

# “跟着国家队买股票”的悖论

吴智刚

自从7月9日政府动用真金白银进入A股市场维稳以来,中国证券金融股份有限公司(证金公司)就被人们称之为“国家队”——因为它担负了维稳A股市场的重任。据有关媒体报道,高盛估计这支“国家队”已经花了1440亿美元来支撑A股市场。

普通的投资者则对“国家队”究竟买入了什么股票抱有强烈的好奇心。“国家队”究竟买了什么股票,成为了一些传媒及其手机端的热门文章,一些券商分析师也将“国家队”买入的股票作为向客户推荐的投资品种。

迄今为止,证金公司并没有正式公布其维稳股市的详细策略,更没有公布其买入股票的清单,人们如何才能知道“国家队”买入了什么股票呢?某券商研究所的一份报告提出了了解“国家队”买入股票清单的三条路径:其一,上市公司公告证金公司进入其十大股东名单的,其靠谱性为100%;其二,上市公司在投资者交流平台或者其他渠道披露证金公司成为其股东的,其靠谱性为80%;其三,根据证金公司在中信证券维稳的4个营业部的交易数据,进入龙虎榜买入名单的公司,其靠谱性为50%。

既然“国家队”买了什么股票已经成为当下投资者关注的焦点,而且我们也有可靠的渠道得知“国家队”买了什么股票,那么,作为普通投资者的我们,究竟应不应该跟着“国家队”去买股票呢?

笔者认为,从大局来看,全国的投资者乃至全国人民,应该都希望A股市

场稳定下来,并且能够延续牛市行情。只有A股市场能够稳定下来,逐步恢复其融资功能、投资功能和优化资源配置功能,才能更好地支持实体经济,唯有这样,投资者也才能更好地投资A股。目前,“国家队”正在全力以赴地维护A股市场的稳定,我们应该支持“国家队”。跟着“国家队”买股票,就是用实际行动支持“国家队”维稳A股市场。

所以,跟着“国家队”买股票显然是正确的选择。当为国接盘的“接盘侠”,在道义上,值得人们尊敬。

但是,我们都只是普通的投资者,而不是政治家。从投资的角度看这个问题,分析的角度和逻辑显然要更复杂一些,更务实一些。

先来看看投资的目的,普通投资者明显和“国家队”有很大的区别。普通投资者的投资,一般都是主动的,其目的一般都是要分享A股市场和上市公司发展的成果,要获得投资收益;而“国家队”的目的是要维稳A股市场而不是要获取投资收益,它的投资是被动的,只要是能够达到维稳目的的股票,无论能不能获取投资收益,它都会去买。

不同的投资目的,显然造成了选择股票标准的不同。普通投资者选择股票的标准无论是如何五花八门,但最终的标准,还是股票要给投资者带来收益,要赚钱。这就要求所选的股票或者是稳定的红利回报,或者是公司业绩高速增长带来了股价的上升,或者是公司基本面重大改变而带来估值的提升。总的一句话,普通投资者要选择好股票。但是,从“国家队”肩负的重任来看,他们可选择的股票余地不

多,其标准一般只能有两类:一类是能够稳定股指的权重股;另一类是向一些无人问津、缺乏流动性的股票提供流动性,以便使这些股票能够恢复正常的市场交易。换句话说,为了完成维稳的重任,“国家队”未必要选择好股票来买。他们只能买入必须要买入的股票。

对于第一类股票,大家都比较好理解;而对于第二类股票,我们可以通过个案分析,来更好地理解。例如,沪市上市的某只电力股,8月4日发布公告称“证金公司成为其的最大股东”。消息公布后,该股票在随后的5个交易日里出现4个涨停板,其股价从8月3日收盘价的3.90元,上升至8月10日收盘价的6.12元,5个交易日累计升幅达到58.97%。那么,这个股票究竟是不是好股票?证金公司为什么要购买这个股票呢?根据公开信息,这个电力股2014年度净利润亏损5978万元,2015年一季度同比亏损了118.24%,公司还发布2015年上半年业绩报告称:“归属于上市公司股东的净利润盈利有可能继续亏损。”从该公司的业绩表现看,显然不能称之为好股票。而从股价表现来看,该公司从6月18日最高价8.8元跌至7月9日的2.99元,在15个交易日里,股价跌幅高达66%,而且在7月1日以来的6个交易日里,均出现连续跌停板。显然,这个股票已经在暴跌当中失去了流动性。这应该是“国家队”被动买入这个股票的主要理由。

自从6月中旬A股市场暴跌以来,出现过千股跌停潮,更有一些股票出现持续的跌停板从而失去了流动性。向市场提供流动性从而达到激活市场的目的,是“国家队”除了稳定股指之外的最重要的任务。因此,“国家队”有责任向一批经过暴跌依然持续跌停板

的、无人问津的股票提供流动性。怎么看出这些股票是无人问津的呢?一是持续跌停板,依然没有能够打开跌停板的买盘,二是从公开信息也可以看出。依然以上述某沪市电力股为例,截至2015年7月31日,证金公司因维持持有该公司股份合计982.68万股,占总股本的0.52%,为目前公司第一大股东。而仅在1个月之前,截至2015年6月30日,上海某置业公司持有该公司股份合计976.55万股,占总股本的0.51%,为该公司第一大股东。仅持有0.52%的股份,就能够成为该公司的最大股东,可见,无论是机构还是私人,都对该公司缺乏兴趣。普通投资者如果看到“国家队”买入该公司股票就跟风买入,可能会存在较大的投资风险。

根据公开信息,目前,证金公司由于维稳的需要,已经成为了威孚高科、中新药业、三爱富、中国中铁、三聚环保、TCL集团等至少20家上市公司的大股东。由于“国家队”买这些股票是出于维稳的需要,而不是要获取这些公司的经营和管理权,一旦股市维稳成功,证金公司很可能会从这些公司的大股东名单当中逐步消失。

从上述分析来看,由于投资目的的不同,选股标准的不同等方面的原因,从投资的角度看,普通投资者并不适合“跟着国家队买股票”,以回避风险,减少不必要的损失;对此,投资者应该明辨,不要听从别人的忽悠;而是应该根据自己的投资理念和价值取向,独立冷静思考,去选择适合自己的股票。而媒体和券商分析师,更不应该再拿着“跟着国家队买股票”的话题,去忽悠读者和客户了。

## 警惕经济下行过程中的三大潜在风险

张莱楠

当前,我国宏观经济下行压力较大,金融部门、地方政府等部门资产负债率均低于国际警戒标准,总体风险可控。但与此同时,也要高度重视面临的苗头性和潜在性风险。

### 财政收入大幅下滑是首要风险

2015年中国经济将要面对的首要风险是财政风险。这一点尚未被市场充分认识。具体来看,土地出让金收入占地方和全国政府总收入的35%和23%,但土地招拍挂交易额在2014年下降了37%,伴随着土地出让金收入大幅下滑。地方政府收入的可能会低于2014年的2%,更远低于2009至2013年的平均值24%,这是自1994年分税制改革以来的首次下降。全国政府收入总额可能会在2015年增长1%,这也是自1981年以来的最低水平。

德银通过对全国200多个地级市数据的分析,发现土地出让金占当地财政收入越高的地方,银行贷款占国内生产总值(GDP)比例在2008至2013年间上升的幅度也越大。这种财政风险和金融风险的叠加意味着一些区域性的问题可能更加明显,特别是在地方融资平台受限的情况下,若当前的财政收入状况持续下去,那些高负债的省市地区偿债率将会进一步显著提升。

### 非金融部门高杠杆风险突出

国际货币基金组织(IMF)数据显示,2005至2012年,中国非金融部门(居民部门、非金融企业部门和政府部门)债务占GDP比率整体呈上升趋势,杠杆率由139.3%升至176.3%,近两年又继续升至约210%,上升了60多个百分点。根据标普数据,2013年底,中国非金融类公司的债务总额共有12万亿美元,为GDP的120%。截至2014年底,中国非金融企业债务规模将为13.8万亿美元,超过美国的13.7万亿美元。

过去5年,中国经常账盈余已从2007年占国内生产总值峰值的10%降至2013年的2.1%和2014年的2.0%。今年一季度国际收支出现约800亿美元逆差,创历史新高且大幅超出去年四季度约300亿美元的水平。企业部门的自身造血功能开始下滑,为了提高净资产收益率,企业部门被迫采取增加杠杆,这也解释了为什么新增资产负债率普遍出现经常项目顺差恶化赤字和制造业部门杠杆率自2008年开始加速上升的重要原因。

另一方面,资本利用和资本配置效率下降。我们利用投资产出弹性来测算投资效率(投资效率常用增量资本产出率ICOR来衡量,表示增加单位总产出所需要的资本存量,即ICOR=当期固定资产投资总额/GDP增加值,数值越高表示投资产出效率越低)。结果显示,

1996-2012年期间,我国的增量资本产出率平均为3.9左右,与处于相似增长阶段的发达国家相比,中国现阶段的ICOR数值明显偏高。单位投资所带来的单位GDP增量下滑,资金周转大幅度放缓增加了融资需求和但现金流创造能力却大幅度下降,这势必带来投资效益的下滑和实体部门偿债能力的下降。

### 贬值预期和过快资本开放压力并存

跨境资本流动对一国金融稳定的核心观察变量,管控短期资本流动风险仍极为关键。过去两年内(2013年4月至2015年4月),人民币实际有效汇率指数由115.2上升至130.4,升值幅度超过13%。外汇市场上的外汇供求大致由国际收支差额决定,如果国际储备存量上升,则外汇市场上本币供不应求,本币存在升值压力,反之,则意味着本币供过于求,本币存在贬值压力。中国国际收支表上的国际储备变动额在2012年第四季度至2014年第二季度连续7个季度为负,尽管该指标在2014年下半年为正,但在2015年第一季度再度减少802亿美元。这意味着当前市场上存在本币贬值压力。此外,从外汇占款增量来看,2015年1月至4月,外汇占款增量累计为-1891亿元人民币,表明金融机构在净出售外币,这同样表明居民与企业存在人民币贬值预期。

事实上,从2014年第二季度起,中国已经出现持续的资本与金融账户逆差以及短期资本净流出。2014年第二季度至第四季度的短期资本净流出分别达到555亿美元、536亿美元与1016亿美元。这说明从2014年第四季度起,短期资本正在加速流出中国。更需关注的是,中国国际收支平衡表中的净误差与遗漏的不断增长,反映出隐性资金外流增多。中国国际收支平衡表中用以保持收支平衡的净误差与遗漏项目自2010年以来已累计达到负3000亿美元以上,而2014年第三季度则创下了负630亿美元的纪录。这种资金外流有进一步加速的趋势,这类资金外流很难用监管手段加以控制。

另一方面,加快推进资本账户开放并不利于中国金融稳定,毕竟在宏观经济基本面较为脆弱、经济增速下行压力较大的背景下,大量资本流出不利于放松金融条件、也不利于去杠杆,降低融资成本。中国目前处于降息周期,年底美联储加息概率加大,将进一步扩大国内外利差,对居民部门、企业部门和政府部门资产负债表造成较大冲击。货币当局和监管部门仍可以保留一定的资本项目管制,包括在反洗钱、反恐、外债和短期投机性资本流动等领域的宏观审慎管理和应急措施等,并做好系统性风险的应对预案。

(作者系中国国际经济交流中心研究员)

## 增加我国石油储备机会来临

张司南

国家海关总署日前公布的数据显示,今年7月份我国进口原油3071万吨,同比增加29%,这是继4月份之后,中国再次超过美国,成为全球原油最大进口国。前7个月,我国进口原油1.94亿吨,增加10.4%,成品油1817.3万吨,增加6%。这些数据表明,我国正在加快补充原油储备的缺口。

石油战略储备对于保障国家的能源与经济安全有着重大的意义,很多原油净进口国,都建立了比较完善的原油战略储备体系。近年来,随着经济发展带来的能源需求增加,我国对进口原油的依赖度持续提升。从上世纪90年代起,我国就成为原油净进口国,对外原油依赖不断提升,截至2014年,我国石油对外依存度达到59.5%。

遗憾的是,我国虽然不断进口原油,但原油储备的底子依然薄弱。按2013年每天消耗石油139万吨的规模静态计算,我国现有的战略原油储备只够使用8.9天,商业原油储备可用13.8天,全国原油储备的静态能力总共约为22.7天,距国际能源署设定的90天储备能力标准还有较大的差距。石油安全是一个迫在眉睫的问题,增厚战略储备无疑是提

升安全系数的重要一环。

油价的持续走低为增加原油储备带来了契机。从2014年下半年至今,国际油价一路下行,中国原油进口量也从去年7月份开始增长。有分析认为,2015年下半年国际油价仍将保持下行态势,面对处于相对低位的国际油价,我国应该果断“抄底”,尽快增加原油储备。与此同时,还应努力实现原油进口市场实现多元化,保证原油的来源稳定可控。

在增加原油储备方面,一些石油进口国除了在国家主导下开展储备项目外,还会动用民间资源,这种做法值得我们借鉴。我国在国有企业进口原油增加储备的同时,可以考虑开放与鼓励民企参与原油进口,有效促进民间有储备与商业储备分离,建立健全多层次的石油存储体系,确保国内石油市场稳定供应。

在加大原油进口力度的同时,也不能忽视与原油储备相关的基础设施建设。近年来,我国在原油储备基础设施建设方面布局频繁,但相比迫切的原有储备需求,基础设施的投入与建设仍存在明显的不足。未来几年,国家还应继续加大基础设施投入,如增加油库数量、利用海上油轮储油等,建立起多元化的石油储备机制,进一步提升我国能源安全水平。

### A股昨日成交量重返万亿元



股市多头猛发力,成交额重返万亿。国企改革吹暖风,市场一扫低迷气。证金输送流动性,数据暗示筑底期。震荡拉锯或难免,结构机会要珍惜。

赵乃育/漫画  
孙勇/诗

## 货币政策取向要看实体经济,不看“猪周期”

韩云

国家统计局8月9日发布的数据显示,7月份全国居民消费价格总水平(CPI)同比上涨1.6%,创今年以来新高。7月份猪肉价格上涨16.7%,影响CPI上涨约0.48个百分点。“猪周期”威力再显,使得市场近期出现了货币政策收紧以应对可能出现的通胀的担忧。实际上,7月28日,中国人民银行发布消息称,个别商品价格出现了一定的涨幅,但总的看居民的物价预期保持稳定,下半年仍会坚持稳健的货币政策取向。这表态,可以说是提前给市场吃了定心丸。

分析此前几次的“猪周期”可以看到,猪肉价格的涨价多是恢复性、补偿性的,是由于生猪产能大幅调减导致市场供给量减少。应对猪肉这些食品类价格上涨,引导生产、调控供应才是恰当的方法。

式。让生产者不吃亏、消费者得实惠的办法,长远来看,是实现生产的规模化、标准化,以抗击“猪周期”对价格的冲击;短期来看,降低生猪屠宰、运输等费用的征收,是惠民生的应急措施。从对整体物价水平的影响看,我国目前的通胀水平总体偏低,粮食和煤炭、石油等资源的价格都呈下滑趋势,不存在典型的、大范围的通胀因素,猪肉价格上涨这个单一因素引发物价整体大幅上涨的可能性很低。此外,生产者物价指数(PPI)目前仍处于深度负增长状态,总需求疲弱态势明显,货币政策保持总体稳健、适度宽松,可以说是稳增长的最佳保障。

回顾今年以来的3次降准降息特别是定向降准,不难发现,其支持小微企业融资、重大水利工程建设等有一定作用,但从总体看,适度宽松的货币政策,并未达成央行降低社会融资成本、提振

实体经济的目标。

今年3月以来,不少地方楼市商品房、二手房交易价格上涨强劲。同时,上半年A股市场的走强,引发了全民炒股的热潮。而支撑股市、楼市红火的基础,便是适度宽松的货币政策。央行发布的报告显示,1-6个月个人购房贷款增加1.12万亿元,比上年同期多增1767亿元,半年个人房贷新增额突破万亿是有记录以来的第一次。如何将货币信贷引导到实体经济是实实在在的难题。“实体经济不景气——资金不愿进入——实体经济发展进一步恶化”的不良循环,亟待打破。

在央行7月28日发布的消息中,指出“改善和优化融资结构和信贷结构”,“继续支持实体经济企稳上升”,可以说是开出了很对症的药方。现在的问题,是怎么落实,才能使货币政策的宽松更多

向实体经济倾斜,促进流动性更主要地向实体经济投放。

首先,货币政策要继续增强精准性。央行就此提出的开发适合企业技术创新需求特点的融资产品、拓宽小微企业多元化融资渠道等措施,是很好的路径指引,需要各商业银行尽快落实。其次,用好财政政策。相较于货币政策,积极财政政策发力更为精准,见效也更为迅速,其对基础设施建设、重大民生工程、企业技术改造革新等的支持,可以有效拉动社会需求,带动相关行业企业发展。特别值得一提的是,目前我国财政增速虽然下滑,但政府账本中却存在大量的财政资金沉淀,“盘活财政存量资金”也成为今年国务院工作的高频词。这意味着我国的财政体系具备较大幅度减税的基础,对实体企业的减税降费力度,也可以必须持续加大。

### 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pp118@126.com。