唯有更高度的市场化 股市才能长治久安

黄小鹏

刚刚过去的一个月，对A股市场参与者来说是深刻难忘的。股指的快速大幅下跌、流动性的突然枯竭以及由此产生的末日恐惧感，均为股市发展20余年来前所未有。

在政府直接入市干预下，市场初步稳定下来，接下来市场将面临灾后重建的艰巨任务。从短期看，要尽快解除为维稳而推出的诸多临时性的、反市场的措施，恢复正常化交易制度。从长期看，如何完善制度、构建股市长期稳定健康发展的基础，是摆在所有人面前的一道课题。未来市场能否持续健康发展，将直接取决于对这次股市危机反思的方向是否正确，只有方向正确，完善制度才有正确的着力点。

巴西丛林中的蝴蝶，偶尔扇动几下翅膀，可能在两周后引起美国德克萨斯出现一场龙卷风。“蝴蝶效应”这个词最初来源于气象学领域，但有意思的是，它最具解释力的对象是金融市场，历史上每次金融风暴仿佛就是一次次对“蝴蝶效应”的内涵进行完美的阐释。

2008年，数目最初仅100余亿美元的次级贷款违约，触发了债市冰冻，最终在金融市场产生“链式核反应”，导致了一场史无前例的金融危机甚至经济危机。此次A股几乎是毫无征兆地大幅下挫，触发了大规模的被动去杠杆，令绝大多数投资者措手不及、惊恐不已，市场演化中已经具备了链式反应的特点，这与2008年全球金融危机极其相似。

人们应该如何看待一场又一场金融风暴过程中的触发因素、放大因素及基本面因素之间的关系？亡羊补牢应该从何处着手？从目前情况看，人们对这次A股风暴的反思存在一定的误区，令人担忧。有的人把主要精力放在寻找那只振翅的蝴蝶，有的人把这次危机简单化地理解为一场流动性危机，还有的人希望通过采取一些反市场化的措施来保持市场长期稳定。

泡沫的出现和膨胀是所有市场崩溃的前置条件。在此轮股市大幅下跌之前，A股部分板块在持续疯狂投机推动下出现了明显泡沫，部分个股泡沫达到了匪夷所思的程度。经验表明，泡沫形成后市场仍可以在较长一段时间内维持着钢丝上的平衡，但任何外在随机力量的轻微变动都可能瞬间导致市场突然逆转。从市场运行规律看，这种平衡被打破完全是随机的、难以预测的，触发因素也各种各样，甚至1929年美国股市大崩溃至今也没有找到任何触发原因。因此，将重点放在追究风暴是由哪只蝴蝶振翅引起，争论是清查配资还是高位做空应对股市下跌负责，是无意义的，重要的是什么因素导致市场出现了泡沫。如果没有地球大气系统内部能量聚集到临界点，蝴蝶振翅不要说引起风暴，恐怕连树叶也无法晃动。

同样，流动性紧张也只是此次股市动荡外在诸多表象之一，而不是其本质。流动性危机金融危机的症状之一，几乎所有类型的金融危机在演化过程中，都伴随着流动性紧张，杠杆越高流动性问题越严重，这点在2008年美国次贷危机中体现得淋漓尽至，当时危机最严重的时候，货币市场、债券市场交易枯竭。如果错误地将这次股市动荡定位为一次流动性危机，那么市场重蹈覆辙就是大概率事件。

此轮股市动荡从本质看是泡沫破裂过程。过往A股也出现过多次泡沫形成与破裂的循环，但这一次因为市场存在若干新的内在机制(如杠杆、股指期货、公募私募基金规模急剧增长)，其激烈程度和破坏力被大幅放大了，但与以往比，泡沫破裂的性质没有任何差异。因此，要确保中国股市长期稳健发展，一是要消除泡沫易发多发的机制体制环境，从源头上预防泡沫形成，减小其膨胀程度；二是要适当控制市场的助涨助跌机制。

我们得到的第一条教训，就是应该尊重市场规律，对价格与价值之间的关系，要有常识心，要有敬畏心。要认识到任何推动股市脱离价值中枢的行为都是危险的，任何可能导致股价严重脱离基本面的行为都不应该进入政策考虑范围。对市场操纵和内幕交易的打击要从严，不能因任何理由放松。其次，客观理性认识“杠杆”等市场助涨助跌机制，既不能全部否定它的作用，也不能毫无限制，而应该制定科学的监管方法。引进创新性金融工具要注意速度，不能与市场承受能力脱节，同时，要及时掌握已发生变化了的市场的数据。要全面系统地反思公募基金投资行为对市场的影响，制定更加严格的监管措施，防止其成为市场不稳定的根源。

值得注意的是，此次股市波动不应该阻挡市场化改革的步伐。市场化的供求关系，本身即具有防止泡沫形成的功能。注册制不能因此而耽误，除此之外，还应制定政策，让减持、增发、回购等增加或减少股份供给的行为更加便利、更加快捷，让市场化的股份供求成为预防泡沫形成和膨胀的重要机制。切不能倒果为因，认为是股份供给增加刺破了泡沫，所以要限制股份供给。同时，要完善做空机制，使其能够健康运行，更好地发挥价格发现的功能，成为预防泡沫的市场力量。A股市场一直难以确立价值投资理念的主流地位，原因就在于价值规律不能很好地发挥作用，股价严重脱离内在价值成为常态。只有高度的市场化和法治化，价值规律才能充分发挥作用，人们才会被迫接受价值投资理念。否则，在投机、泡沫、操纵遍地的环境下，又可能酿成一次新的危机。

养老金入市 如何才能让人放心？

武洁

养老金入市方案今日结束公开征求意见，预计将有约两万多亿元资金“整装待发”进入投资运营。新规全面解除了“养老金不能投资股市”的紧箍咒。同时，新规也给养老金入市设定了一条“红线”：投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例，合计不得高于基金资产净值的30%。然而，面对国内剧烈震荡的股市，万亿“养命钱”的入市恐怕仍然难以令人放心。

实际上，养老金入市的初衷显然不是为了当股市里的炮灰，而是希望实现保值增值。相比躺在银行里睡大觉，忍受低利率甚至负利率对于“养命钱”的不断蚕食，养老金入市其实未尝不是个更优的选择。

即便是出于让“养命钱”不缩水的角度出发，为养老金拓展更多的投资渠道，其实都大有必要。事实上，世界上大多数国家的养老保险基金，无论是政府的基本养老保险基金还是企业私营保险基金，都有相当比例投放到资本市场中去。例如，1993年美国企业补充养老保险基金有52.13%投资于股票；英国企业补充养老保险基金有79.02%投资于股票；日本企业补充养老保险基金有29.19%投资于股票；加拿大这一比例则为35.46%。既然如此，中国的养老保险金凭啥就不能享受资本市场的收益，而只能在负利率中“缩水”呢？从这个意义上说，养老金入市分享经济发展的收益，单从拓宽养老金投资渠道本身来看，其实并无问题。

但是养老金入市如何防范风险，防止保值不成，反而“开着奔驰进去骑着单车出来”，显然需要必要的监管机制，而养老金账户的持有者，更应对自身账户的投资情况拥有知情权。在这方面，尽管国外养老金入市的确也是惯例，但在相应的机制建设上，却也同样相当完善。例如，在澳大利亚，每个人都会有个人养老金账户，可以自由选择养老金公司来管理养老金投资。很多人不愿自己操心也不太懂投资理财，雇主就会使用公司选的养老金公司替员工管理养老金。而养老金资本渗透到澳大利亚各个行业，掌控着大量上市与非上市公司、房产项目、基础设施资产等。无论澳大利亚哪一个行业蓬勃发展，都会以提高养老金公司投资收益的方式，将相当一部分经济利益回馈到普通民众手里，以保证财富可以在一定程度上循环。而在加拿大，养老金则是最重要的老人福利，一半以上的加拿大老年人靠养老金为主要收入来源。这部分养老金实际上属于养老者本人，政府是“代为保管”，不得擅自动用，“投资理财”仅限于最普通的定存，任何用途变更都要经过复杂的报批和立法程序，而购买股票等高风险投资，则更是大忌。即便是可以“入市”的由专门基金负责运作、投资的私人养老金计划，是否“入市”的选择权不在政府，也不在基金的经营者，而在养老者本人。

可见，养老金入市，当然可以有，但资本市场的成熟与完善，无疑是个必需的前提。而在养老金入市的过程中，确保养老金账户的透明，尊重账户持有人本人的意愿、选择与知情同意权，更应成为养老金入市必须遵守的基本规则。唯此，万亿养老金的入市，才能让人放心。

焦点评论

全国32城市平均薪酬6320元 北京高居榜首

平均月薪六千三，这个数字不难看。
参照房价收入比，民众压力重于山。
网上抱怨被平均，贫富差距不一般。
改革成果需共享，公平正义莫空谈。

赵顺清/漫画
孙勇/诗

投资者的记忆 不能只有七秒

蒋光祥

A股刚刚反弹不过两日，动辄千股跌停的奇观让人尚心有余悸之时，据《财经》等媒体报道，一度因场外配资爆仓而哭泣的融资客又杀进了股市。以至于让人们感叹，此类散户如章鱼一般，记忆只有七秒，之前的痛心疾首已不记得了。

本次股市暴跌是在杠杆资金去除过程中引发的，各方已有共识。股灾中遭遇强制性平仓，引发连锁踩踏效应的正是处于灰色地带的场外配资盘。相比券商的两融，场外配资种类繁多，透明度低，除普通配资外，通过伞形信托、结构化信托、信贷资金做优先级等方式皆有入市，可以说很难完整估算它的全部体量。规范和清理也无法一日完成，之前就给监管工作造成了很大的障碍。跌幅最惨烈的那几日，有评论指责是监管层两融检查及严查场外配资接入等举措引起，这显然是一种片面的观点。连连封堵下，尚且如此，可想而知若无监管，将来造成的危害只会更大，跌势更猛。因而将踩踏之责归于对于配资的监管，而不是膨胀到几乎失控的场外配资，可谓一叶障目。

游走在灰色地带的国内股票场外配资业务也已发展多年，当前随着移动互联网的普及，不少线下的配资公司开始有自己的APP，门槛低、放款速度快、杠杆比例一度达1:10乃至更高，单票持仓多不作限制，对不符合证券资产50万元以上，开户期6个月以上等券商两融门槛的客户，抑或者是对1:1杠杆比例不满足，还有嫌券商两融规矩多的投资者，吸引力很强。但是，并不是所有进行配资操作的投资者都具有相应的风险控制能力和风险承受能力，刚刚过去的这波强平中，不少投资者失去的可能不仅仅是过去数年、数十年来积累的财富，甚至还有家庭乃至生命。

吊诡的是，据报道，目前这些意欲卷土重来的配资客，多是之前被强平出局的投资者，多带有翻本、报复等心态，因杠杆亏掉的，还是想用杠杆扳回，认为有赌未必输。显然忘记了自己在前面的牛市中都没有赚到钱，凭什么来保证后面一定能赚钱？

从目前来看，这轮由于加杠杆引发的市场流动性危机开始得到初步缓解，但这并不意味着投资者可以像之前指数一路狂飙时轻松获利。动辄千股跌停、千股涨停，动辄卖不出、买不到的局面说明目前的A股市场尚未回到一个稳定有序的状态，市场合理定价机制尚未完全恢复。在这样的状态下，市场固然存在巨大的机遇，同样也存在着巨大的风险。而这种风险在没有杠杆的情况下尚且难言克服，加了场外配资这种高杠杆，更是令人倒吸一口凉气，连专业投资者都不见得能完全驾驭，这些在相应的专业知识、风控能力、经济实力、市场经验、心理素质等多方面都有短板的场外配资客，本来就缺少训练，就开始高空走钢丝，且无安全措施，靠侥幸到达彼岸的人毕竟只是极少数。

对于这类投资者，在市场给出恰如其分的教育之外，恐怕还是需要监管部门乃至配资公司自身做出一些努力。证监会在7月12日晚间再次新发《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》，可见监管层对场外配资业务从未放松监管，但完全禁止的一刀切也许很难一蹴而就，负外部性也难控。不妨考虑以备案制让一些符合要求的配资公司行为透明公开；符合要求的配资公司除了要有选择合适投资者开展业务的良心，自身业务方式也需改进，风控并不等于强平，这种单方面将所有风险转嫁给投资者，既不公平，也是对自身业务发展的杀鸡取卵之举。有赚钱效应，才有大热的牛市；只有强平，配资业务又能发展至几时？

刚刚平息下来的这次股市暴跌教育我们，上涨期的杠杆多是不断加大，而下跌时的杠杆调整却是一次性到位，杀伤力巨大。面对二次入场的场外配资客，我们不可不慎。他们的记忆也许只有七秒，但这个市场的监管者和其他参与者却不可以。

（作者系鑫元基金项目经理）

联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppll18@126.com。

广发银行|CGB 智慧金融 广发中国

现在钱存哪里去，广发银行大优惠！
一年期及以下人民币定期储蓄利率上浮30%
10万元定存 三个月多收利息120元 六个月多收利息270元 一年多收利息600元
2015年9月30日前，3个月、6个月、1年定期存款单笔5万元及以上可享利率上浮30%优惠，请前往广发银行各网点办理。
客服热线：400-830-8003 www.cgbchina.com.cn