

新冠肺炎疫情对我国资本市场的影响与对策

● 宋清华 陈 沙 李晨悦



【摘 要】新冠肺炎疫情在全球蔓延,使实体经济受到巨大冲击,也从投资者情绪和生产经营层面影响了资本市场,加剧了资本市场的短期波动。新冠肺炎疫情对我国资本市场的影响远比非典疫情更加深远。与美国相比,中国资本市场对新冠肺炎疫情的反应较为温和,这源于中国有效的疫情防控措施、充分的流动性供给和较小的恐慌情绪,反映出我国资本市场更具韧性。新冠肺炎疫情尚未结束,我国资本市场仍然面临着诸多挑战,需要有序推进实体经济复工复产,提高上市公司质量,健全多层次资本市场体系,加强资本市场法治建设,加强资本市场基础制度建设。

【关键词】新冠肺炎疫情 非典疫情 资本市场 投资者情绪

宋清华,中南财经政法大学金融学院教授,博士生导师。国务院政府特殊津贴专家,湖北省有突出贡献中青年专家。先后在加拿大圣玛丽大学、美国罗德岛大学、美国辛辛那提大学访学。在《管理世界》《金融研究》等学术期刊发表论文百余篇,出版了个人学术专著《银行危机论》《金融体系变迁与现代化——商业银行与资本市场关系研究》,主要研究方向为银行管理、金融风险管理。兼任 2018—2022 教育部高等学校金融类专业教学指导委员会委员、中国金融学会理事、中国国际金融学会常务理事、湖北省金融学会常务理事。

新型冠状病毒引发的肺炎疫情(下文一般简称“疫情”)深刻地影响了中国乃至全世界。疫情的爆发与蔓延给世界各国资本市场带来了巨大冲击,美国股市更是创下了 10 天之内四次熔断的记录。资本市场是现代市场经济的重要组成部分,是实施国家发展战略、调整产业结构的重要平台和手段。资本市场与实体经济紧密相关,一方面,资本市场反映了实体经济的运行情况,是实体经济的“晴雨表”;另一方面,一个规范、有效的资本市场能够促进实体经济的发展。2020 年是中国全面建成小康社会和脱贫攻坚战的达标之年,是实现第一个百年奋斗目标的决胜之年和“十三五”规划的收官之年,我国资本市场

建设也将迎来 30 周年。深入探究疫情对于我国资本市场的影响,并进行积极应对和深化改革,有利于我国资本市场的平稳运行,促进经济社会的良性有序发展。

一、疫情对我国资本市场的影响

疫情通过多种途径交织对我国资本市场产生影响。短期内疫情对投资者情绪造成了较大影响,疫情造成的不确定性,使投资者产生资产转换的避险行为,减少风险资产的持有,转向避险资产;疫情与中国农历新年叠加,市场对流动性的需求增加,加大了资产抛售程度;疫情造成的生产生活停滞,使投资者产生负面预期,

从而让整个资本市场笼罩在不确定和悲观的阴霾之下。这几种因素叠加,使我国资本市场产生了非理性波动。

疫情对我国资本市场的影响在时间上可分为预期冲击、实际冲击和政策消化三个阶段。在第一阶段,资本市场受到市场预期冲击会出现大幅震荡,随着情绪稳定,市场会趋于平稳,但这并不意味着冲击结束。在第二阶段,疫情对经济产生的实质性影响开始显现,主要表现为企业经营困难、收入下降、破产增多,这不仅导致估值下行,而且还会叠加负面预期,加大市场的震荡。而在第三阶段,实体经济随着疫情得到控制而逐步恢复,这个阶段最重要的就是消除政策的滞后影响。

(一) 疫情对股票市场的影响

我国股票市场较全面地反映了疫情对投资者情绪、流动性需求和实体经济产生冲击所形成的影响。到目前为止,预期冲击和实际冲击已经得到了较为充分的体现。2020年1月20日,国家卫生健康委将新冠肺炎列为乙类传染病,采取甲类传染病管理措施。之后的三个交易日(即1月21—23日)内,沪股通和深股通合计净流出就达200亿元,而2019年沪股通和深股通合计净流入资金达3517亿元。1月23日凌晨2时许,湖北省武汉市疫情防控指挥部宣布自23日10时起机场、火车站离汉通道暂时关闭。1月23日当天沪深300指数大幅下跌,同时成交额放大。1月24日至2月2日之间是春节假期,股市没有交易,但是这一阶段全国范围内的新增感染人数不断攀升,投资者的情绪不断累积,加之疫情已经开始冲击实体经济,所以在2月3日股市开始交易后,沪深300指数有一个更大幅度的下探,成交量也激增。

由于我国的疫情防控措施得力,2月中旬新增确诊人数开始减少,沪深300指数逐渐从之前的抛售行为中走出,即使是2月12—13日由于湖北诊断标准改变使新增确诊病例大幅增加,沪深300指数也没有大幅波动。此后的一段时间内,随着新增确诊人数减少,加之各种政策的支持,指数波动趋于稳定。

自3月中下旬开始,影响市场的因素逐渐由国内的情绪层面转向国外。当中国大陆逐步开始复工

复产时,国外疫情开始恶化。由于疫情爆发等原因,美股在3月份四次熔断,对我国的股市造成了不小冲击,沪深300指数经历了剧烈的下跌,成交额和融资交易量都呈现下降的态势。这是在国外疫情形势恶化和国内实体经济遭受冲击的共同作用下形成的。

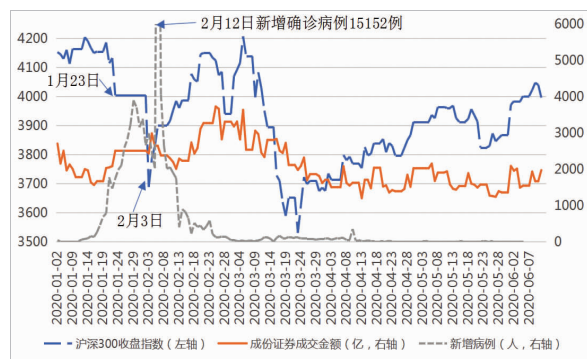


图1 沪深300指数与全国新冠肺炎新增感染人数走势对照图

数据来源:国泰安数据库,世界卫生组织。

A股不同细分市场的表现有一些差异。如图2所示,所有市场在疫情爆发后都经历了大幅下跌和剧烈波动,虽然整体波动较小,但在年初暴跌后的反弹也较弱,并没有整体走强的趋势,这可以从沪深300指数的走势中得到印证,中小板、新三板的表现也与主板相关度较高,表现相对最好的是创业板和科创板。这是由于主板的传统产业上市公司较多,比如交通运输、制造业等,而中小板和新三板上市的小公司较多,疫情使得人们居家隔离,生产经营难以继续,同时户外活动的减少使得相应产品的需求降低,营收的下降不可避免,而创业板上市的公司依赖的技术水平相对较高,而且有不少医药卫生行业和互联网产业的公司上市,疫情期间这些相关行业受益明显,因此创业板的走势相对较强。由于科创板开市较晚,没有相应指数,但根据Choice金融终端的数据,2020年上半年科创板上市的106家企业之中,仅有不到20家企业的股价下跌,最大跌幅为20%,而同期科创板涨跌幅的中位数为38%,最高的涨幅更是高达800%,有30余家公司股价翻番。

我国股市成交金额并没有因为疫情的影响而衰减。2019年7月1日至12月31日,上证综指成分股成交额均值1870亿元,深证成指为1395亿

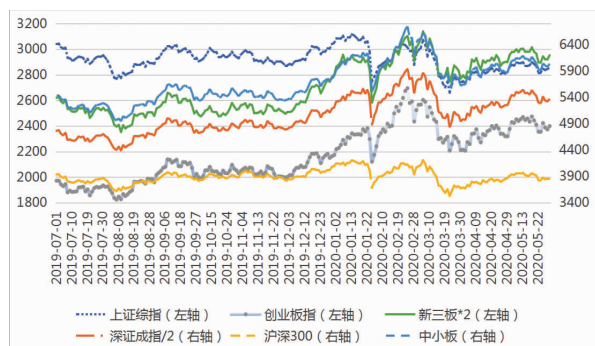


图2 A股主要指数走势对比图

数据来源:国泰安数据库,Choice 金融终端。

元,中小板为1155亿元,创业板为934亿元,新三板为103亿元,而2020年1月1日至5月31日,对应指数成分证券成交金额均值分别为2998亿元、2483亿元、2067亿元、1590亿元、198亿元,虽然指数有所波动,但是当市场情绪稳定后,交易反而更加活跃,部分是由于我国资本市场正处于估值的低点。截至2020年5月末,我国境内上市公司总计3868家,总市值59.61万亿元,我国股票市场市值居全球第二。

疫情对实体经济的影响不容小觑。如图3所示,纵观2019年,制造业PMI一直在50这个“荣枯线”上下浮动,而疫情的爆发使PMI在2020年2月创下了一个极低值,消费者信心指数和消费者预期指数同样降幅巨大。东方财富数据显示,截至2020年4月30日,A股3832家上市公司中有3523家披露了2020年一季报,A股上市公司一季度合计实现营业收入10.59万亿元,同比下降7.91%,其中主板营收增速下滑7.89%,中小板总营收下滑5.25%,创业板下滑10.82%,仅科创板营收实现正增长,同比增长3.28%;合计实现归母净利润8232.12亿元,同比下降23.45%,也只有科创板归母净利润实现正增

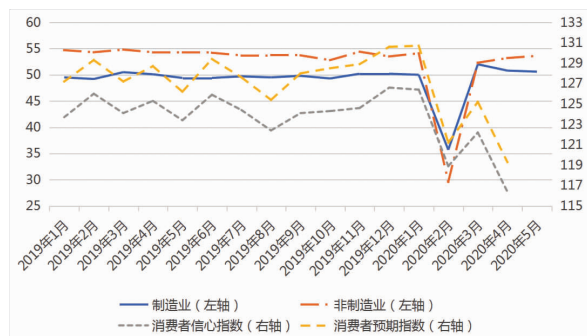


图3 采购经理人指数、消费者信心指数、消费者预期指数变化图

数据来源:东方财富网。

长,同比增长14.13%^①。

(二)疫情对债券市场的影响

与股票市场对疫情的反应不同,疫情发生后我国债券市场的价格指数呈现上升的趋势,债券特别是政府债券的发行量显著增加。如图4所示,除了可转债指数和沪深300指数呈现出较强的协同性外,国债等低风险资产受到投资者的欢迎,国债指数和信用债指数不断攀升,这是由于投资者流动性偏好增强导致资产重新配置以及政策不断扩张所带来的流动性使得利率降低。

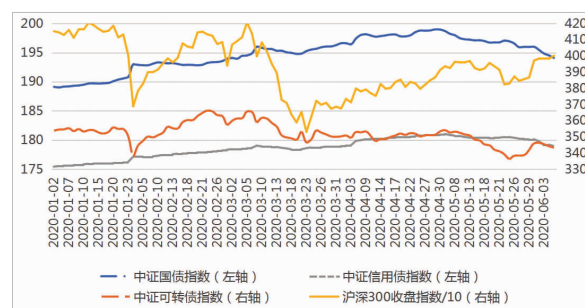


图4 债券市场主要指数与沪深300指数变化图

数据来源:国泰安数据库。

一般而言,在农历新年之前,整个金融系统会面临着较大的流动性需求,但是这种流动性需求会在除夕之前逐渐缓和。疫情使2020年的流动性需求陡然增大,并持续了较长时间,而市场对于流动性的追求和财政、货币政策的推动作用不仅表现在债券市场价格的一路上扬,还表现在债券的发行量大增。根据中国债券信息网站统计,2020年一季度信用债发行量为3.08万亿元,净融资额为1.73万亿元,同比分别增长38.9%和156.7%,比2019年第四季度增长

表1 2020年1—4月新发债券统计表

种类	面额(亿元)	同比(%)
本币债	56664.16	13.34%
1.政府债券	30689.08	18.99%
1.1 记账式国债	11716.40	42.32%
1.2 地方政府债	18972.68	16.16%
2.政策性银行债	16534.30	10.94%
3.商业银行债券	5678.10	13.45%
4.非银行金融机构债券	1017.50	16.82%
5.企业债券	1490.20	17.32%
5.1 中央企业债券	50.00	66.67%
5.2 地方企业债券	1440.20	16.13%

数据来源:中国债券信息网站。

25.8%和244.4%。如表1所示,政府债券尤其是国债发行量增加较多。许多金融机构通过发行次级债务工具来补充资本,以提高资本充足率,增强风险抵抗能力和信贷发放能力。

宽松的货币政策和债券发行“绿色通道”双管齐下,缓解疫情带来流动性紧张的同时支持企业融资,使得债券市场利率下行,并且长中短期利率均有所降低。2020年上海同业拆借市场的隔夜拆借利率几乎全面低于2019年同期利率水平。如图5所示,1月23日后,10年期国债和1年期国债收益率均下行,且远低于2019年的同期水平,债券增量发行和货币政策宽松无疑是重要推手。大量流动性涌入债券市场,造成了债券市场的繁荣,而可以预见2020年特种债券和政府债券会进一步扩大发行,这将更进一步推动债券市场的发展。

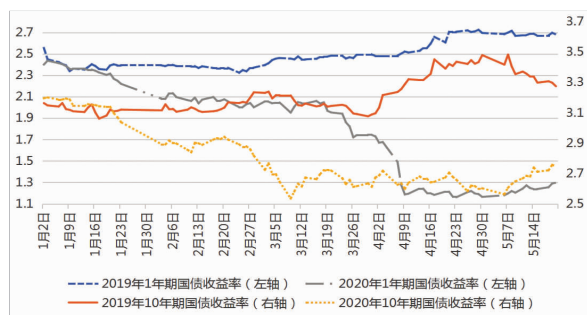


图5 国债收益率走势变化图

数据来源:国泰安数据库。

由于疫情对企业经营带来的冲击,公司债、资产支持证券的违约风险明显上升。根据中国国际金融股份有限公司的统计数据,2020年一季度债券市场新增违约(含展期等评级意义上的违约)发行人共10家,新增违约债券51支,涉及本金金额654.5亿元,而2019年债券市场共有51家发行人实质违约,涉及违约债券145支、本金1073.11亿元,平均而言一季度债券违约超过2019年同期。其主要原因在于3月是债券到期高峰,且疫情后发行人展期置换增多,而新增违约主体全部为非国企,这反映出这些企业受疫情冲击较大,外部筹资不足,再融资难度较大等问题。

(三)疫情对衍生品市场的影响

在衍生品市场中,期货市场占据了主导地位。由于杠杆交易和活跃的投机行为,衍生品市场的波动率一般高于基础证券,疫情期间同样如此。

如图6所示,2020年1月23日和2月3日两个交易日内,由于市场整体的下探和标的指数的下跌,沪深300股指期货和中证500股指期货的成交金额出现了巨幅下降,但随后市场从恐慌中逐渐走出,指数回暖,成交量又急剧增加。2019年下半年沪深300股指期货平均成交额803亿元,2020年前五个月为980亿元,其中2—3月的平均成交额更是高达1162亿元,而对应时期中证500股指期货平均成交额分别为616亿元、992亿元和1181亿元,市场情绪在风险对冲和投机的驱动下很快恢复。

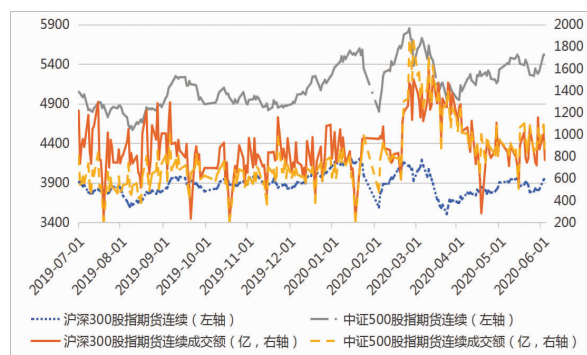


图6 沪深300股指期货与中证500股指期货走势对比图

数据来源:Choice金融终端。

由于疫情后的货币宽松和债券的大量增发,国债期货同样一路走高。2020年年初,疫情全面爆发之前,国债期货市场已经处于上升期。如图7所示,疫情发生后国债期货不断走强而且上涨速度迅猛,而进入到5月后,随着复工进度良好,制造业PMI连续三个月在“荣枯线”之上,国债期货也结束了阶段性的上涨。

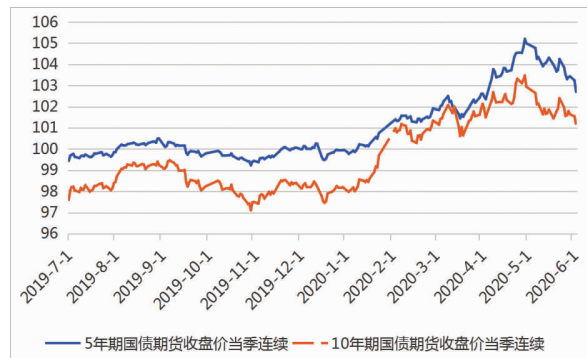


图7 国债期货收盘价走势对比图

数据来源:Choice金融终端。

商品期货市场受疫情冲击比金融期货市场更

加显著。金融期货的交割往往不涉及实物交易,大多数可以通过网络完成,而商品期货则不然。疫情使得总需求下降,对于不少实物的消费也随之减少,对于不少供给并未明显受影响的期货而言,会造成商品供给的过剩,而商品期货的交割需要运往指定的仓库,这样一来可能会造成仓储空间不足,WTI 原油期货便是一例。2020 年 4 月 20 日,美国 WTI 原油 5 月交割期货的价格一度跌至-37.63 美元/桶,为该期货历史上首次负价格,究其原因,在于疫情冲击使得全世界的生产活动萎缩,原油需求降低,加之美国、俄罗斯和 OPEC 之间关于原油减产的谈判进程不顺,原油的生产并未受到太大影响,使得交割仓库的储油空间大量减少,负价格实质上是仓储成本的一种反映。中国银行原油宝在此次负价格形成中也起了一定作用,原油宝产品设计对中国和美国之间的时差考虑不周,也没有提前进行相应合约的移仓,使得其持有的大量头寸在最后一个交易日才被执行相应操作,市场一时间无法消化大量订单,使得价格暴跌为负值。

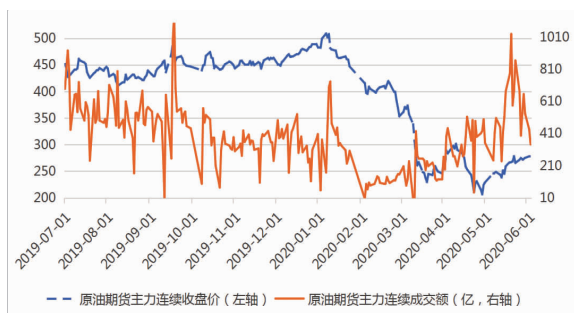


图8 原油主力期货收盘价与成交额走势图

数据来源:Choice 金融终端。

原油之外的其他商品期货也遭受疫情不同程度的影响。大部分期货指数在疫情爆发后开始走弱,随后开始企稳或者回升(见图9)。能化期货指数反映能源和化工行业的价格,与原油价格的变动呈现出一定的协同趋势。农产品期货价格受到的影响较大,在疫情爆发后一直处于下降态势,后来稳定在800左右,这背后是中央动用储备粮增加供给,全面推进农业的复工复产,农产品收购价格保证了价格下限,所以农产品期货价格波动幅度并不大。工业品期货指数、建材期货指数和钢铁期货指数的走势更加趋同,在疫情开始后纷纷走弱,随着疫情防控的进行和复工复产的推进,指数又

开始回升。

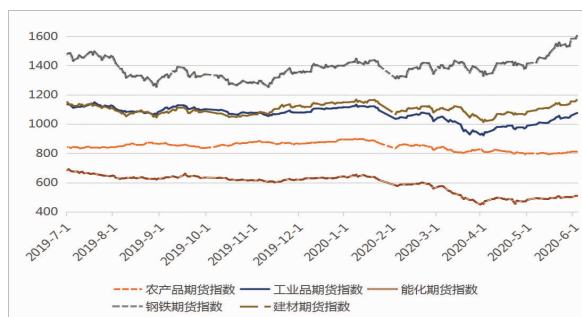


图9 不同品种实物期货指数走势图

数据来源:Choice 金融终端。

二、新冠肺炎疫情与非典疫情对我国资本市场的影响比较

首例非典型肺炎(以下简称“非典”)患者最早于2002年12月5日左右感染病毒并发病。2003年2月,感染病例超百例,疫情开始在人群中造成恐慌。3月12日,世界卫生组织就非典疫情发出全球警告。6月1日,卫生部宣布北京市防治非典型肺炎指挥部撤销。7月13日,全球非典患者人数、疑似病例人数均不再增长,非典疫情基本结束。

2002年12月底,互联网使得信息传播速度加快,非典在我国社会上形成了恐慌情绪,股票市场随之下跌,但经历了短暂的调整后,市场又转而上。如图10所示,非典疫情期间,上证指数和深成指数并没有出现大幅波动或剧烈下跌,同时两市总成交额均有所增加,沪市平均日成交额在2003年1—6月比2002年下半年增加了38.57%,深市平均日成交额则增长了59.14%。在非典之后,深市和沪深的关联性有所下降,深成指数形态逐渐脱离了和沪市的共同波动。

在债券市场方面,由于流动性宽松,10年期国债收益率在资金的驱动下从2003年初开始持续下行。2003年3月开始,非典疫情正式进入爆发期,10年期国债收益率一路下行,一直持续到5月,非典逐渐得到控制,市场恐慌情绪缓解,国债收益率重新上扬。在利率方面,2003年1月R007下探至2%,并持续到4月下旬。4月底央行发行央行票据,加大了资金回笼的力度,R007才开始逐步攀升。5月央行进一步回笼资金,重启1年期央行票据发行,货币市场利率受央行票据发

行影响均有所上行。

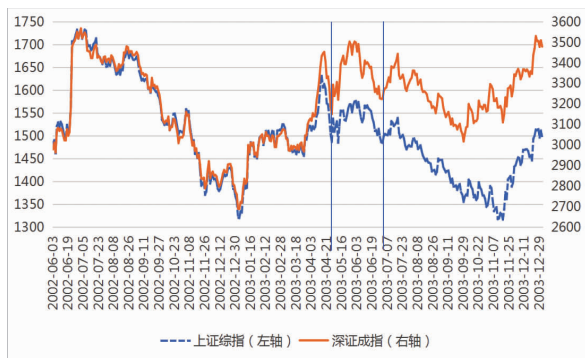


图 10 非典时期上证综指与深证成指走势图

数据来源:国泰安数据库。

相比非典疫情,新冠肺炎疫情传播速度更快,传染范围更广,对全球产业链、供应链以及资金链均造成严重的冲击。当前我国经济所处环境较非典时期已经发生了明显变化,新冠肺炎疫情对我国资本市场造成的影响远超非典疫情。非典结束后,由于流动性宽松结束,利率首先回归正轨,但目前我国利率在低位运行,并且不排除进一步下降的可能;国债收益率虽然有所回升,但仍远低于往年同期水平,没有明显回归常态的趋势;至于股市,虽然指数走势逐渐平稳,却同样没有向上反弹的趋势。这背后有新冠肺炎疫情和中国国内外局势两个方面原因。

波及范围广、感染人数多、持续时间长是此次新冠疫情的主要特征,也是其对资本市场产生巨大影响的根源。世界卫生组织数据显示,2003年全世界累计非典病例8422例,病死人数919人,病死率为10.91%,其中,中国大陆累计病例5327人,死亡349人,病死率6.55%。而截至2020年6月20日,新冠肺炎全球感染人数超过800万,死亡人数超40万,粗病死率为5.25%,每日新增确诊患者近20万;中国累积确诊84970例,病死4645人,粗病死率5.47%^②。就病死率而言,新冠肺炎稍弱于非典型肺炎,但是新冠肺炎的传播性更强,并且是全球大流行,其规模远超非典。虽然目前中国国内的疫情基本上得到了控制,但整个世界的疫情形势不容乐观,并且有更加严重的趋势,需要警惕全球资本市场对我国资本市场的风险溢出效应。

经济增长减速、经济结构转变和外部局势变化是中国面临的挑战,新冠疫情的爆发进一步加深了

上述问题的严重性。2003年前后,我国GDP增速能维持在10%以上,可以通过扩大投资来拉动内需进而刺激经济,高增速为缓冲非典疫情带来的影响提供了有利条件。但新常态以来,我国经济增速不断下滑、投资收益边际递减使得大规模投资拉动经济增长的方式不再适用。与非典时期不同,目前我国处在经济增长方式转换期,亟需寻找新的增长动力。2015年后,以重化工业为代表的上一轮产业增长已经基本结束,以计算机、半导体为代表的新一轮技术革新尚未完全到来,国内产业投资缺乏增长动力。

非典疫情从2002年11月开始到2003年7月结束。截至2003年底,全球累计报告非典病例8096例,其中中国内地5327例、中国香港1755例。中国内地和中国香港非典病例占全球病例的87.47%。股市短期震荡下跌,在非典疫情得到控制后快速恢复;债市收益率上半年明显下滑,下半年逐步上行。

相比非典疫情,新冠肺炎疫情期间我国面临的国际环境更为严峻。2003年,中国加入世界贸易组织不久,刚摆脱亚洲金融危机的阴影,处于恢复与上升阶段,国际政治也较为稳定。而此次新冠肺炎疫情发生之时,中国已是全球第一大货物贸易国、第二大经济体,与世界经济的联系十分紧密。国际上逆全球化、贸易保护主义抬头,中美贸易摩擦仍在持续,中美政治分歧加大,新冠肺炎疫情的爆发使得原本就面临危机的全球产业链岌岌可危。

三、疫情对资本市场的影响与应对:中美对比

(一)疫情对资本市场的影响比较

新冠肺炎疫情在全球扩散蔓延,国际资本市场大幅震荡。随着疫情在美国蔓延并恶化,纳斯达克100指数、道琼斯工业平均指数和标准普尔500指数从2020年3月初开始出现巨幅震荡,并于3月9日、12日、16日、18日触发暴跌熔断机制,这四次熔断中,道琼斯指数收盘跌幅分别达到7.76%、10.32%、12.27%和5.96%。恐慌指数VIX^③在2020年3月最高上涨至85.47,超过了2008年金融危机时期水平。

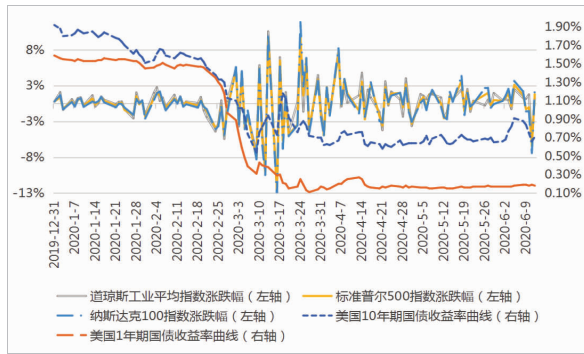


图 11 2020 年 1 月至 5 月美国股市债市的表现

数据来源:巨灵金融平台。

与美国相比,我国资本市场总体比较平稳,展现出了较强的韧性和抗风险能力,我国资本市场的相对稳定为全球金融稳定作出了贡献。我国三大股指走势在疫情期间比较平稳,在复工复产后我国股市的波动更多表现为全球资本市场的溢出效应。如图 12 所示,沪港通北向资金净流入与深港通北向资金净流入在 2020 年 1 月下旬我国疫情爆发时呈持续下降趋势,分别在 3 月 9 日和 3 月 16 日分别达到最低值后开始回升。我国沪深市场股息率加权平均指标也在 3 月初呈攀升态势,说明在全球疫情爆发的大环境下,我国 A 股市场在全球的吸引力在增强。

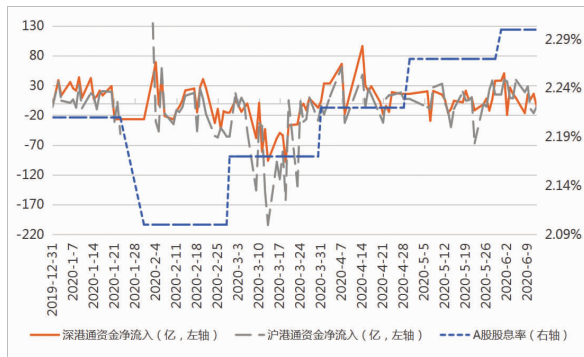


图 12 沪港通、深港通北向资金净流入(亿元)
和沪深市场股息率加权平均值

数据来源:通联数据。

两国债券市场在疫情期间均出现频繁震荡。美国 1 年期和 10 年期国债收益率在 3 月上旬都呈现急剧下滑态势,接近零。虽然我国 10 年期国债到期收益率和 Shibor 在疫情期间不断下探,但是相比于美国 10 年期国债收益率的巨幅下行,我国债券市场收益率下行更平缓,并且有回升的趋势。

(二)两国资本市场表现相异的原因

1、疫情严重程度不同。2019 年 12 月 27 日,湖北省武汉市江汉区疾控中心收到不明原因肺炎病例报告。之后我国用了一个多月的时间初步遏制了疫情蔓延势头,用两个月左右的时间将本土每日新增病例控制在个位数以内,用 3 个月左右的时间取得了武汉保卫战、湖北保卫战的决定性成果,从 2020 年 4 月 29 日开始全国疫情防控进入常态化阶段。截至 2020 年 5 月 31 日 24 时,31 个省、自治区、直辖市和新疆生产建设兵团累计报告确诊病例 83017 例,累计治愈出院病例 78307 例,累计死亡病例 4634 例,治愈率 94.3%,死亡率 5.6%^④。

相比于中国对疫情的及时反应和严格管控,美国的防疫政策稍显不足,一定程度上加剧了民众的恐慌和疫情的蔓延。截至美国时间 2020 年 6 月 18 日,美国当日新增确诊 23251 人,确诊累计 2155572 人;美国当日新增死亡 770 人,死亡累计 117632 人,新冠死亡率为 5.5%。从 3 月 27 日开始,美国累计确诊人数超过中国累计确诊人数;从 4 月 1 日起,美国累计死亡人数超过中国累计死亡数。截至美国时间 2020 年 6 月 18 日,美国累计确诊数是我国的 25.9 倍,累计死亡数是我国的 25.4 倍。

2、市场泡沫程度不同。我国从 2018 年开始实施防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治“三大攻坚战”等措施。防范化解资本市场重大风险取得成效,资本市场风险得到了有效缓解和释放。疫情爆发之时,我国 A 股市场的估值总体不高。疫情冲击使股价下跌,政策支持使市场流动性相对比较充裕,A 股市的投资价值显现,于是成交量得以放大。2020 年 2 月 3 日,上证综指和深证成指的市盈率分别为 11.83 倍和 23.17 倍,道琼斯工业平均指数和标普 500 指数的市盈率分别是 25.6 倍和 24.45 倍,

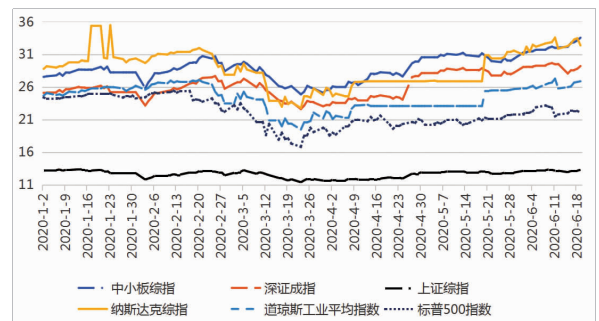


图 13 中美股市市盈率对比

数据来源:Choice 金融终端。

美股市盈率高于我国股市,特别是明显高于沪市;2020年6月19日,上证综指和深证成指的市盈率分别升至13.32倍和29.23倍,道琼斯工业平均指数和标普500指数的市盈率分别是26.9倍和22.1倍,中美股市市盈率差距缩小,但沪市市盈率仍然明显偏低。

与我国资本市场相比,疫情爆发之初美国面临更为严重的资产价格泡沫和债务杠杆问题。如表2所示,自2015年始,中国主要指数市盈率基本上呈现下降趋势,风险逐渐释放,而美股三大指数的市盈率在2019年之前并未有下行迹象,2019年的估值水平平均高于2015年。而2020年两国市盈率均略有上升(上证综指除外),更多在于疫情导致的整体盈利下降。虽然美国经济基本面这些年有所改善,但股市上涨与真实经济实力存在偏差。估值水平的不同使得两国股市在面对疫情冲击时振幅也不同。2020年1月23日,上证综指与深证成指分别下跌2.75%和3.52%,2月3日延续颓势,分别下跌7.72%和8.45%。美股则在疫情期间数次触发熔断机制,道琼斯工业平均指数更是在3月23日下跌至18591.93点,较2020年初下跌超1万点。

表2 中美主要指数年度市盈率表

指数名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上证综指	16.71	14.86	15.62	13.11	12.97	12.68
深证成指	31.73	32.17	28.70	21.87	23.71	26.31
中小板综指	41.53	34.64	33.47	26.42	25.04	29.00
创业板指数	80.46	50.86	41.30	38.85	51.35	57.85
道琼斯工业平均指数	17.03	20.06	21.92	28.24	23.01	24.40
标普500指数	20.96	21.91	24.33	24.38	21.86	22.10
纳斯达克综指	25.40	24.45	29.60	33.45	28.57	28.90

数据来源:Choice金融终端。

3、应对措施不同。我国为了应对疫情对资本市场形成的冲击,在中共中央、国务院的统一领导下,各有关部门出台了一系列政策措施,较好地形成了政策合力,资本市场各主体积极响应,共同维护了我国资本市场的相对稳定。

我国证券监管部门积极应对疫情。及时启动监管“绿色通道”,合理延长股票、债券融资等相关许可的有效期,适当放宽并购重组业务时限,对受疫情影响的上市公司披露定期报告研究提出延期安排,对证券公司因受疫情影响风控指标暂时达不到要求的

适当放宽,支持证券公司发行金融债券募集资金。根据不同地区受疫情影响情况,支持市场机构分类采取股票质押协议展期,对部分融资融券客户不主动强制平仓,适当延长客户补充担保品的时间,暂停期货夜盘交易^⑤,引导证券投资者开展非现场交易,支持疫情严重地区相关企业发行公司债券、资产支持证券等。我国资本市场的对外开放步伐没有因疫情而放缓,证券机构、期货机构外资股比限制全面放开,QFII、RQFII全面取消额度限制,外资总体保持净流入,加强与境外监管机构合作,共同打击上市公司财务造假行为。

疫情期间,我国货币政策侧重于稳定市场预期,向市场投放流动性,降低社会融资成本,加快复工复产。仅在2020年2月3日至4日两天,央行进行逆回购操作向市场紧急投入流动性1.7万亿元。2020年三次定向降准,扩大了金融机构对中小企业的信贷规模。设立专项再贷款机制,对名单内企业提供低成本资金,确保企业实际融资成本降至1.6%以下。金融机构对中小企业降低信贷门槛,延期还本付息,延长贷款期限,避免抽贷、断贷行为。

我国财政政策在疫情期间更加积极有为。在疫情爆发初期,进行疫情纾困,民生托底。财税部门出台了一系列有针对性的减税降费政策,推出专项贷款和财政贴息支持,加大补贴力度并扩大补贴范围。在国内疫情防控进入尾声时,财政政策发力扩大内需,刺激经济。发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债券规模,积极带动社会资本,扩大有效投资。

疫情期间,美国更多依靠扩张性的货币政策和财政政策支持资产价格快速反弹。2020年3月3日,美联储降息50个基点。3月15日,美联储将基准利率降低100个基点至0%—0.25%,同时启动7000亿美元新一轮量化宽松。但降息效果甚微,美股触发了第三次熔断,美联储开启无限量资产购买计划,重启一级交易商信贷便利工具(PDCF)、商业票据融资便利工具(CPFF)等非常规流动性工具。3月23日,美联储启动无限量量化宽松,购买国债的上限和期限均不设限,抵押债券等风险资产也在购买范围。4月1日,美联储对补充杠杆率(SLR)规定进行为期一年的临时调整,暂时放松对于大型银行资本金的要求,加强金融机构对中小企业的信贷支

持。4月9日,美联储针对疫情影响严重的中小企业,提供2.3万亿美元额外贷款支持。然而美国疫情还在持续,无限量量化宽松政策释放大量流动性,有可能带来新一轮资产价格泡沫,经济恢复预期仍处在不确定之中。

为了积极应对疫情,美国先后实施了多轮财政刺激计划。2020年3月27日,特朗普总统签署了《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》(简称CARES法案),这是美国历史上规模最大的单一支出法案。CARES法案提供2.2万亿美元的救助计划,一方面针对个人,包括对个人的直接退税,为个人提供1200美元的可退还税收抵免,支付个人失业保险,延长失业保险期限,总计3800亿元;另一方面针对小企业援助的薪酬保护计划(PPP),总计3490亿美元。如果企业采用这些贷款支付工资,则贷款将无需偿还。美国财政政策目的是为了对冲疫情带来的现金流中断,防止企业和个人资产负债表的坍塌,进而防止出现大规模的企业或个人的破产违约,因此美国财政政策更倾向于是为疫情纾困,维持市场稳定,而不是刺激经济。

四、对策建议

(一)加快实体企业复工复产,提高上市公司质量

疫情发生后,我国各级政府和有关部门出台了一系列政策措施,从各方面支持企业特别是中小微企业应对疫情冲击,帮助其复工复产。现在需要继续抓好已经出台的政策落地见效,让这些政策直达实体经济,真正惠及实体企业,恢复实体经济活力,改善资本市场的基本面。帮助实体企业复工复产,很大程度上就是在提高上市公司质量,能有效对冲疫情对资本市场造成的负面影响。

上市公司质量是资本市场可持续发展的基石和生命线。能否打造出一个规范、有活力的资本市场,很大程度上取决于上市公司的质量。总体而言,上市公司是我国实体经济的“优等生”,但个别上市公司财务造假、违规担保、资金占用、操纵股价等违法犯罪行为屡禁不止。上市公司是提高上市公司质量的第一主体,必须守法合规,诚实守信,规范治理,加强内控,积极履行公众公司责任义务。监管部门要加强对上市公司的监管工作,坚持制度优先,

督促上市公司加强信息披露和内部控制,营造上市公司高质量发展的良好舆论环境,发挥社会监督作用。

(二)健全多层次资本市场体系

健全多层次资本市场体系,是打造有韧性的资本市场的必由之路。继续推进科创板制度创新,将科创板股票纳入沪股通标的,引入做市商制度,推出科创板再融资管理办法,发布科创板指数。推进创业板改革并试点注册制^⑥,逐步采取T+0的交易机制。推动新三板的改革平稳落地。

多层次资本市场需要有多样化的市场主体和金融工具。增加机构投资者类型和数量,提高机构投资者的权益类产品比重。深化证券机构、银行机构、保险机构和其他金融业态之间的合作,丰富资本市场的金融工具。增强资本市场的流动性和活跃度,鼓励中长期资金开展价值投资。

资本市场的双向开放可以拓展资本市场的外延和边界,有助于推进多层次资本市场体系建设。持续深化资本市场互联互通,优化沪深港通机制,扩大沪深股通的投资范围和标的,进一步完善沪伦通,拓宽ETF的互联互通。

(三)加强资本市场法治建设

资本市场的改革与发展必须坚持法治化原则。以贯彻新《证券法》为契机,抓紧制定和修改配套规章制度,优化资本市场治理体系,严格执行资本市场法律法规,对资本市场违法违规行实行“零容忍”,进一步加大监管执法力度,显著提升资本市场违法违规成本,优化资本市场的法治环境。

各级政府部门对资本市场要依法监管,依法行政。监管者要尊重和敬畏市场规律和 market 规则,最大限度减少对资本市场的直接干预。放松和取消不适应资本市场发展需要的监管,提高资本市场的市场化程度,充分发挥资本市场的自我调节功能。监管者要坚持科学监管,体现监管的弹性和温度。

切实保护投资者特别是中小投资者的合法权益,是资本市场法治建设的重要内容。完善多元化投资者保护机制,推进投资者适当性等制度创新,加快实施证券集体诉讼制度和证券代表人诉讼制度,构建符合我国实际的投资者赔偿救济制度,解

决当前中小投资者诉讼难、诉讼贵的问题。

(四)加强资本市场基础制度建设

公开透明是资本市场的必然要求,信息披露制度是资本市场重要的基础制度,是资本市场高质量发展的制度基石,是维护投资者知情权的重要保障。我国需要进一步完善资本市场信息披露制度,各类市场主体均应依法在网站和媒体履行信息披露义务,确保披露的信息真实、准确、完整、及时、公平。监管部门加强对信息披露的监管,严惩各类信息披露违法违规行为,保障资本市场信息公开透明,维护广大中小投资者的合法权益。

证券发行注册制是证券发行制度的重大变革。借鉴科创板试点注册制的成功经验,加快推动创业板试点注册制,在此基础上进一步推广股票发行注册制,探索实行公司信用类债券发行注册制。证券发行注册制建立在完善的信息披露的基础上,信息披露是证券发行注册制的核心,证券发行人必须真实、准确、完整地披露信息,中介机构要履行核查把关责任,最后由投资者自主进行价值判断。

健全退市制度是资本市场基础制度建设的重要内容。退市制度和注册制是对立统一的。健全多元化退出机制,促进上市公司优胜劣汰,可以优化上市公司质量,实现资本市场的良性循环。退市包括强制退市和主动退市,我国应该鼓励上市公司回购并注销本公司股票。■

(作者单位:中南财经政法大学金融学院)

注释:

①数据来源:东方财富网.<http://data.eastmoney.com/>。

②数据来源:世界卫生组织.<https://covid19.who.int/region/wpro/country/cn>。

③VIX 指数,即芝加哥期权交易所波动率指数(CBOE Volatility Index),通常用于衡量标准普尔 500 指数期权的隐含波动性,是了解市场对未来 30 天市场波动性预期的一种衡量方法,如 VIX 为 30,意味着市场预期标普 500 指数未来 30 天内的年波动幅度,也就是下个月标普 500 的波动幅度在 2.5% 左右($30\%/12\text{个月}=2.5\%$)。

④中华人民共和国国务院新闻办公室.抗击新冠肺炎疫情的中国行动,2020-06。

⑤我国三大期货交易所以及上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心(上海能源)均于 2020 年 5 月 6 日起恢复期货、期权夜盘交易。

⑥2020 年 4 月 29 日,深圳证券交易所联合中国结算深圳分公司发布通知,要求各会员及相关单位根据要求于 6 月 30 日前完成创业板改革并试点注册制相关技术准备,将择机组织仿真测试和全网测试。

参考文献

- [1]姜峰,闫强明.北大经院学者“新冠疫情对经济影响”笔谈综述[J].经济科学,2020,(02).
- [2]韩文秀.非典后我国经济发展趋势与特点[J].宏观经济管理,2003,(08).
- [3]廖茂林,张明源.新冠肺炎疫情对中国经济增长的影响[J].福建论坛(人文社会科学版),2020,(04).
- [4]李强.新冠肺炎疫情下的经济发展与应对——基于韧性经济理论的分析[J].财经科学,2020,(04).
- [5]罗志恒.新冠疫情对经济、资本市场和国家治理的影响及应对[J].金融经济,2020,(02).
- [6]伞峰.非典疫情冲击下的中国经济[J].中国金融,2003,(11).
- [7]施学光.伊战和“非典”疫情对世界和中国经济的影响[J].现代经济探讨,2003,(06).
- [8]吴娟.多层次资本市场与中小企业成长互动关系分析[J].天津市财贸管理干部学院学报,2004,(03).
- [9]吴振宇,朱鸿鸣,朱俊生.新冠肺炎疫情对金融运行的影响及政策建议[J].经济纵横,2020,(03).
- [10]张晓晶,刘磊.新冠肺炎疫情冲击下稳增长与稳杠杆的艰难平衡[J].国际经济评论,2020,(02).
- [11]中国证券监督管理委员会.关于创业板改革并试点注册制实施前后相关行政许可事项过渡期安排的通知[EB/OL].(2020-04-27).http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202004/t20200427_374549.html.
- [12]中华人民共和国国务院新闻办公室.《抗击新冠肺炎疫情的中国行动》白皮书[EB/OL].(2020-06-07).<http://www.scio.gov.cn/zfbps/32832/Document/1681801/1681801.htm>.

(本栏目责任编辑:王希玥)