

袁钢明

从外媒评论看中国股市震荡与转型风险

——访美研究

2015年6-8月间,中国经济发生了股市暴跌的一场剧烈震荡,世界很多国家受到了冲击和惊吓。我参加清华大学中国与世界经济研究中心赴美智库交流活动,在美访问研究,耳闻目睹外媒对中国股市震荡及经济转型风险的大量评论。很多专家学者的评析,对我们反思和分析中国经济当前波动及未来风险具有参考意义。

一、中国股市震荡引起全球紧张

6月中旬,中国股市从上涨高点急速下跌。8月初,中国经济减速的一系列指标发布、随后人民币汇率突然贬值,世界各国非常紧张,媒体密集报道中国股市暴跌、经济减速、汇率贬值等一波接一波的震荡冲击。

(一) 外媒对中国股灾震荡冲击评论

2015年6月15日至8月26日,中国股市大幅下跌,上证综指从高点5166点下跌到2927点,此期间大致下跌三波:第一波6月15日-7月8日,股指从5166点下跌到3507点,3周间跌幅32.1%;第二波7月24日至8月6日,从4124点下跌到3662点,两周间跌幅11.2%;第三波8月18日至8月26日,从3994点下跌到2927点,两周间跌幅26.7%。2个半月上证综指跌幅43.3%,上海和深圳两市流通市值总额减少了24.8万亿元,减幅43.1%。股市连续大幅度下跌给投资者造成很大损失,给中国资本市场、金融体系和经济运行带来风险动荡,也给世界经济带来很大冲击。

当中国股市出现第一波下跌时,国内媒体上专家学者惊呼发生“股灾”。从短期间跌幅情况看,达到了世界股市史上重大股灾的程度,为控制股灾局势进一步恶化,呼吁政府借鉴美国、日本等国家和中国香港特区政府应对股灾的成功经验,采取救市措施。专家学者分析引发股市暴跌的市场供求变化的原因,如银行半年度考核致资金紧张、管理层加强配资监管降杠杆、上市公司董监高集中减持套现、前期涨势过猛市场回调、散户投资者闻风而动心理逆转等,建议政府从资金供给到股票交易采取多种措施恢复市场稳定。此时,国外媒体大量报道中国股市剧烈下跌情况,国外专家学者的评论视角和观点与中国专家学者差异很大,甚至完全相反。

1. 中国股市下跌是市场合理调整。很多国外专家学者

认为,中国股市6月中旬后三周间下跌30%多,短期间下跌幅度的确很大,在一般情况下可以认定为股市由牛转熊的异常剧跌。中国股市一年来上涨了150%。这一下跌只是前期股价过高上涨的回调修正,下跌之后,上证综指跟上年同期相比仍高出近一倍。美国智库彼得森研究所《中国经济观察》2015年7月初发表系列文章,分析中国股价变化情况。肯特·特鲁特曼(Kent Troutman)认为,中国股价暴跌前股指成倍上涨脱离了经济基本面,下跌30%-40%以后,回落到历史中位水平。用市盈率(P/E)、市净率(P/B)、股价现金流比率(P/CF)、每股收益等尺度测量,上证综指略低于历史中位数。A股与H股比价为130%左右,可粗略测得A股估值较高,用市净率和市盈率衡量,深沪两市上市公司A股估值也高于H股。中国股市这种程度的下跌对经济造成的冲击并不严重。中国股价和经济增长相关散点图表示相关性很小。股价下跌30个百分点,经济增速减慢1.14个百分点。此外,居民家庭资产投入股市的比重约10%。进行股市投资的家庭约0.3-0.5亿户,约占家庭总数10%,金融业占GDP总量的8%,股市融资占融资总量约3%。总的来看,中国股市在经济中比重很低,即使股价下跌30%,也不会对经济造成很大影响。

2. 股市泡沫破裂。股市暴跌以后,国外评论和国内评论关注点不同,不是紧张分析股市下跌的当前局势、讨论应对措施,而是回追中国股市泡沫暴涨暴跌变化的深层次问题。中国股市暴跌前具备了股市泡沫的所有特征:一是股价飞速上涨,沪指1年间上涨150%,其中1个月上涨26%。深圳创业板2014年上涨3倍。一个烟花爆竹公司改换招牌变为P2P网络金融公司;一个地板公司突然变身为网络游戏公司,1年间股价飞涨上千倍。深圳创业板甚至创造了超过美国互联网狂潮的股市神话。二是股市交易狂热。股价的飞涨和政府的鼓励点燃了很多人一夜暴富的激情,退休老人、老奶奶、老大爷、司机、小贩、学生都涌入证券公司营业厅,很多人辞职,有些人抛弃家庭。高潮时一周新增注册150万户,股市日交易额是一年前的近20倍。三是股市上涨完全脱离实体经济基础。在GDP增速和企业经营下滑情况下,股价大幅上涨依靠心理预期和借贷资金推动,股价大幅度超出经济基本面,创业板市盈率高达150倍。四是媒体误导。官方媒体描绘资本市

场改革推动股市上升的美好前景,普通百姓受到鼓舞涌入股市,掀起股市上涨狂潮。

英国《卫报》美国版2015年7月16日刊登美国南加州大学高级研究员奥维尔·斯彻尔(Orrville Schell)的长文《为什么中国股市泡沫必会爆破》。文章分析了政府推动股市泡沫形成的情况。一年前房地产泡沫因政府采取措施维持而没有破裂,使人们相信政府可以使股市像房市一样,使居民资产大幅增值、快速致富。普通股民从官方报纸发表的文章中看到A股蕴藏着巨大的投资机会,认为政府非正式宣称了以国家资产对股市提供担保。政府自己也被股市财富暴涨现象所迷惑,把股市泡沫视为国企偿还银行负债的历史机遇。占全部人口9%的人群进入股市。股民以高息从影子银行借贷购买股票,保证金贷款资金快速增加,推动股市泡沫高涨。美国《福布斯》刊登斯蒂文·克恩(Steven Keen)《为什么中国股市会崩盘》署名文章,分析了中国股市保证金贷款增加过快的危险性。中国保证金贷款很短时间内快速增大到占股市市值的10%,超过了美国的5%和日本的1%。美国股市保证金贷款占GDP比重自1990-2000年的10年间从0.5%上升到2%,中国同样比重上升从2014年10月至2015年6月只用了9个月时间。中国股市保证金贷款增加和股指上升的相关度很高,2014年为0.69、2015年为0.87。保证金贷款泡沫加速推涨股市泡沫。中国股市平均市盈率高涨到70倍,是美、日等发达国家18倍平均市盈率的3倍多。一些A股上市公司股价是香港H股同一公司股价的2倍。世界银行在春季报告中警示这一做法“不是推动金融合理发展,而是通过行政措施控制价格,广泛直接干预资源配置,采取贷款担保、信贷指导,对金融体系实施国家所有制控制的监管政策”。中国有关部门官员不同意这一警示,要求世界银行修改。这种做法对此后的形势判断及政策应对产生不利影响。中国普通股民都认为中国股市开办25年来没有政府干预不能解决的危机。政府被看成是市场交易的担保人,个人投资者的自主风险意识被削弱,都想抓住股价上涨机会赚钱,不关心公司价值。但是,实际上政府不可能比股市更有能力对风险做出反应,政府将其计划干预植入股市交易活动中,推动股价迅猛上涨,泡沫过高必定爆破。

3.政府救市干预过度。中国股市暴跌后,政府采取了救市措施。国内媒体在政府是否应该救市问题上出现了一些争论,压倒多数主张政府应大力救市,稳住股市。外媒评论普遍持相反看法,对大力救市做法提出强烈批评。

从股市运行方面看,股市下跌没有严重到需政府强力干预的程度。在这种情况下的政府救市起不到稳定股市作用,反而会产生更大的不确定风险。《纽约时报》、《金融时报》等报刊登载专题文章,评析中国为何不应救市。中国股市暴跌后股指仍大大高于一年前暴涨之前水平,从股指、市盈率、上市公司业绩看,下跌后的股市估值更符合经济基本情况,股市下跌是对前期过高泡沫的市

场调整。政府受到的股市下跌压力不完全来自市场和经济原因,大量个人投资者遭受损失对政府形成压力。政府过于紧张,对股市变化判断受到投资者情绪影响。政府救市走入歧途,以为使股市重新回到很多投资者所喜欢、所期望的泡沫高涨状态就是救市成功。政府紧张心情可以理解,但病急乱投医,将西方国家在重大股灾时采取过的所有救市措施不加选择悉数推出,从放松货币到调整保证金贷款平仓规定,从宣布养老金投资股市到政府注资国企证券公司大量购股,从限制大额持股人抛卖到停止IPO等等。中国使用的救市干预措施过多过重,不仅浪费资金,而且干扰了市场的自主调整。美国政府没有采用过注资给公司支持其购买股票的措施,从不追查和禁止卖空,不是只要股市下跌政府就进行救市干预,而是在股市下跌危及整体经济的时候才会采取措施。在2000年互联网泡沫破灭、2013年6月和2014年10月股市大量卖空大幅下跌时,美国政府没有采取任何救市措施。2008年美国向困难银行注资极为罕见,目标是巩固银行,而不是救援股市。美联储从没有使用货币政策托市,虽然货币政策提到过股市,但支持的始终是实体经济。上个世纪90年代末互联网泡沫破灭,和现在中国股市狂热赌博暴涨暴跌一样,美联储纹丝未动,没有干预。

4.惊恐中国经济震荡引发全球危机。2015年7月24日和8月18日中国股市出现第二波、第三波下跌,跌幅减缓随后反弹,同时宏观经济主要指标下落。国内市场及各方评论多数认为政府救市避免了股市深跌危机,降准降息等宏观政策支持了经济稳定。而世界各国对这段时间中国经济出现的减速下行、汇率贬值和股市再跌等一连串震荡变化一片恐慌,忧惧中国经济剧烈震荡引发全球危机。

(二) 外媒对中国股市震荡的体制原因评论

中国大力救市可能发生市场化改革倒退。很多评论担心中国的大力救市是计划经济回潮。前述奥维尔·斯彻尔的文章分析了中国股市发展中存在的传统计划观念与市场经济的矛盾,中国股市管理中存在政府集中计划的影响,国企上市公司担负政府代理人的角色,帮助实现产业政策、资源配置等政府目标,政府可以很方便顺手地利用国企公司代理人进行干预救市。政府对国企公司代理人出资并指令购买股票,不是市场意识的价值投资,而是为实现政府目标进行干预。英国《经济学家》刊发的《中国禁锢市场》等文章分析中国股市下跌对市场化改革带来的冲击。中国宣布市场将在资源配置中起决定作用,但是在股市下跌时政府反应慌乱,错误地以为中国经济经不住股市波动,采取限制卖空、暂停IPO、注资支持券商、组建基金购买股票、承诺养老基金投入股市等措施。股市在中国经济中的比重很小,保证金贷款仅占银行体系总资产1.5%,不是一种系统性风险,银行和整体经济是稳定的,降低利率就足够了。政府不相信市场力量,以为由有才干的技术官员采取行政措施就能控制住局势。发展股

市本来是政府推动的市场化改革,是对过度依赖银行金融体系的改革。但是,股市监管走到了银行体系控制的老路上。政府想像控制储蓄贷款资金那样控制股市,支持对国有大公司融资,控制股市价格,损害了市场公平,造成股价与公司价值不对称。国有公司利用政府支持和优惠,既可获得银行低成本融资,也可利用股市获得股权融资优势。普通投资者进入风险很大的股市,遭受股市下跌的痛苦损失。政府干预没有使风险降低,只是股市风险和银行风险的一种交换。对普通投资者来说,股市变得更加复杂混沌风险莫测。

1.经济“硬着陆”冲击。外媒评论对2015年8月初公布的中国一系列宏观经济数据下落极度紧张。8月3日公布的中国7月财新制造业PMI为47.8,比上月下降1.6个百分点,连续5个月低于50荣衰线,与国家统计局公布的制造业PMI下落趋势一致。国家统计局公布的2015年7月制造业PMI为50,比上月下降0.2个百分点,是5个月来首次下降。外媒评论普遍认为,财新数据比国家统计局数据更准确反映经济真实情况。财新PMI数据显示中国制造业运行出现2013年7月以来最明显放缓。这一最早公布的先行指数下降预示了随后公布的一系列数据下降之势。7月出口和进口同比增速大幅度下降,分别为-8.3%和-8.1%,分别比上月下降11.1和2个百分点。工业增加值同比增速6%,比上月下降0.8个百分点,工业企业利润同比下降2.9%,降幅比上月扩大2.6个百分点,固定资产投资、房地产投资、社会消费品零售总额等所有宏观经济同比增速指标都比上月下降,比2014年及以前时期下降更多。中国经济减速、人民币贬值、股市连跌、金融风险增大等震荡变动同时并发,很多媒体惊呼中国经济减速形势危急。很多研究者根据“克强指数”等指标月同比增速,如铁路货运量(-10.9%)、用电量(-1.3%)、工业增加值(6%)、工业企业利润(-2.9%)、工业企业主营收入(1.3%)等相关情况,估测中国经济增速实际降低到了比官方数据更低的5%甚至3%以下。按照这种估计值衡量,中国经济骤然大幅减速,已经“硬着陆”。中国是世界第二大经济体,占世界GDP总量17%和世界经济增长30%,是对外贸易和原材料消费最大国,煤炭、铁矿石、钢材、铜、铝等消费均占世界消费总量40%以上,占世界石油消费10%以上。中国经济减速,影响全球大宗商品价格指数大幅下降。标普高盛商品指数(S&P SSCI指数)8月11日下跌2.1%,降至367.05,刷新2009年3月以来新低,路透CRB指数199.8,刷新2003年3月以来新低。澳大利亚、智利、巴西、印尼和南非等原材料出口国对中国出口占其出口比重总额分别为36%、24%、19%、13%和10%。沙特、俄罗斯和委内瑞拉等石油出口国对中国出口石油占其石油出口总额比重分别为14%、14%和10%,石油、金属等大宗商品价格大幅下降,多年来依赖中国市场的原材料出口国受到未曾料想的冲击。

2.人民币贬值冲击。2015年8月11日,中国央行宣

布人民币贬值2%,声明此次贬值是人民币汇率制度朝着市场决定汇率方向推进的改革,不会持续贬值。各国媒体对此极为震惊,惊恐万分,认为中国采取货币贬值这种非到万不得已不用的极端措施,进一步证实中国经济实际状况可能已经下降到了极其严重的程度。几乎所有评论都强调,中国出口大幅下降数据仅仅公布3天就出人意料地宣布人民币贬值。显然,这是中国为应对付出口及经济下降严重局势所作的绝境一搏。在这种情况下人民币突然贬值,没有人相信中国所宣称的汇率改革不会持续贬值的说法。中国自1994年人民币汇率钉住美元以来20多年,一直是单向升值没有贬值,人们已经习惯了人民币汇率稳定升值,连续3天共4%的贬值就中国情况来说不可想象。欧美股市投资者认为,这是中国对付经济超预期减速变化所采取的贬值激进措施,汇率市场化改革只是表面说法,汇率实际还处在政府严密监控下被政府所控制,出口及工业企业经营效益急剧下降,证实了政府已采取的宏观政策措施没有取得预期效果,不得不采取贬值措施推动出口。汇率贬值对全球经济的冲击影响远比股市下跌猛烈得多。很多评论认为,人民币贬值4%对于推动中国出口贸易的贡献度太小,没有什么效果,而对于国际贸易和国际货币的冲击影响很大,将使国际货币和国际贸易局势变得复杂和危险。人民币贬值提高了中国企业的进口成本,产生缩减中国进口效应,全球大宗商品市场恐慌更加剧烈,指数下跌幅度加大。此外,人民币贬值增大贸易摩擦,可能挑起货币轮番贬值战争。巴西、印度、东盟、中亚等新兴经济体国家货币贬值加剧,哈萨克斯坦货币一日暴贬30%。人民币贬值虽对中国出口、企业效益产生一定有利影响,但增大了企业外债风险和资本外流压力。人民币贬值后,中国各种形式的资本外流势必加剧,贬值与资本外流恶性循环的压力将不可避免地不断增大。

3.极度惊恐中国爆发金融危机。2015年7-8月间中国股市出现一波小幅下跌和回升之后,8月18日大幅下跌6%,随后暴跌频发,形成一波更猛烈的下跌。这一波下跌引发了全球市场巨大恐慌。8月24日上证综指暴跌8.5%,8月25日又跌7.6%,创2007年2月7日以来最大单日跌幅,被媒体称为“黑色星期一”、“黑色星期二”。美欧日发达国家及全球股市随之暴跌,美国道指当天开盘破历史记录下跌1000点,收盘下跌588点,跌幅3.6%,德国下跌4.96%,法国下跌5.5%,日本下跌4.6%。中国股市6月中旬从高点连跌3周,跌幅30%以上时,美欧日市场几乎未受影响。而8月24日“黑色星期一”暴跌对世界其他国家冲击巨大。“黑色星期一”前夕,中国经济急骤减速、人民币贬值、大宗商品价格下跌、美联储加息动向等不确定变化使美欧股市如惊弓之鸟。中国股市下跌及经济减速对世界经济的冲击影响巨大,不仅依赖中国大量进口的原材料出口国等主要新兴经济体国家遭受严重损失,而且依赖中国消费市场的发达国家奢侈品销售也大幅下

降。2015年9月初公布的8月份宏观数据进一步下落。财新制造业PMI为47.3,比7月下降0.5个百分点,出口和进口同比增速分别为-5.5%和-13.8%,进口降幅比7月扩大5.7个百分点。工业企业利润同比-8.8%,降幅比7月扩大5.9个百分点。8月24日,全球大宗商品价格加速下降,标普高盛商品指数大跌3.2%,至336.8,路透CRB指数降至185.13点,逼近1986年纽交所推出CRB指数为期货交易标的以来最低记录。铜下降2.6%,原油下降2.2%。很多评论断言,中国股市崩盘、人民币贬值的背后是中国宏观经济骤减速,将引发大规模金融危机。有的评论把中国的股灾危机比同于1929年美国大危机,当今中国令人惊叹的高速增长和美国当年活力迸发的发明创造现象一样催生巨大泡沫,然后轰然爆破,给世界带来灾难性冲荡。有的评论认为中国股灾危机引爆的金融危机将超过2008年美国次贷危机。中国总体负债率过高、房地产泡沫风险远大于股市、地方政府超限负债危情不断、影子银行违约频发,类似美国次贷危机的高风险融资此起彼伏,资本外流大量增加,等等,中国应对股市波动和经济急骤减速的政策没有产生效果,危机爆发风险急增。2015年10月在秘鲁召开的IMF各国财长与央行行长年会上,中国经济下滑是否引发新一轮金融危机成为热议主题。英国前首相戈登·布朗的顾问达姆·迈克布莱德专文呼吁人们赶紧约见最亲爱的人、购买储存罐头食品等等,以备大灾来临。

二、中国股市剧烈震荡与全球媒体恐慌之后的反思

2015年夏季中国股市汇市震荡、全球媒体恐慌之后,惊涛逐渐平息。到年底,中国经济没有出现全球惧怕的崩溃,股市、汇市跌势减缓,全年上证综指上升9.4%,市价总值增加32.4%,人民币汇率下降6.1%,GDP增长6.9%。从最终结果看,股市大跌之后略微回升,人民币贬值在小幅度可控范围内,经济增长实现了中高速增长预期目标,没有出现大幅下跌“硬着陆”。世界各国极度忧惧的危机没有发生。国外很多媒体自己也说,整个世界恐慌过头了。2015年12月1日,IMF宣布人民币加入SDR货币篮子,人民币汇率朝着市场化改革方向推进,得到了IMF的认可。外媒很多评论改变了前一段时期对人民币贬值的恐慌看法,对人民币汇率的市场化改革进展给予了新的正面评价。中国经济出现了消费稳定增长替代投资及原材料消耗过度扩张、第三产业比重持续超过第二产业的结构调整进展,使很多担心中国经济转型失败的人们紧张心理得到缓解。外媒评论看到了中国推进股市改革发展和汇率改革一样在风狂雨暴中志向不移,对中国托救股市的批评有所减缓,对中国经济的减速调整转而报以期待。但是,2016年开年中国股市汇市大跌、全球股市跟随下跌,世界各国对中国经济转型风险尤其股市震荡冲击担忧又起。股市和经济震荡平息之后,回过头来对这一段时期股市震荡变化及纷争进行反思,很多争论问题可以看得更

清楚,有些问题不辩自明,有些问题尚无定论,还要继续观察讨论。

(一)股市大幅下跌是严重超跌还是修正调整

2015年6月中旬到7月初股市大幅下跌,中国国内市场和媒体评论惊呼“股灾”爆发,从上证综指三周急跌超30%的幅度看,达到了股灾程度。但比一年前股市上涨起点还高出很多。中国股市大幅上涨期间,宏观经济和企业利润增速持续下落,股市涨幅远超出实体经济增速,造成了股市估值过高。6月中到7月初股市大幅度下跌,不是股市正常水平的过度下跌,而是过高估值水平的修正调整。国外评论不认为中国股市当时大幅度下跌是一场严重的股灾,而认为股市下跌是对股市前期上涨过快的调整,具有合理性。希望股市保持过高上涨是不合理的。中国国内极少数人持有这种看法,但国内市场和有关方面对此很难接受。国内市场及各方面普遍认为,股市过去多年低沉状态是不合理的,而由沉滞低落转变为活跃上涨是人们期待已久的股市发展新局面。国外评论分析认为,中国股市上涨过快,无论从上涨速度还是估值水平来看,都超出了正常合理水平。2015年6月12日股市升至高点之前的一年间上证综指上涨151.4%,其间2015年3月16日至4月27日短短30个交易日上涨34.2%,历史上从未有过这样快的上涨速度。在经济增速和企业效益持续下落情况下,股市过快上涨缺少实体经济的支撑基础。股市从高点大幅下跌以后,用市盈率、市净率、股指历史水平、A股与H股比较等多种尺度测量,中国股市估值水平总体上仍然较高,没有下跌到正常水平以下。2015年下半年上证综指从高点下跌30%多以后,2016年1月又下跌25%,共下跌55%多,跌到了一年多前上升起点附近。股市从低点启动上涨到高点的部分几乎全部跌尽。站在这样一轮大起大落的终点,回看比较国内外评论,结论不辩自明。国外评论认为中国股市下跌是前期过高上涨回调修正的看法被事实所证实。股市当初大跌之时国内市场及有关各方认为股市严重超跌的看法没有经得住时间的考验。半年之后的2016年初,国内有券商公开承认对股市判断错误,反思说,“股市大调整告诉我们,实体经济没有好转,股市上涨缺乏根基。”

(二)股市暴跌要害是资金紧缺还是资金泡沫破裂

2015年6月中旬股市大幅下跌后,国内市场和研究机构主要关注研究股市由升转跌的市场失衡原因及救市对策。清华大学国家金融研究院的研究报告《完善制度设计提升市场信心——建设长期健康稳定发展的资本市场》,对中国股市下跌做了深入系统的研究,是国内这方面研究的代表性成果。该报告认为影响股市由涨转跌主要是银行和政策资金供给不足、大股东减持、信用资金平仓抽离等因素所致,重点研究了导致股市多空失衡的杠杆资金、投资者结构、董监高减持、发行制度不合理等市场因素。一种很有影响的观点认为,证券监管部门严查场外配资力度过猛致使信用资金撤离过多,是导致股市深

度下跌的最重要原因。国外评论在中国股市 2015 年 6 月大跌时不主要关注下跌变化情况,而是重点追溯股市下跌前的快速上涨变化及深层原因。国外评论认为,中国股市暴跌主要原因是政府为加快股市发展,支持保证金贷款大量进入股市,资金加杠杆推动了股市急速上涨。根据各方面数据分析,证券公司提供的保证金贷款即融资融券资金自 2014 年 6 月起明显增加,自 2014 年 6 月 11 日至 2015 年 6 月 12 日一年间,融资融券资金从近 4000 亿元增大到 2.2 万亿元,增加 464.3%。同期,股市日成交额从 1600 亿元急增到 2.2 万亿元,增加 1123.8%。股市成交额比融资融券资金增速快得多,股市成交额多增部分除了融资融券资金、交易频率上升作用之外,还有更多未纳入规范管理和统计的场外配资的强大力量。2014 年 6 月以后,场外配资迅猛扩张,杠杆率普遍高达 5 倍 -10 倍,远超融资融券一倍以下杠杆率。杠杆资金大量进入和股市快速上升相互推涌,全国上千家金融公司卷入。清华大学国家金融研究院研究报告估算进入股市的杠杆资金峰值达 6 万亿元,外资机构美林美银估计至少 7.5 万亿元,相当于 A 股市值的 13%。

进入股市的保证金杠杆贷款资金过多,相当于股市流通市值的比重超过了美日等发达国家。前述《福布斯》杂志斯蒂文·克恩的文章分析了中国股市杠杆资金上升过快推动股市泡沫的危险性,靠杠杆资金推动的股市泡沫上涨越快破灭就越快。泡沫破灭后杠杆资金将使股市回落到比上升起点更低的水平。该文计算的杠杆资金只是规范统计的两融资金,低估了中国股市杠杆资金。如果把更大量的场外配资杠杆资金计算进去,股市泡沫破灭后计算得出的杠杆资金破坏力就会大得多。国内很多评论主要关注监管部门严查场外配资引发的股市下跌变化,强调配资减杠杆是造成股市超跌的主要原因。按照这样的看法,为减缓严查配资造成的股市超跌就得放松保证金贷款的平仓规定。这样做,有可能暂时缓和股市的下跌冲击,但对保证金贷款安全造成威胁,将风险延伸到银行及更广的金融体系,而且还要采取其他措施维持股市不下跌,才能打破股市下跌和配资减杠杆相互冲击的恶性循环。这种看法存在认识倒错,以为中国股市杠杆资金及其所推高的股市泡沫是合理的,还想维持下去,以为放松杠杆资金监管是一种合理选择。按这种思路,杠杆资金泡沫和股市泡沫继续维持扩张下去,很快就会更加惨烈崩溃,还会产生道德风险,对信用规则和市场制度造成更大祸患。杠杆资金和股市泡沫发展到这一步,只有严查,别无出路。祸源在于前期股市上涨过快及其所刺激支持的杠杆信用资金过多,特别是高杠杆场外配资过多。2016 年年初以来,面对杠杆资金泡沫破裂后的股市崩盘事实,可以清楚地看到前期杠杆资金泡沫泛滥的祸根。只有回头痛彻反思,才能将来重整旗鼓时不再

重蹈覆辙。

(三)股市泡沫狂潮中的市场乱象与政策失误

自 2014 年中至 2015 年年中的一年间,中国股市从滞冷低沉突变为狂热上涨,泡沫速涨速破。国内外评论直批中国股市大量散户投资者盲目跟风的昏乱炒作。国外媒体大量登载独具中国特色的散户投资者聚于股价全线下跌交易荧屏前的悲情图片,评论中国股市不同于发达国家的市场结构问题,大量个体投资者为主、平均受教育水平高中以下、小额投资、集中于小盘股、跟风短期炒作、关心政策风向和市场消息、不关心上市公司股票价值等等,分散个体投资者不能影响上市公司,只能在市场浊浪中随波逐流,惨遭冲荡。

对于 2014 年下半年以来的股市剧烈震荡,国内评论普遍认为,大量个体投资者一致行动的羊群效应是造成股市泡沫暴涨暴跌的主要原因。国外评论则普遍认为中国人为推动股市上升是造成泡沫暴涨而破的更重要原因。国外大量评论以 2015 年 4 月 21 日人民网《4000 点才是 A 股牛市的开端》一文(以下简称“4000 点”)为例证,评析政府使用官媒鼓励广大民众进入股市投资的不当做法及严重后果。清华大学国家金融研究院报告解释说登载此文的人民网是人民日报旗下的网站新媒体,不是人民日报正版,不代表人民日报的观点,也不代表政府的声音。这种说法没有说清楚官方媒体对股市的实际影响。从实际情况看,人民日报海外版、人民网文章和人民日报正文一样都被市场解读为表达了人民日报和政府的观点,新华社、中央电视台等主要媒体也被看作是披露政府政策意向的官方重要媒体。市场和人们这样理解符合现实情况。官方媒体按规则总是和政策保持一致,是人们获知公开政策信息的正规来源。2007 年以前,人民日报多次在股市波动的重要敏感时点登载有关股市文章,对股市产生牛熊转折的强烈影响,造成了股市波动加剧的不良后果。2007-2013 年股市处于低谷调整期,人民日报等官方媒体发表股市文章很少。2014 年下半年以后,发表预期股市将趋活跃的文章明显增多。官方媒体的这种变化和证监会等有关部门的政策意向是一致的。2014 年 3 月“两会”期间,央行、证监会负责人对媒体讲话表示要积极发展股市。自 2014 年下半年起有关部门发布一系列加快发展直接融资、解决企业融资难融资贵的政策信息,同时期,证监会等部门发布实施一系列促进股市加快发展的政策措施。2014 年 9 月融资融券可购买股票范围扩大,10 月实施沪港通,11 月宣布两年来首次降息,12 月融资融券账户可申购新股,2015 年 4 月多项支持股市发展的政策措施出台,券商和基金可受托管理社保基金和企业年金进行股市投资、投资者一人可开设 20 个证券账户、QFII、RQFII 额度拟将取消等。这一时期,官媒支持股市上升发展的文章大量增多,媒体和政策支持股市上升发展,鼓励投资者和资金大量进入股市,产生出推升股市上涨

的媒体鼓动效应。2014年6月以前官方媒体对股市论述不急不火,股市交易平稳,股指小幅下跌,一年间融资融券额、成交额、上证综指增速分别为17.3%、25.6%、-3.2%。2014年6月中旬以后一年间,融资融券额、成交额、上证综指狂热急升分别达448.7%、865.1%、152.2%。

股市泡沫狂涨崩溃之后,反思股市泡沫高涨一年期间出现的问题,应该看到不光是众多个体投资者对股市发展预期过高产生群体亢奋的不合理行为,还要看到政府有关部门在推进股市发展过程中对市场震荡风险的防范控制方面出现失误。前证监会主席肖钢对股市波动进行反思,指出在于杠杆资金、舆论集中唱多等非理性因素造成市场过热;强调政府重视发展直接融资特别是多层次股票市场,有针对性解决直接金融特别是股市融资比重过低等问题,政策方向是正确的,但对股市过快上升风险监管方面出现失误。从肖钢讲话可以看到,政策部门以为这种上升是估值修复性上升,具有改革红利预期、居民资产配置调整等合理因素。2014年下半年以后,特别是9月份扩大融资融券购买股票范围政策出台以后,融资融券资金加速扩张,数额更多的场外高杠杆配资潮水般涌入股市,监管部门监管放松,等于变相允许高利息、高杠杆、高风险资金进入股市。在政策部门出现对股市过快上涨失察误判时,官媒与政策一致,踊跃发挥推进股市上升发展的政策导向和舆论作用,民众重视官媒所表达的政府信心,忽视了市场媒体发出的风险警示,使中国股票市场原本就存在的众多个体投资者行动一致的市场共振加重,造成了泡沫加速高涨的不期后果。

(四)政府救市是否合理

2015年6月中旬股市大跌后,中国政府采取了大规模救市行动,国内评论和国外媒体各持支持和反对的观点。随着股市持续下跌,国内评论也出现了和国外评论接近的对救市怀疑和批评的声音。2016年初,股市继续深跌,下跌最低时接近起点,国内很多市场评论对政府救市效果感到失望。而国外评论大面积恐慌已经消逝,他们所担心的中国股市震荡引发金融危机和经济衰退的可怕后果没有出现。很多评论对中国政府处理股市、汇市震荡的做法给出了与先前不同的评价。中国政府大规模救市效果到底如何,救市是否合理,国内外各方分歧很大。在股市下跌到谷底,动荡停息、恐慌消散后回头审视,对救市的成败得失可以看得清楚一些。

中国政府在2015年6月27日至7月9日的两周间采取了一系列力度很大的救市措施。6月中旬,股市从5000点以上急转直下,上证综指两周下跌18.8%、6月26日周五单日大跌7.4%,在股市罕见大幅度下跌情况下,6月27日周六救市启动,以放松货币,增加市场流动性为主。央行宣布降准降息,有关部门透露养老金30%约1.3万亿元将投入股市。交易所降低交易费、放松融资平仓规定、扩大市场资金来源,央企汇金、证券公司入市购股,减

少IPO数量、严查市场操纵行为。这些措施出台后几乎没有效果,市场恐慌下跌加重,上证综指3天大幅度下跌13%,3周累计下跌28.6%,从5000点以上下跌到4000点以下。在市场恐慌加重情况下,自7月4日起救市措施加大力度,全面升级,以政府增资支持上市公司增持股份为主。证券公司出资购股,公募基金自购基金增持股份,央行支持证金公司融资上万亿等。这些市场干预措施产生效果,股市降中有升,降幅减缓。7月8日以后救市进入巩固收尾阶段,已采取的市场干预措施进一步增强和扩大。支持上市公司增持股份暂不减持,要求央企不减持,证金公司对券商增大融资支持,保险资金增大投资股市比例,证金公司融资支持购买公募基金,允许股票质押贷款展期,央行为证金公司融资背书增信,暂停IPO,限制期指卖空,打击恶意做空等。7月9日至8月17日股市止跌回升,从3507上升到3993,回升了13.9%。政府救市就此结束,转为逐渐退出。

政府救市退出以后,股市出现新的下跌。8月18-26日7个交易日下跌22.8%,比6月中旬最高点累计下跌43.3%,此后波动缓升,到2015年底累计跌幅缩小为21.5%。进入2016年出现新的下跌,1月28日下跌到2655点,1个月大幅下跌25%,然后波动涨落到3月底略高于3000点,比2015年6月中旬最高点累计下跌42%。至此,上证综指跌回到全部升幅大约一半的位置。单从这一段时间股指变化看,救市似乎成败各半。国外评论对中国政府大规模救市的很多批评被印证。国内政府部门和很多市场评论对救市的肯定性看法也得到了一定程度的事实支持。

从政府救市后股市大幅波动下落到全部升幅一半左右大致稳定下来的情况看,国内有关各方对中国股市一年多来变动状况的看法值得反思。2016年3月底,上证综指、深圳成指分别为3003和10455,市盈率分别为15倍和32倍,比2015年6月中旬股市高点时25倍和53倍的市盈率合理。用多种方法衡量,都显示股指处在这一点位比2015年6月中旬高点时合理。股市从高点波动调整到目前位置有其合理性,而股市升至高点前一年间的大幅度急速上涨是不正常的。2014年12月至2015年1月的点位与目前点位大体相当,这一点位比2014年6月中旬股市上升起点升高了近60%。冷静审视,股市半年间出现这样的升幅是相当高的,从多年低冷沉落状态升高到适度活跃状态,如果政府监管部门将这一段上升看作改革带来的修复性上升,是合适的。而此半年间股市又大幅度升高了近60%,一年间总升幅150%,这样的涨幅过高。监管部门把一年总升幅150%的过高上涨看作是修复性合理上涨,而把6月中旬以后的股市下跌变化看作是股市的异常动荡。参照目前大致稳定的股市状况反思,政府有关部门认为2015年1月以后股市大幅度上升是修复性合理上升的看法是一个失误。在这种看法气氛中,6月中旬股市下跌便被看成了意外灾变,政府救市措施也

就应急而出。

从股市急跌的当时局势和救市后的效果看,政府救市是否必要?从结果看,政府救市后股市仍大幅度下跌,直至全部上涨跌去大半,市场和政府所期望的救市回升效果没有如愿实现。然而,当时股市从高涨突变为暴跌的情况十分危急,三周间流通市值减少了33.8%,损失19.4万亿元,相当于GDP的30%,跌幅超过40%的股票1455只,占流通股总数近60%,普通股民人均损失6万元,相当于2014年人均可支配收入的3倍,500万元以上个股账户数从23.9万户减少到15.3万户,消失了36%。中国股市中普通居民散户投资占绝大部分,如果任由股市下跌,造成广大投资者无法承受的损失,会对经济和社会形成巨大的灾害性后果。很多外国评论在中国股市下跌前就预测泡沫即将破裂,股市下跌在意料之中,政府大力救市是反应过度。但是,中国股市处在发展不成熟阶段,占股市交易量80%以上很高比重的散户投资者随波逐浪,面对意外发生的股市由升转跌突变出现了恐慌,使股市跌势更加凶险。如果任由大量散户投资者跟随下跌潮流集体抛售,很可能扩大发展为难以控制的严重危机。这时候需要政府发挥安定人心、稳定市场的作用。批评救市的外国评论者很少注意到中国股市大量散户投资者恐慌危急情况下需要政府发挥稳定作用的特点。中国政府为控制散户恐慌抛售的系统性风险而采取救市措施,这与成熟市场的发达国家应对系统性风险采取救市措施的原理是一样的。国外有评论将中国股市此轮涨落变化与美国2000年纳斯达克泡沫崩溃相比较,中国股市此轮波动和纳斯达克泡沫涨落曲线高度重合,互联网泡沫时期纳斯达克指数一年间上涨109.3%,泡沫破灭后纳指3个月下跌36.5%,9个月下跌近50%,美国政府没有救市,未产生全局性危机后果。国外评论多以纳斯达克为例,说明中国股市泡沫破裂救市没有必要。要看到纳斯达克股市波幅大、风险高,投资者偏好高波动、高风险,普通投资者参与少,波动冲击有限,美国政府对其大幅下跌不采取救市措施有合理性。而美国政府对纽交所股灾性大幅下跌采取救市措施的敏感度远高于纳斯达克股市。纽交所和纳斯达克不同,是以共同基金、养老金等机构投资者为主体,1987年“黑色星期一”道琼斯指数1天跌22.6%,2008年次贷危机道琼斯指数6个月跌44.1%,这两次股灾跌幅都小于纳斯达克,美国政府紧急采取一系列救市措施控制市场恐慌。美国政府对纽交所股灾的救市做法对中国股市有参照意义。国外评论认为,中国此次股市暴跌是人造泡沫破裂所致,类似于美国2000年纳斯达克市场泡沫破裂,但中国股市不同于纳斯达克股市,大量散户投资者对波动和损失的承受力弱,股市泡沫破裂对经济及社会的冲击影响大。政府为控制损失扩大而采取救市措施,是针对中国具体情况的合理应对,是对前期泡沫失控错误的补失纠偏,起到了事后补救稳定股市及整体经济的重要作用。

中国政府此次采取救市措施的更重要目标,是控制股市下跌所可能引发的远超出股市层面的大范围金融风险。2015年4月以后,进入股市的保证金贷款急速增多,风险骤然增高,场外配资迅猛增大,风险尤高。场外配资通过配资公司、伞形信托、配资软件、P2P等各种方式,降低了保证金贷款门槛,将银行、金融机构、社会各方的大量资金引入股市,绕过和突破了保证金贷款监管防线。保证金贷款以股票作质押,利息高、周转快,股市上升时,保证金贷款和股市相互推升,既安全又盈利,无论使用贷款的股市投资者盈亏如何,保证金贷款都稳赚不赔。股市转跌,使用贷款的股市投资者亏损,保证金贷款的质押平仓制度可使贷款资金的安全得到保障。如果质押贷款不规范、不审慎,股市下跌会对贷款安全形成冲击。保证金贷款筹资运用中实际存在借贷错配和杠杆风险。例如,伞形信托配资,配资公司利用一个总帐户下挂多个使用贷款的子帐户并向上游金融机构进行杠杆负债融资,正常情况下子帐户之间以盈亏补亏并且资金周转顺利,总帐户只要总体平衡盈利便可向金融机构反复杠杆负债融资。但如果股市下跌所有子帐户同时亏损,总帐户就会爆发借贷错配和加杠杆风险。如果配资公司经营不规范,伞形配资子帐户过多,负债杠杆率过高,在融资、质押、平仓等环节执行不严格,安全保障形同虚设,就可能造成配资贷款损失。2014年下半年股市大幅上涨以来,很多配资公司千方百计争抢盈利机会,不规范经营,在资金来源环节采用各种方式高成本高风险融资,高杠杆向金融机构借款、P2P高利率向公众募集资金,伞形信托下挂子帐户过多失控,配资加杠杆高达10倍之高,等等。股市从高点骤然下跌,使用保证金贷款投资者猝不及防而集中爆仓。如果配资公司密集爆发错配和杠杆过高风险,从而对上游杠杆负债融资无力偿还,就会将金融机构的常规融资和广大公众参与的固定收益理财产品拖入险境,对金融机构、银行、信托、理财产品等广泛金融领域造成冲击,引发大范围金融危机和社会动荡。

2015年5月底,监管部门针对风险上升势头采取措施,控制保证金贷款过热扩张,清理场外配资,取消伞形信托配资等不规范高风险配资活动。保证金贷款过热风险得到控制,但引发股市下跌和保证金贷款平仓相互推动的股市层层下跌。在股市下跌急剧加重情况下,政府采取救市措施,减缓股市跌势,以便保证金贷款平缓安全退出,不造成对金融机构和公众理财产品的冲击,避免了一场大范围金融危机。

有些外媒评论认为,融资融券资金高峰时约2万亿元,只相当于银行贷款总额的2%多,对银行不构成全局系统性冲击,政府不必为保证金贷款安全采取救市措施。这种看法没有看到数量规模远大于银行贷款的不规范场外配资损失风险。少数外媒评论注意到了与银行正规融资同步扩张的大量场外配资巨大风险,认为这种不规范保证金贷款风险比美国次贷危机大得多,将引发大规模金

融危机。事实上,中国政府监管部门正是在股市泡沫高涨时加强了对场外配资风险的监控,在股市下跌变化时继续清理和控制场外配资,才控制住了经由配资造成的风险扩散。在此过程中股市泡沫破裂,场外配资狂潮随之消退。政府采取救市措施不是为维持股市高位泡沫,而是使股市恐慌下跌得以减缓,使大量保证金贷款得到缓冲机会安全退出。股市大幅下跌以后,没有出现银行贷款损失和理财产品、信托、P2P大量违约。中国经济避免了大范围金融危机的严重后果。就此来说,政府清理场外配资并采取救市措施,是必要和有效的。但是,清理场外配资的强有力措施,优先保护银行贷款、理财产品和大量冒险违规的场外配资安全撤出,却使股市及广大普通投资者遭受重创。对股市推涨救跌全过程的一系列政策取舍及其后果,需要深入反省讨论。

对于2014年6月中旬以后股市大幅下跌的异常波动,中国政府部门、媒体和市场投资者普遍认为,政府应采取的措施来稳定市场。国外评论则认为,中国对股市下跌反应过度,采取措施过多。在市场调整能起作用的情况下,政府救市不应该采取过多措施,一般情况下使用降息措施即可。其他各种措施如政府领导人公开讲话、央行定向注资支持购股、限制减持售股等,美国等发达市场经济国家和地区曾使用过这些措施,但这些措施会对企业自主行为和市场自律机制造成损害,不到万不得已最好不用。国外评论认为,西方国家是在奉行自由市场经济制度不受损害条件下谨慎有限使用这些措施,用以弥补市场失灵,保持市场的公平、效率、灵活。中国干预市场过深,要求企业服从政府意志,致使股市受政策影响而波动加剧,对股市长期稳定发展造成不利影响。

从中国政府救市的实际过程看,政府启动救市并不过急,不是一大跌就紧急救市,而是在大幅下跌连续不止并且严重加剧情况下,直至下跌第三周才展开救市。股市自大幅下跌起上证综指连续2周跌幅近20%,下跌第2周末单日跌幅扩大到7.4%,2000多只股破纪录跌停,下跌之猛烈已达到历史上股灾程度。在此情况下,救市措施并不是一开始就重拳出击,也不是一启动就所有措施悉数尽出,而是根据局势演变逐渐加力。在起初采用的常规措施起不到应急效果、股市恐慌情绪加重的危急情况下,政府才不得不加大救市措施力度。当时股市跌潮凶猛,保证金贷款连连爆仓,先是场外民间配资5倍以上高杠杆伞形信托爆仓,然后是券商两融资金1倍正常杠杆贷款爆仓,越跌越严重。大量高风险保证金贷款资金退出过程中股市下跌加剧。对此,政府必须采取救市对冲措施,既要痛除杠杆贷款风险,又要尽可能减少去杠杆痛苦代价。救市进行一周,尽管措施力度逐渐加大,从放松两融强平增大到降低交易费等,但这些措施达不到市场期望的止跌力度,股市跌势不见缓和反而加剧。在此情况下,自周末7月4日起,政府借鉴各个发达国家和地区对付股灾

的有效做法,推出一整套强有力措施,政府大规模增资支持上市公司和券商购股增持,有关部门还要求央企等大公司大股东在股市异动时期或6个月内不减持、限制股指卖空等。7月9日股市止跌回升,艰难推进的救市措施才终于取得效果。

对于中国大力救市的做法,国外评论批评非常激烈,认为中国救市加重了中国股市“政策市”、“赌博市”痼疾,加深了散户投资者对政府的依赖,加剧了捕捉政策热点的炒作之风,侵蚀了股市价值投资的根基。为应付眼前危局而大规模救市,不受约束、不计后果,不过是将风险转移推后,为股市正常发展埋下了隐患,更对中国经济市场化方向产生了严重不利影响。政府在股市下跌后全力阻止下跌,就像政府在此轮股市上升之前大力推动股市上涨一样,犯了不尊重市场自主运行规律的低级错误。政府进行救市的理念和方式偏离市场经济,理论上提出市场机制起决定作用同时政府发挥积极作用,但实际实施中存在着政府力量至高无上与市场公平竞争的深刻矛盾。股票市场是市场经济中最为复杂的市场,中国经济处在从政府计划体制向市场经济转型的过程中,政府推进股市发展总是想积极发挥政府作用,会碰到未曾有过的很多困难和风险。政府干预过度,应对不当,干扰了股市正常发展,造成经济市场化倒退。政府在股市中实行和实体经济中相似的产业倾斜政策做法,在股市中推行政府的发展战略,想方设法施展政府对股市的影响和控制,通过各种方式支持国有上市公司进行增资、并购、重组等资本运作,支持资源向国企倾斜,对市场公平造成损害。

从中国政府救市的实际情况看,此次救市采用了多个国家和地区的有效做法,比以前任何一个国家或地区一次救市所使用的措施都要多。从救市实际过程看,如果救市力度不增大到这种程度,股市汹涌下跌浪潮及更大金融风暴就无法阻挡。如此看来,救市力度不能不加大到足够大的程度。政府救市投入的资金总量逐步增大到1.25万亿元,增加使用了其他国家和地区没有使用过的一些措施,如要求上市公司大股东和董监高增持股份并暂不减持、IPO暂停等。这些对策是在已采用措施遏制不住股市跌势的情况下才不得不推出。政府救市措施也在不断改进,对减持的限制从宣布明确点位改为一定时限,从急于推高股市导致场外配资过热风险中接受教训,紧密观察形势应变而后动。

世界各国(地区)政府对股市干预有所不同,美国政府无论直接或间接都不干预。日本和我国台湾地区政府组建平准基金,由政府指令进行近似直接干预。香港特区政府动用政府外汇基金进行直接干预。中国政府通过对证金公司和券商提供融资支持展开间接干预。证金公司和券商听从政府指示,但资金自负盈亏,不同于政府性质的平准基金。因此,中国政府通过证金公司和券商对股市的干预

程度相对于日本和台湾地区更具间接性质,更不是像香港特区政府那样对市场交易进行直接干预。政府有关部门要求上市公司大股东和董监高增持股份并暂不减持,被批评为政府越界干预企业自主经营。中国政府这一做法很大程度上参考了美国等国家类似做法。美国1987年发生“黑色星期一”股灾时,一周内约有650家公司宣布在公开市场上回购本公司股票。美联储给很多大公司打电话,美国政府对公司的号召劝导起了很大作用。中国政府相关部门对公司是以提要求甚至下指令的方式进行,虽然也是政府起作用,但和美国当时企业自愿自主行为不同。政府有关部门对央企国企的行政命令做法越出了市场规范有关部门宣布暂停IPO,宣布跨期现市场做空套利为恶意做空予以严查打击。这些做法引起质疑,被批评为干预过度,不利于股市健全发展甚至造成市场化倒退。中国政府相关部门救市存在的干预不当问题需讨论改进。在股市恐慌下跌得到控制后,政府停止了大规模救市,然后逐步退出。2015年8月和2016年1月股市又出现两波大幅度下跌,上证综指分别下跌26.7%和27.2%。其中,2015年8月24日创纪录单日下跌8.5%,国外评论惊呼发生了比6月中旬烈度更重的股灾。2016年1月底上证综指最低下跌到2656点,接近2014年7月初上升起点,一些股价跌到了质押贷款平仓的警戒点。这种下跌主要是限制减持等救市措施退出的回波震荡,政府对救市退出震荡进行调整缓冲,没有再推出新的救市措施。股市震荡逐渐平息,投资价值和企业回稳回升前景渐显,市场自主功能开始起效。

(五)人民币贬值 经济溃退还是汇改推进

2015年8月11日,中国央行宣布人民币贬值,全球为之震惊:一是政府终于不再硬性维持偏离市场的官方汇率,可能挺不住了;二是中国出口大幅度下降,不得不为支持出口,开打货币贬值战;三是显露股市和汇率下跌背后的经济减速恶化,突然发生“硬着陆”甚至全面危机。中国央行宣称人民币一次性贬值是要推进汇率市场化改革,让市场对汇率起决定作用,不是为对出口下降的应急之策,不会长期贬值,不会打贬值战,中国经济基本面可支持人民币实现长期稳定。可是,从中国经济实际情况看,人民币存在贬值压力。人民币兑美元市场收盘价即市场汇率从2014年11月底的6.12元波动贬值到2015年8月初的6.21元,人民币汇率官报中间价即官方汇率基本不变地保持在6.11-6.13元的区间,从而官方中间价和市场收盘价形成分离,到8月10日官方汇率和市场汇率差距扩大到近1000个基点。8月11日中国央行宣布人民币贬值,3日间中间价从6.12元贬值到6.4元。国外惊恐评论担心中国推进汇率改革的说法只是掩饰之词,人民币贬值很可能是经济状况恶化情况下的恐慌应对。8月初公布的一系列经济指标都比上月下降,资本外逃增多,外汇占款和外汇储备同步减少。

人民币汇率宣布贬值后,官方汇率靠向市场汇率,官

方汇率和市场汇率差距缩小。2015年12月1日,IMF批准人民币纳入SDR,证实8月11日人民币贬值是汇制改革的重要一步,外媒对人民币贬值的疑惑和恐慌随之消散。回头看,在股市动荡和经济减速压力下坚持推进汇改是正确的。人民币市场汇率自2014年底开始贬值,2015年5月官方汇率从维持不变转为略微提高,人民币官方汇率与市场汇率分离,造成了人民币汇率市场化倒退,表面上人民币官方汇率维持稳中略升,意在稳定市场,但实际存在的汇率双轨差距扩大之势没能消除市场的紧张不安,并未产生稳定市场的作用,反使官方汇率陷入被市场拉开差距的困境,人民币汇率贬值预期增强,资本外流增大。在股市动荡、经济下行压力下,央行面临两难选择:一是继续保持官方汇率不变,给市场发出稳定信号,但未必能改变市场汇率的贬值预期,以致于不变的官方汇率越来越偏离市场汇率。二是央行宣布人民币官方汇率贬值,保持和市场汇率一致,摆脱官方汇率偏离市场汇率的困境,但会加重外汇市场的贬值预期。特别是在刚刚公布外贸等经济指标大幅下降之时,便宣布人民币贬值,更会使国际市场以为中国经济减速严重到挺不住的程度,控制局面的难度就更大。在两种选择都很困难的情况下,央行选择了让人民币官方汇率贬值,改变了几个月来维持官方汇率不变的僵硬做法,使人民币走到官方汇率和市场汇率一致的道路上。尽管人民币贬值在股市动荡、出口下降等不利数据公布之时宣布,时机不适宜,但正是因为这些不利变化集中发生造成汇率双轨分离加剧,才必须快速调整应对,否则汇率扭曲和市场化倒退更重,背离IMF市场化改革方向,将使人民币在IMF即将进行的审议中不能加入SDR,损失更大。实际上,人民币官方汇率在偏离市场汇率的倒退路上已经退无可退,在股市动荡和经济下行压力下市场汇率形成贬值预期,对偏离市场的官方汇率发起挑战。人民币汇制唯有奋起改革,将官方汇率调整靠向市场决定的汇率,才是正确的选择。

人民币被批准加入SDR后,人民币汇率进入市场决定机制新阶段。2015年全年人民币汇率收盘价累计下跌4.6%,中间价累计下跌6.0%,年底人民币兑美元6.49元。2016年1-2月,美联储加息不确定性等因素影响国际市场波动加大,国内股市和汇市波动交互影响,资本外流增多,人民币对美元汇率波动贬值至6.5元。虽然市场决定的人民币汇率略有贬值,但人民币官方汇率与市场汇率差距缩小,趋于一致。人民币有管理的浮动汇率新体制重视市场决定机制,人民币汇率从单一盯住美元转向参照国际市场上多种货币篮子,特别是更多参照SDR篮子,让人民币汇率保持在可控的合理均衡水平。人民币汇率市场预期看稳,资本外流和外汇占款下降逐渐减缓,股市和汇市从动荡走向稳定,得到了IMF的肯定。很多国际评论改变了前一段时期对人民币贬值的恐慌看法,对人民币汇率变化中的市场化改革进展给予了新的正面评价。

(六)中国经济是否存在“硬着陆”风险

中国股市动荡平息了,但经济减速还在持续,全球对中国经济“硬着陆”风险的忧虑没有完全解除。世界市场之所以对中国股市、汇率剧烈下跌一片恐慌,是因为惧怕中国股市、汇率大幅下跌所连带暴露的中国经济“硬着陆”风险。股市下跌、人民币贬值、资本外流和一系列宏观经济指标下降同时发生,很多人不相信这种情况下的中国经济还是稳定的,中国经济实际增速可能低于官方公布数据,下降到了5%或3%以下。中国经济存在重大风险,如股市、汇市剧烈震荡风险仍然存在;房地产泡沫巨大,其崩溃冲击力比股市震荡大得多,贷款负债率过高,不良贷款上升,影子银行投机狂潮此起彼伏,地方财政依赖出卖土地不可持续等等。政府主导的投资规模过大,投资率升高到不可思议的50%左右,远超发达国家20%左右的水平,产能严重过剩,这种增长模式不可持续。居民可支配收入比重过低,向扩大消费主导型经济转型难以推进。中国经济存在转型失败导致急剧衰退的风险。

从目前中国经济实际情况看,经济增速是逐渐减缓的,没有发生急骤减速,没有出现与股市、汇市剧烈波动相连的大幅下跌。股市震荡没有对实体经济形成冲击,中国居民股票投资占家庭资产不到10%,远低于美国的36%,股市下跌没有造成居民收入预期和当期消费下降。股市涨跌震荡不是因为实体经济热冷骤变,也不是因为上市公司业绩急降全面恶化,而是股市自身风潮起落,股市保证金贷款风潮被控制退落,因规范矫正不当融资而出现的股市下跌,消除了金融风险,增强了经济的安全平稳。人民币贬值,在股市动荡和出口下降情况下发生,不是因为经济状况恶化,而是忍受阵痛推进汇改。汇率市场化的改革进展事实,消除了人民币汇率变动的市场疑惑,资本外流和外储下降减缓。2015年夏季中国股市、汇率大幅波动不存在宏观经济紧密关联性,没有发生全球市场担心的中国经济“硬着陆”。中国经济增速减缓,但未发生急骤下跌,没有跌破稳定增长的底线。

世界各国所关注的中国金融和经济风险不容忽视。中国股市存在制度缺陷,政府干预多、散户比重高、投机性强,救市留下后遗症,还可能发生大幅波动。在某些情况下,可能出现汇率大幅贬值、资本大量外流和股市剧烈震荡同时并发的恶性循环。房地产价格上涨过高,虽然居民购房抵押贷款首付率很高,提高了银行贷款安全性,但是近年房地产市场出现了总体上供大于求的变化,政府鼓励购房需求的一些政策措施有可能刺激投机上升而不是合理居住需求扩大,投机风潮一旦逆转,泡沫崩溃就难以阻挡。中国经济中房地产占比很高,宏观政策过多依靠推涨房地产市场支撑经济增长,风险越积越大。中国负债快速增加,中国经济整体债务规模150.03万亿,全社会杠杆率235.7%,位居主要经济体前列。其中,非金融企业

杠杆率123.1%,在主要经济体中最高。(李扬等:《中国国家资产负债表2015》)。中国经济增长过度依赖信贷负债扩张,负债主体偿债能力下降,负债杠杆率还在继续升高。银行不良负债增加,虽然不良负债率控制在安全范围内,但大量不良负债以各种方式被掩盖和低估。很多融资活动缺乏制度规范和严格监管,公司债、票据、信托、P2P等融资活动违约诈骗频繁发生,局部风险有可能扩大为系统风险。地方财政不规范融资风险通过规范的债务置换得到缓解,但是地方财政出卖土地收入大幅度下降,不合理分税制的改革进展缓慢,地方财政收入比例过低,事权大于财权矛盾突出,地方财政赤字和不良负债还可能大量增加。

国外很多评论认为,中国采取强有力措施避免金融危机的激烈爆发,但是控制金融危机的一些做法不是真正消除了风险,而是将风险转移分散到了更广泛领域,危机将以效益大幅度下降、经济增速持续降低的方式缓慢表现出来,可能对经济的损害更严重、更持久。这一问题需要认真分析。有些国家对付危机宁可任其爆发释放而不让风险掩盖拖延下去。中国对付危机采取缓化解方式,使可能爆发的危机巨震逐渐平缓消除。但是,这种方式既可能减轻和缓冲危机破坏性,也可能存在掩盖和积蓄风险的问题。国外媒体批评中国对国有银行国有企业的大量不良贷款采取低估、重组等各种方式将风险掩盖、转移、后推,导致不良贷款风险不能及时尽早解决,以致越积越多酿成更大危机。中国经济没有爆发像美国次贷危机那样严重的金融危机,但是中国企业负债杠杆率高出美国一倍。很多国际评论认为,中国潜在金融风险高于美国。

中国对控制银行金融体系风险高度重视,对大量不良贷款等金融风险采取平缓方式进行了有效化解,但也存在与计划体制遗留影响有关的风险隐患问题。政府对以国有银行为主的银行体系保持高度控制,资本市场不发达,银行对国有企业和国有投资项目实施政策倾斜性贷款,政府主导安排的贷款配置缺乏竞争和效率,容易形成不良贷款并以各种方式被掩藏,导致养痍遗患风险不断蓄积。如果对旧体制遗留弊端的改革进行得不彻底,金融市场化改革和经济转型不能平稳有力推进,就有可能导致效益下降造成的金融风险蓄积加重,如果应对不当,有可能发生经济减速过快甚至严重“硬着陆”危机。

三、中国经济转型中的风险及其应对

2015年夏中国股市剧烈震荡,引发全球对中国经济的恐慌忧虑以及对中国经济转型的关注与讨论。国外很多评论对中国股市震荡和转型风险的观察分析,直指体制缺陷和政策失误,从他们对中国经济存在问题不留情面的评析中,我们看到中国经济在跨入发达国家门槛前面临的风险挑战。

(一) 平稳推进资本市场发展

中国经济发展到现阶段,以银行信贷为主的金融体系对微观企业经营和宏观经济运行造成了重大制约和风险威胁。银行信贷配置受到政府产业倾斜政策、国企扶持政策强有力的影响和控制,大量贷款投入到政府支持的项目和企业中,政府对银行金融风险的控制变成对民营企业贷款融资的加紧控制,市场竞争型企业特别是民营企业贷款非常困难,融资成本很高,很多企业陷入经营难继、发展受阻的困境,经济发展最具活力的部分受到最严酷的抑压。贷款低效配置,造成贷款负债杠杆率过高,银行金融及宏观经济风险不断蓄积增大。2015年中国全社会非金融企业融资总量中,金融机构贷款占85.4%,债券融资占10.6%,股票融资占3.3%,根据美联储数据计算,2015年美国非金融企业融资总量中,金融机构贷款占21.1%,债券融资占16%,股票融资占62.9%。资本市场融资大幅度超越贷款融资是金融发展必然趋势。中国资本市场发展差距很大,发展慢,波动大,占比低,2015年占比比2011年下降0.5个百分点,比2014年提高0.3个百分点。在中国加快发展资本市场特别是股市融资,既有利于解决经济发展的金融制约难题,又有利于减轻银行信贷体系的金融风险。央行等金融管理部门认为,在当前以银行信贷为主的中国金融体系中,银行在负债和放贷两端都要承担很大的风险负担,推动企业从银行融资转向股市融资,融资风险完全由企业和股市投资者承担,银行从风险压力下解脱出来,政府也不必再为银行的安全担忧。但是,2014年以来,政府大力推进资本市场发展,股市暴涨暴跌,反而增大了金融风险。这些新出现的波动风险,有的是推进方式比较激进或选择性失误所引起,有的是从传统计划经济向现代市场经济转型过程中产生的过渡性冲突,对此需要认真研究,合理应对。

1. 重视平稳推进资本市场发展,构建市场均衡机制。此次股市暴跌是前期上涨过快所致。政府推出一系列大力度推升措施,市场形成一致性上涨预期,致使“疯牛”狂奔,直至跌下悬崖。大力推进导致急剧下跌的这一教训应深刻反思。推进方式应当调整改进,注重持续平稳发展,防范过快上行。推进股市发展,易于出现一致性上涨风险。为此,应重视市场主体多元化结构及供求均衡调整机制。发展融资融券、股指期货工具,发挥做空工具对单边过快上升风险的对冲作用。逐步推进股市全面对外开放,引入外国投资的市场均衡作用。构建多空互动的市场均衡机制,使股市在平缓波动中实现持续稳定发展。

2. 重视发展价值投资市场。此次股市剧烈波动暴露了股市脱离实体经济基础的严重弊病。股市被当做赌场,投机之风盛行,股市投资者紧盯买卖动态、资金供求、个股热点和政策风向,不重视上市公司效益和宏观经济状态。这一状况必须改变。中国股市建设应该高度重视价值投资导向。针对上市公司很少分红的难治之症,进一步强化

上市公司分红制度,采取比一般国家更大力度要求公司分红的政策和制度安排。发展机构投资者,增强投资者对上市公司的影响力,改变散户投资者对上市公司没有影响力的局面。加强上市公司财务信息真实披露制度,减少影响股市价格波动的政府干预,推进形成股票价格变动与公司效益一致的市场机制,促使股市投资者从买卖投机转向价值投资,将中国股市建设发展成为立足于实体经济并为之密切关联的资本市场。

3. 重视发展公平竞争市场,减少政府干预和市场扭曲。中国股市是在市场化改革不断推进过程中建立发展起来的,还存在着体制过渡中的政府干预过多问题。上世纪90年代政府提出过“股市要为国有企业改革和脱困服务”,此次政府推升股市希望以股权融资解决国企贷款负担过重问题,造成股市随政府政策倾斜,影响大批投资者形成跟随政策风向、不看公司业绩的浓重投机风气。政府大力救市中采取了其他国家没有使用过的一些深度干预企业经营措施,留下了后遗症,构成股市动荡再起的风险隐患。政府应当更新理念,尊重股市发展规律,减少政府干预和市场扭曲,让股市公平竞争、资源择优配置、自由流动功能顺畅发挥。

4. 重视股市制度建设,提高监管水平。此次股市震荡暴露了制度建设和监管方面的很多问题。如证监会等部门为推动股市上升,提出市值管理,使操纵股价推高市值的违法行为有机可乘,上市公司做精主业提高效益的价值管理被搁置一边;监管部门实行实际上的股指监管,看重股指上升,不重制度进步,监管附从市场炒作,敏感于表面上市场供求,疏忽于基础性制度完善,管理水平不高,不能正确识别股指合理区间,造成股市过热时推高泡沫,股市过低时过度干预和设限;为扩大股市资金来源,放松对场内融资、场外配资的监管,放纵投机资金疯狂扩张推起股市巨大泡沫;救市干预措施过多,有些措施超出界限,将正常的跨期市场套利视为恶意做空而严厉打击,将某些市场自主投资的言论和行为视为扰乱市场而严加限制;法治不严不公,存在腐败,对很多内幕交易违法犯罪惩治不力,未能有效保护广大普通投资者的合法权益。要完善股市法制建设,正确界定政府管理权限,公正执政执法,支持普通投资者维护权益,提高监管水平,适时恢复救市期间被暂停和限制的合法交易,稳步推进健全股市功能的市场建设,促进股市健康稳定发展。

(二) 防范化解金融风险和经济大幅减速风险

中国经济市场化转型存在改革冲突风险和政策失误风险。近年推进资本市场发展、汇率体制改革、金融体制改革等改革既有进展也有失误,对宏观经济产生了波动冲击。2015年夏中国股市大幅下跌,世界各国担心中国改革和发展政策发生重大失误,导致爆发金融危机及经济突然硬着陆。当前,对于有可能引发系统性金融危机的风

险隐患,如股市大幅下跌、不良贷款大量增多、房地产市场下跌等,中国政府尤为重视,采取多种措施防范和化解。在控制和化解经济转型风险过程中,有时存在选择性矛盾。要尽可能避免失误,降低转型代价。

2015年夏为控制股市急骤下跌采取了很多救急措施,防止了风险失控扩散,但一些强有力的非常规措施(如限制减持等)对股市自主机制造成了损害,股市改革发展的一些方案(如注册制等)正常推进受到了阻碍,更令人忧虑的是,紧急状态下政府采取的某些应急措施常常带有行政色彩,可能对市场经济基本规则和理念造成伤害,对股市未来长远发展造成不利影响。对于不得不付出代价的政府控制措施应当有限实施,限制范围,限期退出,防止临时应急措施长期化、常态化。当前对于企业不良贷款过多风险,本应通过提高企业效益偿债能力来解决,但是在经济下行和通货紧缩环境中企业负债越积越多,政策部门欲采取债转股方式解决银企间不良贷款的意向存在问题,看起来好像可一举打破债务死结痛快解决企业无力还贷拖累银行的难题,但有可能对偿债规则产生破坏性影响,形成逆向激励。债转股必须在严格限制条件下进行,以防造成严重的体制损害和风险后患。首先,对于实施债转股的企业负债未偿责任应严加追究,不可一了之,将债务一笔勾销。其次,债转股应严格实施债权转股权的治理结构转换,以股权管理实现提高效率解决不良负债。第三,政府和银行投入资金应严格执行股权投资回报制度,不可视为无偿救助。当前对于房地产销售下降对金融安全和经济稳定增长构成的威胁,政府推出刺激购买措施进行应对,房地产市场又一次由下降转为上升,创造了房价和销售额上升的新纪录。这样的应对措施存在很大风险。房价在已经过高的水平上再被推高,早已超出了普通居民居住性购买能力,存在着投资投机性泡沫越高越趋近爆破的危险性。重视防范风险的政策选择,应实行国际通行的房产税,对投资投机性购房形成有效抑制,改善居民财产和收入分配不合理状况,并使地方财政获得合理稳定的税源,摆脱对出卖土地及高房价高地价的依赖,促使过高房价逐渐下落泡沫平缓化解,适合广大普通居民特别是从农村转移进城的新市民购买。面对房地产滞销困局,选取降低房价而不是推高房价的政策来应对,才可真正化解风险,房地产才可在新型城镇化推进时代获得稳定基础和广阔发展空间。

中国经济增速连年减缓,增大了风险压力。虽然降低过高增速、减少规模扩张粗放增长,给缩减产能过剩、推进结构调整提供了空间,具有缓解矛盾风险的作用。但是,增长速度减缓过快,超出了合理减缓程度,会给经济正常运行造成冲击,产生新的风险。目前中国经济增速已经减缓到7%以下,较大幅度低于前些年10%左右高增长水平。一些外国评论从股市汇市波动、资本流动状况恶化

角度观察分析,认为中国减速存在“硬着陆”风险。从实际情况看,2015年中国经济减速幅度扩大,一系列重要经济指标严重下降,一些风险增大。2016年第一季度中国经济减缓到6.7%,一些重要指标如PMI、PPI、进出口、企业利润、房地产销售和投资等出现改善性变化,但一些风险没有减小还在增大,如热点城市房地产价格过快上涨、银行不良贷款增多、产能过剩产业困境加重。今后时期如果经济减速失控,急剧下落,会给中国经济带来很大风险,如资本外流、汇率贬值、泡沫崩溃、金融动荡等等。中国经济过快减速危机值得警惕。

中国经济依赖投资扩张的增长方式需要切实改变。虽然政策部门早已提出转变增长方式,对投资刺激措施造成的产能过剩、结构不合理等后遗症进行调整消化,但是,实际上以扩大投资措施刺激经济增长的做法一直延续至今没有改变,一有经济减缓变化,政府部门便推出大型投资项目紧急应对。扩大投资看起来可出现迅即拉动投资相关产业的效果,但造成投资率过高及投资产能过剩,投资效益趋势性下降,增长刺激效应递减,金融风险增大。过度依赖投资致使经济增速不断下滑的问题,需要认真分析讨论。中国投资率2000年以后升高到34%以上,高于一般国家并继续升高,到2007年升高到40.7%,这期间经济增速随投资率升高而上升,从8.4%上升到14.2%,但是,投资率2008年升高超过42%,以后持续超过45%。自投资率超过42%以后,经济增速随投资率升高而下降,从10%以上下落到7%以下。从近几年经济变化轨迹可以清楚看到,投资率升高超出42%以后,投资效益下降。持续不断扩大低效投资,对经济造成重压,带来持续稳定的经济增长,而是造成持续不断的经济下滑。只有改变依赖高投资率依赖投资的增长方式,将投资率调整降低到35%-40%之间,扩大效益提高空间,才可能稳住经济增速不再继续下滑。

推进增长方式转变和结构调整,应当重点缩减规模过大的基础设施投资,改变政府主导投资、重规模扩张轻效益回报的投资方式,支持企业技术进步、市场竞争创新的投资,既要将通过高投资率降低下来,还要将投资中的过高政府投资比重降低下来,给创新力强、效益高、周转快的企业市场投资腾出金融资源,发展社会资本特别是民营企业自主投资,发展股权、基金、债券、信托等多层次资本市场支持的投资,让市场在投资配置中起决定作用,提高投资效益,将低效投资拖累经济转变为高效投资支持经济增长。支持提升消费、扩大消费的产品更新产业升级投资,扩展开拓新型消费、服务消费的产业创新投资,支持发展新兴产业投资。继续推进国民收入分配调整,提高居民可支配收入比重,加强社会保障,繁荣服务业,稳定扩大消费需求,发挥消费稳定支撑经济增长的作用。推进经济转型,从过高投资率依赖投资转向适度投资率投资和消费共同拉动,实现经济持续稳定增长。

(作者系中国社会科学院经济所研究员)