

# Opinion

关注股市系列谈之一

## 从巩固和发展股改成果看稳定股市的必要

供求关系失衡必然会导致股市的波动。如果考虑到目前中国资本市场发展所处的特殊背景,从保障股权分置改革和股市健康发展的需要来看,维护市场稳定发展非常必要。

◎张鑫

最近一段时间以来,面对我国股市持续暴跌,投资者信心遭受重创,有关政府要不要救市的争论也越来越多。反对者以国外为例,认为救市解决不了问题,股市的问题还是要由市场来解决,政府最基本的责任是维护市场的秩序,确保市场的公开、公平和公正。这似乎很有道理的。但如果考虑到目前中国资本市场发展所处的特殊背景,从保障股权分置改革和股市健康发展的需要来看,政府救市则显得非常必要,甚至是应该不得不为的迫切要求。

股市的运行趋势与资金面存在着十分密切的关系,供求关系失衡必然会导致股市的波动。2001年6月提出“国有股减持”后遭到市场以脚投票,2005年5月提出“股权分置”改革后遭到许多专家学者的怀疑,主要原因就是担心一旦占上市公司股本总额近三分之二的非流通股集中进入股市交易,必将使股市供求关系发生实质性的变化,以致压垮整个市场。后来股权分置改革进展之所以

出乎意料的顺利,也是与改革过程中投资者的创新、大股东延长非流通股锁定期以及政府出台了诸如上市公司回购社会公众股份、控股股东增持社会公众股份等一系列政策措施直接相关。这样才打消了投资者对非流通股可能大量入市引致股指暴跌的疑虑,使遭受惨重损失的广大投资者的信心也得以恢复,并最终终结了2001年6月到2005年上半年长达四年多的熊市而步入了随后近两年的牛市,为进一步推进股权分置改革创造了良好的市场环境。

自去年10月以来,我国股市连连下挫,虽然有美国次贷危机、国内宏观紧缩政策等因素的影响,但根本原因还在于大规模大小非的减持和上市公司巨额再融资迅速改变了市场供求关系的预期,从而影响了投资者的持股信心。数据统计显示,2007年大非解禁的公司有443家次,涉及股份合计达174.05亿股。2008年全年A股市场解禁更是高达1339.193亿股,总市值超过29763亿元。如果考虑到中国平安公司巨额再融资方案在股东会通过可能引发的再融资高

潮,市场面临的压力更大,也更难以预期。而从资金面看,仅靠新基金的发行和QFII的开通远远解决不了市场对资金的需求。供求关系的严重失衡必然影响到投资者的预期,对投资者心理造成严重的冲击,并引致股市大幅下跌乃至崩盘。这其实是市场运行的结果,如果任其发展,最终必将严重损害投资者尤其是中小投资者的利益,进一步打击广大投资者的信心,非但使股权分置改革的成果得不到保障,我国资本市场的进一步发展也将受到严重的影响。

股权分置改革是一项“开弓没有回头箭”的政策举措,旨在解决制约我国资本市场发展的最重要的制度性障碍。虽然它不是包治百病的灵丹妙药,但这是我国资本市场发展过程中不得不跨过去的一道坎。尽管从目前看进展比较顺利,但更为艰巨的时期还是在大小非解禁后,扩容的巨大压力可能影响股市的稳定发展,进而使股改的成果大打折扣。从目前来看,这种解禁压力不仅已经对投资者的心理产生了很大的利空影响,而且对股市产生了实实在在的冲击。由于非流通股

基本上是一元一股甚至更低获得的,非流通股持有者是股改和股市上涨的最大赢家,变现的动机非常强烈。因而大小非一解禁就遭到疯狂抛售的事件不断出现,并有进一步加剧的趋势。有大户甚至说道:“如果有需要,不会计较卖出一两个跌停板。”事实上,大小非解禁的狂潮已超过了很多人的想象。面对“大户”狂抛法人股,一些基金经理发出“快受不了了”的声音。

如果说沪指指从6124点跌到4700多点是挤泡沫的行为,属于市场的正常调整;那么,从5522点快速跌到4000点的合理投资价值区间后,在国民经济健康稳定持续发展的前景仍然可期,上市公司质量明显提高、市场监管有效性得到加强、外围股市也出现好转等背景下,我国股市还是“跌跌不休”,股市运行的技术分析失去作用,这只能说明另有原因。可以说,正是大小非的疯狂抛售、巨额再融资消息的频频传出迅速改变了股市的供求状况,从而导致了市场持续的大幅调整。更令人担心的还在于,如果股市连连下挫引起的股民的恐慌情绪传导到基民身上,不可避免地还将引发基民的大规模赎回潮,然后迫使基金被迫抛售股票,由此形成恶性循环,其后果不堪设想。那时,我国资本市场将不堪承受,股权分置改革的成果也很可能因此而被毁掉。

“切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益,维护股票市场的稳定发展”是股权分置改革的生命线。在股权分置改革的特殊背景下,当我国股市遇到国内外利空因素的严重打击时,政府及时出台一些救市措施是非常必要的。当务之急最重要的是要采取果断行动,暂缓新股发行的节奏,尤其是要明确限制那些“狮子大开口”式的再融资行为,有效地消除投资者对于资金面上的巨大恐惧,同时要继续开拓资金入市的新渠道和机制,将印花税调整为单边征收,还要更加善待中小投资者,并切实保护他们的利益。这样做的目的在于让市场明确管理层对维护资本市场稳定发展的积极态度,消除目前弥漫在市场上的不正常的恐慌情绪,取信于投资者,重申市场的信心,最终使我国资本市场回归到稳定发展的轨道上来。

编者按:上证综指跌破了绝大多数人原先认为的“铁底”4000点,A股市场是否已经由“牛”转“熊”?到底是什么原因导致了这一波连续下跌?怎样才能稳定股票市场?从今天起,本报评论版将配发系列文章,从多个角度进行深入分析,以饕读者。

## 风险教育莫忘提高投资者的心理素质

◎曲震宇

股市持续下跌,考验着投资者的心理承受能力,一些投资者因承受不了巨大压力而出现一些问题。因此,我认为,风险教育也应该把提升投资者的心理素质作为一个重要的内容。

2007年,上证指数最高涨幅为124%,全年涨幅为90%左右。2007年深综指最高涨幅为180%,全年涨幅为152%左右。在机构投资者获取丰厚利润的情况下,广大中小投资者却跑赢大盘者却不多。去年底,央视《经济半小时》的调查显示,本轮牛市从2006年11月开始计算,亏损的人高达69.53%,而赚钱的人只有22.1%。在没有亏损的30%的人中,29.05%的人收益回到了2006年年底。

在牛市里面,亏损面如此之大是难以想象的,但是,仔细想想又有其必然性。这一方面,我国资本市场存在着很多不确定性因素(尤其政策因素),另一方面,许多投资者的心理素质过于脆弱。

以去年的印花税提高事件为例,这一事件所带来的负面效应是显而易见的,但是,在我国经济快速发展等客观基本面无明显改变的情况下,其利空影响远不至于使股市走熊。但“5·30”大跌时,的确有不少投资者吓得在地板上割肉。然而,现在回过头来看看,那些战胜恐惧的投资者所持有的股票,在不久之后全部都走出了低谷,大部分在后来创下了新高,有的甚至还翻倍了。在我国股市已经调整到3900多点的情况下,绝大部分股票的价格都高出“5·30”时的价位。从投资者的角度来看,5·30大跌给他们带来的教训则是,没有良好的心理素质难以在投资中获利。

其实,我国投资者尤其那些新的投资者,他们最缺乏的并不是技术层面的知识——很多新股民在入市几个月后讲起技术分析来就已经头头是道,这得益于不计其数的投资理财类书籍的普及和资本市场持续火爆点燃起来的热情——投资者最缺的其实是心理层面的知识,而这一点至今没有引起我们的投资者重视,也没有引起监管部门的重视。每当股指创下新高时,有关部门会忧心忡忡,不知道该如何浇灭投资者亢奋而炙热的逐利火焰;而每当股指持续调整时,他们又担心投资者脆弱的心理因此受到伤害,从而影响到我国资本市场的可持续发展。从根源上来讲,这何尝不是心理问题使然?

华尔街有句古老的格言,“市场由两种力量推动:贪婪与恐惧”。许多人对这句格言给予了不同的解读。我觉得,这句格言实际上是对投资者普遍存在的心理问题的概括,那些不是贪婪就是恐惧的投资者,经常在天堂和地狱之间痛苦的挣扎,而那些战胜了贪婪与恐惧,或者说,利用好了别人的贪婪与恐惧的投资者,则成了巨大的成功者。巴菲特就是一个。巴菲特用一句经典的名言为自己的成功画上了一个精彩的注脚:“在别人恐惧时贪婪,在别人贪婪时恐惧。”而我们的不少投资者往往是在别人贪婪时更贪婪,在别人恐惧时更恐惧!

心理素质的提高胜过任何技巧,当我们的投资者具有了良好的心理素质,他们受益的何止是投资理财方面?甚至包括其人生态度都可能发生改变,变得更为乐观、积极和热情。从这个角度来看,提高广大投资者的心理素质才真正是重中之重的事情。

## 不能总把投资者视为投机者

◎杨薇

十一届全国政协委员、国务院发展研究中心对外经济部部长张小济表示,要正确认识证券市场,不要总是认为来股市投资的都是投机者,春节联欢晚会还有小品嘲笑股市投资者,社会上把他们唤做股民、新股民,这些都是中国千年以来轻商传统沉淀下的蔑视性色彩。

笔者对张委员的观点深有同感。长期以来,社会上对股民存在着种种偏见,把他们简单地视为一群投机者是不公平的。首先,我国股民无论是投资者还是投机者,都为国企改革和我国资本市场的发展作出了重要贡献。股市最基本的功能是融资功能,融资的目的是为了企业获得资金保障,实现资源的优化配置,更快地向前发展。正是由于无数股民的支持,股市的融资功能才得以发挥,国企改革才得以顺利进行,而股民在这一过程中作出了巨大贡献。

其次,世界上没有一个股市纯粹由投资者构成。投资者与投机者共存乃是股市普遍的现象,区别在于投资者、投机者所占的比例。全国人大常委会委员长成思危就曾表示:“一定要注意保障股民的公平和公正,让股市真正成为有效的投资和融资的场所,一个适度投机的场所。”即使在成思危先生看来,投资与投机并存的现象也是非常正常的,投资者素质难以在投资中获利。

■周洛华专栏

## 五论通胀无牛市



想与我讨论通货膨胀情况下股市估值方法的人一直很多,而最近赞成我的观点的人也越来越多了。

从2007年上半年开始,我在《上海证券报》陆续发表了四篇讨论通货膨胀情况下股市估值方法的文章,每次都收到了许多业内朋友的留言和回函。从各地读者的反馈意见来看,大家很希望我不仅能够提出并论证“通胀无牛市”的观点,还要再进一步明确描述通胀和估值之间的数量关系。这个问题我也确实已经思索了相当长一段时间了,今天就在本栏再说说我的一点看法,也算是对“通胀无牛市”观点的深入讨论吧。

在展开论述之前,我先说明,我不同意用净现值法来估值股票。因为用净



适度的投机可以增加股市的活力,是有一定积极意义的。

而且,股民并非都是投机者。投资与投机有着明显的区别。格雷厄姆对二者进行了划分,他指出:“投资者和投机者最实际的区别在于他们对股市波动的态度上,投机者的兴趣主要在参与市场波动并从中谋取利润,投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票。”简而言之,投资的目的是长期持有上市公司的股票,等待公司有了利润后分取红利,一般不做短期炒作;而投机则是买了上市公司的股票后,见涨后就卖出,赚取差价,是一种短期炒作行为。不容否认,在我们的股票交易市场,投机者的比例还比较高,但这很大

程度上与环境有关,价值投资者常常不及投机者获利丰厚,换句话说,在A股市场的价值投资者所面临的的不确定性风险并不比投机者面临的少。

一般而言,价值投资者更偏重于绩优股,而投机者更偏重于题材炒作。

从去年10月中旬开始的大盘深幅调整,实际上是一次结构性“大洗牌”。尽管指数跌幅巨大,但沪深两市7000多只A股期可跌反涨,而这些股票基本上以中小市值品种股票和题材股为主。而以沪深300为代表的蓝筹绩优股,超过一半的股票跌幅在50%以上,价值投资者成为此次调整的最大受害者,而投机者的损失相对较小,而收益则比较明显。

在鼓励价值投资的今年,这一现象显得颇为尴尬。其实,不仅中小投资者常常偏好于投机,就连机构亦如此。已经公布的数据显示,有的基金甚至仅一个交易日之后就大量买进某一股票向大量卖出该股票转换,换手率高达惊人。

这说明,我们这个市场本身还缺乏对价值投资者的吸引力——只有当价值投资者获取的收益大于投机者时,人们才会从投机偏好向投资偏好转变。因此,我国股市的投资气氛浓淡与市场本身的缺陷有关,要想培养人们的价值投资理念,并以此减少市场大起大落的波动风险,需要构建一个有利于价值投资的环境(如强化退市制度、严厉打击内幕交易等),使价值投资者的收益大于投机者而风险小于投机者。

股民作为国企改革及民企发展作出过巨大贡献的群体,他们应该受到应有的尊重。价值投资的理念需要引导,需要通过环境与制度的完善去培养,而不是靠嘲讽来刺激。中国经济要保持又好又快发展,离不开资本市场这一重要基础,自然也离不开广大股民。两会代表、委员关注股民的地位是一个积极的信号,愿从此开始,人们不再简单地把投资者称为投机者,对股民有一个正确的认识。

## 两会观察

权就应该相应从20倍动态市盈率下调到11.5倍市盈率。因此,我坚信通胀无牛市。

需要指出的是,沪深股市在1995年至1996年物价上涨期曾经从1500点跌倒300点附近。2005年,当大中城市房价大涨的时候,沪深股市保持了10倍左右的市盈率。只是由于统计口径问题,才使得房价的上涨没有全部体现在我国消费物价CPI指数中。大牛市需要的根本前提是低通胀,如果通货膨胀率从5%下行到3%,市场就能够接受33倍左右的市盈率,而这个估值水平恰恰是我国物价指数在2007年下半年翘头之前的沪深300成份股的估值水平。

虽然有研究报告说我国上市公司业绩今年仍将保持增长,但是这种增长的幅度也就在30%左右,即便经过EPS每股业绩的增长调整,沪深股市的估值仍有可能下行到与物价上涨预期相一致的水平上。可以说,对于估值中枢的下移趋势,此前市场普遍预期的业绩增长效应和两税合并效应都是杯水车薪,可以忽略不计的。

有人说,由于物价上涨,而储蓄存款利率是负数,所以老百姓的钱没有其它出路,只能去炒股,这将导致股票上涨。这种论述不仅根本错误,而且具有极大的欺骗性和误导性。央行并没有义务对普通居民所遭受的因物价上涨而导致的存款贬值承担任何补偿义务,这

## 坚持长期投资是一门艺术

——读巴菲特2008年致股东的信有感

◎郭凤霞

于股市连续暴跌不止之时,读最近公开的巴菲特2008年致股东的信,别有一番感受。这位问鼎2008年全球首富的投资大师,像长者一样娓娓道来,他坚持长期投资的理念浸透在字里行间,启人心智;他对过往一年投资得失的评价,轻松自然,丝毫没有做作和夸张的表情。就像拉家常一样,谈他如何挑选经理、评估投资目标、设立止损点的……它就像一面镜子,折射出许多耐人寻味的东西。

坚持长期投资不动摇,把市场波动看作你的朋友而非敌人,是巴菲特非常独特的价值投资理念。如果你能把股市涨跌看成是一种正常现象,把握波峰和低谷,就像把握旋律和节奏一样娴熟,你就不会为了一时的得失而大悲大喜。当然,面对跌跌不休的股市,面对自己的账户资产在不断“缩水”,甚至陷入亏损状态,要做到这般气定神闲,并不是凡人都能做到的。这就是大师与凡人的区别了。

因此,坚持长期投资不动摇,不是一句大话。巴菲特的独到阐释是,你购买股票的价格必须低于你所能承受的价位,在低位时不恐惧,在高位时不贪婪。这是股市操作中最简单的道理,但真正做到并持之以恒却不容易,但巴菲特做到了。他说,“只有在退潮的时候才知道谁在裸泳”。从去年下半年开始,美国次贷危机席卷全球,许多著名的跨国金融机构损失惨重,但巴菲特管理的伯克希尔·哈撒韦公司却在2007年里净赚了123亿,账面价值增长11%。这份成绩单的背后,是因为他长期持有的76家公司2007年业绩都相当不错,除少数和房地产相关业务的公司外,几乎都是盈利的。

当然这需要敏锐的市场感觉和非凡的洞察力,巴菲特在选择投资对象时,延用的是“持久”的眼光。他说“拥有一小块儿希望钻石胜过整颗人造水晶”,用“持久”的标准,他把那些一味追求快和变的公司划去了,而是寻找那些在一个稳定行业中拥有长期竞争优势的企业;他在选择CEO时,也明确表示讨厌那些在现有位置上呆上五年就会觉得自己是个失败者的经理人,而是重用那些“今天在这里,永远在这里”的管理者;他在评价公司是“优秀”还是“卓越”时,不仅仅依靠利润大小来评判,而是根据投入和产出的比较来认定,他认为,一个不依靠巨额资金投入就能获得持续增长的公司显然会更好一些。

或许,有人对巴菲特抛售中石油股票的行为颇有微词。2002和2003年期间,巴菲特以4.88亿美元购入中国石油1.3%的股份,当时中石油的市值约为370亿美元。而到了去年下半年,中石油的市值涨到了2750亿美元,这个估值水平已经和世界上市同类型的大型石油公司相当,所以他们就将其手中的股票全部卖出,总收入40亿美元,为此还支付了12亿美元的税金。现在,我们从巴菲特给股东的信中明白了“奥秘”。因为巴菲特认为,当股价已经透支一间公司价值的时候,就没有理由继续持有。由此看来,当一个市场在疯狂和狂跌的时候,用价值投资的标尺来衡量,始终保持这份冷静和理智,是这位老人向我们这些新兴市场的投资者们馈赠的一份精神财富。

巴菲特是很谦逊的。在信中还谈到了他在外江市场上的操作,对衍生金融工具的看法,包括他在投资决策中犯下的错误,他的继承人问题等等。细细读来,你就会被这种推心置腹的交流深深打动,他如数家珍,不足的地方让你知道,成功的地方让你分享,未来的困难共同面对,他对公司股东的这份长久的责任和尊重,让你如沐春风!正是这份平等对待股东的真情,才使伯克希尔·哈撒韦公司的股东们能长期持有股票,甚至几十年如一日。

笔者认为,巴菲特2008年致股东的信,是一份证券市场业内人士的“必读”教材。不但投资者要读懂它,上市公司、基金公司、证券公司高管也要读懂它。当然,监管部门更要读懂它。

也就是为什么我国目前保持着明显的负利率而央行不急于采取行动的原因。保持长期的负利率并不能改变股市估值将随着CPI升高而下移的趋势。

为什么在通胀压力下青菜萝卜都在涨而股票却在跌?为什么钢材价格一路上涨而钢铁公司的股价却在下跌?为什么加息对抑制通货膨胀往往是无效的?这些问号成一条主线在我的脑海中串联起来,变得越来越清晰。从2004年10月央行第一次加息开始至今,我始终坚持“加息将推高房价”的观点。今天,无论央行面对物价上涨是否采取加息,或者采取怎样的措施,都不能改变A股估值中枢下降的趋势。我今天坚持“通胀无牛市”的观点一如当年坚持“加息将推高房价”一样自理。因为这两者是基于同样的金融学原理。

一段时间以来,我竭尽所能地劝说周围的人们,在物价上涨的时候放弃股票投资,转移到商品期货上去。一开始,大家都对我很反感,现在许多人纷纷向我表达热情洋溢的感谢。这恐怕也是一种普遍的心理现象吧:人有通常不太相信自己身边的人所说的话,而将媒体报道中时常露脸而未谋面、不知底细的人视作真正的专家,并对这些人深信不疑。我对此当然并不介意,我也从来不敢以什么专家自居。我只是希望大家尽快地奔向小康生活,并且在通往小康的路上,尽可能地少犯错误。