

# A股非常手段救市 制度信心亟待重建

# 退市「三步走」 專家提路線圖



面對股市下跌，散戶表情懊惱。資料圖片



## A股 股災反思 之監管篇

香港文匯報訊(記者 海巖 北京報道) A股6月中發生突而其來的超級股災，直至上周五期指結算日三大股指期貨全線報升，「國家隊」的「A股保衛戰」首階段戰役告捷。此次中國政府動用了許多臨時及非常的手段來救市，將會長遠影響中國的資本市場，甚至還關乎經濟轉型的成敗。如何退出這些救市政策，完善監管制度及市場機制，以及重建外資信心等，專家提出「三步走」的路線圖：短期應規範槓桿透明發展；中期需對「國家隊」持股的退出未雨綢繆；長期則需加快改革，註冊制等改革宜快不宜慢。

回顧這場延續一個月的股災及「A股保衛戰」，「國家隊」可謂慘勝。上證綜指由高位重挫32.11%，創20年來最大跌幅，約有4萬億元(人民幣，下同)市值蒸發，中國富人損失1,000億美元，普通股民人均虧損42萬元。A股下挫連拖累與之關係密切的港股，由於內地嚴限沽空，令H股成為「提款機」，由今年高位最多慘跌24.96%，港股市亦蒸發約6萬億港元。

### A股港股重創「國家隊」慘勝

非常時期用非常手段。面對突而其來的超級股災，中國政府亦發起了歷史上最大規模的救市行動，從系統內最大限度調動資金和行政資源，到獲得央行流動性支持，再到協調財政部、銀監會和保監會甚至公安部出手，以及緊急修改規則、以行政命令強力干預市場交易等做法，終阻止A股下跌。截至上周五，上證綜指收報3,957.35點，較7月9日的此輪股災最低位3,373點，回升17.32%，但較6月12日的高位5,178點，仍跌23.57%。

如何退出這次的救市政策，完善監管制度及市場體制，重建外資對A股的信心，成為擺在監管層面前不能迴避的問題，本報就此訪問了多位業內專家，總概而言，他們就此次股災的災後重建提出了短、中、長期的解決方案。

針對這次股災的元兇之一的高槓桿問題，國泰君安證券研究所首席宏觀分析師任澤平認為，災後重建的首要關鍵是去槓桿和化解有毒資產，首先應將場外配资納入管理範圍，其次是嚴控兩融和傘形信託的標的及融資比例，防止死灰復燃。之後是推進資本市場基礎性制度建設，促進長期持續健康發展。

### 恢復市場正常運行 推進改革

在監管方面，由於兩融、傘形信託和場外配资涉及跨部門監管，任澤平建議成立「一行三會」聯合行動小組。待市場企穩後，恢復IPO，取消對上市公司正常減持、投資者套保等的行政管制，恢復市場正常運行，並系統總結此次救市的經驗教訓，形成成熟的風險處置預案。同時妥善解決「國家隊」持股的退出問題。在改革方面，任澤平建議推進註冊制改革，長期來看，註冊制是資本市場持續健康發展的制度基石。

### 推註冊制 市場方式制約泡沫

光大證券首席分析師徐高認為，未來要維持股市的穩定和健康發展，還要預防泡沫產生。這方面最重要的舉措就是IPO註冊制。當上市企業融資放開之後，如果股票價格過快上漲，就會自動引發上市企業融資規模增加，從而通過增加股票供給的方式來平抑股票價格。這種機制能夠對股市泡沫形成制約。因此，雖然短期內出於穩定市場的考慮暫停了IPO，但從長期股市健康發展的角度看，IPO註冊制改革還必須推出，而且宜快不宜慢。



中央加大救市力度，央行、財政部、中證監、保監會、國資委齊聲發聲，共同維穩。資料圖片

### 內地部分非常救市措施

- 在中期業績續虧期，中證監要求上市公司及董監高層增持股份，並要求「五選一」對外推送利好
- 中證監要求上市公司及高管6個月內不得在二級市場減持股票
- 中證監約談近6個月內減持本公司股票的大股東及董監高層，要求減持5億以下的增持比例不低於累計減持金額的10%；減持5億元以上的增持比例不低於原減持金額的20%
- 中證監定義所謂「惡意做空」，公安部隨即偵查「惡意做空」的機構及個人
- 中金所暫停19個賬戶開期指空倉，期限一個月
- 中金所規定「套利編碼下交易不允許單一合約上撤單次數超過500」
- 與中證監會面後，21家券商承諾上證綜指在4,500點以下，自營股票盤不減持，並擇機增持
- 社保基金通知各公募基金保組合只能買不能賣股票
- 中保監要求險資每天都要淨買入股票
- 銀監會要求銀行業金融機構對已到期的股票質押貸款重新展期，並與委託理財和信託投資客戶協商，調整證券投資的風險預警線和平倉線
- 上交所及深交所允許共逾一半上市公司停牌
- 有貨幣發行權的人民銀行加入救市行列

## 反思 「壓測」顯監管真空 協調不足

香港文匯報訊(記者 海巖 北京報道) 為防範局部市場風險，政府介入市場救市無可厚非，亦是國際慣例。中國社科院世界經濟與政治研究所國際經濟研究室副主任張明認為，本輪A股暴漲暴跌提供了一次「壓力測試」，測試了中國金融體系的穩定性以及監管機構的反應能力，結果顯示政府對經濟全局有很強的把控能力，但在具體的救市政策則顯得進退失據，也暴露出監管真空等問題。

### 分業監管遇嚴峻挑戰

從救市的一系列措施看，如中證監暫停IPO、禁止5%以上股東減持、千方百計打擊「惡意做空」等，短期內雖然穩定了市場，但與長期的市場化改革方向相悖，正反映出監管能力和手段的缺失。

在張明看來，股災暴露出監管部門之間的協調混亂和監管真空問題。在股市暴跌初期，「一行三會」等部門各行其是，甚至坐等其他機構救市，沒有形成協同效應。例如，在央行宣佈了降息與定向降準政策之後，中證監立即公告了新股發行計劃，這加劇了投資者對政府救市態度的不信任感。

張明認為，在國內金融業混業經營趨勢日益明顯的背景下，分業監管框架面臨嚴峻挑戰。未來中國政府應考慮重新整合分業監管框架，或者再度合併「一行三會」，或者在更高層面上成立金融穩定委員會來協調分割的監管格局、努力達成監管者的集體行動。

張明指出，金融監管要具有前瞻性，要在資產價格泡沫形成階段入手進行監管。在股市價格快速上升時期，就應該通過宏觀審慎監管政策，例如限制槓桿倍數、清查民間配资等來抑制資產價格上漲。那種不抑制上漲、只是在下跌過程中救市的對稱性做法，將會釀成巨大的道德風險。

### 官媒撐市好心做壞事

另外，股災令中國股市「政策市」的陰影加重。張明認為，在股市上漲的過程中，政府非但沒有向廣大股民昭示投資風險，反而通過一些渠道，如《人民日報》等官方媒體表態支持股市上漲，給市場造成了一種錯覺，認為是政府在有意推動股市上漲。

「企圖以製造新的泡沫來消化上一輪泡沫的做法只會飲鴆止渴。政府只能做資本市場的裁判員，不能把資本市場作為短期宏觀調控的手段，既不能輕易入市，更不能人為造市。」張明認為，只有推動痛苦的結構性改革才能使中國經濟重新回到持續較快增長的軌道上來，捨此之外別無他途。

## 啟示 影響滯後 人行需加碼放水

香港文匯報訊(記者 海巖 北京報道) 中國經濟尚未走出增長疲弱的困境，而業內人士預計，本輪股市暴跌可能拖累今年GDP增速不超過0.5個百分點，對經濟的負面影響可能持續到明年上半年，由此宏觀政策上可能不得不繼續放鬆貨幣政策和加大財政政策力度，而央行在危機時直接為股市背書，是否會引發了又一輪「4萬億」貨幣注入引人注意。

### 傳導致消費及投資層面

中國社科院世界經濟與政治研究所國際金融室副主任張明認為，此次股市暴跌不會引發金融系統性風險。中國目前的金融體系仍是以間接融資佔主體，只要銀行體系沒有在股市暴跌過程中遭受巨大損失，就不會爆發系統性金融風險。

張明分析，從銀行體系的現狀來看，首先，目前整個商業銀行體系對股市的風險暴露相對有限，主要是通過股權質押與理財產品配資的渠道參與股市，兩者加起來的規模不到兩萬億人民幣，且槓桿率通常為1比1；其二，無論是股權質押還是通過理財產品配資，銀行都設有較高的安全邊際，30%的股價下跌尚未擊穿安全邊際；其三，與中小銀行相比，中國的系統重要性銀行對股市的風險暴露相對更小。

## 啟示 監控能力待加強 金改或延後

香港文匯報訊(記者 海巖 北京報道) 過去幾周A股經歷「过山车」，在中央非常手段救市下，數日內便完成從罕見股災到連續漲停的戲劇性轉折。中央激進救市，雖然短期化解了資本市場局部危機可能引發的金融系統性風險，但引發了國內外對政府救市行為的質疑。有業內及經濟學家評價，政府救市令股市環境和生態發生巨大改變，還可能在很長時間裡讓中國的金融改革和自由化放慢腳步。

### 救市損外資信心重建需時

對於此次中國救市，英國《經濟學人》稍早在其封面文章「中國擁抱自己市場」評價，A股三周暴跌和其對經濟的潛在打擊，都遠不如中央強力救市給正在增長的中國證券市場帶來的負面影響。

國際投資者對中國政府開放資本市場的決心也大打折扣。美銀美林研究部中國策略主管崔巍評價，中國政府「大手筆」動用行政手段托住股市，恐怕在長期內為中國金融系統帶來「聲譽風險」，外國投資者恐怕將重新考慮中國融入世界金融體系的決心：人民幣國際化、A股納入MSCI恐將受阻，以及「滬港通」、「深港通」的吸引力將隨之降低。至於未來的金融改革和自由化，安信證券首席經濟學家高善文分析。此次股災與兩年前的「錢荒」，都表明金融自由化在讓金融市場越來越有效率的時候，風險越來越大，政府控制它的難度也越來越大。而在政府還沒有充分理解這些風險的情況下，未來更加開放和自由化的過程中發生危機是大概率的事件，屆時政府需要動用的財政資源、採取措施的極端程度，很可能會比這一次力度更大，這是政府不願意接受的。