

如何救市

2024 年元旦以来，在全球股市一片涨潮中，A 股和港股表现出独特的“熊样”。

随着股市下跌，一些资金被动卖出，比如雪球产品“敲入”后，券商的多头对冲盘要平仓。再比如基民在下跌趋势中赎回公募基金，于是基金必须卖股票。再比如私募基金常设有“平仓线”，如果净值跌破平仓线，那么私募不得不清盘卖股票。

有意思的是，无论是券商的雪球对冲盘，还是公募和私募基金，他们在正常状态都是市场中的多头。但在股价超预期下跌后，这些多头会被迫成为空头。随着他们抛售股票，市场会加速下跌，逼迫更多的多头变成空头。

一旦这种恶性循环开始，潜在的多头，不管是短期炒作的抄底资金，还是长期投资者，都会暂时观望。炒客要等待短期介入的最佳时机，长期投资者要等待更好的价格。在这样的市场中，要卖的必须卖，想买的不敢买，稍微卖出点股票，股价就要下跌很多，市场流动性蒸发。

而且恶性循环并不局限在股市。股价下跌让国民金融财富缩水，从而打击消费意愿。二级市场估值下跌，也会打击一级市场投资情绪。消费和投资的疲弱又会影响企业收入和利润，从而让上市公司基本面进一步恶化。企业生意不好做，又会降薪裁员，消费需求更加疲弱……

所以股市不是可以忽视的“虚拟经济”。如果实体经济本身动能缺乏，股市的螺旋下行可能制造出真实的衰退。

所以当股市大幅下跌，理性的政府应该想办法救市。问题是，如何救市？

大幅降息

央行应该大幅降息。当前，除股市以外，房地产市场也处于危机状态，CPI 和 PPI 均处于通缩状态，**短期政策利率（7 天逆回购利率）应该降到 0% 附近。**

为什么降息对股市有利？最直观的理解是，降息让货币资产吸引力下降，于是非货币资产（股票、债券、房地产等）价格会上升。

有人担心降息对银行利润不利，而银行股的指数权重又大。这种担心是多余的。首先，可以用不对称降息。大幅降低短期政策利率的同时，可以对中长期政策利率（MLF 利率）仅作微调，甚至不调，从而扩大期限息差，这对银行利润是有利的。

其次，目前银行股估值反映了市场对贷款质量的担心。对息差的担心不是主要的。降息改善经济，会在根本上改善银行股估值。

在实践中，从上世纪 80 年代以来，美联储在每次股灾（1987、2008、以及 2020）后都迅速降息，起到了稳定市场的作用。

引导长期资金入市

应迅速出台政策，引导社保、保险、企业年金、高校基金等长期资金入市。所谓引导，不能只是口头呼吁，而要**落实到政策，用真金白银的承诺，减少长期资金入市的顾虑。**

一个可以考虑的做法是，给 2024 年上半年入市的符合条件的资金保底，比如保证 5% 的最低收益。如果买入后到年底的收益低于 5%，那么国家给予足额的现金补贴。

这样做比“国家队”在市场上拉指数好。首先，国家队“雨露”仅限于权重股，当国家队拉指数的时候，反而从小盘股虹吸资金，导致小盘股加速下跌。第二，国家队的操作脱离基本面，不利于形成合理的市场价格。而长期资金一般由专业机构管理，他们能改善市场的价格形成，对中国股市长期健康发展是有利的。第三，长期资金的持股时间可以远远超过国家队。

最后还有一个好处，那就是实际花钱不多。很可能不花一分钱，就引来千亿“友军”。而且友军在当前入市，很可能获得可观的长期回报。

救经济

因为 2022 年较低的基数，2023 年经济增长不曾有悬念。但进入 2024 年，房地产量价齐跌的趋势仍然在持续，地方财政仍然捉襟见肘，股市房市财富仍然在缩水，民间投资和消费仍然疲弱，2024 年的增长从哪里来？

事实上，股市之疲弱反映了灰暗的前景。所以最根本的救市措施是救经济。那么如何救经济？

大幅降息既救资产价格，也救经济。但仅仅货币政策还不够，还需要财政政策发力。**中央政府应该大幅扩大赤字，发行长期国债，一方面给地方政府疏困，另一方面给中低收入居民发红包。**

为什么要给地方财政疏困？因为捉襟见肘的地方财政不仅无力维持地方公共服务，而且无力偿债，无力偿付拖欠企业的应付款。企业被拖欠款项，于是无力还贷，无力给员工发足额工资。很多中小企业甚至因此破产。给地方财政纾困，才能让地方经济活起来。

为什么要给中低收入居民发红包？因为他们的收入受疫情以及经济疲弱影响最大。发红包甚至可以常态化，资金来源可以是国企分红。国资委本来就是代表全民行使国企股东权利，国企分红理应回馈百姓。常态化的红包对消费的刺激作用更大。

但货币和财政政策只是短期刺激。要让中国经济重新回到高增长轨道，还需要推进改革，让国内外投资者更有信心地在中国投资实业。

当然，推进改革和刺激政策并不矛盾。事实上，用刺激政策暂时摆脱危机，让就业和收入恢复高增长，本身对推进改革也是有利的。

哪些救市措施有害？

首先，限制机构卖股票不利于救市。有减仓需求的机构完成减仓后，会变成潜在的多头。越限制抛售，抛压越持久，空头变成多头的过程越长。

第二，限制做空虽然短期有利，但伤害市场的长期健康。健康的市场需要活跃的做空者。包括最近被骂的转融通，是好不容易建立起来的制度，不可废止。

A 股的做空者不是太多，而是太少。如果做空者足够强大，A 股估值体系不会那么紊乱，新股炒作不会那么离谱，市场下跌时流动性也不会那么差。

2024. 2. 5