

■投资人物 | Personage |

## 我的股市人生20年

沈凌

2002年是美国互联网泡沫破裂,911恐怖袭击之后的第一年,一切都还没有好转的迹象。德国DAX指数最低跌到2000点;纳斯达克更加惨,最低差不多就1000多点,最高点5000点就像珠穆朗玛峰一样,以后再也没有到达过。而国内的股市,上证指数从2200点跌到1300点,一蹴而就。

许小年说:“股市应该推倒重来。”千点像刚刚出炉的烧饼,香气扑鼻,但是太烫太扎手,没有人愿意接受。怎么推倒?推倒重来就一定产生健康的股市?过去的一班人造出一个不健康的股市,怎么能保证换一班人就能造出一个健康的股市来?制度环境不变,重来不还是一个样?当然,制度从来不是固定的,制度需要变化。但变化是利益各方逐步妥协,一步步改造出来的。这个世界本来就没有一个“应该是”的制度,只有一个“是这样”的制度。

所以,我很认同许小年对中国股市内在缺陷的判断,也很欣赏他讲话的风格,但却不理解他推倒重来的药方。推倒是一定的,重来却未必会比现在好。我觉得中国股市的问题主要有两个:一是上市公司没有分红的冲动。原因有两层:中国的经济高速增长,盈利拿来继续扩大再生产,这是合理的。巴菲特公司也不分红。其次,我们的公司大都是国有股,一股独大,其实和国有公司没什么区别。对于国有股,公司管理层有天然的冒进冲动。分红体现不出他们的价值,冒险甚至盲目做大,才能让他们在社会上被光环笼罩,实现他们的利益最大化。他们只会享受成功的喜悦,却没有什么可为潜在的失败作抵押。这个问题虽然一般的公司管理层都会有,但是在国有公司特别明显。第二个问题是,我们市场对信息的管制比较弱。大股东可以直截了当地从小股东那里偷东西而没有警察叔叔来管。作假报表、资产转移、为母公司无限担保等等。国外对这个管多一点。但是信息问题本质上是一个学术难题,国外管得多,还是出了问题。道高一尺魔高一丈。说到底,制度是内生的,小股民如果不用脚投票,这个制度也没有完善的冲动。所以,无论从哪个方面看,问题都可以说很严重,但仍然没有推倒重来的必要性。

2002年我硕士毕业,成绩优秀,继续读博士。留学三年,就像刚刚工作的时候,学业上越来越顺手,意气风发。

(系列之十)  
作者系华东理工大学商学院教授)

## 淡看基金排名战

孙勇

适逢岁末,“基金排名战”又成为媒体关注的焦点,投资者的眼球也难免被它吸引,毕竟,“基金排名战”影响的不仅是基金公司的业绩和基金经理的薪酬,也关系到众多基民的收成。然而,怪事也来了:“基金排名战”正在变成股市的一个炒作题材。

在很多股评人士看来,为了争取一个年度好排名,各基金会设法制造一波行情,其策略大致可以归纳为两种:拉升本基金的重仓股,或是打压其他基金的重仓股。这样一来,就给散户提供了一个押宝跟进的机会,如果抓住了基金刻意拉升的股票,及时买进,散户就可以坐享其成。当然,散户如果看准基金要打压某只股票,也可以跟进做空,通过融券获利。

作为一种现象,“基金排名战”在A股的确存在,但是,这个排名战到底是怎样进行的,是否真如股评人士所言,充满损人利己的阴谋,却有待证实。但是,在报道年末“基金排名战”时,不少媒体总喜欢拿“阴谋论”来说事,说得多了,很多投资者尤其是散户也就难免信以为真。加上A股本来就有炒题材、炒概念的顽疾,如此综合作用之下,“基金排名战”这一炒股题材也就应运而生。

仔细想想,即便各基金在年末真的玩弄拉升自家重仓股、打压对手重仓股的伎俩,这也是一个零和博弈,与之相对应的“基金排名战”题材也没有参与的必要。道理很简单:如果你买入的某只“基金排名战”题材股是A基金要拉升的对象,又是B基金要打压的目标,最后的结果是涨跌的概率各占一半,这和你买入非题材股有何区别?反之,做空亦然。当然,还有一种可能是,你恰好买入了某基金的“独门重仓股”,其竞争对手没有打压的筹码,这样一来,如果该股票被重仓持有它的基金拉升,你倒是可以随之赚一把。但实际上,你碰上这种小概率事件的可能性,与你买彩票中大奖并无二致。

从基金公司的角度看,如果它们真的导演以“拉升+打压”为两手策略的岁末排名战,那么这种做法也有人操纵股价的嫌疑,监管层理应从严问责。鉴于这几年来每逢年末,关于“基金排名战”的阴谋论甚嚣尘上,客观上发挥了诱导股民的作用,有关部门(包括监管层和基金公司)确实有必要出面作出澄清,如果继续听之任之,恐怕会败坏中国股市的声誉。

在没有真凭实据的情况下,“基金排名战”能变成一个让众多投资者津津乐道的炒股题材,倒是再一次确凿地证明了中国股市生态不健康。回想一下,今年以来,在股市极度低迷的情况下,市场主流资金所关照的,就是诸如涉矿、重组、三沙、美丽中国、3D打印之类的题材股,这类股票暴涨暴跌,妖气甚重,貌似充满波段操作的机会,但参与其中的股民,最终获利的比例能有几何?热衷于刀口舔血的游戏,只会让更多的股民受伤。然而,旧伤未愈,新的题材陷阱又让一些股民跃跃欲试,如此轮回,令人扼腕。如果不出意外,“基金排名战”将成为今年A股市场题材炒作的收官之作,对此,笔者希望股民能多一些理性,希望媒体和股评人士能少一些忽悠,更希望监管层能够有所作为。

# A股三题:价格、数量、资金

肖国元

三、关于资金的典型谬误——资金的三个层面:微观、中观与宏观——降息降准、基金扩容、增加境外机构投资者(QFII)额度。

关于股市资金,长久以来市面上流行许多说法。一种观点认为,股市之所以下跌,是因为资金不足。与这个说法伴生的就是新股发行分流了资金,使得资金面捉襟见肘。近年来,限售股解禁成了投资者的心头大患,理由同样是:大规模的解禁需要资金接盘,由此会造成资金面紧张。而一旦有降息降准传闻,股市就会大涨。理由是,这样一来,资金就会多起来了。人们在讨论股市走势时,往往一口咬定资金面决定反弹空间。而新基金成立、QFII规模扩大等都会被市场视为重大利好。原因无他,市场的资金状况将大幅得以改善。这些围绕资金的说法似乎很系统、很理论,但是,我们不得不说这些基本上是错误的,似是而非,不得要领,甚至张冠李戴。

这些离奇的说法有一些共同的逻辑基础:1、片面孤立地看待股市的资金问题而置股市与经济之间的血肉联系以及资金市场的整体性于不顾;2、将仅仅是呈现股价表现的因素看成是决定股价的因素,颠倒因果关系;3、歪曲股价涨跌的基本属性,将追涨杀跌的价格波动看成是由资金量引发的产物。

沿用上述说法,假设沪深股市近20年没有新股发行,一直维持在深圳老五股、上海老八股的水平,那么沪深两市的指数可以炒到天上去。但值得庆幸的是,这样的事情没有发生。而且,可以断定,这样的事以后也不会出现。我们知道,股市历史上出现过疯狂投机的泡沫,诸如荷兰的郁金香泡沫、英国的南海泡沫、美国1930年代泡沫以及21世纪初的互联网泡沫等等。这些泡沫持续的时间不久,最终都破灭了。对于泡沫破灭的原因,有一种解读就是后续接棒资金不足,这与现在我们某些人的看法不谋而合。但是,真正的原因是,真相大白之后,投资者终于明白高价无法获取合理回报。高价难以为继,不是因为投资者没钱,而是因为他们终于明白了投资是为了获取回报的道理。

为了帮助理清股市资金与股价之间的关系,我们可以从下面这个模型入手:假设在某个时点上,股市总资金是固定的,比如说1000亿元;同时,假设资金结构也是固定的,即900亿元用于持股,手持现金100亿元。如果此时A公司发行200亿元新股,显然,现有

资金不足以应付,资金缺口为100亿元,只好卖出100亿股。依照上述逻辑,要卖出100亿股以应付新股发行也不能达成。因为整个市场除了100亿现金之外没有多余的钱,要将100亿股换成100亿资金必须依靠股市之外的力量。因此,可以推断,第一,将股市看成是一个封闭市场的假设是不成立的;第二,股市与经济体的关系是由资金联系在一起;第三,资金本身并不是一个因变量,只是经济活动的工具与手段。

我们知道,就单只股票而言,在不同时段,成交有多寡之分,股价有涨跌之别。股价看涨,交投活跃,成交放大;股价看跌,交投清淡,成交萎缩。作为结果的成交变化是股价变化的结果,因此,如果不知道股价为什么跌,也就不知道成交为什么减少。如果某天股价跌了,那么,可以肯定下跌不是因为资金不够。成交萎缩,最合理的解释是因为股价下跌了。从微观层面看,个股成交活跃与否,不是资金面决定的。如果将股市看成是相对独立的单位来考察其成交,我们发现,其不同时期的整体活跃度也有很大差别。低迷时期的日成交可能不到高潮期的十分之一。熊气沉沉时,股市无利可图,股票变成了烫手山芋。在这样的场景下,资金逃离股市是十分自然的。但是,以大幅降低的成交金额表现出来的低迷并不是资金短缺的结果。正好相反,是别的原因导致了成交稀疏,导致以成交金额表现出来的市场很低迷。因此,从以股市为单位的中间层面看,一旦进入熊市,从安全与比较利益的角度考虑,投资者就会暂停交易或撤离股市。与个股一样,这样导致的成交萎缩的原因不是资金不足,而是市场走熊。生活经验告诉我们,一桩买卖不成功也许是买者差钱。但是,作为集合行动的结果,某种商品的交易量的大小绝少与钱的多少有关。就社会整体而言,只有在通货紧缩的条件下,才会出现因为缺钱而导致交易大幅萎缩的事情发生。否则,一切萎缩的交易都是因为交易对象本身出了问题才造成成交低迷的局面。由此,我们有必要进一步考察股市资金面与宏观经济的关系。

经济学之所以要研究宏观经济,就是因为要考察在微观层面不曾涉及的货币因素。因此,微观经济学的核心是价格理论,而宏观经济学的核心就是货币理论,即从总价格的角度考察经济运行的特征与规律。股市作为金融市场的一部分,其资金的流动与驻守受制于社会整体的资金供求状况与社会平均的利润率水平。在整体经济比较协调,即货币量与经济活动相匹配的背景下,不可能

出现因资金短缺而不能应对市场的情形。虽然A股二级市场近几年来比较低迷,但A股的总市值与流通市值较2006年大幅增加,截至11月30日,分别达到了19.94万亿元与15.62万亿元。与此同时,债



官兵/漫画

市规模达到25万亿元,银行理财产品总额高达20万亿元。将这些加总起来的金融市场规模的急剧扩大正好说明了全社会资金的充裕。而股市在这场多市场竞争的资金争夺中败北,使得巨量资金流入债市与银行理财市场,这充分说明市场不缺资金,缺的是股市的挣钱效应。

因此,股市低迷,成交萎缩,原因在于股市本身,在于股市盈利前景不妙。由此,我们对于所谓的资金面的利好也许会有另一种解读。资金面的利好主要包括降息、降准、基金扩容、QFII扩容之类。前两者会降低资金使用成本,扩大市场可

支配资金量;后两者从源头上扩大了机构投资者力量,为市场提供了新增的潜在购买力。但是,所有这些都是货真价实的交易行为,而仅仅为交易做准备,为买卖提供可能性。如果条件不具备,那么这种可能性永远不能转化成真正的行动。可以说,在正常运行的经济体中,股市从来不差钱;资金多少与股价涨跌无关;人们无法计算把握股市里的资金量,就像人们不知道股价涨跌的原因一样;从资金面分析预测股价涨跌与用水晶球测算命运一样,没有半点科学理性的成分。

(系列之三·完)

# 战胜“鳄鱼”不做“鸵鸟”

汤亚平

中国股市自设立以来就与动物结下不解之缘,牛短熊长道不尽20多年A股沧桑。上交所大门口的铜牛名为“东方神牛”,体重高达6000公斤,比美国纽约的著名地标“华尔街铜牛”(3200公斤)重了近一倍。深交所门口更有一尊重达10吨的拓荒铜牛,它是广大股民心中敢闯敢试的图腾。但笔者要提醒的是,现实中的股市是丛林,不是动物园,也不是自然保护区,更不是动物雕塑。股市的“丛林法则”是弱肉强食,适者生存。初入市者,宜先学点股市“动物学”知识。

就市场而言,股市行情普遍看涨,指数一路上扬,延续时间较长的叫牛市;股市行情萎靡不振,交易萎缩,指数一路下跌的叫熊市。中国历来用十二生肖代表年份,资本市场在生肖前冠以“金”“宝”良言,如金牛之年、金鸡之年、金猪之年,玉兔之年、银蛇之年等。

就投资者而言,机构投资者、庄家、产业资本,叫资本大鳄;个人投资者、小股民、散户,叫股市菜鸟。由于投资者结

构变化,目前股市的排序是:产业资本是虎,游资是狮,私募基金是狼,公募基金是羊,股民是菜鸟。

就股票而言,信息公开、业绩明朗的叫白马股,股票价格短期内突然飙升的叫黑马股。现实中,许多散户发现了大黑马,可刚刚骑上去,主力就给你一个下马威,开始洗筹,上下大幅震荡,不怕你不从马背上摔下来。当散户纷纷落马,主力挥舞资金快鞭,骑着黑马扬长而去。另一方面,ST股退市则堪比蜗牛,退而不死,死而不僵,人称“不死鸟”;经重组包装,借壳上市,又称“鸟鸡变凤凰”,但毕竟这是凤毛麟角,绝大多数打“死鸟牌”的是“一地鸡毛”。

就投资行为而言,基金从业人员在用公有资金拉升某只股票之前,先用个人资金在低位买入该股票,待用公有资金将股价拉升到高位后,其率先卖出个人仓位进而获利的行为叫“老鼠仓”;散户跟风买卖股票叫“羊群效应”,一有风吹草动散户就仓皇出逃叫惊弓之鸟。股评黑嘴叫“乌鸦嘴”,上市公司财务造假等突发事件叫

“黑天鹅”事件,个别基金等内幕交易叫“害群之马”。

把股市与动物的结合,并不是中国投资者的“发明专利”。据说,牛市与熊市的来历与德国法兰克福交易所大门前矗立着的公牛和熊的黑铜雕像有关。法兰克福市证券交易所是世界三大股票交易所之一,1585年就创建了。德国人认为传说中的牛、熊最能代表股市的起伏,所以就在100年前制作了公牛和熊的黑铜雕像。牛角往上顶的公牛雕像代表股市上升之势;熊掌向下的熊雕像表示跌市。

“华尔街铜牛”是美国华尔街的标志。殊不知,1989年12月15日夜间,意大利裔美籍艺术家迪莫迪卡在未经宣布的情况下,把具有象征意义的金牛牛放在纽约证交所门前,轰动一时。20年后,2009年11月17日凌晨,为了庆祝中美建交30周年,在奥巴马访华期间,美国纽约著名的地标“华尔街铜牛”旁升起了一面中国国旗。这是历史上中国国旗第一次在华尔街铜牛前升起,又轰动一时。

加拿大著名投资大师加里斯洛夫斯基曾经形象地说到,股票市场像丛林,那里

有各种各样的动物,从大象、老虎到蛇和猴子,投资者经常感觉好像被众多的食肉猛兽包围。

1973年,香港股市疯狂。市场用“鱼刺捞饭”、“鲍鱼煲粥”、“老鼠斑制鱼蛋”、“翔大牛(港币500元钞票)点烟”来形容当时赚钱容易、花钱如流水的狂热心态。

动物给股市最大贡献除了牛、熊之外,要数“鳄鱼原则”和“鸵鸟心态”。世界上最伟大的交易者有一个有用且简单的交易法则——“鳄鱼原则”。该法则源于鳄鱼的吞噬方式:猎物越试图挣扎,鳄鱼的收获越多。假定一只鳄鱼咬住你的脚,如果你用手臂试图挣脱脚,则它的嘴巴便会同时咬你的脚与手臂。你越挣扎,陷得越深。所以,万一鳄鱼咬住你的脚,务必记住:唯一的生存机会便是牺牲一只脚。

全球股市投资者最普遍的心态之一——“鸵鸟心态”。鸵鸟遇到危险时,会把头埋入草堆里,以为自己眼睛看不见就是安全的。在股市中人们将那些有逃避现实的心理、不敢面对亏损等心态称之为股市中的“鸵鸟心态”。