

我国 A 股市场泡沫形成原因及对策分析

胡方 陈立文(博士生导师)

(河北工业大学管理学院 天津 300130 石家庄经济学院 石家庄 050031)

【摘要】 股市的深度调整是市场本身内外部多种因素综合作用的结果。外部因素有流动性过剩、国际金融危机传染,内部因素有宏观经济过快增长、股市快速扩容、投资者非理性情绪和过度投机交易等。本文对我国 A 股市场泡沫形成的原因进行分析。

【关键词】 股市泡沫 流动性过剩 股市扩容 投机交易

长期以来,人们一直认为我国资本市场(尤其是股票市场和债券市场)与国民经济不协调,股市规模太小,不能发挥国民经济“晴雨表”的作用,而且国有股不流通,严重影响股市资源的配置效率。从 2005 年国家启动股权分置改革到 2006 年底改革基本完成,新股恢复发行,我国股票市场信心逐步增强,到 2007 年 5 月整体市场极为乐观,然而管理层的加息、上调准备金率、加大汇率浮动空间、调高交易印花税率等都没能扭转股市一落千丈的局面。事实上,此次股市的深度调整是市场本身内外部多种因素综合作用的结果,当然,最直接的因素是投资者的过度投机交易。

一、股市泡沫形成的内外部因素

1. 流动性过剩。流动性过剩是指一些重要国家的实际货币供给率显著超过了既定的、经验的货币增长率。自 2000 年以来,在中美贸易中我国一直处于贸易顺差,而在以美元为主体的国际金融体系中,美国发行的美元货币流出美国进入我国,我国政府为维持汇率稳定,就要用人民币购入美元外汇,因此人民币就会增加。但是制造业生产的实物已经流入美国,与此相对应的货币资产就日益狂热地追逐虚拟的金融资产和稀缺的实物资产。近年来,我国政府也采取发行国债等对冲措施减少流动性过剩。但是国内银行系统因为较大的存贷利差使得银行放款较多,这又创造了很大的货币乘数。特别是房地产行业在 2000~2007 年发展过快,这本身存在一些质量问题,如工程质量不高、银行信贷政策过于宽松,这更刺激了闲置资本抢购房地产。

2. 国际金融危机传染。在经济和金融日益一体化的今天,我国股市必然要受到美国、日本、英国等资本市场的影响。加入 WTO 以后,随着我国金融资本市场的开放,这种影响越来越直接,也越来越大。显然,美国的次级债引发的金融问题必然波及到所有以美元计量其国际资产的国家。有研究表明,我国整体 A 股市场受香港股市的影响较大,相比较而言,美国和日本股市对我国 A 股市场影响较小,因而是间接的。从根本来源看,地域因素对国际股市的影响较小,因为我国很多企业同时在国内发行 A 股、在香港发行 H 股,虽然也有一些

企业在海外发行 B 股,但毕竟规模较小,所以影响不大。随着金融体系的开放,国际金融危机传染的途径和方式也更加多样化,所以国际金融危机传染也是我国政府和学术界面临的又一新课题。

3. 宏观经济过快增长,金融资产价值需系统重估。改革开放以来,我国经济一直保持着快速增长,国民经济和综合国力及居民生活水平、企业盈利能力显著提高。但是在我国经济发展过程中,不同时期对财富的社会分配偏向不同。改革开放从农村开始,所以开始农民获得实惠,积极性极大提高,农村生产力得到了较快发展。后来,为了发展工业化,以牺牲农民的利益为代价发展工业,即利用工农业价格剪刀差提升工业的竞争力。在工业化道路上,我国劳动力、农产品、矿产资源产品、土地等的价值都被低估,真正市场化后,这些被低估的资源和产品必然要获得与其市场价值相当的定价。另外,我国经济增长的财富多集中在政府,居民和企业占有的财富较少,实际上,居民财富的增长速度常不及宏观经济增长速度,而且我们对巨额居民储蓄存款要有一个客观的态度。金融资产价值系统重估会使真实的财富凸显出来,也才能使真正盈利的企业获得更多的资源。

4. 股市快速扩容,助长利好的预期。股权分置改革从 2005 年启动,到 2006 年底基本结束,新股发行解禁,到 2007 年又是大量 H 股、B 股回归,股市容量增大好几倍。快速扩容的 A 股市场带给投资者一种信息,即所有的企业都能在我国经济的高速发展中获利,加上通货膨胀使人们的银行存款收益为负数,且多数居民的收入增长速度跟不上经济增长和通货膨胀的速度,因此把仅有的余款放到股市以保不贬值。我国股市素有“政策市”的特点,这次股市快速扩容也是由政府一系列相关政策直接主导的。

5. 投资者非理性情绪和过度投机交易。投资者非理性情绪和过度投机交易是股市泡沫产生和破灭的直接因素。广大的散户和私募基金是主动的投机者,为了获得资本利得,频繁买进卖出,研究表明散户的股票换手率明显高于基金等机构投资者。因为我国的有关法规要求投资基金必须持有一定的

股票和债券,全部持有现金将被视为违反规定。基金等投资者常在股市行情上涨时购入,这客观上推动了股市上行;而在股市大跌时,为了应对基金赎回的压力,必须卖出一些证券,这又压制了股市的反弹。基金的这种行为特征是由我国资本市场缺少避险工具决定的。私募基金对股市波动的影响作用最大,其资金量较大,常常也有一些信息优势,投机操作的时机选择能力很强,容易引发“羊群效应”,绝大多数的散户为其买单,财富单边转移。

二、对策建议

1. 一方面政府要多发国债,对冲过多的外汇,并用这些资金来改善社会的基础设施,提高我国居民的社会福利水平;另一方面,应继续推行从紧的货币政策,同时整顿房地产金融,严惩房地产企业与银行的串通作弊行为。另外,我国应加快国际金融危机传染路径和方式的学术研究,鼓励学术界和实务界联合,进行人才交叉培养和锻炼。

2. 首先,要加大财政税收对农业和农村的投入,使那些被低估的农产品及其初级产品获得适当的市场定价,尤其要同时相应提高农民工的工资和社会保障水平。一方面继续深化农产品价格形成机制,以市场引导为主,同时要考虑农产品生产过程和农产品自身的特点,加大农业扶持力度,实质上这就缓解了农业生产过程的季节性紧张程度。当农产品收获时,如果恰好相应的工业部门由于种种原因对这种农产品的收购价格偏低,或有效需求剧减,政府应直接对农民实施价格补贴或者国家出钱采购储存,不能因为工业部门原料需求的一时减少而导致农业生产的滑坡;当农业生产资料价格上涨过快时,政府一方面要分析价格上涨的原因,另一方面要及时对农业的资本投入进行财政支持。

其次,矿产资源产品、土地等要按市场规则确定其利用价值,最大限度地体现资源的经济价值,既考虑当前的紧迫性需求,又兼顾国民经济的长远发展规划。一方面我们应积极寻求替代资源,另一方面应加强对自然资源的保护,从可持续发展的角度综合有效地利用自然资源。在土地资源方面,1998年商品房改革以来,政府对土地拥有绝对所有权,土地的使用出让费成为地方政府财政收入的主要来源之一。层层审批、层层索取导致房地产企业的成本飞速上升。解决房地产高成本问题就要精简审批手续,加强社会监督,让房地产企业的成本核算透明化,尤其重要的是城市规划要广泛征求市民的意见,避免规划变成瞬间计划。

最后,社会财富的分配要向居民和企业尤其是低收入人群和有潜力的企业倾斜,可以加大对非劳动所得和高收入者的征税力度,同时对企业减少增值税和营业税的征收,以降低企业成本。在经济发展过程中,有些已经创造的财富会由于不完美的社会契约造成的摩擦而损毁,但是代表其价值的货币还处于流通中,这必然造成现存货物价格被高估,所以经济发展到一定程度就要调整价格体系。

3. 股市扩容不宜过快,管理当局应防止上市公司圈钱。受限股上市流通应该和国家的货币政策协调一致,防止流动性不足而导致实体经济的投资不足。新股上市、增发流通股过程中应该切实加强对新募集资金的使用方向和过程的监督管理。作为市场监管者的国家在投资者过度乐观地预期市场前景时,一方面要提醒投资者股市投资有风险,另一方面要更严格地监管上市公司,防止不良企业利用投资者的这种非理性行为圈钱。同时,国有股不宜同时实现全流通,B股、H股也应分批分次根据市场消化能力来安排上市。一定时期内,流动性变化不宜过大。在市场渠道容量的限度内,流动性放大是可以接受的,但如果超过渠道承受力,就会造成渠道的破坏和重建。2009年头两个月释放过大,这些资金有一部分进入了股市,进入实体经济建设中的资金能否创造出、在什么时间内能够创造出相应的价值?市场要求资源优化配置,在资源供给突然超过市场需求时必然出现资源使用的低效率和浪费,这种浪费会产生双重损失,一是资源本身价值的消失,二是更高效的生产能力的消失。除上述情况外,B股、H股还涉及企业在国际资本市场的形象和产品国际竞争能力提高的问题。因此,关键在于提高公司治理水平,合理控制流动性水平,适度放宽货币政策。

4. 为逐利而投机是资本市场固有的特性,也是其活力所在。我们不可能期望所有的投资者都进行理性的长期投资,如果企业长期不分配现金股利,投资者不可能总压制现在的消费,为了实现消费效用最大化,其也会择机获得资本利得,所以企业必须分配股利,尤其是现金股利。国家监管部门应规定企业盈利达到一定水平时必须分配现金股利,而且现金股利比率不宜过低,这样既可以缩小企业管理当局盈余管理的空间,提高公司信息的透明度,也能使优质企业资本结构优化。因为能够经常派现,所以企业的盈利能力和创造现金流的能力很强,它在资本市场上进行债券融资或股权融资的方式和渠道将有更多的选择,资本结构调整较容易实现。提高私募基金和大规模散户投机的成本,可以提高频繁交易的税费,在一定期限内的资本交易的利得要交所得税,税负水平使其税后所得和平均资本报酬相等。加快股指期货的推出,给长期投资者避险回旋的余地,要严格限制利用股指期货投机的行为,可以将股票持有期限、持有量和股指期货挂钩。

主要参考文献

1. 刘澜飏,范小云.保持当前股票市场持续健康发展的几点思考.经济学动态,2007;7
2. 张兵.A股市场“泡沫”:内涵、衡量、形成机理及防范对策.经济学动态,2007;8
3. 姚颀,刘志远.震荡市场、机构投资者与市场稳定.管理世界,2008;8
4. 靳庆鲁,李荣林,万华林.经济增长、经济政策与公司业绩关系的实证研究.经济研究,2008;8