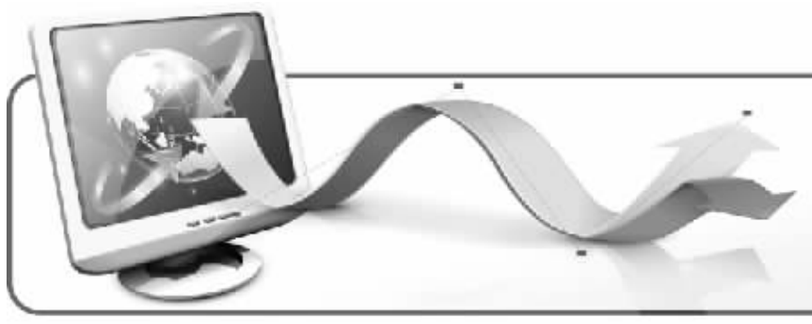

拿什么拯救你，中国股市

寻找振兴中国股市方略大讨论（6）

证券时报 sina新浪财经 联合主办

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

深圳市创业投资同业公会常务副会长王守仁建议

振兴股市应纳入稳增长调结构战略

证券时报记者 胡南
见习记者 刘玉婷

●中国股市常常没有反映中国经济发展态势，却反而成了国际经济的晴雨表，国际经济稍有动向，中国股市就会反映出来。这种倾向一方面反映了我国经济已经和国际经济广泛密切联系，另一方面也反映了我国股市盲目地照搬西方的投资理念，这种认为股市好经济就好、股市出现波动经济就出了问题的片面观念急需扭转。

●机构投资者对于资本市场的主导作用发挥不够。提振市场过多依赖于证监会，其他部门和机构参与度不够，没有认识到健康发达的资本市场对我国经济发展的重要性。

尽管资本市场新政频出，参与各方也是人心思涨，但是市场却并不买账。中国股市积弱不振，病根在哪里？底在哪里？希望在哪里？在股市点位持续下跌、投资者伤心欲绝之际，证券时报和新浪财经联合发起“拿什么拯救你，中国股市”大讨论，众多专家、学者就中国股市现状发表观点。深圳市创业投资同业公会常务副会长王守仁长年关注中国资本市场发展，对一、二级市场发展研究有着独到的见解，藉此大讨论的机会，近日受邀做客证券时报网“财苑社区”，就中国股市问题发表见解。

股市低迷有外因也有内因

王守仁分析认为，中国股市持续下跌和低迷既存在外部原因，更有着深层次的自身原因。就其外部原因，王守仁认为，当前外部环境并不理想，欧洲主权债务危机仍在持续，欧盟国家经济普遍下滑，并且至今还未有化解危机的有效措施出台。另外，美国经济的复苏也还未看到实质性的进展，尽管金融危机后美国的股市一度上扬，居民储蓄开始增加，企业出口也有所改善，但总体来说，金融机构、企业、家庭以及政府财政等，巨额的负债不是短期能够偿还的，所以美国经济若要复苏也还需要经过较长时间。由此，投资者对全球经济未来的预期并不确定。

王守仁认为，中国股市存在一种倾向，即常常没有反映中国经济发展态势，却反而成了国际经济的晴雨表，国际经济稍有动向，中国股市就会反映出来。这种倾向一方面反映了我国经济已经和国际经济广泛密切联系，另一方面也反映了我国股市盲目地照搬西方的投资理念，这种认为股市好经济就好、股市出现波动经济就出了问题的片面观念急需扭转。

除了上述外部原因，王守仁认为中国股市存在的诸多深层次原因更加值得研究和关注。首先，我国股市投资者结构仍然是以散户为主，机构投资者对于资本市场的主导作用发挥不够；其次、机构投资者投机心比较强，投资基金规模很大，但是内部机制缺乏创新的动力，而是热衷于炒短炒新。此外，提振市场过多依赖于证监会，其他部门和机构参与度不够，没有认识到健康发达的资本市场对我国经济发展的重要性；再次，由于我国股市以散户为主，但是与此同时对散户的投资者教育却非常缺乏，个别证券营业部门用各种手段将普通散户拉进市场炒股，一旦出现股市下跌后，缺乏市场教育的散户很容易出现跟风式抛售，这也在一定程度上助长了股市下跌。

提出六条振兴股市建议

王守仁认为，目前市场上并不缺资金，但大量资金却在逃离股市，而选择进入到民间借贷等领域，这是源于不少投资者认为股市低迷，而且不少投资者的资金被套，投资房地产又受到调控政策限制，唯一能够保本获利的就是民间借贷市场。“这背后反映出我国宏观金融调控缺乏统一协调步骤。”王守仁认为，要振兴中国股市同样需要各方面统一协调安排。

就此，他提出振兴中国股市六条建议：第一，应由国务院统一协调，把振兴股市作为充分发挥资本市场促进我国稳增长、调结构的重要工作，建立协调机制，单靠证监会是很难提振股市的；第二，应发挥国家队的主力军作用，即国务院直属的大型投资机构以及地方投资机构，在规避风险的前提下，建立合理的投资组合，用部分资金进入股市；第三，随着《证券投资法》的修订颁布以及证券行业创新发展力度加大，也必将有相当一部分基金资金入市；第四，这一轮股市持续下跌，给散户教训巨大，将挤压一部分缺乏股市知识或风险承受能力的散户退出股市。这将有利于进一步发展受托基金投资业务。同时，在国家队或基金机构投资的带动下，也将有一大批股票专业户也将随之跟进入市；第五，要加快建设我国股市文化，我国是全球最大的新兴发展中国家，所走的发展道路可以说是独一无二的，股市对于我国经济所发挥的作用以及作用的方式也有别于欧美及其他新兴国家。建设中国股市文化的基点为，在牛市的情况下，应该更多教育和引导投资者认识泡沫的危害性；在股市持续下跌或长期低迷的情况下，应当引导投资者看到我国经济维稳和持续高增长潜在的优势，特别是对已上市公司当中创新能力强、抗周期性风险能力强、保持持续高增长的，要大力宣传，不能一味悲观；第六，当前情况下，股市扩容不能停止，而应适当加快，场外市场要加快建设步伐，但前提和关键是新上市企业必须要具有创新性、高成长性，特别是抗周期性风险能力强，从而能够使投资者看到上市企业盈利前景。要引导投资者去挖掘抗风险能力强的，持续性盈利高的股票，让一大批这样企业的股价推动整体股市的上扬，从低迷中走出来，“只有上市公司在经济下行的情况下，不断增强抗风险能力，增强自身盈利能力，股市才可能有走出低迷并且出现回暖及上扬的基础。”王守仁总结说。

股市“幸福感”是如何消失的

吕俊

●如果走在中国的大街上，随机地采访任何一个路人，问他股市从2005年以来回报率是多少、上证综指的点位是多少、股市在涨还是在跌这三个问题，大概只有最后一个问题能够得到答案——“在跌”。

●做空机制好处在于：一方面，在快速上涨的时候有制约的力量，另一方面，在下跌的时候加速下跌过程的完成。

总体来说，中国经济即便在比较困难的情况下，也仍然是全世界最有活力最有竞争力的部分，对此争议不多。但中国股市全然不是最有“幸福感”的市场，对此众说纷纭。“牛短熊长”究竟是心理感觉，还是客观事实？任何严肃点的研究首先必须排除心理感受和媒体报道带来的错觉，所以我们选取美国标普500指数与上证综指作一个对比。排除掉股市完全处于试验阶段的1994年以前阶段，从1994年底开始，到2012年8月中旬，上证综指的涨幅是205%，而同期标普500的涨幅是212%，两者几乎相同。纯粹就指数的回报而言，两个指数都还没有收复2000年科技网络股泡沫的高点，但也相差不太远。可见，在一个较短的区间上两者的回报率仍然非常接近。每个投资人都需要、喜欢、甚至依赖有幸福感的市场。但其实家家都有难念的经，真实的回报率差别并不如想象中那么大。

总回报率接近的情况下，为什么中国的股民尤其痛苦呢？另外一组数字也许更有启发意义。从1995年到现在，标普500经历了213个月，其中，第一波上涨了69个月，第二波上涨了57个月，第三波上涨了42个月，而且到目前为止还没有结束。处于总体下跌趋势的月份数只有46个月，占全部时间段的21.6%。上证综指在同期，第一波上涨了78个月，第二波上涨了24个月，第三波涨了9个月。其余时间都总体处于下跌趋势中，足足有102个月，而且仍未结束。也就是说，中国A股的一半时间总体在上涨，另一半时间总体在下跌，而美国人有八成的时间在上涨。我们是否可以假想：幸福感的差异来自于时间，而不是涨幅。

这个小小的，几乎被人忽视的差异决定了很多东西。比如说，养老金，美国人可以放心地把养老金扔进股市，因为80%的时间里养老金会增长。而在中国，这么做需要勇气，人们也许会问：“也许我用钱的时候股市在跌呢？”尽管客观上两者的回报率可能相差不大，真正支取养老金的时候与股市一点关系也没有。但是，“绝对理性”绝对地不存在。也因为这种差异，中国的新股发行制度永远不停地改革，在这个被咒骂最多的部分，很少有人注意到，既然一半的时间在下跌，皆大欢喜的基础并不存在。任何一项改革，应当坚持到穿越整个牛熊周期之后才可以完整地评价。“幸福感”还决定了新增资金是否会流入股市，从而使得它并非仅仅是个心理问题。如果走在中国任何一个城市的大街上，随机地采访任何一个路人，问他股市从2005年以来的回报率是多少、上证综指的点位是多少、股市在涨还是在跌这三个问题，大概只有最后一个问题能够得到答案——“在跌”。专业的机构投资者在人口中的比例小到可以忽略不计。压倒性多数的潜在入市资金掌握在平常储户手中。而他们决定进入股市的依据是股市上涨了多长时间，绝非市盈率或者广义货币供应量（M_2）这些东西，更不会是采购经理指数（PMI）或者净资产收益率（ROE）。假设，在一定的盈利增长前景，一定的新股供应，一定的利率情况下，市场上涨的潜力是一个给定的值。过快的上涨会透支上涨的潜力，从而使得剩下的时间全部被“消除泡沫”占据，接下来的下跌吓走了潜在入市资金，令总回报率甚至低于理论上的上涨潜力值。

比较中美两国股市制度和基本要素。一些重大的差别值得重视，做空机制和机构投资者占比两个方面的重要区别都可以从理论上解释美国股市为什么牛长熊短。做空机制的好处在于：一方面，在快速上涨的时候有制约的力量，另一方面，在下跌的时候加速下跌过程的完成。1990年以来标普500最长的调整周期只有两个：一个科技网络股泡沫破灭周期，持续了30个月；另一个是次贷金融危机周期，时长16个月。而缺乏做空机制的中国A股，调整周期动辄37个月（比如目前的这次调整尚未结束），最长是2001年到2005年的熊市，长达48个月。做空力量压缩了下跌时间，奇妙的是，并没有放大下跌幅度，股市该在什么地方见底，就在什么地方见底。

机构投资者的比例也可以解释一部分牛长熊短现象。笔者从业基金十几年，任何一次在股市相对较低位置收到的资金都来自机构，这个规律刚刚还被来自两家大型机构的巨额申购再次证实。机构运作的机制决定了它抑制波动的特性。在一个机构里面，投资决策通常要经过一定的流程，重大的决策需要经过讨论。当投资决策会议决定减仓之后，这一部署就会被坚决地执行，不会因为股市继续上涨而中止。也许投资决策委员会的每一个委员内心不免产生波动，但是集体决策能够过滤这种心理波动，它也许并不十分灵活，但是决不轻率反复。因此，由机构投资者为主体的市场，总不如散户主体市场那么疯狂和情绪化。提高各类机构投资者在市场中的占比意义重大。

股市上涨或下跌时间长度的问题在制度设计上要不要考虑？值此新浪财经联手证券时报发起“拿什么拯救你，中国股市”大讨论之际，我写下这篇文章，权当抛砖引玉。作为股市一员，我期待中国股市能迎来牛长熊短的好时光。

（作者系上海从容投资管理有限公司董事长）

众说纷纭

“T+1”交易制度须尽快改革

生码树叶

中国股市要做到公开公平公正，必须抓紧改革“T+1”交易制度，实施“T+0”交易制度。理由如下：

1. 信息时代，信息量以超摩尔定律衍生，真的假的、瞬间的持久的、合法的非法的、有意的无意的、善意的恶意的、全球的个体的信息太多太多，信息出现时间出现地点符合测不准定律，世界上没有任何一个机构或个人能对所有信息在所有时间做出公正裁决。判断错误在信息时代是常态，关键是如何及时纠错。“T+1”反对及时纠错，逆历史潮流。

在信息高速公路网时代，“T+1”不能及时纠正错误方向。股票交易与开车类似，哪一辆车没有油门和刹车？而我们的股市只有油门，没有及时刹车功能。没有刹车功能的车，自然影响驾驶。

2. 股指期货、融资融券来了，日间波动加剧，“T+1”不能及时纠正错误的代价是巨大的。人人都怕上午涨下午跌次日低开，谁敢做多头？多空力量由均衡走向空方有利的严重不均衡状态。“T+1”加剧多头忧虑，严重影响买入信心。

3. “T+1”限制处于信息弱势的股民不能立即止损，小股民在交易中永远处于不利地位，犯错误是难免的。犯错误是不能立即纠错的，这在制度设计上就存在巨大弊端。

4. 如今，股指期货“T+0”方式运行，而A股“T+1”运行，造成事实上的不公。

5. 资本开放已提上日程，国外主要大市场全是“T+0”，而A股是“T+1”，国外投资者投资A股由“T+0”至“T+1”如走平地，而国内投资者投资外国市场由“T+1”至“T+0”如攀高山，“T+1”相对平缓，“T+0”竞争更加激烈。由“T+1”至“T+0”要有相当长的熟悉缓冲时间。事实风险已清楚的摆在前面，合格境内机构投资者（QDII）亏损累累就是铁的例证。投资机构没有“T+0”的交易技术，要想在国外盈利真的很难。

6. “T+1”满足了部分形式主义者的虚荣心，在“T+1”平台基础上超发IPO更是将这一畸形演绎到了极致。

7. “T+1”客观上助长了内幕交易和恶意坐庄行为。

不妨用ROE决定分红比率

谭柏亮

现金分红历来是资本市场争论最多的话题之一。笔者认为以净资产收益率（ROE）来决定分红比率最为合理。ROE反映公司管理层对资产的增值获得收益的能力，如果ROE低得跟国债的收益率一样，与其将资产（现金）留在公司，还不如将其分给投资者。用ROE的高低决定分红比率，有利于上市公司管理层提升管理能力，为不同风险偏好的投资者选择适合自己的股票提供参考。

笔者建议依照ROE的高低，分四个档次决定分红比率。第一档次，若上市公司的ROE低于5%，则应当将可分配利润的80%以现金分给投资者。因为如此低的ROE，同银行定期存款、国债收益率差不多，投资者获得现金分红后完全可以投资在别的资产上，也能获得如此收益率。如此低的ROE，还将现金留在公司，完全是浪费。第二个档次是，ROE介于5%与12%之间，则应当将可分配利润的50%以现金分给投资者。虽说这种收益率不算太低，但也与风险相对较低的银行理财产品、信托、地方债及民间借贷的收益率差不多，因此公司应当考虑投资的风险收益偏好。第三档次是ROE在12%至20%之间，则应当将可分配利润的30%以现金分给投资者。此时，公司可能处于发展阶段，需要资金的支持，给予投资者一定的现金分红，告诉投资者公司的财务状况很好，现金流充足，管理层重视投资者的利益。第四档次，若ROE高于20%，则不要求公司的分红比率。说明公司发展很好，管理层对资产的增值能力非常强，在将来会给我们带来很好的回报。

我们应当充分重视到现金分红是股票的本质，没有现金分红的公司股票不过是一堆符号一堆筹码，股票市场也难逃赌场的嫌疑，大家都在玩着击鼓传花的游戏。不管上市公司现在有没有现金分红，但在未来它应该能够现金分红。

上市公司的管理层不要只想着从市场上融资圈钱，而不回馈投资者。优秀的上市公司把所有股东的利益放在第一位，只有真正重视投资者的利益，投资者也会把公司当成自己的公司，并以此为荣。

希望监管部门能取消红利税，取而代之征收资本利得税。这样有利于上市公司现金分红，减少投资者负担，有助于投资者树立起价值投资长期投资的投资理念，抑制投机炒作现象。

中国股民应尽快走向成熟

何新丽

老实说，我们的资本市场，无论是从投资理念还是从投资主体上看，与发达国家相比，都是不成熟的。这种不足在当前的股票市场，体现得淋漓尽致。

一、投资主体。国外投资主体大多是投行和基金公司，很少有个人投资者，即使有，也是资金雄厚者。很少有中国市场这样的散户，大多是老头老太，闲散人员。

二、承受能力。由于大多数投资者资金少、理念差，稍有风吹草动，便无所适从。要么人买我买，人卖我卖，最后赔钱的是自己。

三、喜怒无常。中国大多的散户，赚钱时趾高气扬，赔钱时骂爹骂娘，很少去想想为何赚钱，为何赔钱的原因。

四、调整心态。实际上，资本市场不是人人都能涉足，因为中国的具体情况，才造就了大批散户。所以，最终吃亏的都是散户。

所以，中国股市要想治疗病痛，一个重要的前提是中国的股民要走向成熟。