



您的位置：首页 - 王国刚

力拓资金入市新渠道减轻扩容冲击(2006年3月31日)

文章作者：

2006年，是中国资本市场发展的关键一年。股权分置改革的各种效应将在这一年兑现，新的《公司法》和《证券法》落实所形成的推进力将在这一年突显，各种证券创新的效应也将在这一年展示。因此，各界十分关注。然而，2006年股市扩容依然压力巨大。据测算，支持现有股指和股价不大幅下落，需要有3000亿元左右的资金准备。比较而言，股市可能新增的资金大致在2100亿元左右，其中可以直接投入A股的资金规模大致只有1100亿元左右，因此，如果考虑到社会资金的规模，市场的资金供给将能大大缓解股票供给增加的压力。显然，要改变这种股市扩容与资金供给的矛盾，保障股市走稳走好，需要选择一系列新的政策。

目前A股具备投资价值吗？

2005年是A股市场持续下行调整的第5个年头。在这5年中，股市一直处于价值回归的调整过程中。2005年，中国A股市场大部分时间都处于较低的估值水平。12月初，G股的加权平均市盈率下降到10倍，比理论的估值水平明显偏低。经过5年的调整，A股市场的投资价值开始显现。

CSFB估计的MSCI中国自由指数自1998年以来隐含股权风险溢价平均为7.6%，标准差2.3，高盛估计的10年以来MSCI中国自由指数相对于美国10年期国债收益率的隐含股权风险溢价平均为7.5%，标准差2.6。综合看来，中国在海外上市公司过去10年的股权风险溢价在7.5%左右；而历史上投资者对中国在海外上市公司给予的估值水平是相当低的。这样的风险溢价与韩国、马来西亚持平，高出台湾、新加坡1%，高出印度1.5%，高出澳大利亚、香港3%。我们可以看到无论是采用自下而上较为乐观的预测还是自上而下较为悲观的盈利预测，在不考虑股改送股进一步降低投资者持股成本的情况下，海通250家重点公司的隐含股权风险溢价也已经超过MSCI中国指数过去10年的平均值。

虽然股市投资者对2006年中国盈利增长预测并不高，但以2006年的预测市盈率看，MSCI中国指数在区域内仍具有较强的吸引力。同时对2006年较温和的增长预期反映了市场谨慎的心态，也可能意味着未来将有更多盈利预测上调的机会。

未雨绸缪应对扩容压力

今年是中国资本市场发展的关键一年。股权分置改革的各种效应将在这一年兑现，新的《公司法》和《证券法》落实所形成的推进力将在这一年突显，各种证券创新的效应也将在这一年展示。因此，A股市场各界十分关注。

2006年，股市扩容依然压力巨大。因股权分置改革中的送股而引致的股市扩容可能达到400亿股左右；先期完成股权分置改革的上市公司非流通股因解冻而进入股市的股份将逐步增加，在2006年6月以后，234家上市公司按照非流通股5%的比例进入股市的股份可能达到100亿股左右；再加上重开新股上市（包括上市公司的发股再融资），流通股因此可能的扩容在几十亿股。三项相加，2006年的股市扩容规模将达到500亿股—600亿股，如果按照5元/股，支持现有股指和股价不大幅下落，需要有3000亿元左右的资金准备。

面对可流通股扩容的压力，股市可能新增的资金大致在2100亿元左右，其中可以直接投入A股的资金规模大致只有1100亿元左右，因此，如果考虑到社会资金的规模，市场的资金供给将能大大缓解股票供给增加的压力。显然，2006年的股市走势并不乐观。要改变这种股市扩容与资金供给的矛盾，保障股市走稳走好，需要选择一系列新的政策，为此，在新的一年里，需要重视下述几个要点：

第一，坚持稳定股市的政策。在稳定中求发展，应是2006年股市发展的基本政策取向。以稳定为取向的政策，既是保障股权分置改革和股市健康发展的需要，也是提高投资者的股市运作信心的需要。稳定并不意味着股指和股价没有波动，有上有下的波动是正常的，也是必然的，但大起大落的波动，既不利于股权分置改革的推进，也不利于提高投资者的信心，更不利于股市的健康发展。

股市运行有涨有跌，这意味着某一具体的指数不应成为政策心理底线。股市运行有其内在规律，上扬时可以突破这一指数，下落时也可以跌破这一指数，因此，在稳定股市时，运用政策机制“死守”某一指数是没有必要的，也是容易引致负面效应的。

第二，积极开拓资金入市的新渠道和新机制。不论按照市盈率计算还是按照市净率计算，中国股市都已达到10多年历史来最具投资价值的时期，由此，不仅要积极发展证券投资基金（包括银行系投资基金），扩大保险基金、社保基金和QFII等入市的资金量，而且应在落实新《证券法》的过程中，大胆创新，鼓励其他合法资金入市，其中包括运用信托机制吸收委托投资的资金，扩大创新类和合规类证券公司的融资渠道和融资规模。

第三，加快发展公司债券。发展公司债券是中国证券市场的一项基础性工作，也是落实新《证券法》的一项重要举措。公司债券不是企业债券。中国的企业债券基本上属于政府债券范畴。发展公司债券，可以考虑一方面先从已完成股权分置改革的上市公司开始，由此，既减轻由于股本再融资给股市带来的扩容压力，又促使上市公司提高使用资金的守信意识和守信机制；另一方面，准许创新类和合规类证券公司发行中长期公司债券，支持证券公司之间的整合，提高证券公司的运作能力。

第四，适当调整交易机制。一方面，在条件成熟时，应当考虑将目前的T+1交割方式调整为T+0交割方式，由此，提高入市资金的使用效率，在一定程度上，克服由流通股扩容与入市资金不足所形成的矛盾。毋庸讳言，T+0的效应是短期的，但它对于缓解股市的暂时压力有着积极效应。另一方面，调整股市交易的佣金收取方式，变按照交易额收取高限佣金为按照交易笔数收取低限佣金，由此，鼓励机构投资者和大量投资者的交易行为，逐步减少小额（甚至超小额）的交易现象大面积发生，推进股市投资者的结构调整，同时，促进证券经纪商的服务质量提高。

第五，适时推出股指期货交易。随着股权分置改革的完成，股指期货的设立条件也日臻成熟，由此，顺势推出股指期货有利于促进投资者的预期形成和股市走稳。

第六，积极出台股权激励机制。上市公司质量提高是股市健康发展的基础，股权激励机制有利于促使上市公司高管人员从关心自己利益出发积极提高上市公司经营业绩和长期发展，关心股价走势，因此，是一项既有利于上市公司发展又有利于股市发展的重要机制。出台股权激励机制，应既重视激励效应，又重视约束效应，还要防范由此可能引致的各种风险（包括各种违法违规的风险）。

2006年是中国股市迈入“十一五”时期的第一年。开局如何，对未来5年中国股市的健康快速发展有着重要影响。只要政策取向正确和政策措施得当，股市的各方参与者继续发挥聪明才智和创新能力，同心同德，协调一致，就一定能够创造中国股市发展的新局面。

文章出处：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所