

中国股市：股市暴跌的背后隐藏着什么？

2015年07月16日



中国股市暴跌引发全球担忧。自6月中旬到7月初，上证综合指数下跌约三分之一，人民币汇率也出现震荡。在政府的鼓励下，许多经验不足的投资散户近年来纷纷入市。然而股票价格上涨很快，尤其是随着中国经济增长放缓时，过高的股价已经无法用基本面来支撑。而当很多使用杠杆融资的投资者开始撤出时，一股暴跌潮汹涌而至。

宾夕法尼亚大学法学教授、东亚研究中心负责人雅克·德利斯勒 (Jacques deLisle (<https://www.law.upenn.edu/cf/faculty/jdelisle/>)) 表示，中国政府采取了软硬兼施的策略，在央行降低利率的同时，监管机构对投机者进行调查，并声明会起诉股市造谣者。同时，政府还暂停了公司上市。纽约大学经济与金融学副教授、中美经济关系专家李雨 (Ann Lee) 认为，很多使用杠杆融资的散户投资者都濒临平仓的边缘，加剧了股票抛售。同时，中国政府实施的策略是否奏效还需拭目以待。在SiriusXM111频道播出的沃顿知识在线节目《沃顿商业电台》(Wharton Business Radio) 中，德利斯勒和李雨讨论了中国股市暴跌带来的影响。（编者注：本篇访谈最初发表于2015年7月8日，中国股市从7月9日开始反弹。）

以下为编辑后的访谈记录。

沃顿知识在线：雅克，中国股市暴跌之后，中国政府采取的一系列救市措施并没有奏效，是什么地方出错了呢？

雅克·德利斯勒：中国政府尝试过很多标准的救市工具，但这确实是个棘手的问题。从某种程度上来说，他们是双管齐下。中国的中央银行降低了利率，旨在促进经济增长，更多资金可能流入股票市场，从而达到救市的目的，这是软的一面。同时还有硬的一面，比如调查投机者、起诉股市造谣者。

我们再来看看好的一面，比如中国证券业协会号召券商投入194亿美元购买股票；中国还将投资主权财富基金，允许养老基金购买股票。而强硬的措施就是暂停公司上市。总之他们尝试了上述所有措施。

目前的舆论普遍认为，中国政府投入的力量太小，不足以完成救市的任务，政府还应该采取更多措施。因此，问题很大程度上在于政府的这些举动能否让投资者意识到政府将竭尽所能涉足股市，阻止股市崩溃。但世界上的其他国家不能真正认同这种方式。

原因有很多，一是中国股市中有许多散户投资者，他们拥有很多股市份额。他们不是机构投资者，目光不长远，也不够专业，因此股市暴跌后的恐慌情绪会得到扩散。他们也可能在股市上涨时自以为是。而中国政府自认为是足够强硬、有活力和有能力的。但是这次政府采取了措施却没有成效。这些是问题的一部分。

另外一方面，我们此前也目睹过中国股市由牛转熊。当时受全球金融危机的影响，股市低迷持续了很多年。当时中国的经济增长率为10%-20%，可以弥补出现的很多问题。然而现在中国GDP增长率下滑至7%。因此有人认为，目前中国经济出现了前所未有的脆弱性。

沃顿知识在线：李雨，你认为问题出现在哪里？

李雨：我完全同意德利斯勒的看法。中国政府实施的措施确实有些严格，包括鼓励公司暂停交易。由于目前的房产市场不足以刺激消费需求，因此他们希望股市可以让人们感觉良好，继续扩大消费者消费，这也是中国政府迫切需要的，以便保持经济增长。

中国政府能够成功阻止股市崩溃仍需拭目以待，因为当股市中出现很多个体投资者而非机构投资者时，一旦他们是用借来的资金炒股，那么追加保险金就会很有压力。不管政府发出什么声明，个体投资者都要履行各自的义务。这是问题所在。是否会对经济产生实质性影响也需拭目以待。个体投资者占有所有股市投资者不到1%，但这也是个可观的数目，超过以前历次股市崩溃时涉及的股民数量。

沃顿知识在线：中国应该进行怎样的尝试才能减缓此次股市衰退？显然，正如雅克提到的，当经济增速由惊人的速度下降之后，会带来很大的问题有待解决。那么下一步该怎么做？

李雨：中国已经公布了许多项目，比如丝绸之路（贯通东南亚和南亚）、亚投行（亚洲基础设施投资银行，由中国发起成立的金融机构，获得49个国家支持）。这些项目的启动旨在促进就业增长并增加商业机会，从而保持经济增长。同时，这些项目也能促进其他国家跨越式发展，进而推动全球经济增长。

这需要一些时间才能出具规模。不过这些项目很快就开始了，关于丝绸之路的很多项目都在进行之中，但大型基础设施项目并不能像股市获利那样快速开展。因此，这些项目何时才能抵消目前下跌的股市影响尚不明确。

中国政府目前专注于确保股市回稳，积极向股市提供大量流动资金，从长远来看投资者难以与政府抗衡。美国联邦储备委员会在应对2008年金融危机时也有过类似做法。当时，美联储购买了价值上万亿资产的资产担保债券来救市，最终稳定了股市、扭转颓势、股市再次开

始增长。这种情况什么时候会在中国发生仍然不得而知。我想说的是，与政府措施反向而行并非易事。

沃顿知识在线：雅克，你认为中国政府的下一步举措是什么？

德利斯勒：他们承诺不会让股市暴跌，但目前所做出的努力还不够，还需要付出更多。与美国政府之前的举措，例如美联储购买股票相比，中国政府的举动还不够大。如果回想全球金融危机的时候，中国推出刺激计划作为GDP的一部分比美国的大得多，包含基础设施项目、支撑银行等等。如果中国政府借鉴美国的做法应对此次股市衰退，并且一直进行下去，就能像美国一样扭转局势。

但有一个现实问题摆在眼前：做得太过会产生矛盾。的确，中国政府不希望股市下跌，因为这可能会带来连锁经济反应，尤其会对依赖股市上涨的消费者产生影响，同时从广义来说，会影响大众对于政府能力的信心以及看法。

问题在于有二种东西是并存的。一是这样的干预会与之前实施的改革背道而驰。股市正经历一场由审查制变为注册制的改革，从而允许更多小企业，而不仅仅是那些蓝筹股或是香港红筹股发行股票。而股市暴跌冲击最大的是最近刚入市的小型企业。那么中国政府会抛弃自由化原则来支撑股市吗？如果他们那样做的话，每个人都会好奇他们对自由化原则的看法。

另外一个因素是股市不再像以前那样简单。如今的股市更庞大，公司类型更加多样化。尽管按国际标准来看，中国股市仍然是封闭的，但要比以前更加开放。因此，有一些金融救市手段不再像以前用于小型股票市场时那样有效。

沃顿知识在线：李雨，过去几年我们看到中国的增长令人难以置信，然后又看到增长减缓，这是否是中国在改变其经济发展的结构？

李雨：像中国这种规模的经济体不可能永远保持两位数的经济增长率，因为会受到种种限制。也就是说，如果目前中国经济以10%的速度增长，每年增长的量相当于沙特阿拉伯的经济总量。这几乎是不可能实现的。确实，中国经济增速不可避免地减缓，只是减缓到什么程度存在争议。中国政府长久以来给出的信号是他们希望专注于经济增长的质量而不是数量。部分原因在于，他们想应对污染和不平等的问题。

经济增长量无疑会逐渐减少，但是中国政府希望确保就业。目前，这似乎不成问题，中国的失业率很低。劳动力市场吃紧，工资也以两位数的速度在增长。如果是像日本那样的增长缓慢，中国政府就不太可能采取目前已经实施的措施。的确，这会是一个停顿，但各国经济都会在某一阶段增长放缓，因此中国的放缓并非罕见。

沃顿知识在线：石油的因素在其中占多大比例呢？石油市场不稳定，尤其是最近，一直是其中的一个因素。目前市场上的石油供过于求。

李雨：目前的情况确实对中国有利，因为中国并不出口石油，而是一直进口。能源花费更低确实促进了经济增长，可以缓解其他经济领域的缓慢增长。随着中国加速建设更多基础设施，廉价能源也能促进其实现目标。

沃顿知识在线：正如李雨所说，雅克，你谈及基础设施时，认为不可能弹指间就建好，而是一个漫长的过程。但这正是中国需要建造的重要部分，尤其是在一些偏远地区。

德利斯勒：确实如此。但与其他国家，包括美国不同，在中国不是“弹指间”但是接近“弹指间”。你不用过于担心邻国会反对或有类似的行为。没错，基础设施建设需要一定时间才能完成。目前中国政府领导提上议程的大部分是进行基础设施建设。有一些建设也将在东部核心沿海城市进行，但大部分将在内陆进行，尤其是建造贯穿中亚地区的交通路线。这些都是较大的投资，明显能够促进经济增长。

但是这里又出现了一些矛盾。基础设施建设的确是他们所推行的，是发展策略和增长策略中的核心部分。但与此同时，中国多年来一直努力转型经济，使其不再依赖出口。因为从某种程度上来说，出口市场整体都在缩水。鉴于目前中国的经济规模较大，出口增长对像中国这种规模的经济体的经济增长贡献不大。

中国也一直努力使经济由投资依赖型转为消费依赖型。股市暴跌的负面影响—从某种程度上说—是对消费者信心会造成什么影响？股市在上涨了150%之后跌了30%。在股市中受挫的是那些在最后时刻进入股市的投资者。那么对很多做长线投资或那些关注股市规模与经济发展的投资者来说，他们的底线又是什么？如果这次上涨是一年中的最高值，那确实有些可怕；但如果放在全球金融危机刚开始恢复的时期，这样的情况也不算糟糕。

人们担忧更多的是这次股市崩溃带来的影响。融资炒股的被强行平仓后破产了，而那些股价下跌后自认为资金紧张的人就不会再去消费。所以股市暴跌的影响会有多大？或许不会很大，但是会减慢经济发展向消费转型的速度。人们对中国经济最大的担忧在于GDP增长率没有达到目标增长率7%。

GDP增长目标已经由10%或12%降为7%。但问题在于抛开一切保持7%的增长率的代价有多大？如果通过实施刺激计划、大型基础设施建设项目并撑住股市来获得实现7%的目标，那么在没有任何干预的情况下，真正的增长率又是多少？这是人们开始担忧的地方。

沃顿知识在线：如果因为采取这些刺激措施，GDP增长率未能达到7%，而实际仅增长3%或4%，那么未来的经济会更加堪忧。

德利斯勒：是的。或者，如果仅仅采取较为有力的措施，并不断强化就可以维持7%的增长率，这又怎样呢？也许能够达到7%的增长率，但这些措施真的可以持续下去吗？

沃顿知识在线：李雨，就中国目前的经济状况而言，外国人关注的重点是什么？

李雨：中国政府一定会试图努力推动消费品工业和服务业。虽然制定了股市路线，但这并不意味着消费品工业和服务业就不会继续增长。显然，不是所有人都进入了股市。你们所说的这些投资人是那些过去大量投资房地产的富人，他们向股市投入的是小钱。如果这些富人投资受挫，是否会对其他人产生影响？

另一个事实是，中国仍然拥有上万亿美元的外汇储备。即使你认为中国政府并非所有的举措都能合理化和得到强化，中国依然实力雄厚。

在可预见的未来，一旦经济不稳定，中国政府将带头利用这些外汇储备，根据经济需要进行基础设施建设，或者通过各种手段为刺激经济提供流动性。这应该会让其他国家松口气。我认为中国不会像希腊一样崩溃，中国不是另一只会掉落的靴子。

沃顿知识在线：雅克觉得呢？

德利斯勒：是的，没错。中国的实力和希望都很大，不是吗？中国的体制拥有丰富的财政资源，有智者制定经济政策，并努力将经济增长率维持在一定范围。现在，多数人讨论的是7%的增长目标，中国有诸多措施来实现这一目标。

问题是，这一目标能维持多久？当前市场上所有人都在关注的事情，在未来较短时间内我并不担心。但是，从较长远来看，如果认识到这并不仅仅是要度过一段艰难时期，还要通过长期的干预维持增长率，中国的情况就会有所不同。

另一个问题是，其中一些干预措施与本届领导层几年前上台时承诺进行的，以及许多人长期强烈要求的改革相悖。现在的确存在本末倒置和“鸡生蛋，蛋生鸡”的问题。我们认为股市存在不稳定性的原因之一是人们不太清楚如何对公司进行评价。不仅透明度极差，而且缺乏评估体系、投资基金、对冲基金等基础设施。

所以，买哪支股票？存在很大的猜测性，再根据猜测增加股份。一些股票由富人持有，一些由机构持有，但是股市的不稳定性主要来自那些将三四十万存款投入股市的小股民。当然，这些人往往在股市已经高涨时才涌入，如今正遭受损失。

鉴于这一切，好消息是，股市状况与实际经济之间的联系未必十分紧密。鉴于股市相对实体经济的规模，以及股票价格并不能说明太多问题，股市和实体经济之间并不存在逻辑关系。

但是，令人担忧的是，一段时间之后会出现什么反应。目前还远不致于产生恐慌。你可以摧毁希腊经济多次，而不致中国经济受损。我一点也不悲观，只是认为，我们所看到的并不表明灾难在迫近，而是说明存在问题。

真正的问题将是，股市的崩溃和国家干预救市对于我们所讨论的一些改革计划将产生何种影响？

沃顿知识在线：如果不是希腊正在经历的危机，我们还会进行此番谈话吗？许多正在中国发生的事情似乎早已注定会发生。

德利斯勒：是的，目前这个世界对于经济动荡反应很敏感。当中国经济增长10%-12%时，股市也有上下波动，谁对此真正关心过？但是现在对于任何有可能具有破坏力的事情就会非常担忧。希腊危机后，全世界关注着中国。这两个国家都存在经济问题，但是两国之间的联系并不十分紧密。这只是目前普遍存在的脆弱感的表现。

沃顿知识在线：李雨觉得呢？虽然对两国的担忧都存在，但是这两个国家之间似乎的确没有多少联系。

李雨：的确。华尔街人士都在担忧中国，主要的原因可能是纵观全世界，除了中国采取的举措，其他地区经济增长的积极迹象并不多。因此，中国作为全球最大的贸易国，众多国家的经济都依靠中国在贸易领域的领导地位继续增长。人们担心一旦中国的经济增长困难，其他国家又会怎样呢？当人们听说希腊可能对欧盟造成严重破坏时.....接下来就要担心亚太地区了。因此，如果不太了解中国的实际情况，有些人听到一些新闻就会恐惧。诚然，目前的状况可能造成暂时的停顿，但是从整体上来说不是严重的问题。

沃顿知识在线：重点是，中国政府需要做或想要做的事情现在就得做，但这将需要几个月，甚至几年的时间才能体现出效果来。

德利斯勒：存在短期和长期目标。问题是，政府救市能够成功阻止惨痛吗？政府采取了大量干预措施，似乎可能阻止惨痛。我们注意到，中国股市先是大幅下降25%，随后稍有反弹，之后再次下跌。但是，如果你看看过去一个月的股市，会发现一条急速上涨的曲线。正如李雨所说，中国的体制正在努力解决这一问题，而且能够解决问题。

当每个人屏住呼吸时，问题来了：从更广的角度来看，对市场产生影响的经济政策发生了哪些变化？要使市场更为稳定，哪些改革是必要的？与中国的实体经济相比，中国股市极其不稳定。

无论如何，实体经济并不会那样的剧烈波动。而中国股市在历史上也曾经有段时间非常不稳定。的确存在高度不稳定和相对稳定的时期。当新闻头条是股市暴跌的时候，人们对于进入股市就更为警惕。

90年代初期的情况是，“噢，股市永远不会下跌，将一直高涨”，人人涌入股市。之后，当然，股市会调整。今年以来，在街头巷尾都可以听到这些轶事，人们纷纷涌入股市，因为这是赚快钱的最佳捷径。

当然，如今你更多听到的是“我还能把钱放到别的什么地方呢？”正如李雨所说，没有更多别的选择。房地产看起来也不再那么景气了，不再是曾经那个繁荣的市场了。

对于向国外汇款消费有资金管制。在日常生活中你能买多少消费品呢？我的意思是，拿着钱你能买什么？这也是股市上众多投机活动的潜在原因。

沃顿知识在线：李雨，你觉得投资者在近期会怎么做，他们会如何看待前进中的中国？随着股市下跌，人们会开始寻找在不远的未来可以增长的领域吗？

李雨：会的。许多老练的投资者意识到中国市场仍然处于萌芽期。当管理者试图弄明白如何更好地管理股市，在开放股市的同时不会对更大范围的经济造成伤害时，也将伴随成长的痛苦。在这一过程中将会出现一些失误，也会不断得到修正。我认为这在整体上并不会对金融领域产生持续的负面影响.....因为中国一直都在尝试缓慢地、循序渐进地开放资本市场。

华尔街的许多人士仍将中国市场视之为最后一股庞大的黄金热潮。他们不会永远远离中国的金融市场。每个人都拼命进入这个市场，不过也在等着看中国政府的下一步举措。请耐心等待，人们已经耐心等了多年，再多等几年可能也不会有多大不同。

