

■周末随笔 | Weekend Essay |

以静制动 国内经济现曙光

汤亚平

有人将股市低迷归咎于“经济差政策弱”。而笔者则从“政策弱”中看到了中国经济的曙光。

说“政策弱”者大概基于下面的事实：在最近的一个多月时间里，欧洲央行、美联储、日本央行相继打开量化宽松的闸门。与这三大经济体形成强烈反差的是，作为全球第二大经济体的中国并没有紧随其后推出宽松货币政策。许多人对此的解释是，基于2008年出台4万亿刺激措施的后遗症，中国政府对大力度出台相关宽松政策持谨慎态度。但这只是问题的一面，从另一方面看，货币政策的取向最终取决于本国经济的走向。

欧洲央行改变几十年来不在二级市场直接购买主权债券的铁律，冒险启动“货币直接交易”（OMT）的量化宽松机制，正是因为欧元区迟迟不能从欧债危机中走出来。美国二次量化政策（QE2）结束后才3个月，美联储就急不可耐地宣布实施第三轮量化宽松政策（QE3），也是因为美国经济复苏乏力、失业率高企、政府债务飙升、财政运转失灵。为此，财长伯南克几乎打破之前货币政策的所有禁忌。

紧随着美国QE3步调，日本央行决定扩大量化宽松规模，将资产收购基金额度再增加10万亿至80万亿日元。共同社称，日本此举是要缓解出口下降等带来的空前压力。

而中国央行在今年第三季度例会上的表述是“当前我国经济金融运行呈现缓中趋稳态势”，这意味着央行认为中国经济增速下滑的势头已经开始趋稳，于是再次确定了货币政策的“稳健”基调不变。温家宝总理在本月12日至15日召开的经济工作座谈会上更指出，中国经济增速基本趋于稳定并会进一步企稳，我们今年没有采取过大的刺激政策。

中国“以静制动”的底气从何而来？

首先，中国经济在第三

季度同比增长7.4%，增速慢于第二季度的7.6%，但回落幅度比前几个季度收窄了许多。从环比看，第三季度相较第二季度增长2.2%，这是经济增长企稳的明确信号。汇丰中国10月制造业PMI指数初值为49.1，达到3个月以来最高，也意味着新订单指数反弹、工业生产者价格指数（PPI）已近底部。

其次，中国居民消费物价指数明显回落，涨幅从8月份的2%降至9月的1.9%。笔者认为，通胀企稳的意义比担忧经济放缓重要的多。7%以上的增长、2%的通胀相较10%以上的增长、4%的通胀，其经济运行更正常化，表明中国经济如愿以偿实现“软着陆”。另一方面，美日欧同时开闸放水，并没有如期出现人们所预计的那样大幅推高大宗商品价格的迹象，表明中国“不跟随”策略奏效，国际大宗商品价格涨跌还需看中国需求的“脸色”。

第三，与欧美就业疲弱形成鲜明对比，中国前三季度城镇新增就业1024万人，完成了全年目标的114%。对中国100个城市公共就业服务机构市场供求信息进行统计分析后显示，中国劳动力市场依然供不应求。第三季度岗位空缺与求职人数的比率约为1.05，与上季度持平。寻找新工作的失业人数下降。在美国，7.8%的失业率是促使美联储推出新一轮定量宽松措施的关键因素。而在中国，就业市场的强劲使中国无需出台大的刺激措施。

今年“十一”黄金周各地出现“井喷式”消费，重点监测的零售餐饮等商贸企业销售额同比增幅达15%。这与就业基本稳定、群众收入增长、消费者信心增强有密切关系。此外，中国全社会融资总额从8月份的1.24万亿元人民币上升至9月份的1.65万亿元人民币；中央项目投资转降为升，投资到位资金增速回升；9月份出口1863.5亿美元，同比增速反弹至9.9%，单月出口规模创历史新高；粮食生产实现“九连增”……所有数据都暗示，中国经济正在走出谷底，没有进一步实施大规模刺激的空间，也没有这个必要，我们不是没有吃过刺激政策退出的苦头。

大非减持价应不低于发行价

张学武

资本市场赖以生存的基石是诚信，一个不讲诚信的资本市场必将江河日下。

市场化的改革方向也应建立在制度公平的基础之上。最近新股发行（IPO）由审核制向备案制过渡的传闻不但让笔者心惊肉跳，10月26日股票市场更是以跳水回应！证监会相关部门负责人表示，个别媒体关于新股发行启用备案制的报道不实。

与其被迫一再辟谣，不如建立诚信公平的制度。事实上，如果没有公平和诚信制度的约束，投资者必将再次成为改革的牺牲品。

对于IPO原始大股东来说，最大的诚信莫过于对市场公平的发行价，也就是说公司值什么价就按什么价格发行，只有原始大股东在二级市场的减持价格不低于发

行价，才能说明发行价是公平的价格。对于投资者来说，把自己的血汗钱交给陌生的IPO第三方已经冒了足够的风险，如果这个IPO第三方连自己的发行价格都不认同或者没有信心，那几乎是“无偿献血”了！

在原始大股东在二级市场的减持价不低于发行价的基础上，笔者认为，监管部门对上市公司IPO程序性审查和上市公司违规的严格监察就可以维持市场的诚信和公平了。有了诚信和公平，股票市场必将欣欣向荣，成为上市公司和投资者的财富乐园。

改革，就必须有突破。但诚信，必须有约束。空泛的承诺，远没有实实在在的价格约束可靠。因此，IPO当务之急是解决发行价和减持价格的关系问题，原始大股东在二级市场的减持价格不低于发行价是保证IPO诚信公平的基础。

浙江世宝，你申购了吗？

立青

昨天，股市中人流行的一句话问候语是，“浙江世宝，你申购了吗？”而回答大多是，“必须的，你呢？”

浙江世宝昨天新股网上发行，525万股的发行量，每股2.58元的发行价。按照5000股的申购上限，只要13000元就能顶格申购。况且，前有洛阳钼业上市首日大涨2倍多的榜样效应，再加上整个10月份仅此一家新股发行，估计这一次浙江世宝网上发行一定是盛况空前，参与账户数将会创出纪录，不过，中签则如同中彩了。

不光是普通小散，就连机构投资者也趋之若鹜。此次浙江世宝网下发1975万股，机构认购倍数高达730倍，按每股2.58元的发行价计算，机构投入资金超过180亿。

浙江世宝如同超市打特价的低价新股

发行，给这几天沉闷、疲弱的A股市场打了一针兴奋剂，成为投资者谈论最多的一个话题。

在投资者忙于申购的同时，浙江世宝却很郁闷。原本想到股市融5个亿的，结果只捞到3870万，一下子被砍去9成多，去掉成本费用，估计是赔本买卖。好在可以值得安慰的，是公司创出了A股市场的多个新纪录，并将因此在此A股史上留下一丝印记。

可以说，这种局面应该也是管理层乐于见到的——遏制新股“三高”发行，保护中小投资者利益。

从历史上看，新股发行环节是管理层监管工作中最为纠结的问题之一，改革也一直没有断过。其中最关键的就是新股发行定价问题，因为这关系到股市中最主要参与主体——投资方与融资方的利益博弈。定价偏高，投资者受损；定价过低，企业不乐意。

逆势做个好心投资人

廖料

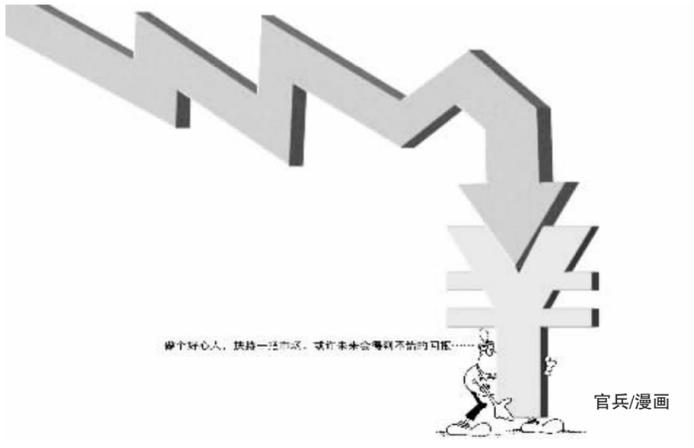
股市持续低迷，资本市场的管理层坐不住了，管理资金的专业投资者，如基金公司，日子也很难熬，到机构投资者走访的频率也显著上升，现在基金难发已经是不争的事实，不少基金延期或推迟发行，几年的熊市让股民成为被同情的对象。尽管市况欠佳，但在基金公司最难募集资金时，在股市最需要增量资金的时候，做个好心人，扶持一把市场，或许未来会得到不错的回报。

投资者最喜欢做的事是锦上添花，最不愿意做的事是雪中送炭。当股市大涨时，投资者的积极性是最高的。统计显示，市场市盈率在40倍以上时，发行基金平均能募集近100亿的规模。2007年大牛市时，基金根本不愁卖，许多基金认购过多不得不摇号配售。相反，市场最有投资价值、最适合投资的时候，基金却是乏人问津，市场市盈率在20倍以下时，基金的平均募集规模不足10亿。

出现这样的现象不无道理。成立后6个月，表现最好的，的确是在40倍以上市盈率时成立的基金，平均涨幅接近10%。而20倍以下市盈率成立的基金平均涨幅只有1%左右。不过，如果将眼光

放长一些，时间周期提升到两年，40倍市盈率以上成立的基金平均回报为负10%，而20倍以下市盈率时成立的基金平均回报超过100%。或许有人认为，中国股市时间较短，不具有代表性，然而，历史悠久的美国股市实际上也是同样的情况。以3年为周期，在市盈率低于10倍时买入的基金年平均回报率接近12%，市盈率10至15倍买入的基金年平均回报率为8.2%，市盈率为15至20倍买入的基金年平均回报率为5.8%，而在市盈率超过20倍时买入的基金年平均回报率只有3.6%。对于股市而言，买入时，市场的人气越差市盈率水平越低，未来几年的预期收益率反而越高。

在投资领域中，有两条规则最为有用，其一是顺势而为，另一个则是均值回归。顺势而为是指投资不能违背趋势，牛市做多，熊市做空，而不能反着来。均值回归则意味着市场热情再高，估值也不会飞到天上去，总有地心引力将它拉下来；相反，市场再悲观也不会一直跌，还是会有力量将市场拉回合理水平上来。有些时候，顺势而为和均值回归是同向的，比如市场从高估值向下下跌或从低估值向上涨的时候。不过，还有很多时候两者却是反向的，比如在牛市冲顶和



熊市末期杀跌的时候。对于投资者而言，了解自己的投资需求是非常必要的，交易型的投资者更应该重视趋势，而长期的投资者更应该重视均值回归的力量。对于长期投资者而言，熊市的魅力在于市场越下跌未来的潜在回报率反而越高。

亚洲金融危机时，市场恐慌时香港政府成立平准基金积极入市。事后，香港政府将救市时买入的股票抛售赚了超过1000亿港元，香港政府的好心获

得了丰厚回报。金融危机时，美国政府抛出7000亿美元救市计划，许多人认为，这是浪费纳税人的财富，但现在看救市资金反而可能产生盈余。做个关心市场的好心政府最终成为获益者的可能性反而很高。

投资是件冷酷的事，不过即使在残酷的投资领域，做个好心的政府或投资人却反而能够得到更好的收益，或许正应了那句古语“好心人自有好报”。

(作者单位：东航金融)

■投资人物 | Personage |

我的股市人生20载

沈凌

毕业的时候，我们请老师吃饭。老师是从德国回来的，见多识广。那时，我们刚把股票清盘，亏了一大把而心有不甘，于是问老师：“现在的股市跌到300多点了，你觉得还能不能买啊？”买啊，为什么不买呢？去年1000多点，现在300多点，你觉得衣服打三折你会不会去抢购啊？”老师回答。没有深奥的经济学理论，一个简单通俗的比喻，让我豁然开朗。是啊，不管股票有没有业绩，不论它未来几十年会怎么变动，目前来看，股票还是原来的股票，半年时间，价格打了三折，不正是拣便宜货的时候吗？第二天我就去股市重新激活沉睡了三个月的账户。

1994年8月1日，我刻骨铭心：股市跳空高开20%，全天大涨33%。这一周五天交易日，天天上涨，全周上涨104%！股市的魅力第一次展现在我的眼前。从这个事情中，我记住了：买人的时候总是要被套的，被套不可怕，可怕的是你跟着别人害怕。机会永远存在！如果你没有能力抓住现在的机会，你有什么理由确认，时光倒转，你能够抓住曾经暴涨的机会？

中国股市总是让人几多欢喜几多愁，而愁的时候长，欢喜的时候短。8月救市的行情猛烈上涨了6周，到9月中戛然而止，我沉浸在其中，浑然不觉。每天听广播里分析股票行情，都是价格上涨的消息。我不是不知道股票会亏，曾经亏损20%的记忆并不模糊，但是我想等等，结果当然是等到了下跌。不过这次下跌是慢慢的，就像温水煮青蛙，到了年底，差不多跌了一半不到。大盘指数从1052点回落到647点，现在看来幅度当然不小。但是对我当时来讲，并不激烈，也不心疼。因为一则我手上有的都是盈利盘，无非是赚多赚少；二则我当时工作的三季度奖金和每个月的工资都超过了我的预期，填补了亏损的窟窿。我屡买屡跌，屡跌屡买，学起了刘邦，决不当项羽，实际上做成了现在大家熟知的定投。到年底的时候，我平生第一次拿到了五位数的年终奖，全部投入了股市。

现在，我早已完成了从讲台下到讲台上的转变。站在讲台上回顾国内生产总值（GDP）演化路径，我会给年轻人讲，1992年是中国改革的一个分水岭；邓小平的“南巡”讲话让中国的市场化

改革再次迈大步；经济增长率连续三年保持在13%~14%；直到1995年才回落到10.9%，而这，还是略高于过去30年的平均增长速度。但是身处当时的股市之中，为什么我感受到的是除了三大救市政策带来的6周牛市，就是绵绵不断的下跌呢？

沿用教科书的理论，假设股票是能够带来分红回报的资产凭证，那么我们无法理解一个经济高胀时代，应该是盈利也高涨的时候，为什么股票的价格却反而下跌？有人说，那是因为当时我国宏观经济偏热、通胀压力较大，并引发紧缩性宏观调控；同时在此期间，国内股市实现了一次大规模的扩容。的确，1992年，深沪两市上市公司只有53家，而到1994年底，已经发展到291家，规模扩大了5.5倍。受此影响，上证指数从1993年2月1558点连续下跌到1994年7月的325点，市场极度萧条。通胀无牛市，扩容无牛市，成了这些人的信条。

但是这样的解释仍然不能让人信服。如果我们的经济高胀，通货膨胀意味着不仅仅工资和成本的上涨，也是产品价格的上涨。所以公司的盈利也会增加。为什么通胀只会通过银根紧缩导致对股票的需求减少，而不会通过带动企业盈利增加从而

吸引更多的资金来购买股票呢？如果股票能够带来丰厚的回报，股票的投资价值在通胀中应该更加显著。因为在通胀中，资金按固定利率出借给别人会带来更大的贬值风险，但是买股票，能够分享未来盈利的增长，应该是相当于一个灵活利率的借贷，至少比固定利率的借贷要好。

所以，唯一可能的解释就是中国的股票不能给投资者带来分红的回报。这一点，理性的投资者在一开始入市的时候就已预期到。所以很多媒体上说，中国的股民都是不理性的。要我说，说这话的人才最不理性的了。哪个人会不理性地对待自己的腰包呢？我们期待投机，是因为我们本来就没有投资的渠道。既然我们预期不到分红的回报，对我们来讲，实业投资带来的盈利前景愈好，资本投入股市的就越少，股市成了一个和实体经济相反的资金蓄水池。只有实体经济不好的时候，百无聊赖的资本才会想起到股市里面来搏一把，赌赌运气。所以若干年后，有著名经济学家终于想明白了这个道理，站出来讲：“中国的股市就是一个赌场。”其实老股民早就知道了这个道理。

(系列二，未完待续)
(作者系华东理工大学商学院教授)