



【明眼看市】

能够避免 2008 年次贷危机蔓延,并且推动经济较快地复苏,以超低利率为特征之一的量化宽松政策发挥了巨大作用。

中国会进入超低利率时代吗?

桂浩明

如果说大家对央行在近期降低存款准备金率有足够预期的话,那么这次央行在降准的同时还调低存贷款利率的举措,多少有点出人意料。这是因为长期以来,中国奉行适度的正利率政策,即在通常情况下,要求一年期存贷款基准利率高于同期的通胀水平,以保证居民储蓄所得在扣除物价因素后还有所收益,从而体现居民储蓄“功在国家,利在自己”的特征。也因为这样,中国的银行利率水平一直是比较高的,银行储蓄也因此成为居民的理财工具之一。但是,现在看来这种局面正在发生改变。

自去年 11 月份央行启动本轮降息以来,在不到 10 个月的时间内,已

经连续 5 次降息,累计幅度达到 1.25 个百分点。一年期存款基准利率也从降息前的 3% 降到 1.75%,这是改革开放以来的最低水平。同时我们注意到,今年人大会议通过的物价指数调控目标是 4%,尽管现在也只有 1.5% 左右,但是不少专业人士根据相关数据分析,今年年内很可能会回升到 1.8% 甚至更高的水平。从历史经验来看,对于一个年均经济增长率为 7% 的国家而言,物价指数要持续保持在 2% 以下的水平,几乎是不可能的。一方面是物价面临上涨的压力,另一方面仍然是继续降息,于是很可能出现的结果就是在不久之后,银行储蓄利率会与物价指数持平,甚至低于该指数,从而正利率消失,不排除出现负利率。换言之,央行的这次降息也表明,它很可能已经放弃传统的利率安

排模型,毕竟 1.75% 的利率水平,意味着中国正走向超低利率时代。

不可否认,中国央行这样做有它的必要性。就世界范围而言,绝大多数发达经济体在都采取超低利率乃至零利率,甚至是负利率政策。像日本的利率是 0 至 0.25%,欧盟是 -0.25%,美国虽然已经多次表示要升息,但却一再推迟,现在的利率也是 0.25%。他们之所以这样做,主要目的还是为了刺激经济。不管怎么说,能够避免 2008 年次贷危机的蔓延,并且推动经济较快地实现复苏,以超低利率为特征之一的量化宽松政策发挥了巨大的作用。超低利率政策已经成为各国协调经济活动时的重要选项。

在中国,实际上面临的问题也有相似之处,面对经济增速不断下滑的

压力,需要解决企业融资难、融资贵的问题,引导民间资金进入实体经济,发展直接融资,这些都是当前金融行业的重大任务。而要做到这些,降息,实行超低利率的政策,甚至不惜出现负利率,恐怕都是难以避免的。还是在去年 11 月份首次降息时,有业内人士判断一共会有 4 次降息,也就是说一年期基准利率最后会维持在 2% 的水平,虽然比较低,但大体上在未来一个阶段还是能够避免出现负利率。但这次超出预期的第五次降息,发出的是另外一个信号。业内人士据此分析,如果有必要的话,不排除央行还会继续降息,主动把利率调到物价指数之下。是否会出现这种局面自然有待观察,但站在储户或者投资者的角度来说,对于超低利率的现实,还是要予以重视的。

显然,今后储户是不可能再把银行储蓄当作理财手段了,好在现在已经有了大额存单,也有了各种各样的固定收益类理财产品,基本可以取代普通银行储蓄,成为新的理财手段。对于投资者来说,超低利率的本质是对实体经济予以刺激,这会对国家的经济增长带来什么影响呢?还有现在股市十分低迷,相对于 1.75% 的利率来说,银行储蓄的本益比是 57.14 倍。很多股票的股息率要超过此,这就凸显了股市的投资价值。不管股票市场短期内是否对此有足够的反应,但其长期影响的确不容忽视。

中国是否已经进入超低利率时代呢,答案是清楚的。我们每个人是否已经做好了应对的准备呢,这也许是当今大家应该认真思考的事情。

(作者系申万宏源证券首席分析师)



【一缕清辉】

打击大股东和高管的减持行为意在稳定市场,以免在监管层拿出真金白银的措施努力救市之际,减持成为套取救市利益的行为。

规范大股东减持 守护稳市成果

宋清辉

中国证监会 8 月 21 日宣布,近期集中力量对上市公司持股 5% 以上的股东、一致行动人及实际控制人违反法律法规规定减持的行为进行了依法处理,目前立案稽查的 52 起案件中,有 40 起进入审理程序,其中首批 20 起该类案件已审理完毕并进入事先告知程序。万万没有想到,宣布完之后的第一个交易日,上证指数就大跌了 8.49%。

证监会规范上市公司大股东减持有一定的原因。从上市公司公布的数据来看,不少上市公司大股东持有的股票一旦过锁定期,就会时不时进行减持。即使一家企业减持套现的资金并不多,但累计在一起这个数量就非常巨大了。

根据智囊机构清晖智库的统计数据可以发现,2015 年 5 月,上市公司

大股东及高管减持套现总金额达到 391.25 亿元,2015 年 6 月减持套现总金额为 360.96 亿元。尽管这些资金在牛市期间算不了什么,可在熊市期间的离场行为多多少少会让投资者有种“大股东要跑了”的感觉,以至于市场信心下挫。

从某种意义上说,限制上市公司大股东减持,对于市场行情并没有什么作用,就大多数股民的心理而言,除了某些特殊情况外,股价跌破成本价后宁愿从黑发到白发也不愿割肉,相信也有一部分股东和高管会死守着不愿意离场。从 2007 年后期的狂跌行情也可以看出,在经历当时史上最疯狂减持潮之后,上市公司大股东和高管套现的意愿没有以往那么强烈。

实际上,证监会打击大股东和高管的减持行为主要意在稳定市场,以免在市场成交不活跃的情况下,在监

管层拿出真金白银的措施努力救市之际,这些大股东的减持成为套取救市利益的行为,如此必将再次冲击市场。

大多数上市公司大股东、高管和普通股民的想法都一样,都希望通过买卖公司的股票来赚钱;也有些资金是希望争夺控股权,最后因争夺无果才会通过减持的方式退出竞争。和普通股民不同的是,《证券法》规定他们在买入公司股票后六个月内卖出或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益。

这种在紧急情况下空降的法规,上市公司大股东和高管也必须遵守,违规就应该受到严厉的惩罚。根据现行《证券法》,上市公司主要股东和高管违规交易上市公司股票,在警告处分之外,可以并处 3 万元以上 10 万元以下的罚款。但在股市危机时刻,这些对大股东

和高管可谓毛毛雨般的罚款。

其实,这并非证监会第一次对上市公司高管违规减持进行立案稽查。2012 年,向日葵高管在窗口期上减持就被证监会立案稽查,最终被处以没收违法所得 101.66 万元,并处合计 101.66 万元的罚款。

对大多数股民而言,自然不希望大股东和高管退出,尽管减持在平常早已成为常态。股市有涨有跌,持股自然有买有卖。上市公司大股东、高管持有公司的股份不变现的话,在这个物质社会可谓毫无作用,正常情况下,只要企业不倒闭,就一定会有人卖出。即便有人大喊“价值投资”,最终的结果也是卖出以体现价值。如果能够让所持有的股份创造价值,想必会有不少资金在中短期时期内不会轻易退出。

因此,分红是留住资金的较好方式。不少质地较好的上市公司业绩亮

眼,有些股票分红比例也非常高,但由于 A 股的除权让股民难以从分红中获利。如果能够像港股一样分红不用除权,对股民而言是真正真正的福利,例如腾讯控股自上市以来每年都有分红,投资者一方面能够看到公司的股票节节走高,另一方面不用套现也能够享受到公司的红利,实现投资价值。在企业能够不断盈利的情况下,上市公司大股东、高管或许就会对减持套现没有太大的欲望。

虽然说我国资本市场已经取得非常大的进步,但较成熟的资本市场而言还有很大的差距,如果真正做到完善各种制度、机制,在健康、透明的市场环境下,减持潮或许不会那么猛烈。但话又说回来,不知 6 个月禁售期结束之后,憋了一肚子劲的大股东和高管会不会发了疯去套现呢?

(作者系知名经济学家)



【明远之道】

在资本市场中,我们需要透过流行逻辑的错误,才能看到资本运行、社会发展的真实本质。

疑人窃斧 越看越像

陈嘉禾

疑人窃斧的典故出自《列子·说符》,说的是有个人丢了自己的斧子,怀疑是邻居偷的,于是越看邻居的神情举止,越觉得像是偷斧子的人。结果,这人在自家谷堆里找到了斧子,再看邻居,却怎么都不像偷斧子的人了。

两千多年的岁月流逝,世间早已沧海桑田,人们的思想却没有多少改变。今天,在资本市场这个人性、思想和情绪最为集中的场所,我们依然可以看到许许多多的“疑人窃斧、越看越像”的现象。

举例来说,众所周知的是,一个经济体的货币如果进行有序、而不是崩溃性的贬值,那么这种货币价值的变

动会有利于本地的资本市场。一方面,贬值有利于出口,从而可以振奋实体经济;另一方面,贬值并不会改变资产相对全球市场的实际价值,但由于货币相对全球货币有所贬值,那么以本币计算的资产价值自然会有所提升。

但是,在这次为了应对外贸压力而进行的人民币有序贬值之后,由于股票市场在惯性恐慌情绪的主导下继续下挫,导致市场上流行的逻辑试图从人民币贬值找到股票市场下挫的依据。一时之间,多言乱耳、混淆黑白,持人民币崩溃论者有之,持资本外流论者有之,持世界金融体系崩溃者亦有之,全然不顾本币有序贬值其实利好资本市场这一基本逻辑。

最近许多的流行理论,也由于市场

的下跌而试图颠覆一些基本逻辑。比如,养老金入市本来是对资本市场利好,却在市场价格下跌时被解释成利空。而证监会这个单纯为维护市场稳定而设立的机构,却也经常被流行的逻辑解释成造成市场下跌的原因。

我们几乎可以肯定的是,如果市场没有在趋势和恐慌心理的作用下大幅下挫,这些似是而非的理论,就几乎一个都不会出现。

不光最近的市场出现了这种“疑人窃斧、越看越像”的现象,往长期一点看,我们也经常看到此类由果推因的逻辑弥漫资本市场,它们甚至会伴随着价格和价值的扭曲而长期存在。但是,我们如果要认识到资本市场的真正规律,就需要清醒地认识到这些

逻辑和实际规律之间的差距,而决不能人云亦云。

举例来说,在过去十多年中,中国大陆的房地产价格一路高涨,但是房租的涨幅却远不如房价,导致房租收益率不断下滑。在这十多年中,流行的逻辑一直认为是城镇化带来的巨大需求导致了房价的上涨,却选择性地忽略了房租回报率不断下降,租房市场,这个城镇化新增人口首先选择的市場,远不如购房市场火热的事实。

再举例来说,在过去的一年多里,A 股市场的许多投资者对分级 B 基金趋之若鹜,认为其高杠杆的属性可以带来高额回报,许多流行的分析也认为分级 B 基金可以作为反弹的急先锋。但是,这些逻辑不仅忽略了分级

B 基金高昂的融资成本和溢价率,也忽略了其实很少有投资者能够准确判断市场短期波动,从而利用高杠杆获利这个客观事实。如果判断短期反弹趋势,并找到高杠杆的投资品种押注是个好的投资方法,为什么沃伦·巴菲特这位全世界最著名的投资者,却极力反对人们这么做呢?

所以说,尽管这个市场上流行的逻辑经常是那种“疑人窃斧、越看越像”的类型,但是看得再像,也不会改变客观事实。在资本市场中,由果推因的分析逻辑实在太多,我们必须透过这些流行逻辑的错误,看到资本运行、社会发展的真实本质,才有可能在长期投资中持续不断地取得超额收益。

(作者系信达证券首席策略分析师)

高比例股权质押:压垮骆驼的最后一根稻草?

杨苏

A 股早就成了一个大火锅,两个月前懵懂入市的普通投资者,只能算是热锅上的小蚂蚁。如今,挤入热锅中的大蚂蚁越来越多了,其中有高净值投资人,有公募基金经理,还有专业私募投资机构。到了今天,上市公司大股东也“不幸”入伙了。

上市公司大股东本应是资金最雄厚的群体,此次入锅主要坏在高比例股权质押上。当然,与近 3000 家公司的数量相比,目前股权质押比例超过 90% 濒临平仓的大股东可能还不到十分之一。但是,这种趋势太可怕,而且一旦 A 股又突然暴跌,深陷泥潭的大股东数量恐怕要大增。

如果还有股份没质押,大股东可以继续追加质押,股份质押差不多了就只能考虑抵押其他资产,融到款项然后去补充保证金。最近几日,有三三两两的上市公司公告大股东质押股份濒临平仓线,有的停牌专门处置,有的停牌但巧妙宣布是为了筹划重大事项,只是原因路人皆知罢了。还有少数公司,大股东 100% 股权质押但股价伴随市场暴跌,到现在一直关着门停牌。

还没有享受几个月的所谓牛市,就要经历这么严酷地反复去杠杆去泡沫。小散们先走过了一道炼狱,现在再坐观这些大体量专业投资大佬的人间惨剧,心里是多一丝平衡慰藉,还是徒增对未来的恐惧预期?又

或者,烘烤完上市公司大股东后,A 股从此涅槃,将迎来货真价实的稳定慢牛行情?

有一句话很有意思,现在依旧悲观的群体,与几个月前 5000 点乐观看多市场的是同一批人。往好了说,7 月初国家队资金入市后造就了短暂的政策底,最近一周突然的暴跌也许就是市场底。往差了说,你可以预计此前爆场外配资、场内融资后,再继续爆小私募、爆高净值客户,甚至爆股权质押比例高的大股东。

人人皆说,华尔街不会与美联储作对。不过这段时间看,国内市场机构似乎不忌惮做国家队的对手盘。然而,事情正在起三项变化。

其一,本周银行股的股价已经大

面积低于每股净资产,指数点位回到 2014 年年底,上证指数一度 2 字打头,国家队资金再度重装进场;其二,公安部门和证券监督管理部门严格执法,针对不实信息、内幕交易、公司违规等行为,立案者众,肃清吸血鬼;其三,战火烧到了许多公司大股东身上,不在沉默中爆发,便是灭亡。

想听跌宕起伏惊心动魄的好故事么,这两个月的 A 股市场,可以送你千百个,但是主角都是苦逼的散户和惨烈的中产阶级。有的股票投资经历一经上网,动辄阅读量几百万。在笔者看来,大股东最近有成为故事主角的趋势,由于他们是公司的决定性力量,所以应该有能力改变自身局势。

越来越多的公司大股东,宣布

为内部员工增持承诺保底。翻翻历史信息,有的公司大股东高比例股权质押,有的公司员工持股计划成本高企,有的公司大股东还需要履行增持承诺。大股东成了弱势群体,竟然需要多方筹钱,还常常被 A 股市场扇巴掌。

有个朋友说,某家公司的大股东股权质押危险了,再有一个跌停就要追加质押股份或者保证金了。笔者觉得,前两个变化是国家和相关部门的职责,大股东们就当是二次创业吧!股价这么低,如果业绩维系下去再多做产业并购整合,半年后、一年后笑傲江湖的还是你们。

大家伙们,一起跳起舞来。相信现在的大火锅,根本撑不住你们的分量。(作者系证券时报记者)



【股市笙歌】

大股东有渐成故事主角的趋势,由于他们是公司的决定性力量,所以应该有有能力改变自身局势。