

“股市生态”:从脆弱走向稳定

□尹中立

2001年之后,股票市场不断下跌,于是“价值投资”理念越来越深入人心。根据价值投资的标准,上证综合指数在2000点以上显然是没有投资价值的,因此,“价值投资”理念可以非常清楚地解释,为什么2001年之后股市要不断下跌。同样,根据“价值投资”理念也可以解释,为什么跌到1000点后就开始回升,因为根据国际市场对中国股票的估值标准,1000点左右上证50和上证300指标股有投资价值,股权分置改革使投资价值更为明显。笔者多年观察和研究股票市场,提出“股市生态”的概念,试图用“股市生态”的逻辑来解释股票市场出现的现象,目的是抛砖引玉,希望更多的人来研究股票市场的新问题、新现象。

■人物志



尹中立,毕业于中国社会科学院研究生院,获博士学位,现任中国社会科学院金融研究所金融市场研究室副主任,2004年度被《北京晨报》评为“2004年度中国十大财经人物”。

什么是“股市生态”

一般而言,在股市里投资,最重要的是寻找被市场低估的股票,这是成熟市场的盈利模式。但2005年之前的大部分时间里,中国股市的最基本的特征是“股价高”,也就是说,被低估的股票很少。因此,对于机构投资者而言,盈利模式与国外成熟市场是有区别的。

我国股票市场股价“高”的依据是投资者按照市场价格买到的股票无法得到应有的回报。所谓“应有的回报”,最低的标准是不低于长期国债投资的回报水平,从正常的标准看,应该再加上风险溢价,风险溢价应该3.5%(这是美国的数据,中国是一个新兴市场,风险溢价应该超过成熟市场),现阶段我国长期国债的收益率为4%左右,所以,股市投资者“应有的回报”的标准应该在7.5%上下,而上市公司无法给予股市投资者如此高的分红回报。笔者作过一个计算,以2003年年度报告的数据计算,股价以2004年6月底的最后一个交易日的收盘价格为基准,基金集中持有的50只“核心资产”的红利回报率是1.53%,与4%的底线相差甚远,更不用说7.5%的“应有回报”了。从总体看,投资者得到的上市公司红利不足以支付交易费用。到2003年底,证券市场上缴印花税1965亿元,但上市公司分红仅有1844亿元,流通股

获得分红仅600多亿元,还要缴纳20%的分红所得税,实际只有500多亿元。

因此,我们可以做出这样的判断:到2005年6月为止,我国股票市场还不完全是个投资市场,它只能称得上是个投机气氛浓厚的市场。如果不承认这个前提,后面的讨论也就没有必要,政府和投资者也就没有必要为当时的市场下跌而发愁。上述这些推论与“价值投资”理念是完全吻合的。

在这样一个投机市场上,必须有一个吸引投资者广泛参与的动机,或者说,这个市场要给投资者提供一个盈利模式。我国股票市场的投资者可以分为散户投资者、证券投资基金、私募基金、证券公司等四大类。这些投资者是相互依存的,它们在这个市场里相生相克,使股市生生不息。这好比是一个大海,有浮游生物,有小鱼、大鱼等,它们共同构成了一个生态环境,我们把投资者之间的关系称之为“股市生态”。

脆弱的中国“股市生态”

在生物界描绘生态环境和生态平衡的视角从食物链,我们对股市生态的分析也从股市的“食物链”——盈利模式入手。

在自然界中,一个生态环境中的食物链越长,生物多样性越复杂,生态环境就越稳定。股市生态也一样,投资者结构越复杂,“食物链”也越长,股市就越稳定。

我国股市中,投资者可以分为两类,一类是坐庄的“庄家”,另一类是跟庄者。所谓“坐庄”是机构或个人大户投资者利用资金的优势获取利益。用生态学的语言来说,就是机构依靠“吃”散户等跟庄者来维持“生命”的。坐庄是2001年以前的中国股市中机构投资者最主要的盈利模式。该盈利模式需要具备两个条件:一是相关政策不完善,以及监管力度相对较弱;二是存在着信息的不对称现象。

散户投资者是相对机构投资者而言的,一般指资金量较小的个人投资者(资金量大的个人投资者与一般散户投资者行为不同,他们可以享受专业的资讯服务,这些个人投资者与机构投资者没有差异)。从一般的经济理论分析看,散户投资者参与股票市场的动机是为了盈利,但在股市与机构的博弈过程中,散户总是处于劣势,机构投资者总是可以利用信息和资金上的优势盈利。那么,总是处于

不利地位的散户投资者为什么还要参与股票市场呢?从开户人数看,至2002年底,我国股民人数已经达到6800万人,90%以上是散户投资者。

正是散户投资者存在特殊的心理规律或心理现象,才能让机构投资者可以通过操纵股市来获取超额利润。

可见,股市中机构投资者与散户之间的关系就像自然界中大鱼和小鱼之间的关系,“食物链”非常简单。要使“大鱼”能够维持正常生存,就应该使“小鱼”保持足够多的数量,否则,“小鱼”被吃光,“大鱼”也无法生存。

这和美国的股票市场有很大的差别。美国的股票市场有大量的国外投资者,有对冲基金,有养老金,有保险资金,有做市商,有各种私募基金等,这些投资者的口味都是不一样的。美国股市生态和我国股市生态最大的不同在于它们有丰富的“水草”——上市公司红利,“大鱼”不一定要靠吃“小鱼”来维持生命,而且可以直接吃丰富的“水草”。而我国上市公司的分红几乎可以忽略不计,股票分红对投资者没有吸引力。也就是说,美国的股市生态的食物链比中国长而复杂,而我国股市生态是一个非常脆弱的系统。

2001年后我国“股市生态”发生较大变化

总结我国股市十几年的发展历史,我们可以按2000年为界,划为两个时期。2000年以前的股市生态构成主要是散户、证券公司、私募基金等。证券投资基金在2000年之前规模很小,不到200亿元。对于机构投资者来说,证券公司的资金规模最大,有3000亿元至5000亿元左右,其余的市场参与者主要是散户和私募基金。需要说明的是,私募基金一般也是依赖个人的投资经验,很少有自己的研究队伍,因此它们的行为方式和组织方式与个人投资者之间没有本质的区别。从资金数量看,2000年以前的“庄家”主要是证券公司,它的比重不超过30%,散户和其他“跟庄者”占70%以上。也就是说,2000年以前的中国股市生态中,“大鱼”少,“小鱼”多。所以,“大鱼”能够很好地生存发展,而“小鱼”也越来越多。它们之间构成了比较稳定的平衡。

但2000年以后,我国股市的生态平衡被打破。主要的原因之一是证

券公司开始扩容,总资产从1999年的3000亿元迅速增加到2001年的5800多亿元,增加了接近1倍,证券公司的总资产占股市流通市值的比重接近50%。

原因之二是管理层开始着力发展机构投资者,使投资者结构逐渐发生变化,以基金为主的机构投资者所占的比重越来越大。到2005年12月为止,基金的总规模已经超过5000亿元,投资股票的基金也接近2000亿元规模(见表1)。基金是一个特殊的投资群体,它既不能坐庄,因为它有严格的制度约束,也不能像一般散户一样跟风,因为它的资金量很大。因此,基金不仅不是庄家的“美食”,而且成了庄家的“天敌”。

因此,2001年之后,股市生态环境发生了较大的变化:在资金份额上,散户等跟庄者越来越少,而庄家的“天敌”却越来越多。

当市场发生了这样变化之后,坐庄盈利的难度开始增加,在拉抬股价的过程中,跟风盘越来越少。我们可以用股市换手率的统计数据来反映这个问题,2000年以后,股市年换手率从40%减少到200%左右。(见表2),而且,质地较好的上市公司的股票都有基金入驻。坐庄模式不再显灵了。

如同自然界的生态平衡遭到破坏会导致自然灾害一样,股市生态破坏以后,股灾的频率必然增加。我国股市在2000年以前的十年间,发生过一次“危机”时刻和两次“紧张”时刻。但我国股市在2000年以后的3至4年间,已发生过两次“危机”时刻和两次“紧张”时刻。比较而言,我国股市危机的发生频率有了明显提高,股市危机的发生烈度也有了明显提高。

在2000年以前,我国股市主要低点之间的间隔通常至少都在1年以上,大部分时间可在2年以上。在2000年以后,我国股市主要低点之间的时间间隔已缩短至8-9个月,我国股市的安全性有所下降,我国股市越来越缺乏依靠自身力量实现景气循环的能力。

在2000年以前,我国股市的下跌幅度与上涨幅度之比,大体处于30%-60%之间,平均处于40%-50%之间。而到2000年之后,我国股市的下跌幅度与上涨幅度之比,已平均超过100%,即平均跌幅大于涨幅。

股权分置改革使“股市生态”发生根本改变

那么,有没有什么办法改变我国

股市生态脆弱的现状呢?答案是肯定的。

在前面,我们将我国的股市生态和美国股市生态作了一番比较,结论是美国股市生态要比我国的股市生态稳定,原因是美国的股市生态比我国的股市生态链条长,本质的区别是上市公司的分红为股市生态提供了充足的初始养分。因而,要使我国股市生态也达到美国股市生态的状态,有两条途径,一是股市的持续下跌,使股价不断降低;二是通过国有股、法人股低价配售给流通股,实现全流通,大幅度降低平均股价。这两种途径都可以降低股价,使投资者通过上市公司的分红得到“应有的回报”。

2001年之后股市的不断下跌,本质就是股市生态的一种自我修复,是股市生态系统在原有的平衡遭到破坏后企图找到自己新的平衡状态,是从一种股市生态过度到另外一种股市生态的过程中。当然,这个过程是痛苦的,有很多机构和散户已经在股市生态的巨变中“死掉”。

2005年股权分置改革得到了机构投资者的积极拥护,其本质就是希望通过市场通过除权的方式而不是下跌的方式回到“投资市场”状态,使股市生态系统进入一个稳定的状态。它们希望选择第二种途径实现股市生态的变迁。

但股改对股市生态的影响远远超过我们上述估计。截止到2006年4月初,2005年5月开始的股权分置改革已经使一半以上的公司进行了股改,其效果并不像我们上述推导的那么简单,它使股市生态结构发生了根本性的改变——上市公司成为股市生态中的一个最活跃的因素加入到股市博弈中来。正与倡导股权分置改革者所说的那样,股改使上市公司的大股东开始关心股价的涨跌,而且从制度上也解决了上市公司不能买卖自己股票的难题,使上市公司有可能替代证券公司和私募基金成为股市中最活跃的新“庄家”。

这种新的食物链的出现对股市生态的影响是深远的。因为,上市公司不仅可以利用自身的优势(本身就是大股东)盈利,而且还可以通过公司的业绩来改变股票价格。这是以前的证券公司和私募基金等“老庄家”所望尘莫及的。结果有可能使股市的投机气氛越来越浓,也使我们希望稳定的股市生态变得越来越复杂。

■看点

●从总体看,投资者得到的上市公司红利不足以支付交易费用。到2003年底,证券市场上缴印花税1965亿元,但上市公司分红仅有1844亿元,流通股获得分红仅600多亿元,还要缴纳20%的分红所得税,实际只有500多亿元。因此,我们可以做出这样的判断:到2005年6月为止,我国股票市场还不完全是个投资市场,它只能称得上是个投机气氛浓厚的市场。上述这些推论与“价值投资”理念是完全吻合的。

●美国的股票市场有大量的国外投资者,有对冲基金,有养老金,有各种私募基金等,这些投资者的口味都是不一样的。美国股市生态和我国股市生态最大的不同在于它们有丰富的“水草”——上市公司红利,“大鱼”不一定要靠吃“小鱼”来维持生命,而且可以直接吃丰富的“水草”。而我国上市公司的分红几乎可以忽略不计,股票分红对投资者没有吸引力。也就是说,美国的股市生态的食物链比中国长而复杂,而我国股市生态是一个非常脆弱的系统。

●2001年之后股市不断下跌的本质就是股市生态的一种自我修复,是股市生态系统在原有的平衡遭到破坏后企图找到自己新的平衡状态,是从一种股市生态过度到另外一种股市生态的过程中。

●2005年5月开始的股权分置改革已经使一半以上的公司进行了股改,它使股市生态结构发生了根本性的改变——上市公司成为股市生态中的一个最活跃的因素加入到股市博弈中来。股改使上市公司的大股东开始关心股价的涨跌,而且从制度上也解决了上市公司不能买卖自己股票的难题,使上市公司有可能替代证券公司和私募基金成为股市中最活跃的新“庄家”。从而使股市生态变得更加复杂。

■编余

去年,我们协同中国社科院金融研究所发布了中国金融生态报告。金融生态一词由此成为业内人士非常重视的一个关键词。将生态概念引进社会科学,这是一个很有意思的尝试。它特别能够提示人们的地方是,社会科学的某个领域就跟生物学一样,也有一种有机的生态环境,这种生态环境好坏趋势,直接影响着这个领域相关方面的运行质量。

现在,中国社科院金融所的尹中立博士把生态概念也引进到中国大陆的股市中来,不失为一个有参考价值的分析视角。根据尹博士的研究,中国大陆股市的生态情况是不乐观的。原因何在?很大程度上与外部环境和内部运作机制的基础有关。而去年开始的股权分置改革对股市生态环境的改善正在发挥持续的正面效应。这项工程还在进行中,对其效果也有待进一步观察。

——亚夫

我国“股市生态”的三次演变

迄今为止在我国股票市场15年的发展历程里,股市生态发生了三次大的演变:

第一次演变发生在1999年的5·19行情之后,其标志是私募基金迅速成长起来。在1999年至2001年的3年时间里,私募基金和证券公司成为股市生态的主宰。这时期的市场透明度较差,各种违规和投机活动不断。但这段时间也是股民很留恋的时代,因为市场十分活跃。但随着证券公司这条“大鱼”的逐渐壮大,“小鱼”的比例逐渐减少,股市生态的平衡逐渐失衡。

第二次演变发生在2001年之后,其标志是证券投资基金的“超常规”发展。“超常规”发展基金

成为股票市场的主导力量。这段时期的市场不断下跌,市场的投资理念逐渐从“投机”转向“投资”,“价值投资”的理念开始确立,股市生态从不稳定的状态向稳定的状态过度。这段时期的特点是理性大于激情,市场价格不断下跌。

第三次演变发生在2005年之后,其动力源自于股权分置改革,这是我们要分析的重点所在。股改使股市生态结构发生了根本性的改变,上市公司成为股市生态中的一个最活跃的因素加入到股市博弈中来,上市公司开始替代证券公司和私募基金成为股市中最活跃的“庄家”,几乎消失的“庄家”又重新出江湖。上市公司和证券投资基金一起成为市场的主导力量。

与证券投资基金倡导的“价值投资”理念不同,上市公司擅长的是“成长”的故事。对于大型国企类上市公司来说,管理比较规范,决策

的程序完善,操纵自己股价的可能性不大。而部分市值较小的上市公司,它们会编织各种各样的“成长”故事,诱导投资者进入。“东方电子”和“银广夏”是股市生态发生第二次演变前最为经典的“成长”故事。

随着市场越来越热闹,“成长”的理念有可能会取代目前的“价值投资”理念。这对于投资基金来说是一个不好的消息,因为它们无法在小盘股中有所作为,这是基金的投资理念将被市场遗弃的时候,基金也将被市场边缘化。除非适应市场的变化,专门搞“成长基金”、“小盘股基金”或“中小板基金”。

当众多的上市公司开始动员起来时,市场将会再次进入一个非理性多于理性的投资时代,从而用“价值投资”的标准来预测和度量股市显得不太适宜。也就是说,我们的股市又进入了一个投资理念多元化的时期,“价值投资”不再是唯一适用的投资理念。

表1 1998-2005年中国基金发行募集一览表 (按封闭式与开放式分类)

年份	基金数量(只)	募集规模(亿元)	封闭式数量(只)	封闭式募集规模(亿元)	开放式数量(只)	开放式募集规模(亿元)	其中:股票方向数量(只)	其中:股票方向募集规模(亿元)
1998年	5	100	5	100	0	0	5	100
1999年	17	405	17	405	0	0	17	405
2000年	11	55	11	55	0	0	11	55
2001年	16	241.26	13	124	3	117.26	16	241.26
2002年	22	580.99	8	133	14	447.99	20	480.63
2003年	39	678.51	0	0	39	678.51	25	401.49
2004年	51	1821.4	0	0	51	1821.4	38	1265.06
2005年	57	1002.79	0	0	57	1002.79	38	418.93
合计	218	4884.95	54	817	164	4067.95	170	3367.37

表2 1997年至2004年6月份我国股市换手率(%)

年份	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年6月
换手率	743	416	401	489	214	204	248	185

数据来源:中国银河证券基金研究中心