行制度下不断产生的千万亿万富豪就是这样来的，这不符合市场公平、互利规则，违背了市场规律。

所以，股票一级市场改革必须从公司性质转变和投资人身体的界定这个核心症结入手，建立一级市场与二级市场相互衔接、良性促进、公平互利、健康发展的法规体系。

一是必须取消股票发行审批。股票是一种投资品种，发行股票也是一种商业买卖行为，商品的质量如何，标准怎样，必须由购买的投资者认可，越俎代庖为投资者做决定，违背了市场原则和规律。买卖行为是市场行为，无需政府费神费力替投资人操心选股或发多少股票。行政办办既不符合市场原则，也为滋生腐败提供了寻租，扭曲了市场。让买卖双方自己去决定，其实是撤去了人为设定的寻租标的，

这是还市场以本来面目的一环。

二是取消保荐人制度。保荐人名义上是为欲上市公司而设，其实是应行政审批之需而设，是依附在股票发行人上为对付行政审批的猎食者，这不仅为行政寻租拓宽了空间，还无端增加了上市包装、公关、寻租、保荐酬金等成本。管理层只需法律来规约上市公司诚信守法、公平竞争，管理层需要承担的是证券市场的法规教育，这是一项社会基础教育，这项公益事业是证监会责无旁贷的事。其他如会计师事务所、律师事务所等中介机构都必须赋予相应的法律责任。

三是必须建立风险质押制度。所谓风险质押就是股票发行人控股股东或大股东、董事（不包括独立董事）、职业经理人（总经理）必须执行风险质押，就是股票发行人控股股东或大股东、董事必须以自己的股票与其他投资人所承担的风险作对价进行质押。总经理实行期权制度以期权做质押。董事以上投资人视持股比例必须对其他普通投资人负责，承担相应的责任，确保公司不作假、不失信、不圈钱跑路，协力公司发展。总经理必须对董事会和全体投资人负责，诚信经营，勤奋执业。否则，出了异常问题就依法用质押的股票进行赔偿。这是最公平合理的市场规则，这样就无需政府操心为投资者审批选秀，也无需操心上市多或少、快或慢。投资者也无需过多担心踩地雷，提心吊胆防造假。发行人也无需费心劳神跑路公关，无需受保荐人掣肘无端增加成本，无需费尽心思造假假靓，只需要

诚信真实，只需要把心思用在公司经营发展上，越真实越好，公司经营越优质越好，越受投资者欢迎越容易融到更多的资金，董事们风险就越小，因为此时董事们的风险与普通投资者的风险是捆绑在一起的，这就是风险质押机制的效能所在。反之，想在股票市场圈钱暴敛的人就得三思了。

第三，把住退出端，以公平要旨建立公正合理的二级市场退出机制。

目前的制度是股票退市了其风险和损失都让普通投资者来承担，既不公平也不合理。由于圈钱太容易，又不用承担任何风险，因此大量公司争着上市、抢着变脸、急着ST、赶着卖壳退市。改变这一状况的有效办法：

一是建立公正合理的二级市场退出机制，就是二级市场退出要与一级市场发行机制相衔接，以风险质押制度为核心保障，你可以亏损也允许退市，但必须分清责任，谁的责任谁赔偿。

二是必须建立公众集体诉讼制度，非正常因素造成的退市必须用质押股票做补偿。这是用法律形式强制董事以上人员用个人权益为一般投资者所做的一种补偿机制。对于董事以上人员来说既是一种法律责任风险，也是一种市场道德风险；对于一般投资者来说既是一种法律赋予的基本保障，也是一种集体诉讼威慑力。

三是退市公司必须强制回购，回购有别于质押补偿，回购是公司中小投资者的风险保障，其实质是用投资者的公司的自身权益为投资者做的弥补。

（作者退休前系北京市西城区政协研究室副主任）