

本轮我国股市牛熊转换的经验教训

◇ 赵志君

2014年3月至2016年3月，中国股票市场经历了一轮剧烈震荡。上证综指先是用大约一年的时间，经过三波暴涨从2014年3月12日的1974点跃升至2015年6月15日的5178点；而后经过三轮暴跌于2016年3月份回落到2638点。

本轮我国股市牛熊转换的过程，股市有其脆弱性、不稳定性和不可预测性，证券市场如何，本文提出了政策建议。

我国股市牛熊转换过程的简要回顾

第一波暴涨从2014年7月22日的2146点发动，当年11月份有效突破了自2011年底以来的阶段性高点，站上2600点。第二波上行于11月21日至12月9日展开，12个交易日涨幅达到23%。第三波在2015年3月12日到4月27日间展开，上证指数没有经过任何像样的调整从3300点直接冲到4500点，经过一周的短暂调整后，2015年6月12日，创出了5178点的新高。

第一轮暴跌发生在6月15日到7月8日之间，按收盘价计算，上证综指跌幅高达25.6%，最大跌幅为34.8%。期间，有关政府部门、机构和上市公司不得不释放各种利好消息，证金公司、汇金公司、证券公司、上市公司联合干预，中国人

民银行承诺不失一切代价无限地向市场提供流动性，证监会宣布暂停上市公司大股东减持和鼓励大股东回购股份，证券公司承诺自营盘在4500点前不减持，公安部介入打击恶意做空，上证综指终于在3373点止跌。第一轮暴跌之后，上证综指在3500点到4200点之间震荡整理了28个交易日。8月14日，证监会发布2015第21号公告，暴跌则发生于8月17日到9月15日，展开了新第二波猛烈杀跌，短短七个交易日，跌幅高达26.7%。第三轮暴跌发生于熔断机制正式实施之后。2016年1月4日是熔断机制正式实施后的首个交易日，即发生两次熔断，1月7日又发生两次熔断，四个交易日内发生四次熔断，上证指数从3700点跌到3270点，上交所、深交所、中金所被迫宣布自2016年1月8日起暂停实施指数熔断机制。中国证监会出台了《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》，意在减缓大股东减持节奏，减轻大股东减持对市场的冲击。

本次中国股灾，包括政府、媒体、企业、居民在内的无数机构和家庭参与其中，消耗了大量的人力、物力和财力，社会财富经过股市的重新分配之后，一些股民倾家荡产，一部分中等收入群体的财富被消灭，一些上市公司的大股东通过发新股、高价减持原始股一夜暴

富，国家消耗了大量救市资金，证监会的信誉和权威受到了很大伤害，新股发行被迫暂停，股指期货交易受到限制，一些改革措施被延迟。总之，这次股市剧烈震荡的损失是惨重的，教训是深刻的。它给人们留下了很多值得思考的问题。

本轮牛市启动的经济背景

1. 改革红利。本世纪初正当东南亚金融危机的阴影渐行渐远的时候，一系列有利于我国宏观经济发展的重大事件接踵而至。2001年我国成功加入了世界贸易组织（WTO），获得了北京奥运会主办权。住房制度实现了从福利分房向货币化分房的根本转变，城镇化步伐得以加快。随着轿车进入家庭，汽车行业迎来了大发展时期。这些利好因素成就了我国经济的10年繁荣，经济规模每年以10%的速度递增，财政收入年增长率达到20%以上，综合国力迅速提高，居民生活水平得到很大改善，人均住房面积大幅度提高。

随着2008年国际金融危机的爆发，世界经济减速明显。全球GDP增长率从2007年的5.67%下降到2009年的0.01%，其中，发达经济体出现了3.41%的负增长。新兴市场和发展中国家虽然实现了3.08%的增长，但远低于危机前的水平。为避免经济

陷入大萧条，2008年11月15日，20国集团（G20）领导人在美国华盛顿举行会议，决定加强政策协调，促进全球经济复苏。

我国在财政、货币、金融、产业、基础设施投资等方面采取了全面救市行动，出台了家电下乡、汽车下乡的补贴政策，加快审批了一批基础设施投资项目，统一下调了个人购买普通住房的契税税率；2008年9月16日到12月5日，中国人民银行多次降低存贷款利率和法定存款准备金率，对首次购买普通自住房和改善型普通自住房的居民贷款提供优惠利率，允许首套房房贷利率在基准利率的基础上下浮30%；2009年广义货币M2的余额同比增长27.7%，2010年再一次大幅度增长19.7%。人民币汇率终结了自2005年7月以来的单边升值趋势，提高了出口退税率；汽车、钢铁、纺织、装备制造、船舶、电子信息、石化、轻工、有色金属、物流等十大产业振兴规划相继发布。

受前期刺激政策的影响，消

费物价在2011和2012年分别上升了3.3%和5.4%。2012年年底到2013年初，全国房地产市场迎来了新一轮上涨，房价屡创新高。为了抑制房地产过热，2013年2月20日，国务院常务会议出台了五项房地产市场调控政策措施，3月2日，国务院办公厅又发布了《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，对五项政策措施做了进一步细化。在继续严格执行商品住房限购措施的同时，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。对出售自有住房按规定应征收个人所得税，通过税收征管、房屋登记等历史信息能核实房屋原值的，应依法严格按转让所得的20%计征。11月底，上海、广州、深圳、北京等城市相继推出了限购政策，加大了土地供应力度。随后，二三线城市也加入楼市调控大军，2014年后，房地产价格步入下降通道。

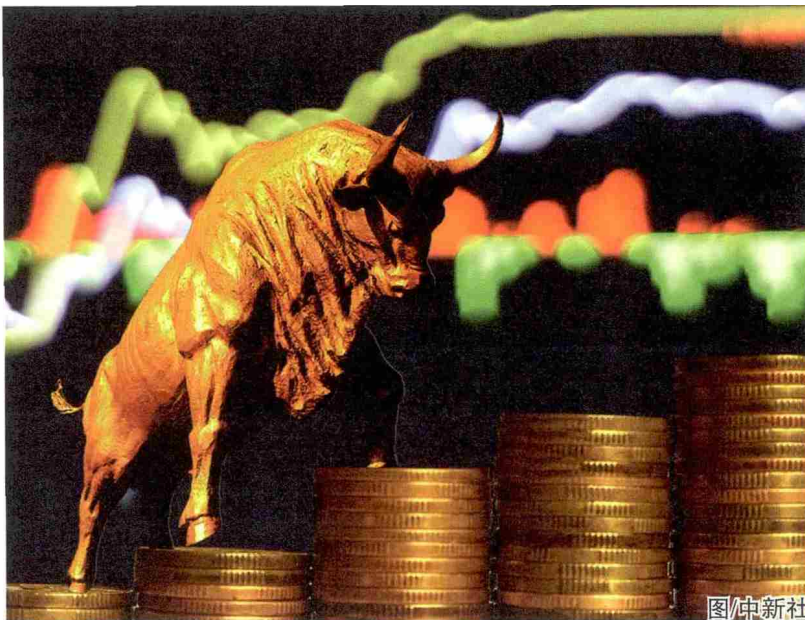
随着房地产投资的下降和汽车生产的减速，与之相关的水泥、建材、煤炭、有色金属行业均出现了

严重产能过剩，地方税收收入增幅下降，中国经济进入经济增长速度的换挡期、结构调整的阵痛期和前期刺激政策的消化期。要摆脱三期叠加带来的困境，新一届政府向改革要红利，提出了2010至2020年全面实现小康社会的战略目标。

要实现以上目标，必须找到一个突破口。在一些人看来，通过发展资本市场，打造一个长期牛市似乎是一举数得的选择。首先，通过繁荣资本市场，可以改善国有企业、中小企业的融资环境，为全民创业、万众创新提供资金支持，提高投资水平和质量。其次，通过资本市场的财富效应，让居民获得财产性收入，实现“富民国强”的中国梦，从而提高居民消费。第三，通过发展资本市场提升国有企业的价值，实现国有资产的保值增值，减轻中央和地方财政负担，解决社保资金来源，提升地方政府债务质押品的价值，化解地方融资平台债务风险。第四，通过发展资本市场增加直接融资，改善融资结构，化解银行不良贷款风险。

2. 政策支持。资本市场的大牛市需要一个宽松的货币政策环境。回头看，本轮大牛市每一波行情的启动，都有宽松的货币政策信号的支撑。2014年7月到11月，人民币国际化步伐加快，中国人民银行先后与韩国银行、阿根廷中央银行、瑞士国家银行、蒙古银行、斯里兰卡中央银行、俄罗斯联邦中央银行、新加坡、卡塔尔中央银行、加拿大中央银行、马来西亚国家银行、澳大利亚储备银行分别签署了双边本币互换协议或者建立人民币清算安排的合作备忘录。

2014年11月10日，中国人民银



行、证监会联合印发《关于沪港股票市场交易互联互通机制试点有关问题的通知》（银发〔2014〕336号）。2014年11月17日，沪港开通。10月24日，证监会发布新规，创业板公司被禁止借壳上市。12月1日，投资者可利用融资融券信用证券账户申购沪市新股。2015年4月3日，投资者可以一人开设多个证券账户。11月22日，中国人民银行采取非对称的货币政策，下调了金融机构人民币存款和贷款的基准利率，其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。同时，金融机构存款利率浮动区间的上限由基准利率的1.1倍调整为1.2倍。这一政策促发了牛市的第二波上涨。

2015年2月4日，中国人民银行宣布降低银行法定准备金率50个基点。这是自2012年以来首次调整存款准备金率。2月28日，中国人民银行再次降低存贷款基准利率25个基点，其他类型的存贷款基准利率也相应下降。至此，存贷款基准利率分别降至2.5%和5.35%。中国人民银行还将存款利率上浮幅度提高至30%，加快了利率市场化的步伐。2015年4月19日，央行宣布将自4月20日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。5月10日，央行再次将一年期贷款利率下调25个基点至5.1%，存款利率下调25个基点至2.25%。

3. 媒体的推波助澜。当上证指数站上3200点时，媒体的言论还表现得相对谨慎和理性。《2015年期待有质量牛市》一文提醒投资者“目前是杠杆下的牛市，带有强烈

的投机成分，资产泡沫积累是2015年最大风险之一，一旦投资者形成落袋为安的心理共识，市场极有可能发生逆转。”然而，当2015年3月底上证指数站上3800点、市场患上“恐高症”、期待中级调整的时候，《A股震荡走慢牛，有望挑战4000点》文章出现了。4月初，当市场担忧新股发行冲击大盘时，媒体连续出现了乐观的观点：《股市震荡不改牛市势头》《经济下行尤需要股市提供有力支持》《政策红利催生改革牛，希望变成健康牛》《政策红利催生改革牛，国企改革、土地改革、国防改革股，行情将贯穿全年》。当上证指数站上4000点后，媒体上出现了这样的观点：“现在4000点是合理的，后市还有一定的上升空间，其间会有震荡和分化。注意创业板风险，关注大盘蓝筹股”。

剧烈震荡的原因分析

本次股市剧烈震荡是多重因素相互作用的结果，包括估值过高、新股发行加快、清理场外配资突袭，人民币汇率贬值、非理性恐慌情绪、国内外媒体的看空等。

首先，股票市场运行最终不能脱离价值规律的支配。股价有泡沫就一定会破灭，这是价值规律使然。客观地讲，股指一年上涨162%，泡沫已非常严重。6月12日，沪深股市总市值达到71.25万亿元，若以2015年中国GDP总值68.1万亿元（预测值）计算，A股证券化率已经高达104.63%。上证A股市盈率为24.3倍，深证A股市盈率高达66倍，创业板市盈率则高达140倍。即使在上证综指回落到3100点

的时候，大部分股票也不便宜。即使在9月2日股市回撤到3000点左右时，60%的股票的市盈率在50倍以上，市盈率低于30倍的公司只占21.7%，而在100倍以上或亏损的公司占39%。

其次，新股发行和大量的非流通股解禁导致供求关系失衡。根据沪深交易所安排，6月8日至12日，两市将有20家公司共计27.27亿股限售股解禁上市流通，解禁市值达到816亿元，为年内单周解禁规模较高水平。其中，沪市8家公司解禁市值364.35亿元，深市12家公司解禁市值452.52亿元。到年底，A股市场的流通股占总股本的比例将达74%。随着限售股的解禁，流通股供给越来越多，最终将导致供求失衡。2006年1月4日到7日的暴跌，除了熔断机制的弊端之外，与1月8日救市政策的到期和对大量限售股解禁的担忧不无关系。

再次，第一轮暴跌的导火线是清理配资。本轮牛市是由所谓的改革牛、杠杆牛和资金牛推动的。一些媒体整天围绕这三个概念操作误导投资者，场外配资的涌入使风险积聚越来越大，引起了管理层的担忧。牛市在2014年7月21日刚刚启动时，两市融资余额只有2728亿元，当日融资买入额101亿元。2015年6月18日融资余额达到14829亿元，当日融资买入额1029亿元。数据表明，当日融资买入额的峰值（1756亿元）发生在6月8日，比当日融资余额峰值提前出现了10天。股市的第二波暴跌的导火线是8月14日证监会发布2015第21号公告。公告称“股市涨跌有其自身运行规律，一般情况，政府不干预。”（下转30页）

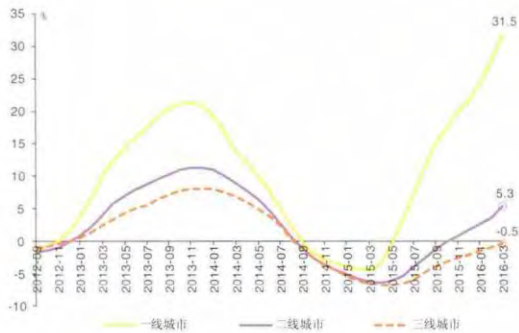


图2 70个大中城市新建商品住宅价格同比走势
资料来源: Wind, 财达研究

是一个“伪命题”。

这正是中国房地产市场差异化所在。一线和部分热点城市房地产具有强大吸引力,虽然在国家新型城镇化要求下,这些城市需要严格控制边界、提升发展质量,以倒逼资源和产业外溢,推动区域协调发

(上接27页)由于救市行动从4500点之上就已经开始,之前的稳定在很大程度上依赖于证金公司的干预和市场对政府干预的预期,所以,一旦政府干预退出,必然导致市场供求关系失衡,这是第二波暴跌的原因和导火线。第三轮暴跌发生在2016春节后的第一个交易日,导火线是“熔断机制”的推出。熔断机制没有考虑到中国股市的正常波动过大的现实,涨跌幅限制过低,而熔断机制、涨跌幅限制和T+1交易机制无法使风险及时得到释放,加剧了市场恐慌。

应该汲取的经验教训

首先,股票一级市场为实体经济融资,有利于资源的有效配置。但是,二级市场在短期内完全可能脱离上市公司的业绩和宏观经济的基本面

展。但只要区域发展差异还存在,这些城市庞大的潜在住房需求就难以消除。一线和部分热点城市的任务是保持房价合理水平、防止过快上涨。

与此相反,大量三四线城市房价上涨需要格外小心。三四线城市(尤其中小城市)不能有客上门就坐地涨价,不要总想着

要直接从房地产上得到多少利益,将农业转移人口引进来,能派生出产业发展和生活消费等一系列经济增长新动能。政府要鼓励开发商顺应市场规律适当降价让利,政府自身也可通过补贴等必要鼓励措施加快“去库存”进程。政府不仅要创造条件鼓励

而独立运行。因此,股票二级市场不仅是价值发现的场所,而且是价值转移和财富再分配的工具。

第二,官方媒体慎谈股价高低,避免误导投资者。中国股市的散户参与度非常高,大量散户没有能力判断宏观经济形势和上市公司财务报告,也不懂股价运行的分析技术,投资决策依靠新闻、小道消息,很容易上当受骗。官方媒体是党和政府的喉舌,对广大投资者有导向作用,应谨言慎行,否则,不仅可能误导投资者,而且可使政府信誉受到伤害。

第三,谨慎推进金融创新。融资融券、股指期货、期权等金融创新都是打着为投资者规避风险的旗号发展起来,但又创造新的金融风险。这次股灾的教训是,一些所谓的金融创新是满足风险偏好者的交易工具。它们创造的风险可能远大于规避的风险。

明面上的房价让利于民,同时还要积极完善基础设施和公共服务配套建设,提升住房性价比,真正做到让农业转移人口能“进得来、住得下、活得好”。

新型城镇化是释放我国最大内需潜力和发展动能的重要抓手,承载着加快推动城乡区域协调发展和全面建成小康社会的重大使命。各级政府需要以长远的战略眼光切实落实好房地产“去库存”重点任务,要真心实意让利于民、降低购房杠杆,别只把农业转移人口当做楼市“接盘侠”,而努力让他们“进得来、住得下、活得好”,这才是新型城镇化的要义所在,也是一个地方长期健康发展的根本保障。

作者为财达证券首席宏观分析师

第四,金融产品市场并非完全竞争市场,金融产品的价格具有不可控性、不可预测性,蝴蝶效应随时可能发生。不管个人、机构,还是监管者,对市场的控制力都是有限的。因此,二级市场股价的高低应该由市场决定,监管者要敬畏市场,应该成为维持市场公正的裁判,而不是助涨助跌的运动员,打击非法交易要持之以恒。

第五,应该尽快取消涨跌停板限制,实施T+0交易。目前的涨跌停板制度和T+1制度是在我国股市发展初期、股市规模小、股价易被操控的情况下制定的,这种制度已经不能满足当前中国股市的现状。随着全流通时代的到来,涨跌停板和T+1交易制度已经从降低风险的手段成为风险聚集始作俑者。

作者单位:中国社会科学院经济研究所