

中国 A 股的动力与阻力

盛三化^{1,2}, 杨莉娟¹

(1. 三峡大学 湖北 宜昌 443002; 2. 华中科技大学 湖北 武汉 430074)

摘要:2014 年 7 月至 9 月,在内外环境好转、资金供给增长、技术调整到位、投资者信心恢复、制度改革与创新开始推进等积极因素的推动下,中国 A 股开始走强。但目前而言,中国 A 股走向长牛尚存在制度障碍严重、股市结构不合理、金融泡沫较严重、投机性交易盛行等阻力。制度因素是关键,中国必须以保护投资者利益和提升股市竞争力为目标不断改进游戏规则。当前,A 股制度改革的重心应该落脚在发审制度、交易制度与投资者保护制度上。

关键词:A 股;动力;阻力;制度

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**2095-0098(2014)06-0034-03

2009 年 8 月至 2014 年 6 月,在阻力重重下中国股市进入了长达 4 年 10 个月的下降通道,跌幅超过 40%,与稳定上涨的英德法股市、强势上涨的美国股市以及疯狂上涨的印度印尼股市形成鲜明对比。2014 年 7 月至 9 月,随着利多因素共同发力,中国 A 股出现较为强劲的走势,不到 2 个月的时间里涨幅近 15%,激发了广大投资者对牛市的期待。但是,中国 A 股能否迎来长牛,取决于动力与阻力的较量,而制度因素将起决定性作用。

一、中国 A 股的动力

股市走向繁荣是众多力量共同推动的结果,目前看来,中国 A 股的动力主要有以下几个:

第一,内外环境好转。国内政治、经济与社会环境向好:2012 年党中央领导层顺利完成了政权交接,其后不到两年的时间里党与国家新的领导集体展现了强有力的治国能力,得到了全国人民的高度拥护与支持,国内政局日益安定;中国经济平稳过渡,将逐渐迈入“新常态”;就业与居民收入不断增长。国际环境也不断改善:中国对外贸易环境逐渐好转,2010—2013 年外贸顺差连续稳定增长,2014 年保持了良好势头;与金砖国家、周边国家以及其他广大发展中国家的经济政治合作不断增强;与欧美关系不断注入新动力,相互依赖性加强。

第二,中国股市成为全球唯一投资洼地。2008 年次贷危机各国股市暴跌之后四年多的时间里,美股走强,标普 500 指数涨幅近 200%;欧股走稳,英国 FTSE 指数与指数涨幅近 100%,德国 DAX 指数涨幅超过 160%;新兴市场印度 Sensex 指数与印尼雅加达指数涨幅更高,分别为 220% 与 370% 左右。而中国上证综指从 2009 年 8 月 4 日开始却逆国际股市主流震荡下行,下跌约 42%。环顾四周,中国股市成了当前全球唯一的投资洼地,对于国际投资者而言,中国股市是今后一段时间内很好的掘金场所。

第三,投资者信心恢复。一是交易日益活跃。2014 年 7 月份以来,中国 A 股成交量不断放大,上证交易所 A 股交易量由前几个月的 0.8 亿手左右逐渐上升到 9 月份的 2 亿手左右。二是开户踊跃。2014 年 4 月下旬以来,A 股与基金新增账户数量不断翻高。三是参与交易账户增长迅速。2014 年 8 月份,A 股交易账户数量再次突破 1400 万户。

第四,资金供给增长。2014 年 7 月份以来,资金流入中国股市非常明显,仅 2014 年 8 月最后一周,证券

收稿日期:2014-10-13

作者简介:盛三化(1976-),男,博士生,讲师,主要研究方向为资源与环境经济、股票市场;

杨莉娟(1984-),女,硕士研究生,主要研究方向为财税与金融。

市场交易结算资金银证转账净转入近 2200 亿元,创 2012 年 4 月有统计以来的新高(中证投资保护基金调查报告)。国内新入市资金主要来自于以下几个方面:房市热潮退去,资金由房市转战股市;市场利率下降导致理财信托产品、无风险债券等收益率下降,投资者转向股市;产能过剩下企业闲置资金通过理财产品或直接投资股市。而 2012 年以来中国对外贸易顺差异常高速增加、资本与金融项目顺差增长迅速、RQFII 配额接近耗尽、大量资金汇聚香港等待沪港通启动等表明外资有进入中国股市的明显迹象。外资来势汹涌,A 股的资金供给有望持续增长。

第五 技术调整到位。2012 年 8 月份以来,上证综指虽然多次击破 2000 点,但迅速反弹,近 2 年的时间里股市波动幅度不断缩小并收敛于 2000 点,形成一个较长时期的大三角形调整形态。尤其是 2014 年 1 月至 6 月 2000 点成为上证综指强有力的支撑,股市开始凝聚信心,汇集人气。A 股技术调整已经很充分,为牛市到来打下了坚实的技术基础。

第六 制度创新与改革开始推进。十八届三中全会决定提出要发挥“市场决定性作用”之后,中国开始通过制度创新与改革来促进 A 股市场化与国际化,“沪港通”就是中国 A 股市场化与国际化制度创新的初步尝试。今后,中国还将继续推进市场化改革,逐步松开股市的各种束缚,消除投资者的疑虑和激发投资者的热情,为 A 股释放源源不断的动力,使中国股市走上健康可持续发展道路。

二、中国 A 股的阻力

2007 年次贷危机并未对中国经济产生根本性影响,但中国股市跌得最凶,恢复最慢,主要原因在于阻力重重。A 股走向繁荣,必须克服以下一些阻力与问题。

第一 制度障碍严重。中国股市的监管制度、发审制度、公司治理制度、交易制度、退市制度、信息披露制度、再融资制度、投资者保护制度等均存在缺陷,逐渐导致 A 股演变成以融资者为中心的市场,^[1]使得中国股市成为圈钱的场所、投机的场所和造富的场所,严重侵害了广大投资者利益,打击了投资者的信心和热情,不利于股市长期健康成长。可以说制度缺陷一直是中国 A 股市场最大的问题,制度的缺陷导致不公和低效,这是中国资本市场面临的最大困境,制度的好坏对市场的发展具有至关重要的作用。^[2]

第二 股市结构不合理。主要表现在两个方面,一是上市公司结构不合理,发行审批制度和诸多严格的上市条件严重阻碍了高成长公司进入 A 股市场。很多在国内不具备条件的高科技网络公司,如搜狐、百度、腾讯等企业只能远赴海外上市,实力雄厚而且仍处于快速成长的阿里巴巴也最终落户美国纽约证券交易所,这是中国股市与广大投资者的极大损失。尽管推出了创业板,但批准的上市公司数量有限,不能解决根本问题。此外,“笨牛”太多,也在一定程度上抑制了股指上扬。当前,仅 16 家商业银行与中石化、中石油的市值之和高达 7.6 万亿元,占 A 股总市值比重约 1/4。二是投资者结构不合理。A 股的投资者中散户众多,是投资者的主体,且大多是投机者——行情看好一拥而上,行情看跌则一拥而出,导致中国股市资金供给很不稳定和价格波动激烈。

第三 金融泡沫较严重。一是信贷泡沫较严重。2008 年以来,中国信贷占 GDP 比重在五年内从 75% 上升至 200% 以上;中国企业资产负债率普遍上升,银行不良资产率也逐渐增高。摩根大通中国首席经济学家朱海斌认为 2012 年中国影子银行规模高达 6 万亿美元,影子银行产业已经成为中国经济最大的风险;惠誉(Fitch Group)也认为中国信贷泡沫为现代世界历史上前所未有,影子银行系统已失控。二是局部房地产泡沫破灭,并有蔓延趋势。2013 年温州房地产泡沫率先破裂,此后鄂尔多斯、常州、神木、邯郸等三、四线城市的房地产泡沫相继破裂。2013 年,大部分房企龙头企业开始撤离三、四线城市(中金公司研究报告),过去房价上涨过快的三、四线城市的房价开始回落,到 2014 年情况开始恶化,房地产开发商跑路的情况增多,危险不断集聚。

第四 投机性交易盛行。2001 年吴敬琏提出了“中国股市赌场论”,认为由于游戏规则不合理,中国股市上违法违规盛行,就像一个有人可以看到别人的牌的赌场。十多年过去了,中国股市的游戏规则有所改善,但并未发生根本性改变,仍然刺激短期投机交易行为,而未能引导长期投资,很不利于股市的长期繁荣。

三、制度改革是关键

制度因素既是中国股市走出低谷的最大动力,又是中国股市长期繁荣的最大阻力,中国 A 股此次行情

能否持久,制度改革与创新是关键。当前,中国 A 股推动力虽然占据上风,但如果不持续推进制度改革与创新,难以走上长牛之路。要想中国股市走向成熟,实现持续良性发展,必须以保护投资者(尤其是中小投资者)利益和提升股市竞争力为目标不断改进游戏规则。当前,中国 A 股市场制度改革的重心应该落脚在发审制度、交易制度与投资者保护制度上。

第一,由注册制替代现行的审批制。随着机构投资者迅猛增长、个人投资者的金融投资知识与技能的增长、证监会等监管能力的提升以及信息披露等制度的日益健全,中国股市实行注册制的时机日渐成熟,只要确保上市发行股票的公司不弄虚作假和杜绝泡沫公司上市,投资者就能识别投资风险并做出理性选择,众多想上市的公司也将承担相当大的上市风险,就不再需要证监会帮助投资者评估与筛选上市公司。

第二,由“T+1”制度替代现行的“T+0”制度。“T+1”制度限制了股市交易与流动性,在投资者不成熟的情况下有利于控制过度投机行为,因此在中国股市的早期实行该制度是利大于弊的,但在推出股市二十多年的今天其积极作用严重下降,而消极作用却日益凸显,成为了中国股市健康可持续成长的障碍。而“T+0”制度已被国际市场证明是有效率的交易制度,恢复 T+0 交易制度是完善我国资本市场的一种发展的必然趋势。^[3]

第三,取消涨跌幅限制。涨跌幅限制是人为干预股市价格,让股市的价格机制不能完全发挥其应有的作用。而且,这种制度安排不利于投资者,尤其是中小投资者——给了大股东与机构投资者以足够的应对时间与交易优势。从过去的市场表现来看,涨跌幅限制并未能有效遏制过度投机行为和股市的大起大落,有的时候还起到了推波助澜的作用。

第四,建立健全投资者保护制度,有效保护投资者合法权益。虽然投资股市风险自负是合理合法的,但在信息与资金等方面,投资者(尤其是中小投资者)处于不利位置,因此在制度安排上应该倾向于投资者。可以通过更加严格的信息披露制度、分红制度、内幕交易重罚制度等保护投资者的知情权、受益权等合法权益,并明确上市公司(或大股东)对利益受侵害投资者(或小股东)的赔偿责任,而不是处罚了事。同时,为中小投资者的维权活动提供渠道与必要的援助。

参考文献:

- [1] 涂人猛. 中国股市的制度设计偏差与变革 [J]. 武汉金融, 2012(06): 4-8.
 [2] 刘纪鹏. 股市顽疾的良药是制度变革 [J]. 中国报道, 2012, 105(11): 56-58.
 [3] 杨高宇. 中国股市制度缺陷与股市功能异化 [J]. 中国经济问题, 2013, 277(02): 91-100.

The Motive and Drag Forces in Chinese A – shares Market

SHENG Sanhua^{1, 2}, YANG Lijuan¹

(1. Three Gorges University, Yichang, Hubei 443002, China;

2. Huazhong University of Science and Technology, Wuhan, Hubei 430074, China)

Abstract: From July to September in 2014, Chinese A – shares market is starting strong under the impetus of some positive factors such as the internal and external environment improves, the money supply increases, the technical adjustment is in place, the investors' confidence restore, the system reform and the innovation begins to promote. But for now, there are these drag forces prevent Chinese A – shares market getting into a long bull: financial bubble and institution barriers are serious, stock market structure is irrational, and speculative transaction is prevailing. The institution factors are key, and China must improve the rules of the game continuously to protect the interests of investors and enhances market competitiveness. At present, the priorities of A – shares market system reform should focus on the publish and approval system, trading system and investor protecting system.

Key words: A – shares; motive forces; drag forces; system

(责任编辑: 沈 五)