

股市监管:你不可不知道的故事

二十多年来,A股走势跌宕起伏,“股事”曲折繁复。其中,一个不可或缺的主角就是管理层。有关它与市场的恩恩怨怨,一直是市场焦点话题之一。历史又提供了一次机会,让我们了解其中奥义,并借此梳理一下曾经的故事。

中国上市公司研究院

4月17日,证券业协会、上交所、深交所等单位联合发布《关于促进融券业务发展有关事项的通知》,称支持机构投资者参与融券交易,扩大融券券源,充分发挥融券业务的市场调节作用,将扩大融券交易和转融券交易标的证券至1100只。与此同时,证监会主席助理张育军在券商融资融券业务通报会上对两融业务提出七项要求。其中提出,券商做两融业务不得开展场外配资、伞形信托等活动。

消息一出,市场哗然。投资者似乎嗅到证监会有意鼓励做空、打压股市的味道。然而,就在投资者惊魂未定之际,4月18日,证监会又紧急发出澄清声明,称上述说法只是重申过去规则,督促市场合规经营,不是打压股市,大家不要曲解。

不仅如此,4月19日,央行也发布公告:自4月20日起,下调各类存款类金融机构人民币存款准备金1个百分点云云。

对于央行的降准,市场各方有不同解读。但对于股市投资者而言,央行之举无异于对冲证监会的利空。不管这样的解读是否准确,是否符合央行的初衷,有一点是明确的,即2014年7月以来这波行情具有非同寻常的意蕴:有些人认为,搞活股市是促进经济发展、扭转经济不景气的有效举措;还有一些人甚至将股市走牛与国运挂钩。因此,央行降准也就具有了更深的含义:呵护股市,谁也不敢承担股市暴跌的责任。在一些人眼里,股市所代表的已不是一个简单的融资平台,而是具有更加神圣的历史使命。

经过两天的折腾后,4月20日的股市对此做出了颇具对称性的反应:早盘,上证指数小幅低开,随后震荡走高,似乎迎合了央行的降准举措;午后,股指大幅跳水,最终以1.64%的跌幅报收。这似乎又意味着在投资者眼里关于融券的说法不会是空穴来风,警惕风险仍是当务之急。而当天沪市交易量爆表,沪深两市合计1.8万亿的历史天量显示多空仍的较量十分惨烈。后市何去何从,不仅考验投资者,也考验管理层。

看惯了A股的春风秋月,我们对这样的境况不会太陌生。不管证监会的扩大融券范围等监管举措与央行的降准是否直接针对目前的股市,但投资者普遍预期,它们会对市场走势产生组合性影响。这些看似矛盾的举措,实际上透露出管理层对股市走牛既恨又爱的矛盾心态。而且,我们相信,这样的举措以及由此而来的市场大较量只是这波行情的序曲,类似的惊涛骇浪还会再来。

不过,对投资者而言,重要的是,不能沉溺于故事本身,而是要弄清楚类似不断重复的故事背后的东西,并明白其对于未来的股市走势有着怎样的含义。

A股起源于三十多年前的经济改革,是海外舶来品,也可以说是国内顶层设计的产品。因此,股市一开始就与监管者结下不解之缘。既想利用它,让它充分发挥经济功能,辅佐经济改革与市场体制建设,又担心股市火爆而引发其他严重的经济社会问题——这就是管理层与

股市尴尬关系的心结。正是这种矛盾心态决定了股市的大起大落以及投资者的酸甜苦辣。

经典案例之一:“三大政策”引爆股市

时间进入1994年,沪深股市还处于自高位1558点以来绵绵无期的下跌中。年初,上证指数已跌破1000点整数大关,来到800点附近,相比高峰期几近腰斩。

3月14日,时任证监会主席刘鸿儒在上交所第四次会议上宣布“四不”政策:55亿新股上半年不上市;当年不征收股票转让所得税;国家股、法人股与个人股不并轨;上市公司不得乱配股。当天,股市反应强烈,上证指数大涨9.90%。然而,好景不长。上证指数在780点附近徘徊几天后继续下跌,直至7月29日的325点。

7月30日,证监会“三大救市政策”出台:年内暂停各种新股发行与上市、有选择地对资信较好的证券机构进行融资、逐步吸引外国基金投入A股市场。事后证明,增发新股迎合了市场心理,而后两项只是管理层的一厢情愿,当时根本不可能实施。然而,受此虚实参半的利好刺激,股市返身向上,经历一段狂飙行情。8月1日,上证指数上升33.46%,深成指上升26.20%。当周,上证指数上升104.55%,深成指上升57.43%。其后2个月内,上证指数最高升至1052点,深成指抵达2162点,最大升幅分别为223.69%与129.03% (参见图一)。

尽管管理层对股市呵护有加,但1052点之后,股市仍然延续了先前的下跌走势,325点并没有成为扭转股市命运的支点。这一局面的改变在20个月之后的1996年2月才出现。

经典案例之二:12道“金牌”冷却股市

1996年年初,上证指数探底512点后回升。到12月初,指数涨到1200点附近,升幅超过1倍;同期的深成指表现更牛,从924点升到4500点,升幅为3.87倍。

面对火爆的股市,管理层不敢怠慢。从10月起,管理层总共发出被市场称为12道“金牌”的警告、通知、规则、办法等法令,包括《关于规范上市公司行为若干问题的通知》、《证券交易所管理办法》、《关于坚决制止股票发行中透支行为的通知》、《券商自营业务管理办法》、《进一步加强市场监管》、《严禁操纵市场行为》、《进一步加强市场稽查工作》、《加强风险管理和教育工作》等文件等,为股市降温。但这些都未能阻止住大盘升势。

直到12月16日,《人民日报》刊登了特约评论员文章《正确认识当前股票市场》,股市升势才戛然而止。特约评论员文章指出:中国股市今年快速上涨,有其合理的经济依据……但是,最近一个时期的暴涨则是不正常的和非理性的……股票交易过度投机明显。……没有只涨不跌的股市,缓涨可能缓跌,暴涨必

然暴跌,这是各国股市的一条共同规律。”并且,从当日开始,沪深股市实施涨跌停板制度和T+1交割制度。当天,沪深股市连续两天几乎跌停。也正是这12道“金牌”的威力,短短10个交易日,上证指数从1258点跌到855点,跌幅为32.03%;深成指从4500点跌至2800点,跌幅为37.78% (参见图二)。

经典案例之三:“半夜鸡叫”降温股市

2007年5月下旬,沪深股市如火如荼。从998点到5月29日的4334点,上证指数涨幅为334.27%;对应的深成指从2590点上升到13456点,涨幅为419.54%。

期间,大多数股票疯狂上涨。政府为此出台了一系列警告和降温措施,如加息、提高存款准备金率等,但都没能挡住股市上涨的脚步。5月,市场盛传上调印花税率,但财政部出面澄清。然而,就在30日凌晨,财政部突然宣布将印花税率从千分之一上调至千分之三。

当天,沪深股市大跌超过6%。随后4个交易日,上证指数最低跌到3404点,深成指最低跌至10652点。也就是说,连续5个交易日,上证指数下跌21.46%;深成指下跌20.84% (参见图三)。与此同时,众多股票连续遭遇跌停板,投资者损失惨重。这就是史上有名的“5·30”事件,也有股民戏称财政部“半夜鸡叫”。

过往监管效果评估

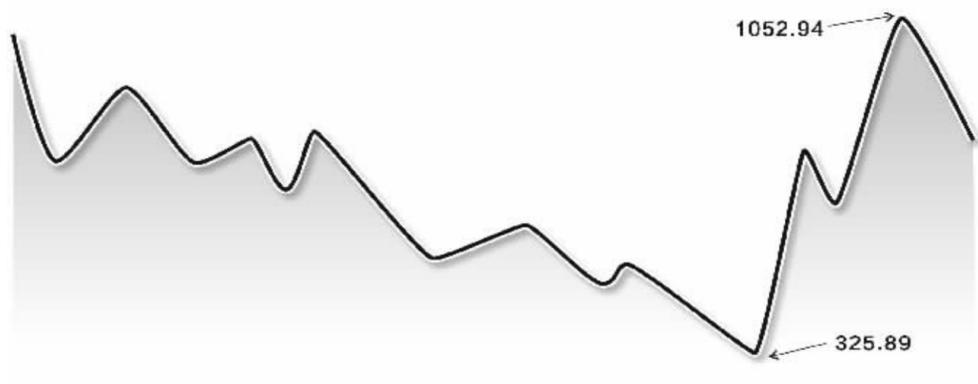
股市是市场经济的产物,也是多空力量博弈的结果。因此,股市需要监管以遏制市场力量的盲目性。这是市场经济发展得出的基本结论。相比较自由放任时代的情景,20世纪50年代,在放弃了原教旨主义市场经济理论之后,主张合理有限干预的经济理论为市场与政府之间的关系进入黄金期铺垫了基础。但是,对于不太熟悉市场经济理论与市场经济运作的国人而言,如何处理好市场与政府的关系,确实还有许多课要补。

针对股市的火爆或低迷,我们往往从愿望出发出手干预,以期达到改变不利局面的目的。但是,无数次的实践证明,能实现初衷的干预几近于无。

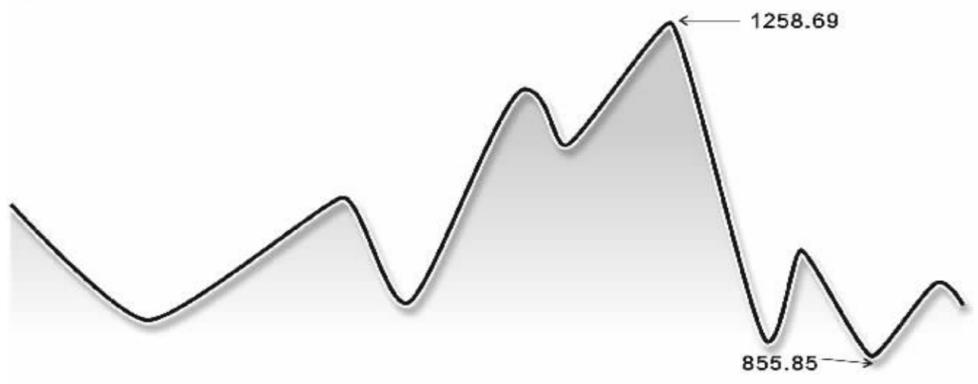
上述三次针对股市的监管举措之所以能定性为经典案例,在于它们包含了监管当局可以动用的手段以及何时监管的选时策略等经典内容。修改规则、制定新规则、动用舆论力量是常规武器,而且经济手段与行政手段并用,无时无刻不在表达对于股市的支持与打压。

然而,出乎意料的是,监管的初衷总是难以实现。以上述三次为例,1993年的“四不”政策的救市效应只持续了两天,市场依旧萎靡不振。而随后的“三大政策”虽然引发市场猛烈反弹,但2个月,股市再次下行20个月,指数腰斩。这是以利多面孔支持股市而费力不讨好的典型案例。1996年的12道“金牌”以及2007年的“半夜鸡叫”是降温股市的精彩

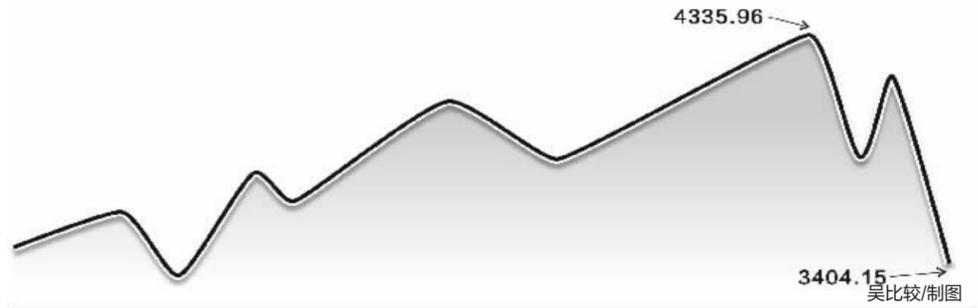
图一:三大救市政策点爆股市



图二:人民日报发社论股市大跌



图三:半夜鸡叫股市大跌



表演,也并没有达到预期的效果。

但事情远不是如此简单。类似的干预不仅达不到预期目的,还会产生严重副作用。这主要表现在两个方面:

其一,人为干预加剧了市场波动,变相鼓励投机,使得股市从一个取决于经济力量的市场演变为一个由政策赌博决定的投机场所。经济活动牵扯到利益关系,因此经济行为具有可预测的理性;政策博弈借助非经济权力,具有租借消散的副作用,因此,它会降低经济效率。二十多年来,A股形成了自己的特色,其中最鲜明的有以下三点:1、牛市时,股价涨得快,涨得高;2、题材概念满天飞;3、低价股、垃圾股最受追捧。所有这些都与经济因素无关,或者关系不大。换句话说,市场的投资热情不是来源于对预期的回报,而是差价炒作。这样的投资习性源于市场性质的扭曲,而大量的人为干预正是培养这种习性的最好的培养基。

其二,人为干预打乱了股市生物钟,扰乱经济调整节奏,延缓经济改善步伐。股市是经济晴雨表,但往往会提前预示经济未来。这里有两个逻辑前提:1、股市不能自行产生回报,其回报多少取决于上市公司的效率;否则,买卖之间就是零和游戏。因此,股市只能比照经济形势而展示自己。2、虽然股市依赖经济表

现,但虚拟经济拥有较实体经济无法比拟的灵活性,即股市具有极强的变现性。这样一来,股市应对经济领域变迁就会率先做出反应,但人为的干预试图改变股市的轨迹,使得股市表现不自然、不充分,实质上是调换,乃至毁灭了实体经济的参照系,使得实体经济处在盲目状态。人为干预股市不仅阻止不了股市的脚步,而且会伤害实体经济。这是二十多年来中国股市的基本经验。

对未来股市监管的预期

根据已有的信息来判断,目前正在行进中的A股无疑处在新一轮牛市中。即使最保守的人,也会认同这一判断。然而到目前为止,对未来市场走势却存在毫无疑义的分歧。最主要的原因在于对牛市支点的看法有分歧。

一些人认同目前股市在走牛市,但指数走不高,原因在于实体经济在可预期的时间里难以扭转走跌的趋势,对股市走高的支撑力非常弱。也就是说,股市大幅背离实体经济的局面不可能长时间持续下去,股市因此走不高。

一些人不仅认同目前的牛市,而且对后市非常乐观。在他们看来,本次牛市表现不会亚于2007年那波行情。换句话

说,如果上证指数不亚于2007年的5倍涨幅,最高可达12000点高度。即使幅度没有那么高,绝对值也不会低于6124点。而支撑他们的理由有两个:一是制度改革的红利;二是结构调整的红利。在这个基础上,甚至出现了“利用股市促进改革、加快结构调整和经济发展”以及“市值决定基本面”的观点。现在看来,这种观点似乎更得人心,成了市场认同的主流。

一旦股市成为可资利用的工具,出于改变经济困局的考虑,管理层对股市的容忍度会大幅提高。过去那种“怕出乱子、小心翼翼、步步为营”的监管理念会相对松弛。4月17日、19日,证监会与央行的对冲政策也许正好体现了这种心态。照此预测,接下来的日子里,严密监视、严厉打压股市的举措不太可能出现,至少在6124点到来之前。

不过,就整个国情而言,股市始终只是经济机器的组件。不可否认的是,它也是各种复杂的社会问题的根源之一。因此,若市场投机太盛,一旦股市脱离轨道而危及民生与社会稳定,保不准会惹来严厉的监管。因此,保持节操、理性投资,是投资者自保的最好选择,也是符合社会利益的最优选择。否则,火爆的股市最终会沦为财富的“绞肉机”。

(研究员 肖国元)

清水源 受益环保新政,资本市场开启未来发展空间

即将在A股创业板挂牌上市的清水源(300437)是国内水处理剂生产龙头企业之一,主要产品广泛应用于石化、冶金、电力、纺织、印染等行业的水处理领域。

4月16日正式颁布《水污染防治行动计划》(简称“水十条”),水处理行业迎来了巨大的发展机遇。受此影响,近期环保板块迎来了一段波澜壮阔的行情。即将上市的清水源作为水处理剂领域龙头企业之一,上市有望受到市场资金的追逐。

“水十条”落地 水处理剂需求暴涨

2014年以来,国务院、环保部等部门

陆续出台了一系列水资源治理领域的政策,一方面从立法层面打击违法排污,另一方面通过价格杠杆来提升水的资源属性,倒逼企业在用水和排水方面进行技术升级,实现节水减排。

在“水十条”中,国务院要求到2020年,全国水环境质量得到阶段性改善,污染严重水体较大幅度减少,饮用水安全保障水平持续提升,近岸海域环境质量稳中趋好,京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到2030年,力争全国水环境质量总体改善,水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶,生态环境质量全面改善,生态系统实现良性循环。同时,

“水十条”还设定了一系列的水质控制主要指标,明确了责任部门。完成上述目标,国家预计需投入资金约4-5万亿。

随着工业用水的持续增长,我国水资源匮乏的供需矛盾将日益突出。业内人士认为,国家“水十条”的正式颁布,水处理市场必将迎来爆发期,循环水、工业废水、中水等水处理市场迎来难得的发展机遇,将极大拉动水处理剂相关产品和技术服务的需求。预计技术和资本实力雄厚的上市公司受益将更为明显。

资料显示,在水处理剂研发、生产、技术服务方面,清水源是国内龙头企业之一,产品畅销国内外,公司拥有水处理剂

及相关产品专利技术和优秀的管理团队。随着募投项目的实施,公司的产品层次、研发实力、核心竞争力将进一步得到提升,可实现经营业绩的持续、稳定增长。

增资扩产 满足持续增长的市场需求

随着“水十条”政策的出台和相关技术指标要求的提高,将有更多的企业需要实施“零排放”工程,现有的水处理工艺、设施和设备需要升级和改造,也需要更多的水处理剂和相关技术服务。

本次IPO募投项目将进一步扩大产能,提高市场占有率,以巩固公司在水处

理剂行业的领先地位。

根据权威媒体报道,“水十条”的发布,预计拉动经济5.7万亿,该市场需求将推动水处理行业的快速增长。据测算,募投项目投产后,清水源年销售收入将增加1.5亿元以上,投资收益率高于25%。据了解,上市后公司将持续加大技术和资金投入,在水处理工程设计、施工、运营等方面取得新的增长点。

重视研发创新 始终保持技术行业领先

水处理行业地位特殊,社会影响点多面广,对技术要求较高。据了解,清水源参

与起草了46项水处理领域的国家标准和行业标准,拥有20多项专利,具有较强的技术优势,在行业内具有一定影响力。

为了进一步提高公司的研发和生产能力,加强自主创新,公司拟用募集资金扩建研发中心,围绕水处理领域的市场需要,开发绿色、环保水处理剂,增加公司产品的技术含量,以提高公司整体盈利能力。

另外,清水源客户遍布国内外,涉及行业众多,对营销和服务有更高的要求。公司在现有的营销网络基础上,根据市场需求,通过募投项目拟建设北京、上海、广东和宁夏等营销中心,更好地满足客户需求,提高市场占有率。(CIS)