

## 拿什么拯救你，中国股市

### 寻找振兴中国股市方略大讨论(5)

证券时报 sina 新浪财经 联合主办

网络参与：  
www.stcn.com  
www.finance.sina.com.cn

# 经济结构不转变 救市恐将是徒劳



尹中立

不知是从何时开始，蓝筹股被低估”的言论就不时出现在各种财经类媒体上，低估值成为投资者在股市下跌途中唯一的希望和心里寄托。

然而，最近一年多时间里(尤其是这两个月里)，这些所谓的蓝筹股不断下跌，以煤炭、水泥、工程机械这三个行业的股票最为典型，商业银行股票的动态市盈率降到了5倍左右，有些银行股跌破净资产。

在过去的10年里，煤炭、水泥、工程机械是蓝筹股的集中营，出现了很多业绩持续大幅度上涨、股价不断飙升的牛股，即使出现了2008年的大调整，之后这些板块的蓝筹股也都创出了新高，有些股票甚至在2007年的基础上再翻了一倍多。

这些牛股为什么最近集中“失蹄”?要分析这些蓝筹股的下跌缘由，需要从其10年前的价格上涨说起。

过去10年，我们经济运行出现了某些异常表现。2000年前，中国经济运行的最大问题是产能过剩，2000年后困扰中国经济多时的产能过剩问题似乎迎刃而解。

从投资的角度看，2002年以后实际投资速度明显加快。2002年前的8年里，中国实际投资增长速度(扣除物价以后)平均为13%，而2002年后的8

我们的GDP主要是“砖头”加“钢筋”构成，在经济高速增长之下的股市估值越来越低的事实，表明了投资者对这种经济增长方式的可持续性的怀疑。只有切实转变经济增长方式，中国股市才有可能迎来真正的牛市。

年，实际投资增长速度为23%，2002年后的实际投资增长速度比2002年前高了近1倍。很多行业的产能扩张达到空前的程度，以钢铁行业为例，1998年钢铁行业的产量达到1亿吨，2003年的钢铁产量达到2亿吨，从1亿吨到2亿吨花了5年时间。但2003年后，钢铁行业在短短的6年时间里产量增加了4亿吨，2010年的钢铁产量超过了6亿吨。其间，很多行业或产品的产量都迈上了世界第一的巅峰。

在产量迅速增长的同时，中国经济运行良好，企业效益同样良好，尤其是国有控股企业的业绩屡创历史新高。曾经陷入困境的大型国有控股企业一跃成为世界500强的明星企业，银行的效益当然更加优秀，中国最大的5家银行的股票市值都进入了世界前10名的行列。

总之，2002年至2010年期间，中国的投资出现高速扩张，而市场销售状况良好，产能过剩的痼疾似乎消失了。

在面对如此骄人成就的同时，我们必须明白，2002年后中国经济究竟发生了什么变化?

依笔者之见，2002年后的中国经济出现了两个新的变化。其一是中国加入全球化的浪潮，推动中国经济的工业化加速，使进出口快速增长；其二是房地产的快速扩张和城市基础设施投资快速推进。正是这两个因素的出现，使困扰中国经济的产能过剩问题得到很好解决。

房地产市场为工业投资提供了巨大的市场空间。房地产投资从统计上看被列入“投资”，但房地产投资与

工业投资有本质区别，工业投资会带来产品供给，而房地产投资不仅不会产生工业产品的供给，而且会产生巨大的工业品需求。

另外，房地产市场的繁荣为地方政府投资基础设施提供了资金和需求。根据有关统计，地方政府的基础设施投资资金来源中，10%由当年的财政支出，30%靠土地出让收入，60%依靠银行信贷融资。银行之所以能够贷款给地方政府，主要是看其未来的土地收入，土地演变成了地方政府融资的工具。

在房地产和基础设施投资的快速增长为工业提供了巨大的市场需求，出现了重工业发展领先于轻工业的异常现象。1990年我国轻重工业的比重大体相当，各占50%。从1999年开始，重工业呈现快速增长势头，工业增长再次形成以重工业为主导的格局。2002年以后，重工业在工业增加值中的比重迅速上升，由2002年的62.6%上升为2005年的69.0%，轻工业则从2002年的37.4%回落到2005年的31.0%。轻重工业的比例差距明显拉大，重工业化趋势日益显著。重工业的加速发展有两个重要的时点，即1999年与2002年，与房地产市场的繁荣完全对应，1998年住房制度改革以后，房地产市场开始从1999年加速，2002年后房地产投资及房地产价格出现跳跃性变化。

高度依靠投资拉动的经济增长方式严重影响到上市公司的盈利表现及股市的预期。主要表现在以下两个方面：首先，在房地产市场及由此带动的基础设施高速发展的同时，中国的经济结构快速扭曲，消费占国内生产总值(GDP)的比重逐步下滑，10年下降了

10多个百分点。因为随着土地价格的快速上涨，土地作为生产要素参与社会财富再分配的程度在加深，越来越多的居民财富通过房子转移到了政府和企业账户，根据笔者的计算，2001年至2011年间，因为土地价格上涨和住房价格上涨，有15万亿美元的财富从居民手中被“剥夺”。因此，居民的消费无法随着GDP的高速增长而增长，与居民消费直接相关的产业当然也相对逊色，拖累了股市的表现。

其次，在投资拉动下的重工业快速增长必然隐含着不可持续的预期。从上市公司的表现看，过去10年里，工程机械、钢铁、有色金属、房地产、商业银行等与投资直接相关的产业的上市公司业绩却获得了优异的表现，但它们的估值水平却越来越低，这背后是投资者对这些行业可持续性的担忧。例如，商业银行的估值水平持续下降，至2011年底，商业银行的平均估值水平已经降到5倍市盈率之下，投资者给商业银行超低的估值是担忧其坏账率的升高，担忧这种增长方式的不可持续。

从2012年的市场表现看，投资者的担忧已经部分变为现实。在投资增长开始减速的影响下，很多行业出现了盈利迅速下滑的现象，钢铁行业出现普遍亏损，而钢铁行业上市公司的股价也普遍跌到了净资产之下。

简言之，我们的GDP主要是“砖头”加“钢筋”构成的，没有太多的技术含量，其中包含着高能耗和低效率，经济的高速增长是扭曲的增长，是不平衡的增长。在经济高速增长之下的股市估值越来越低的事实表明了投资者对这种经济增长方式的可持续性的怀疑。

蓝筹股的低迷表现，反映了投资者对中国经济结构的担忧，也说明中国经济结构的调整已经是刻不容缓。只有切实转变经济增长方式，中国股市才有可能迎来真正的牛市，否则，如何“救市”之举都是徒劳。

彻底公开分红回报率与公司融资数量结合。釜底抽薪的办法，是减少套现的原始股数量，在新股发行时推抑过高的估值，让利于普通投资者。

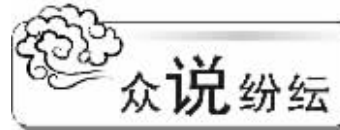
同等重要的改革，在于建立市场化上市、退市制度，辅之以严厉的惩罚手段，防止投机者将上市退市当做搜刮民财的机会。上市必须走市场化之路，以详尽的公开信息，由市场自行定价，但对制造虚假信息上市、上市业绩即变险者必须严惩，以捍卫市场的公平性，否则，所谓的市场化上市就会变成东郭先生与狼的悲剧——造假的狼拉市场化之大旗转移资产，而作为东郭先生的普通投资者一再被咬。

新退市制度同样如此，目前推出退市制度适得其时，却要防止造假上市公司借退市将投资者资金卷包而走。

目前的股票市场改革，着力纠偏既有的扭曲的基础制度，建立正确的激励机制，比在一张白纸上建立股票市场更为艰难，涉及的利益之复杂庞大，前所未有。中国股票市场终于校正了大方向，从隐性圈钱市转而强调各方利益均衡市，强调回报投资者，强调信息的全面与真实。

改革者有可能过于激进，有可能有些理想色彩，但没有理想色彩就无法推进改革。此时合力如果形成善意的改革氛围，中国的股票市场将有本质的改变。如果短视地盯住股指，将丧失改革的良机。

如何改?长期的、着眼于基础制度的、平衡各方收益的改革，是惟一的选择。打造健康市场，别让改革者腹背受敌，欲哭无泪。



## 以公平的名义 推动新股发行改革

胡爱龙

中国A股十年只有隐性的涨，全部用来消化过高的新股发行价了。也就是说绝大部分涨到原始股东口袋里去了。在目前新股发行制度下，上市公司好比是一只只鸡，被原始股东剔得只剩皮包骨，然后由“整容大师”券商投行部门进行包装，再冠以“生态土鸡”、“原生野鸡”之名，以高于普通鸡肉价几公甚至几百倍的价格卖给社会公众。按说内幕交易、欺诈上市、黑庄炒作、大股东侵占吞资产等行为虽然同样可恶，但至少国家在制度层面是要反对和打击的，唯有新股发行这一环节，连制度层面的公平都没有!这种显而易见的公平现象是阻碍A股市场发展的最大绊脚石。因此，A股市场要发展，必须标本兼治，以公平的名义推动股票发行制度的改革。

目前中国股市的最大症结在

于新股的发行方式。股改以前，非流通股上市流通前还要对流通股进行一定的补偿，而股改之后新股的发行方式并没有本质的改变，非流通股却可在一定期限后无条件流通，这对流通股股东简直就是一种掠夺!中国股市应该彻底改变新股发行方式。改革的基本思路是：1、由增量发行改为全流通存量发行；2、发行价格由预募集资金与公司发行前的净资产之和除以原始总股本来确定；3、原始股的价值只能是发行前的净资产(含无形资产)价值，原始股东不得无偿获取溢价发行带来的暴利。

一定有人会说这对参与创业的原始股东不公平。其实原始股的价值已经体现在评估价值里了，而IPO带来的溢价，也就是上面提到的预募资金，只是新老股东为了上市公司的未来发展进行的投资。本着利益共享、风险共担的原则，原始股东没有权利坐享溢价发行带来的暴利。

## 中国股市需要休养生息

王西

美国华尔街发展了几百年，可是我们的市场经济才发展几十年，可以说中国的市场发育太快了，真正需要的是修正，或者叫休养生息。大家都能感觉到，个人的成长生涯中有快速进步的时候，但绝对有停滞的时候，有的人而且是多数人停滞的时间会大于进步的时间。股市发展也有一个过程，在这个过程中，众多的主角上演，有喊话的，如“钻石底”；有惊呼的，如要崩盘了；有伤心的，如从此离开股市的人；有埋怨的，如“别让我们的血汗钱给股市不完善的制度买单”。

中国股市制度后续应该怎么建，如何才能彻底改革资本市场?这个命题实在太太，一般

的人是解不了的。什么信披问题、老鼠仓问题、转融通问题等等，都是市场发展中的问题，市场是一点一点发展起来的，问题需要一个个地解决。全流通解决了，我相信股票供给问题一样也会逐步解决，按照市场的规律去IPO，而不是走后门、搞特权。市场是公平的，暂时的不公平必会被市场扇耳光，到那时候就会改过来，只不过转变的方式有“看得见的”和“看不见的”两类表现而已。其实IPO是股市的供给问题，资金是股市的需求表现，是市场就得按市场的规律去完善它们，不要老拿自己是长官，喜欢用长官意志去胁迫股市。

尽量按照市场的规律去尊重股市，尊重股民，尊重资本经济，我想这才是中国股市的出路。

## 现行政策不利于投资者保护

张建祥

福利”型股票发行制度给上市公司以巨大的利益刺激，排队上市拥挤现象严重。众所周知的原因，一旦新股上市，原始股东迅速获得多少倍的暴利，而另一边是新股东们(买新股的股民)却面临诸多风险，这种政策本身就在制造社会不公现象。

“迷官”型的股市建设，不利于中国股市长期稳定发展。新三板来了，国际板是下一个，原本简单的事复杂化了，真的需要这么多“板”么?即便是专业人士，也未必能搞清楚这么多“板”之间到底有多大区别。股市“迷官”让人有多大的感觉，社会资金因看不清、搞不明的感觉，社会资金自然是明智之举。

“面子”型的股市建设，往往忽略了“里子”。“面子”是中国股市这21年走完了资本主义市场200多年成长历程。“里子”呢?广大的股民投资人90%以上亏损累累，怨声载道。皮之不存，毛

将焉附?

“赌博”型交易方式在股市盛行。这得从设计之初找答案，一个不注重股民投资回报的市场是没有投资价值的市场，股民生存的唯一出路就只有投机。过度投机扭曲市场应有的优质资源配置法则，也间接地使上市公司淡化了诚信意识、责任意识，误导了上市公司管理层的回报意识，从而使中国股市的市场环境一再恶化。

当务之急的三步棋：首先是“人心工程”，市场吞噬了股民大量财富，必须让股民喘口气，暂停新股发行。其次是“止跌工程”，引导机构资金入市结束下跌，国际市场最近强势反弹，为结束国内市场上跌提供了良好外部环境，股市转好也有利于实体经济的发展，这是1998年朱镕基总理启动股市，从而带动实体经济发展的经验。第三是“诚信工程”，其关系到人心向背。当某种制度与民心相背离时，意味着必须进行改革。

# 别让股市改革者腹背受敌



叶檀

熊市，不妨碍建立市场信心。牛市、熊市，不是市场信心的惟一温度计，改进上市公司质量、建立融资与回报均衡的投资文化、重建A股市场的激励机制，是建立健康市场的基础工作。

短视的拯救手段，结果可能是从制度上毁灭股市，把改革家逼成投机家。头痛医头式的暂停新股发行，给A股市场打强心针，结果是让A股市场获得短期的亢奋期，让暂停发行新股之后的上市公司，获得超募与造富的特权。股改之后享受到解禁股暂不解禁的股改溢价，股指大幅上升，但假象无法持久，今年流通A股数量从2.23万亿股增长到2.37万亿股，流通A股市值却依然徘徊在年初的16.9万亿元的水平上。这说明面对巨额原始股套现，市场惟一的办法是让估值下降。

股市改革，先改股市的圈钱文化。无数企业等待上市之后一夜变富，原有

目前的股票市场改革，着力纠偏既有的扭曲的基础制度，建立正确的激励机制，比在一张白纸上建立股票市场更为艰难。

改革者有可能过于激进，有可能有些理想色彩，但没有理想色彩就无法推进改革。此时合力如果形成善意的改革氛围，中国的股票市场将有本质的改变。如果短视地盯住股指，将丧失改革的良机。

的制度设计为圈钱者提供了极大的便利，原始股溢价，发行股份稀薄，都在刻意增加一二级市场间的溢价，甚至连打新都成为无本保利的买卖，市场的畸形到达极致。市场可以美其名曰向生产者倾斜、向实业家倾斜，其实是有一二级市场间设置了巨大的套利空间，某些特殊资金上下其手。

股市可是个风险与收益共担的市场，上市公司创造的价值让投资者分享经济发展的红利，投资者与公司一道分担风险。而重融资轻回报的市场，其本质是让投资者把赚钱的希望建立在更多的接盘者身上，多数投资者不再乐意甄别公司质地，而是呼吁更多的资金入市，呼吁更多的货币增发，各方目的只有一个，继续玩击鼓传花的游戏。

作为A股市场的特色之一，股市多数时候不是宏观经济的晴雨表，特立独行，不走寻常路，只走不寻常路。1994到1998年，中国经济持续萎缩而股市向好；2001-2005年，经济向好股市崩溃。从2007年开始的大熊市低迷至今，期间宏观经济经历了过

山车的经济周期。期间惟一不变的是市场融资量节节上升。巴菲特先生曾经撰文，批驳经济晴雨表理论，他把从1964到1999年的美国股市分成两个17年周期，前一个17年期间，美国GDP上涨了377%，股市涨幅为零；后一个17年，从1982-1999年，美国GDP仅上涨了177%，股市竟上涨10倍。

无论宏观经济形势如何，投资回报是股市上涨的原动力，能够给投资者带来明确的预期，公开详尽的信息与丰厚回报的公司，就是牛市促进剂，这样的公司多多益善。

对上市数量必须全面解读，A股市场一多三少，上市公司数量太多的背面是“三少”：能够带来真实回报的公司太少；不利用原始股套现吸血、与普通投资者同甘共苦的人太少；诚实交易的大资金太少。

目前重建激励机制，意在鼓励上市公司分红，回报投资者，虽然具体的手法有待商榷，但其改革的大方向尊重资本市场的规律。具体而言，有必要区分，红利到底是由大股东笑纳，还是让普通投资者获得?增加信息透明度，