



## 拿什么拯救你，中国股市

### 寻找振兴中国股市方略大讨论（11）

证券时报  新浪财经 联合主办

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

# 救市论的八大逻辑悖论及其本质

王家国

坦率地讲，在目前的市道里，从调查的初步数据统计来看，救市论（政策论）的支持率明显要高于反救市论（市场论），这从民意或民众情感角度来看是可以理解的，但并不因此就可以推定“救市论”就是正确的、合理的、可行的。救市论，在本质上看有两个方面：一是从投资者角度看，救市论是自私的、短视的，其用意在于围魏救赵，背后的实质是因资金被套而呼吁官方政策干预；二是从管理者角度看，其实质是错误的“家长主义”情结，而这个情结的背后是政绩论或个人英雄主义。我认为，就救市论的逻辑悖论与不可行性，表现在以下八个方面：

一、救市论坚持的是一种唯涨是从的“单边主义思维”。在救市论者看来，只有上涨才是正确的，也只有上涨才是受欢迎的，一切下跌都是罪恶之源。这种观点，从情绪上看固然能够理解和接受，因为上涨了才赚钱。但放下浪漫主义的情怀与理想主义的美梦，回到做多机制与做空机制并存的现实中来，冷静客观地思考一下：这种只涨不跌的市场，在人世间存在吗？客观地讲，涨与跌是市场的两面，犹如钱币的正、反两面一样，永远不会分开且不可能被人为地分开，每次上涨的背后所形成的获利盘就构成下一次下跌的势能，这种规律性的运行格局永远存在。因此，救市论其实是一种单边主义的思维，错误而且幼稚。如果说，这种思维出现在做空机制未形成之前，我们尚可给予理解和同情，但在中国市场做空机制业已形成的今天，再以这种单边思维来应对市场，就不能怪罪于市场或国家，而只能说自已太落伍。当然，有人会提出，做空机制是有资金限制或其它门槛的，所以小资金的散户依然有理由质疑市场或国家。而在我们看来，这种说法只对了一半，前半句是对的，后半句就错了，因为二者之间没有因果必然性。请思考一个简单的问题：熊市里，观望与休息不需要任何资金要求，甚至连手指都不需要动一下就可以实现，国家对持币观望休息有资金上的要求吗？此外，从交易行为上讲，“买”与“不买”，哪个更容易做到？显然，“不买”更容易，但你为什么毅然地选择了“买”？

有人持枪在背后逼你吗？

二、救市论坚持的是一种“政府义务”论。这种理论，最明显的说法就是市场或上市公司都是管理层“审核”通过给我们炒的，现在管理层所审核的公司，其股价让我们吃套亏损了，因此基于民事法律上的“前因行为”之附从义务理论，政府应当对损害结果承担责任，尤其是股价波动致人损害的责任。这是两层完全不同的法律关系。“审核”行为是行政法律关系，主体是证监会与上市公司，而二级市场中“投资”行为是民事法律关系，其主体是投资者与上市公司，二者风马牛不相及。除非有证据证明，官方在审核过程中违背法律程序、越权或权力寻租，即便出现后一种情况，追究的也只是行政法上的责任，而非对投资者的“救助”责任。打个比方，官方以体验、颁证等程序形式“审核”夫妻法律关系，那么婚后一方有婚外情导致离婚，另一方有权要求政府承担“救助”义务吗？其实即便退一万步讲，如果政府真的有“救市”的义务，那么成功救市后指数上涨所导致的股指期货做空者的损失甚至“被秒杀”，这部分损失又该由谁来承担，他们是否有权起诉救市者或中国证监会？所以，“政府义务”说或救市论完全丧失或违背了契约精神，违背法治原则，而这才是中国经济社会之乱象丛生的根源所在。

三、救市论坚持的是一种“善良公民”论。救市论的倡导者之所以力推救市论，其一种重大的理由是投资者至今已经遭受很大亏损。但客观分析一下，亏损就必然有救吗？投资者买入股票，往往基于两种原因，一是长期投资，看好公司前景与成长性；二是博取利差，自以为聪明地找到了“底”故而果断地参与短线一赌，结果悲剧。前一情况是可以理解的，不存在亏损与否，因为你看好的是公司前景，而不是当前股价的一时波动。而后者情形就可笑了！当初自己的判断错误在被市场验证后，自己不认错，反而倒地打滚指桑骂槐地归咎于外因，最明显的就是归责于政府并不断讲自己为中国股市作了贡献，为融资与经

济发展作了贡献云云，即四处以一个“善良公民”自居。但请问：这是真的吗？其实，每个诚实的人都必须承认，我们不姓雷也不叫陈光标，因为在这个市场里我们都是逐利者，为利而来罢了。最麻烦的是，改革者或管理者有时常有此错误认识，因此才会有“家长主义”的错误角色定位，最终不但得不到民意政绩，结果反而让自己越陷越被动。

四、救市论坚持的是一种割裂主义或局部思维。他们把救市简单地理解为只救股市，甚至把救股票简单地理解为不惜一切代价拉抬股价。从引进社保与养老金、放行 QFII，到加强上市公司分红、改革 IPO 与证监会内部机构，监管层救市可以说是费尽心机、呕心沥血，但股民感恩过吗，结果又如何呢？上一次，官方于 1664 点的 4 万亿刺激也是相当给力，股价平均翻番且半数以上个股创历史新高，股民应当借机解套了吧？可为什么今天又上了套并且还在大呼救市呢？谁敢保证假如此次成功救市，上述现象不会重复上演？其实，救市论与政府历次救市行为，错就错在上述割裂主义和局部思维，以 4 万亿计划为例，不仅没能改变中国的经济颓势与不合理的结构，反而加剧了股市与楼市泡沫。在这一点上，吴敬璠先生讲得很清楚，单靠证券市场救市或改革，是行不通的，根本不能彻底提振市场。

五、救市论坚持的是一种股市“起搏器论”。有救市论者认为，中国经济现在困境重重，出口受阻而内需难振，官方投资或引导便成为唯一可做下去的文章。于是认为，官方最容易引导的就是股市，只要股市暴拉 30%，民众就会跟进，这就可以变相地带动内需或消费，说白了就是增加财政收入与 GDP。这可行吗？中国经济困境的治理，首先要找到病根或源头，而中国经济之病根不是股市没涨，而是结构不合理导致的产能过剩、通货膨胀导致的泡沫经济。所以，中国经济病根在调控结、抑通胀与防泡沫恶化。而且，以股市作为一国经济的“起搏器”，这种说法在经济学理论上几乎没有见过，也只有中国的经济学家敢这么有“独创”精神。不过，时间能够证明，这种路径设计，就如同当年面对东南亚金融危机之后有人提出以房地产业作为中国经济“支柱产业”一样，会被时间证明它不是“独创”，而是“零创”。

六、救市论坚持的是一种“政策干预论”。这与证券市场背道而驰。无疑，

这也与我们一贯坚持的“法治”论或依法治国、建设社会主义法治国家理论是相违背的。依照救市论的逻辑，要想实现救市论者期待的单边上涨式的市场景况，唯一的办法就是通过政策干预来不断给市场以刺激，并且假想市场是个无限体，犹如猛男，怎么刺激都能承受不倒。但冷静想一下：这可能吗？我们一边坚持着法治思想与道路，另一边在自己受到利益损害或有利害关系的时候就希望通过“政策”来打断法治进程，进行一次又一次的“人为”干预，这是否是一种精神分裂？另外，这种治理模式能否持久？人们有时候莫名其妙地把自己搞成分裂人格，一方面在指责政府权力太大，要求进行法律限权，净化市场源头，而另一方面当利益关乎自己时又呼吁加强权力干预，呼吁政策刺激。法律人都知道，政策是对法治道路的临时性纠偏办法，在现代法治文明社会，法律治理才是社会治理的常态，而政策只是临时性与局部性的办法，不可越俎代庖，更不能取代法治。

七、救市论坚持一种“崩溃论”。有些人很喜欢用“崩溃”一词来渲染其在言辞上的说服效果。但只要简单思考一个问题，答案就自明了，即：1664 点时，中国股市都没崩盘，为什么或凭什么认为在 2000 点之上的市场是“崩盘”？那么，为什么救市论者还在不懈地坚持“崩盘论”来制造紧张气氛，要求政策干预和要求“救市”呢？我想，还是个利益问题。只要简单地查看一下过去，大凡救市论者，都是在 3000 点上方或 2700 点时一直坚持认为“牛市来临”、“失牛市”或“牛市第二期”的人，是那些坚持认为 2700 点之下遍地黄金捡便宜的人，甚至在 2100 点附近时还坚持认为是铁底、铜底、钻石底的人。面对此前分析上的一错再错，唯一可以自圆其说的办法就是推托责任于管理层与市场，并以“善良公民”的形象来呼吁救市，殊不知（或故意假装不知），当初的判断与分析错误才是今天资金吃套的真正原因所在。一定要明白一个简单的道理，造成我们亏损的，并不是股价波动（它也是赚钱的原因），而是我们错误的判断与买进行为，即在错误的时间做出了错误的事。正如刀不会自动“走”来割破人的手指，而割破手指的直接成因最终必是人的行为，而刀只是个中立的工具。

八、救市论一方面在指责官方权力过大和滥用，另一方面又在“救市”呼

声中希望强化权力，渴求政策干预。这两个方面其实是一个矛盾体，究竟是要限制权力还是要强化权力？换言之，究竟依靠权力还是法律作为我们行为的最终判断标准？救市论在这个基本原则问题是动摇的或者是不清楚的。救市论，其实从行为源头上看是一种无原则的利己主义行为选择，同时从行为效果上看又是一种“头痛医头、脚痛医脚”的运动式治理，最终带来资本市场“权力-市场”博弈的恶性循环。哲学上，行为选择理论的基石在主体意志自由，但这种理论也是有原则和限度的，利己主义者最终在呼吁政策救市时就放弃了原则，暴露出贪婪自利的本性。其实，在资本市场中，人的逐利目的是正常的、合法的、也是可以理解的，但如果以“维护国家安全”、“保护中小投资者利益”、“救管理者”等堂而皇之的借口来掩盖背后真实的利己目的，那就不正常、不善良了。从这种“头痛医头、脚痛医脚”的救市行为效果来看，最终必然陷入一种恶性循环：当救市成功、股价上涨时，政府得不到半点赞美，投资者一个比一个自以为聪明；而好景总是有限或不长的，当趋势逆转市场下跌时，指责谩骂之声就来了。现在就是这种情况。事实上，当年 1664 点的“成功”救市（从股价或指数上看的），最终也没有逃脱今天被骂得狗血淋头的命运。

所以，我还是那句话，救市论是一种幼稚病。这也正如韩志国所讲，救市只是打了一剂兴奋剂而已，只有一时之效而无长久之治。所以我们始终认为，市场化才是中国证券市场乃至中国经济未来改革道路的不二法门。有人说，每一次“底”都是“救”出来的。但遗憾的是此话只对一半，因为每一次“底”，都是政策叠加效应与市场力量形成共振才会产生的，是经济规律与人为政策二因素共同作用的结果，是无形之手与有形之手合力方成，缺一不可。要想中国证券市场在规范化的道路上长治久安，除了要放在整个国家安全与经济改革大背景中进行统一的战略规划或顶层设计之外，唯一的道路就是重树契约精神与法治理念，分清管理者、上市公司与投资者的三者角色与定位，并在此基础上加强制度化建设，必要时重新修订一套能切实限制权力、打击欺诈、保护投资的法律规则，切实维护市场“三公”。（作者系法学博士、财经评论人）

## 监管者应当保持相对独立

郝旭光

中国的资本市场是在一个不成熟的基础上形成的早产儿。资本市场建立的初衷是为国有企业的改革提供服务，这在当时确实具有它的合理性。但是，中国资本市场发展到现在，市场的参与者成分多样化程度非常高，利益关系非常复杂，对社会的影响力日益重要，此时，就不应当把为服务国有企业作为其最重要的功能之一，资本市场应当真正发挥它的资源配置和投资等正常功能，它必须服务于所有合法的市场参与者。因此，监管部门就不应当只是国有企业的服务者，而应当是独立的裁判员，不应带有任何倾向。并且，由于资本市场一个重要的特殊性，即监管者不能像政府部门和中央银行利用再分配或利用再贷款调节手段去影响市场的利益关系，因此监管部门更是必须中立。

必须认识到这样的现实，在目前的中国，政府和政府的监管层已经成为一个与市场的各个利益主体相等的、有自己利益诉求的特权利益主体。这就要求通过立法等多种方式，使监管部门保持其独立性，使其成为一个超脱于市场利益之上、可以代表全社会各个利益集团的公共利益的机构。因为只有地位独立，立场才能独立，监管才能不带倾向，才能真正坚持“公开、公平、公正”的“三公”原则，才能树立监管者的权威。

监管者应当把精力和监管重心放在基本的监管目标上，包括保护中小投资者，秉承“三公”原则，维护市场的平稳运行，防范市场的系统风险等，但此处需要指出，指数的涨跌当然应当是监管当局考虑的重要目标，因为它涉及市场的系统风险，也就自然关系到社会的稳定，但监管者应该把重心放在优化市场环境以及市场的基础建设上，诸如做空机制等影响市场稳定和发展有重大作用的政策何时、如何推出对市场更有利，新股发行到底应该如何安排、证监会与两个交易所之间的关系到底应该是什么关系等内容。这样，就从制度上保证了市场参与者没有倒逼监管者出台调控指数的政策的预期，在一定程度上可以避免市场的暴涨暴跌。

监管当局在监管活动和过程中，应当考虑努力防范、避免市场的大起大落，但不应当也不可能直接调控指数，不能匆忙救市，不能盲目救市，更不能让一些大资金“绑架”着出台救市政策。当然，在非常时期，如汶川地震、南方雨雪灾害等，为了避免市场参与者的极度恐慌而非理性抛售从而引发市场的暴跌，影响社会的稳定，可以采取严厉的手段，甚至可以先停市，就像“9.11 事件”当天美国果断宣布停市一样。但它只能是一种特殊的措施，只是短期出台的某一次特殊政策的具体目标，而不能成为一种常态。

前面论述过，监管者应该保持相对独立性。但关键的问题是，现在的监管部门不是独立和中立的，而是一个与市场的其他利益主体对应的、有自己利益目标的特殊利益主体。作为一个利益主体，动用行政资源和手段，就是一个最大的不公平。

以往，监管者功利性的取向使得中国资本市场政策市的特征发挥得淋漓尽致。监管部门总是过度自信，总是试图调控市场，而且经常以实际行动表达其调控市场的意图，不断地强化政策市的预期。这是引起市场参与者不满的重要原因，客观上也没有达到预期的效果。因此，要尊重市场的规律，要认识到，资本市场只能监管，不能调控。在资本市场监管过程中，要尽量避免过分运用行政手段。

（作者系对外经济贸易大学国际商学院教授、北京企业国际化经营研究基地研究员）

# 警惕“漂亮50股”陷阱在A股重现

唐乾慧

专家的责任在于引导广大信息匮乏的大众，尽管人们嘴上常说专家的话不可信，但是每当专家郑重其事地发表评论时，人们还是愿意相信的，尤其是处在“钻石底”崩溃的今天。

上世纪 70 年代，美国股民也经历了一场痛苦的经济衰退，大量的公司倒闭，股民亏损严重。这时，“漂亮 50 股”的口号犹如一丝新鲜空气注入了污浊的股市中，股民纷纷把钱投入 50 只蓝筹绩优股上。但是后来，历史残忍地表明，随着经济大环境的改变，传统的化工产业、钢铁产业还有航空产业经历了痛苦的转型，漂亮 50 股们也出现了严重的亏损，其中有的公司为了保住漂亮 50 股的名声，虚报了利润，使众多股民身处泡沫中心却浑然不知。漂亮 50 股的泡沫最终导致了 70 年代的大熊市，这一事件后来被当作一个严重的群体投资错误案例反复引用。

而在今天，历史竟然如此相同地再现了。专家的职责是引导大众理智投资，提供他们缺乏的信息，而不是投其所好。由于大小非高位减持、上市公司虚报利润，ST 股炒作可能面

临严重制裁等负面信息不断，每个挣扎着的中国股民都期望能有一个公平公正公开的投资环境。恰好这时监管层也大力支持价值投资，股民也对此寄予厚望，对政策改革的呼声也越来越强烈。这时，本应对股民进行正确引导的专家却没有做自己应该做的事情。

很难想象，打开某券商网站，一位资深评论员在专栏里大肆鼓吹中国将迎来“漂亮 50 股”年代，回帖里喝彩声不断。投资蓝筹绩优股本身没有错，但是一窝蜂进入，哄抬股价，毫不考虑后果必然造成严重的投机。这位评论员有意将“漂亮 50 股”形容成美国 70 年代价值投资的成功回归，而不是尊重历史评论其为价值投资衍变成恶性投机的悲剧，其用心是显然的：迎合股民。

宝钢的股票回购拉开了上市公司回购股票的热烈序幕，专家鼓励大家投资盈利稳定的绩优股，而那些公认的蓝筹股吧里气氛也异常地和谐。股民没有认真考虑上市公司和专家的行为究竟是因为他们觉得这么做是正确的，还是因为他们只是迎合股民内心希望的。

回购股票的行为本身应该是不该带感情色彩的，上市公司觉得股价低

廉，每股回购股票的价格可以带来超过同样价钱带来的盈利增长时就可以回购股票。但是假如回购股票异化成简单评判上市公司有没有良心的标准时，受伤的最终还是股民自己。假如 2013 年回购股票的蓝筹股上市公司盈利持续走低，经济大环境依然没有好转，上市公司再有良心也没用，股民依然是根据交割单里显蓝色还是显红色来决定情绪变化的。

任何在熊市里只知道“卖药”，即一味鼓吹漂亮 50 股价值而不提及潜在的风险，不会把脉的专家，都是一个“砖家”。

价值股投机经常比概念股或者绩差股投机带来更大的损失，因为上市公司本身确实是优秀的公司，只是股价并不会因为公司本身优秀就违背市场法则。比如麦当劳在持续盈利 10 年股价大涨后，当股民一窝蜂进入时，股价应声暴跌。

也许有人会说，这些回购股票的蓝筹股上市公司都是业内公认的好公司，就算今年遇到了危机，明年也会逐步改善啊。这么说的人忽略了一个本质上的区别：大环境的改善和个别公司、个别行业的改善经常是无关的。

中国现在已经明朗化的一个风险就是人工成本风险，我来举一个例子。我

家住成都郫县，四川省是公认的劳务输出大省，很多大企业（比如白象、纳爱斯、中粮）都在成都周边建立分公司靠廉价的劳动力来赚取超额利润。劳动密集型大企业富士康也相中了这里，富士康安家成都称得上是四川的一个大行动，省政府直接指挥市、县政府进行了一系列的政策扶持。为此，一个小镇整个被铲平了，凭空修建了一座富士康城，里面包括住宿、学校、卖场、大型中转站、物流仓储基地、完善配套的商业建筑等。常住人口不过 30 多万的郫县即将迎来 20 万的新增各地输入的劳动力。几乎每一个投资者都亢奋了，一座崭新的城市，一望无际的崭新高楼、超市、开发商、学校等商业代表在投资办公室挤得水泄不通，铺面的单价被炒到极致。几乎每个投资者都是这样认为的：尽管投资本金很大，但是政策的绝对扶持，潜在的消费能力都可以弥补付出的溢价，更何况有全省各地的地方政府主持工人招募呢。

结果却让人们大跌眼镜，当富士康浩浩荡荡迁入富士康城后，才发现四川已经没有了廉价劳动力。新生代的劳动力懒惰，不思进取，缺乏经验，开价高昂。徒劳地忙碌了大半年后政府也承认招工太难了。省、市政府一转身，仿佛

整个庞大的招商工程从来没有发生过，只留下县政府和当地投资者处理余下的烂摊子，大部分的投资者都面临着高达 80% 的账面亏损。

目睹了富士康这一虽极端却典型的例子，我便确信，劳动力对于现有的劳动密集型蓝筹股上市公司是最大的问题，轻视这一问题的投资者将付出惨重的代价。逐年上升的人工成本将不断侵蚀毛利，而这个过程就算不像富士康事件这么极端，也会像温水煮青蛙那样让股民越陷越深。

关注新技术代替劳动力本身，大力削减劳动力成本和风险的上市公司，这是个很简单的推断，尽管不一定绝对正确，但是却可以回避那些潜在的风险。除开劳动力成本因素，大部分蓝筹股上市公司还面临各种风险的冲击，但是专家不会在这个时候和大众的内心唱反调，而是主张买、持持有。刚经受熊市折磨的股民仿佛又找到了安全挣钱的方法。

关注“漂亮 50 股”，进行绩优股的“价值投资”并长期持有，假如股民已经不加区别地相信了这些鬼话并有所行动的话，那么得小心了：狗熊还要反手一击。

（作者系新浪网友）