

# “四炒”是导致市场长期低迷和投资者亏损重要原因

尚正

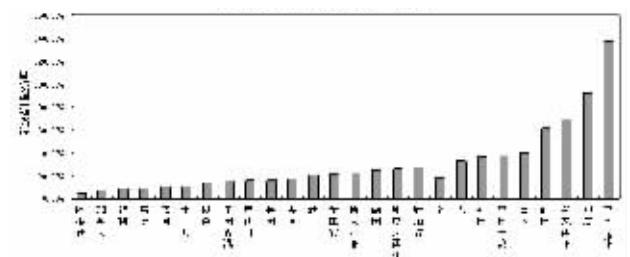
中国证券市场处于“新兴加转轨”时期，由于社会文化、投资习惯、心理偏差等多重因素的影响，一些中小投资者偏爱听“消息”、“重题材”，市场上盲目炒新、狂热炒小、博傻炒差、频繁交易等现象盛行。这些恶习不但导致市场长期低迷，而且使投资者自身蒙受重损失，恶化了市场生态和投资文化，成为我国证券市场的一大顽疾。针对“四炒”行为，必须有针对性地加大打击力度，完善制度建设，发展和建立具有理性投资理念的投资者队伍，提升资本市场服务实体经济的能力。

## 盲目炒新血本无归

和海外市场相比，我国新股市场投机气氛浓厚，投资者热衷于在上市首日热炒新股，或者高价认购新股，新股价巨幅波动，导致市场资源错配，中小投资者利益受损。

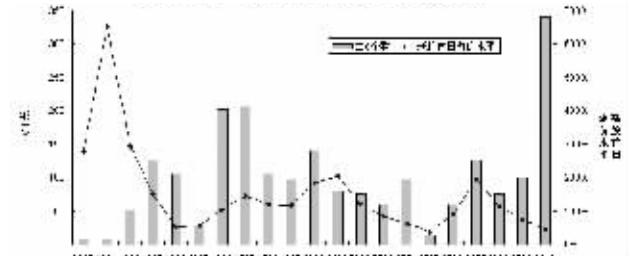
我国新股发行首日溢价水平在全球主要资本市场上位居首位。新股首日溢价水平是指一只股票在首次公开发行后第一个交易日的收盘价格高于发行价格的情况。如图1所示，首日溢价现象普遍存在于世界各国的股票市场，幅度不等，但中国沪深股票市场平均溢价水平（1990年~2010年）达140%左右，高居世界首位，远超美、英、日、法等成熟市场。近几年来，由于新股发行的市场化约束机制改革，新股溢价高水平大幅下降，但仍保持在40%左右的较高水平（见图2）。

图1 新股首日平均溢价水平的国际比较



资料来源：Jay Ritter, University of Florida, Dec. 2011

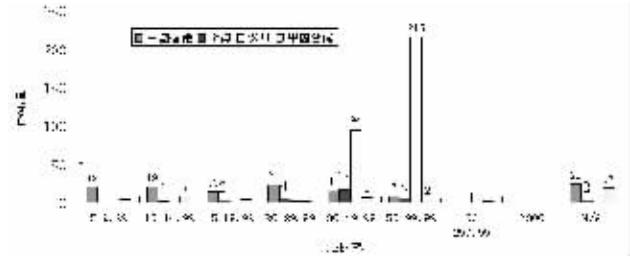
图2 A股市场新股首日平均溢价水平（1990~2010）



资料来源：Jay Ritter, University of Florida, Dec. 2011

在新股首日溢价水平近几年下降的同时，对新股的炒作又表现为高认购率新股，导致“高发行市盈率、高发行价和高集资额”的“三高”现象。在新股定价发行改革前，我国新股发行市盈率是受限制的，起初是固定的15倍，后来是原则上不超过30倍。新股定价发行改革取消市盈率限制后，发行市盈率大幅上升，远超海外市场水平。以大中华地区的沪、深、港、台四个交易所为例（见图3），2010年，香港和台湾交易所的新股发行市盈率大多在20倍以下，沪深市场发行市盈率则大都在30倍以上，相当多的公司在50倍以上，有11家公司的市盈率更是超过100倍。在欧洲资本市场，平均发行市盈率一般为13倍。在美国市场，据Dealogic公司统计，即使最热门的科技公司（TMT行业）2010年平均发行市盈率也只为25倍左右。A股平均高发行市盈率显示了投资者对新股的狂热和非理性。

图3 大中华地区新股发行市盈率比较（2010年）



资料来源：PWC Research

无论是首日炒新还是高价认购，本质上都是投机资金集中性的概念炒作，资金的博弈甚至博傻行为。但是，股票价值长期来看最终是由公司基本面决定的，炒新严重背离了股票的基本价值，炒新炒作后股价对价值的回归是必然趋势和规律。同时，炒新并不改变新股的供求关系，资金的短期行为也注定了炒作者必然会频繁转移目标，炒新仅仅是一种短期内的“击鼓传花”行为，炒作过后必然是“一地鸡毛”，中小投资者承担了炒新炒作的主要风险，注定将血本无归。

如果以新股首日收盘价为基准，2000年来发行的新股上市后五日内平均涨幅几乎全部为负。2000年至今，申万新股指数涨幅为5.99%，而同期上证指数上涨了76.32%。经过暴炒的新

股在上市后即开始漫长的价值回归之路，是导致国内股市长期低迷的重要原因之一。如表1所示，2005年以来相对于首日收盘价跌幅最大的十个新股平均下跌高达71.5%，影响了指数的长期走势。沪深证券交易所的数据分析表明，个人投资者是推高新股开盘价格的主要力量，上市首日，中小散户为买入主力，且多以博取短期收益为主，但其平均亏损的比例接近六成。

表1 2005年以来新股跌幅排名前十

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 %	首发上市日期
601099.SH	太平洋	-82.08	2007-12-28
002145.SZ	*ST钛白	-75.72	2007-08-03
601857.SH	中国石油	-73.30	2007-11-05
002319.SZ	乐通股份	-73.04	2009-12-11
601866.SH	中海集运	-72.89	2007-12-12
002399.SZ	海普瑞	-69.02	2010-05-06
300116.SZ	坚瑞消防	-68.17	2010-09-02
002468.SZ	艾迪西	-67.99	2010-09-08
002373.SZ	联信永益	-67.73	2010-03-18
002202.SZ	金风科技	-67.68	2007-12-26

## 狂热炒小不可持续

长期以来，“外盘股炒作”在中国股市颇为盛行。不少中小投资者不仅忽视上市公司的基本面情况，也不关注专业机构的估值分析意见和高高在上的股价水平，狂热跟风炒作，不利于形成良好的市场生态和投资文化。

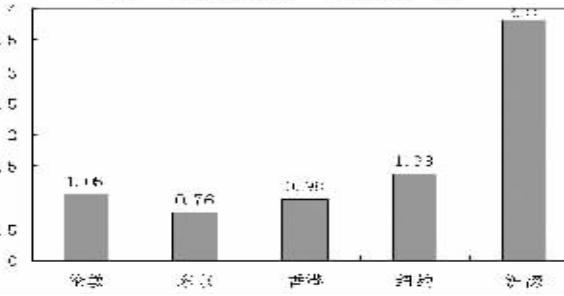
从国内外市值分布和成交结构来看，根据国际交易所联合会（WFE）的统计，全球股市大市值公司（市值大于13亿美元）和中小市值公司（市值小于13亿美元）的市值占比分别为89%和11%，成交额占比分别为87%和13%。而在沪深市场，大市值公司和中小市值公司的市值占比分别为75%和25%，成交额占比分别为45%和55%。显然，从全球范围来看，股市的市值和成交额主要集中于大盘股，特别是大盘蓝筹股上，而且市值和成交额的占比基本相同。但在国内市场，中小市值公司的市值占比要远大于全球市场，并且成交额占比更是远远大于其市值占比，这充分显示出投资者对小盘股的狂热参与到了很不正常的状况。

投资者热衷于炒绩差ST股的主要原因之一是期望公司重组，“鸟变凤凰”。但在市场上，绩差公司经过重组脱胎换骨的毕竟少之又少，而且重组过程中经历长时间停牌，重组方案充满不确定性。对绩差公司的热炒，往往沦为对个股题材的炒作、“博傻”行为，甚至内幕交易。在市场环境不好时，没有业绩支撑的绩差股票大幅下跌，大部分高位买入投资者，损失惨重。整体上看，买入绩差股的收益远不如绩优蓝筹股。如图5所示，2000年至今，亏损股指数、微利股指数累计收益分别为81.71%、55.41%，而绩优股指数同期收益为213.91%。从个股来看，ST股波动极大。以ST昌九为例，在借壳预期下，公司股价从2011年6月的8元左右涨至2011年11月的15元多，涨幅近90%，但公司2011年12月复牌后18天内，由于重组不确定性以及大盘回调，经历了16个跌停板，直线跌至6元左右，给投资者带来巨幅损失。投资者对绩差公司的炒作有制度方面的原因，但本质上是投资者，特别是中小投资者一夜暴富的心态和不正确的投资理念所致。

## 博傻炒差南柯一梦

我国中小投资者偏好于买入基本面较差的股票，甚至亏损的ST股票，导致许多绩差公司“越堕落，越快乐”，出现股价与基本面严重脱节的市场怪象。2011年，A股绩差ST公司股票的市净率高达3.8，而海外市场绩差公司股价大都在公司账面价值附近，甚至还有较大折扣，如东京证券交易所亏损公司的市净率只有0.76。国际上亏损公司通常成交清淡，我国A股市场ST公司在2011年的换手率高达314%，显示了投资者对绩差公司的偏爱。

图4 亏损公司市净率比较（2011年）



资料来源：汤姆森路透、万得数据

投资者热衷于炒绩差ST股的主要原因之一是期望公司重组，“鸟变凤凰”。但在市场上，绩差公司经过重组脱胎换骨的毕竟少之又少，而且重组过程中经历长时间停牌，重组方案充满不确定性。对绩差公司的热炒，往往沦为对个股题材的炒作、“博傻”行为，甚至内幕交易。在市场环境不好时，没有业绩支撑的绩差股票大幅下跌，大部分高位买入投资者，损失惨重。整体上看，买入绩差股的收益远不如绩优蓝筹股。如图5所示，2000年至今，亏损股指数、微利股指数累计收益分别为81.71%、55.41%，而绩优股指数同期收益为213.91%。从个股来看，ST股波动极大。以ST昌九为例，在借壳预期下，公司股价从2011年6月的8元左右涨至2011年11月的15元多，涨幅近90%，但公司2011年12月复牌后18天内，由于重组不确定性以及大盘回调，经历了16个跌停板，直线跌至6元左右，给投资者带来巨幅损失。投资者对绩差公司的炒作有制度方面的原因，但本质上是投资者，特别是中小投资者一夜暴富的心态和不正确的投资理念所致。

间内投资者卖出股票持股期限的加权平均值，权重为不同持股期限股票卖出量占所有股票卖出量的比重。另一个指标是资金周转率，资金周转率是指给定时间内投资者的股票成交金额与最大资金投入量的比值，反映投资者的资金使用频率。对比个人投资者与QFII的平均持股时间与资金周转率（见表5），可以发现，在2008年至2010年间，个人投资者的平均持股时间逐年增加，但相比同期的QFII，其平均持股时间也仅为QFII的一半；个人投资者的资金周转率约为QFII的3倍左右。由此可见，我国股票市场中的中小散户投资者是“炒短”的主力军。为此付出了巨额的交易成本，据统计，2011年A股投资者支付的交易费用高达1300亿元左右。

表5 上海证券市场不同类型投资者炒短指标对比

炒短指标	投资者类型	2008	2009	2010
平均持股时间(天)	个人投资者	34	54	62
	QFII	80	112	128
资金周转率(%)	个人投资者	459	1098	622
	QFII	195	323	211

数据来源：《上海证券市场投资者结构与行为报告2010》

但是，投资者的炒短行为未必能带来较高的投资收益，如果考虑到炒短行为产生的较高交易成本，炒短行为通常会出现亏损。假设某投资者的年资金周转率为10倍，即其交易金额为其资金量的10倍，如果以交易金额的千分之三来计算所有交易费用，该投资者全年的交易费用就达到资产规模的3%，如果以上证指数为例，过去十年累计涨幅28%，年均涨幅2.5%，则投资者的实际收益为负。因此，积少成多的交易成本是导致炒短投资者财富受损的主要因素。

## 坚决打击“四炒”行为 进一步完善制度建设

从投资者行为角度分析，我国股票市场上“四炒”行为出现的原因大致可归纳为以下几点：

第一，投资者的过度自信。投资者通常过度相信自身的能力建设，对自身知识的准确性存在过度自信倾向，总是认为自身对股票的分析或研判能力要强于其他投资者。在过度自信的思想指导下，投资者就会从事非理性的投资活动，不惜成本地炒新股、炒小盘股、炒绩差股以及炒短线。

第二，投资者的过度反应。投资者受市场行情短期波动的影响，往往会出现“追涨杀跌”、“买高卖低”的非理性投资行为，在市场不断下跌时卖出，市场不断上涨时买入。而且，在注重“消息”、“听信”、“闻风炒作”等现象盛行的市场氛围下，投资者的买入和卖出行为又会对市场中其他投资者的情绪产生了很大的影响，导致投资者跟随着进行相类似的交易，出现“从众心理”、“羊群效应”等问题，进一步加剧了投资者的过度反应，导致市场出现“集体非理性”，反应在市场上就出现疯狂炒新、炒小、炒差和炒短的不良投资行为。

第三，投资者的暴富心态。中国股市是个人投资者为主的市场，个人投资者交易量占整个市场的85%以上。证券投资者保护基金公司开展的2011年度证券投资者综合调查显示，中低收入者占个人投资者的81.16%，其月收入在6000元之下。其中，39.17%的投资者月均收入为1000元~3000元，38.37%月收入为3000元~6000元。月收入上万元者炒股兴趣不高，其中月收入超过1万元的投资者占5.48%，月收入1万~3万元者占比仅为1.07%。中国正处于经济、社会的转型期，大众群体，特别是中低收入群体普遍存在着焦虑心理和不安全感，反映在投资行为上便是不喜欢价值投资，一夜暴富、赚快钱、以小博大等赌博心态较为浓厚。

为倡导理性投资和价值投资，改善市场生态和投资文化，要长短期措施相结合，从技术和制度两个层面着手，标本兼治，坚决打击“四炒”行为，进一步完善制度建设。

从技术层面，要加大监管处置力度，对出现大额申报、高价位申报或频繁虚假申报撤单等异常交易行为的账户，视情况采取盘中限制交易的措施。对在一段时期内频繁“炒作”屡教不改的账户，应认定其为不合格投资人，可采取限制其多日交易的措施，并上报证监会查处，加大监管威慑，实现精确打击。此外，进一步加大交易机制创新力度，进一步抑制“四炒”行为。

从制度层面，一是要进一步加强投资者教育和风险提示工作。积极倡导长期投资、价值投资和理性投资，逐步建立起投资者适当性制度，从抑制过度投机入手，反对赚快钱、赚大钱、“一夜暴富”的投资心态；二是积极稳妥地推进新股发行体制改革，探索存量发行、储架发行，放松管制，尽可能放开发行节奏，实现一、二级市场的协调健康发展；三是严格限制上市公司大额、高比例的送转行为，防止脱离基本面的题材炒作；四是进一步完善和严格执行上市公司退市制度，遏制市场恶炒绩差公司的投机行为，培育健康的投資文化。五是积极引导上市公司建立持续、清晰、透明的现金分红政策和决策机制，加大对未按承诺比例分红、长期不履行分红义务公司的监管约束，夯实价值投资、长期投资、蓝筹投资的市场基础；六是大力发展战略投资者，加大对机构投资者行为监管，发挥他们对价值投资的引领和示范作用。

根治“四炒”行为是一项长期工作，是一个系统工程。随着法律制度的日益完善、公司治理水平的不断提高，监管措施的逐渐生效、投资者结构的持续优化，价值投资的环境必将不断改善，投资者行为更趋理性，中国证券市场将更好地发挥服务实体经济和为广大投资者创造财富的能力。

表3 沪深市场主板和中小板公司业绩成长性比较

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	7年复合增长率	
								增长	下降
中小板	12.8%	13.7%	25.1%	40.2%	6.7%	25.8%	32.3%	21.9%	
整体	5.9%	6.5%	22.0%	37.2%	0.2%	29.8%	29.9%	18.0%	
制造业	12.8%	13.7%	25.1%	39.6%	5.3%	26.5%	32.3%	21.7%	
整体剔除金融服务业	30.7%	2.5%	43.9%	46.3%	-16.6%	24.7%	35.0%	21.7%	
金融服务业	31.4%	2.5%	39.3%	22.4%	-31.6%	30.1%	34.7%	15.6%	
整体剔除金融服务业	31.2%	2.1%	40.4%	32.0%	-31.4%	24.3%	41.1%	16.9%	

资料来源：万得资讯、瑞银证券

其次，相对大型企业，中小型企业的潜在上市资源是极其充裕的。我国中小企业数量已突破千万家，股份制企业数量超过15万家，随着资本市场支持中小企业融资力度的不断加强和新股发行制度市场化改革的日益推进，小股票的供给将不断扩大，估值下移正在逐渐进行之中，从量变到质变的过程终将发生。正如印度市场所显示的那样，至2011年末其两家证券交易所（孟买交易所和印度国家交易所）共有6752家上市公司，中小上市公司的供应数量大大超过了其他国家，使得印度的小盘股始终较大盘股存在明显的折价而非溢价。

第三，小盘股的高送转仅仅是一种账面上的数字游戏，并不改变公司的经营状况和基本价值。投资者以高送转作为炒作小盘股的题材，干扰了市场的运行秩序和正常定价功能，与市场发展趋势和监管理念背道而驰。随着监管力度的不断加强，小盘股高送转的炒作游戏注定是不可持续的。