

股市的逻辑

陈培雄·著

STOCK MARKET
THE LOGIC OF

本书带您步入股市殿堂，分析中国股市，揭秘股市问题，解读股市逻辑。

市场经济创造了人类辉煌。市场是一种制度，实现了商品定价和交换；市场是不断创新的过程，股市是制度创新的结果；股市不是普通市场，读懂股市并不简单。

新华出版社

股市的逻辑

THE LOGIC 陈培雄 · 著
OF STOCK MARKET

图书在版编目(CIP)数据

股市的逻辑 / 陈培雄著. —北京: 新华出版社, 2016.2

ISBN 978-7-5166-2378-7

I. ①股… II. ①陈… III. ①股票市场—研究—中国 ②融资—资本市场—研究—中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第047470号

股市的逻辑

作者: 陈培雄

出版人: 张百新

责任编辑: 朱思明

封面设计: 李诗欣

出版发行: 新华出版社

地址: 北京石景山区京原路8号 邮编: 100040

网址: <http://www.xinhuaupub.com> <http://www.press.xinhuanet.com>

经销: 新华书店

购书热线: 010-63077122

中国新闻书店购书热线: 010-63072012

设计制作: 余亚

印刷: 广州市骏迪印务有限公司

成品尺寸: 165mm×242mm 1/16

字数: 250千字

印张: 16.125张

印次: 2016年3月第一次印刷

版次: 2016年3月第一版

书号: ISBN 978-7-5166-2378-7

定价: 48.80元

图书如有印装问题,请与出版社联系调换。

陈云贤：探索中国股市改革之路

作者曾是广发证券公司的中层管理者，担任过资金管理部、清算中心、电脑中心等部门负责人，参与筹建过广发基金公司。同时也是国内少有同时从事过期货市场、证券市场、技术市场、产权市场管理和研究工作的同志。十多年来一直孜孜不倦研究证券、技术等高端市场，《股市的逻辑》一书就是他研究的结晶。在这本书中，作者通过分析中国股票市场现状，指出了中国股票市场存在的功能性缺陷和制度性缺陷。功能性缺陷主要表现在混淆了直接融资市场与股票交易市场的关系。事实上，股票市场与直接融资市场是两个完全不同的市场，尽管两个市场具有密切的关系，但是不能混为一谈。我们一直在苦苦探寻为何直接融资比例过低，为何股票市场始终难与国家经济走势相关，作者提出的观点作为具有独特视野的一家之言值得我们探讨研究。作者提出的中国股票市场制度性缺陷又称技术性缺陷，是指中国股票市场至今没有实行国际规范的“银货对付”准则，券商与证券交易所的股票交割和资金结算不同步进行。如果这一

问题存在，它将揭示出我国证券市场存在较大的技术漏洞，也将提出为什么会出现光大证券乌龙事件的可能原因。作者较为熟悉整个股票市场的底层运作，他所提出的这一问题，也需要我们去认真探讨研究。

在深入分析股票市场基础上，作者创造性提出了“科技股票市场”、“多类型资本市场”等新的概念。他提出科技股票市场形式上是股票市场，本质上却是实现技术商品交易的技术市场。如果它能够在实践中获得成功，将能解决困扰我国多年的技术商品交易难题，推动国家科技发展和经济转型升级。作者认为美国纳斯达克市场（包括分拆股票市场^①）是世界上第一个科技股票市场。由于科技股票市场与传统股票市场属完全不同类型的股票市场，所以作者提出了多类型资本市场概念。

回顾我国股票市场历史，我们已经走过了二十多年的发展历程。股票市场对一个国家的经济能起到较大的推动作用，因为股票市场具有较强的资源配置功能。美国在传统股票市场基础上创建了纳斯达克股票市场（作者称之为科技股票市场），短短十多年时间培育出一大批世界著名高科技公司。认真总结和探讨我国股票市场的现状及发展将能进一步说明我国市场配置机制还有很大拓展空间，从而说明中国经济还有巨大的发展潜能。

是为序。



2016年1月15日

^① 林建：《大交易场：美国证券市场风云实录》，机械工业出版社（2007年）。



陈恒富：变革才有出路



股市是一个很奇妙的市场，看懂股市并不容易。过去我们曾经认为它是一个充满邪恶的市场，今天发现它充满神奇。美国股市创造了人类科技辉煌，世界各国趋之若鹜，纷纷效仿，但是真正能模仿成功的却寥寥无几。二十多年前我们引入了股市，期待中国股市能有辉煌的一天，遗憾的是事与愿违。同样是市场为什么有如此巨大的差别，说明此市场非彼市场，此股市非彼股市。

如果把股市视为土壤，上市公司视为根植于股市土壤中的种子，上市公司能否茁壮成长，自然取决于土壤的成分（包括土壤代表的环境）。土壤的成分就是股市的制度设计，不同的股市制度设计代表不同的土壤成分。美国纳斯达克市场无疑是一片特别适合高科技公司成长的土壤，这就是它能在短短的几十年内培育出微软、思科、英特尔、苹果等一大批高科技公司的原因。在中国股市这片土壤里，我们种下的不仅是种子还是已经成才的树，可这些树似乎水土不服。我们不得不怀疑中国股市

土壤的成分，质疑中国股市制度设计的有效性。

陈培雄同志长期研究中国股市制度设计，从而发现了中国股市存在的问题，或者说与国外规范股市制度设计上的区别。这些区别主要体现在：（1）股市是否包括融资功能。我国传统教科书认为股市包括融资功能，陈培雄同志的研究结果是股市不应该包括融资功能，并且引用国外权威教科书论证了这一观点；（2）银货对付准则。这是一个不容怀疑的市场制度设计准则，而中国股市没有严格遵循这一准则；（3）会员制。会员制也是国际上股市普遍采用的规则，陈培雄同志指出了我国股市没有采用规范的会员制。中国股市问题是否是这些不规范的制度设计引起的，我们尚不能下定论。但是有一点是可以肯定的，在我们尚未掌握股市的真谛之前，不应该盲目创新。按照国外规范的、已经成功的股市制度设计中国股市模式是我们最好的选择。这就需要我们读懂股市，理解股市的运行规律，《股市的逻辑》一书帮助我们做到了这一点。

陈培雄同志是国内少有同时从事过期货市场、股票市场、技术市场、产权市场等高端市场的高管人员。曾经参与筹建的市场和机构包括：广州第一家期货交易所、中国第一家期货独立结算公司、中国第一家股权交易市场、广发基金、广州技术产权交易所等。多个高端市场的管理实践和长期的研究，使得该同志对各个高端市场运行机理融会贯通，有机结合，从而较好掌握了各个高端市场应遵循的运行与发展规律。《股市的逻辑》一书除了讲述股市的运行规律，还提出了多类型多层次资本市场、科技股票市场等创新概念，打开了我们的思路。作者希望我为他的书写个序言，尽管我还难以准确评价这本书的价值，但是我非常钦佩陈培雄同志的探索精神和满腔热忱，长期以来他一直关注中国股票市场，一直

关注中国的科技成果转化。我希望他的这本书能够得到广泛的关注，特别是有关部门的关注，从而能够对中国股票市场顶层设计产生有益的影响，使中国的股票市场更加完善，更有力地促进中国经济的腾飞。

陈恒富

2015年12月6日

自序

感谢陈云贤博士和陈恒富教授为本书作序，在我人生职业道路上这是我遇见的两位贵人。1992年我参与筹建广州第一家期货交易所，陈云贤博士代表广发银行筹建配套的中国第一家期货清算公司。当广东期货市场受到国家政策性关闭时，是陈云贤博士把我引入了证券市场。《股市的逻辑》一书中的很多观点，应该是我进入广发证券后形成的。广发证券在陈云贤博士的率领下，从广发银行的一个小小证券部一跃成为了今天叱咤中国证券市场的赫赫有名上市公司。我们这些曾经在陈云贤博士领导下的员工，不论是离开了的还是仍然留在广发证券的，大家都对陈云贤博士发自内心的高度认同。正是在他的带领下，才有广发证券今天的辉煌。以后陈云贤博士官至副省长，经常出现在公众视野中，所以大家对他不陌生。

也许大家陌生的是陈恒富教授，他尽管没有什么大的名气，实际上也是一位传奇式的人物，我对证券市场的很多认识源于与陈恒富教授的

交流。当年他在深圳一家美国基金公司工作，而我在广州的广发证券公司工作。陈恒富先生是我的老师也是好朋友，当年我们一批从事证券的朋友对他的渊博知识都佩服得五体投地。在节假日期间，我们一批不同证券公司的朋友们常常相聚在深圳或广州，都非常喜欢听他侃大山。几杯酒下肚，他总能给我们讲述一些从书本上看不到的深刻道理，一般人不知道的有趣故事。他精通哲学、历史、文学、数学，对股票市场有着比一般人更深刻的理解。上世纪九十年代中他率先在国内提出创业板方案。当年我曾经邀请陈恒富教授给广发证券公司投资银行员工作了一次精彩演讲。我印象最为深的是他对股票市场是财富“蓄水池”的论述，使我第一次知道了股票市场居然还有这个功能。当年他就讲到，比尔·盖茨的财富大部分是以股票形式存在的，这种财富形式只要不流入社会就不会造成危害，不会与穷人争夺物质财富。社会每年只要给比尔·盖茨的股票市值在后面增加个零，比尔·盖茨就十分满意了，这就是关于股票市场是财富蓄水池的观点。

如果没有股票市场，社会大量财富不能虚拟化，就会对实体经济、社会稳定产生影响。当年陈恒富教授对股票市场的如此深刻认识使我们一批从事证券的工作者受益匪浅，至少十年之后才开始有人理解这些观点。至今我们也没能在资本市场教科书上看到如此精彩的论述，并且中国股票市场也一直没能很好充当社会财富蓄水池作用。

1. 不断的高端市场实践

1992年从大学下海，我就与我国高端市场^①结下了不解之缘。最早

① 高端市场：期货市场、证券市场、技术市场、产权市场。

参加了广州第一家期货交易所（包含了中国第一家独立期货清算机构）的筹建。1997 年由于广东期货市场被国家政策性关闭，有幸进入了陈云贤博士领导的、号称博士军团的广发证券公司。在广发证券公司负责过资金部、结算中心、电脑中心等部门工作，期间还担任过广发期货清算公司董事长。2001 年从广发基金筹备负责人岗位上离开，参与了广州技术产权交易所的筹建并担任总经理。曾经推动国家科技部对技术产权市场的改革，试图在技术产权市场基础上创建我国证券三板市场，当然没有成功。但后来还是形成了以中关村科技型企业为上市主体的新三板乃至今天的新三板。2005 年我被当时国内最大的产权市场即上海联合产权交易所作为人才引入，招聘到上海工作，目标是在上海浦东新区开辟新的业务。当年的上海浦东是我国第一个综合改革试验区，众所周知的原因，很多创新业务没能在上海开展。所以 2006 年我又代表上海联合产权交易所到郑州兼任河南省技术产权交易所执行总裁。当年在国家发改委和河南省政府的大力支持下，我们在河南省技术产权交易所基础上创建了中国第一家股权市场——河南省股权交易中心。尽管如今全国遍地开花的股权交易市场已经获得了高层的认可，可当年情况并非如此。在股权交易市场业务难以开展情况下，2007 年我回到了广州，参加了广东省产权交易机构的建设。2014 年我牵头承担了国家发改委重大改革研究课题《科技成果要素资源市场化配置研究》，如今又开始了现代技术市场、科技股票市场的研究和实践。

2. 实践出真知

人类从事市场交易活动至少已经有了几千年的历史，而经济学诞生

才不过几百年的事情。亚当·斯密关于市场是无形之手论述家喻户晓，不是学经济学的人也能说上几句。然而，主流经济学家似乎不研究市场，因为主流经济学假设市场没有交易成本。经济学家用市场结果，他们认为市场总能产生出理想的结果。现实情况大部分确实如此，只要市场也是市场竞争的结果，竞争总能产生出理想的市场。遗憾的是，总有少数特殊的情况。当这些特殊市场产生出错误的信号时，人们并不怀疑这些结果，从而导致资源错配。我国一些高端市场无疑是不成功的，这些不成功的市场可能产生错误价格信号，导致资源错配。这些市场遇到的问题，均与经济学家不研究市场相关。

以我亲身经历过的中国第一个也是唯一一个期货独立结算模式的兴衰说明这一点。上世纪九十年代初期，我国呈现期货市场热。全国各省市，包括老少边穷地区都要设立期货交易所。短短几年时间，全国一下冒出了四十多家期货交易所。而采用独立结算模式的仅有广州这一家，^①最早称为广州橡胶期货交易所后来改名为华南商品期货交易所，配套的独立结算公司称为广发期货清算公司（简称独立结算公司）。由于是独苗，所以备受监管高层的关注和支持。1993年面对中国期货市场混乱局面，监管部门开始第一次清理整顿，计划只保留十五家，具有独立结算模式特色的广州期货市场很快获得验收通过。当时广州的两家期货交易所合并为一家，称为广东联合期货交易所。独立结算公司作为全国试点典型，保留为广东联合期货交易所的独立结算机构。第一次清理整顿后的十五家期货交易所，采用独立结算模式的也仅有广州这一家。

广东作为改革开放的排头兵和全国经济大省，位于省会广州的广东

① 独立结算模式：交易所的结算业务由独立的结算机构完成，交易与结算环节相分离。

联合期货交易所采用的独立结算模式又是全国唯一，是国家需要试点中的试点，不论期货市场如何缩减，保留广东联合期货交易所应该顺理成章。遗憾的是在 1997 年的第二次清理整顿中，广东联合期货交易所也被清理出局了。原因何在？从表面上看，广东联合期货交易所与独立结算公司的内耗导致了监管部门决定关闭广东期货市场。记得当年期货部的一位领导对我说：“上级领导很支持你们进行期货独立结算模式试点，为什么你们不能很好合作呢？能不能不吵架啊？”实际上监管部门也很想保留中国这唯一的独立结算模式，可我们当年就是不争气，两个机构之间的纠纷不断。从深层次原因分析，是我们当年设计了一个伪独立结算模式。什么是伪独立结算模式呢？在中国期货热时，大部分人并不懂得什么是期货市场，更不懂期货独立结算模式。参照仅有的几本期货市场普及书籍，我们就设计了期货市场和独立结算模式。以为只要是结算机构从交易所分立出来，组成独立的法人公司就是独立结算模式。事实上我们忽略了最核心的问题，交易与结算业务如何分离。由于没有按照真正独立结算模式分离业务，使得交易所与独立结算公司矛盾不断，如同农村宅基地产权不清易发纠纷。这种困惑一直到我偶然一次机会去美国芝加哥期货交易所实地考察才弄明白。美国芝加哥期货交易所是世界上最大的期货市场，采用的也是独立结算模式。当年我与其独立结算公司一位副总裁进行了深入地交流，这才发现我们从书本上学到的独立结算模式与真正的独立结算模式并不是一回事。美国芝加哥期货交易所的所有非当日期货合约，全部转移至独立结算公司。相当于由独立结算公司进行每日（结算）交易，风险也由独立结算公司承担，期货交易所只负责每天新期货合约的交易。人家的产权关系十分清晰。相比之下，我们产权不清，由

此造成了两个机构的争执不断。这就相当于城市商品房的产权清晰很少有矛盾而农村宅基地边界不清纠纷不断。安徽有个著名的“六尺巷”，故事中讲述的也是产权问题。产权不清是导致广东期货市场关闭的深层次原因，或者说不懂市场是导致中国第一个独立结算模式夭折、广东期货市场关闭的主要原因。多年来广东省政府、广州市政府一直在为重启广东期货市场而努力，至今还没结果。可以看出对市场的理解如何重要。

迄今为止，我们仍然对独立结算与内部结算认识不清。2014年4月，我参加了中国金融期货交易所在深圳召开的专家座谈会。我在会上发言指出，我国目前对期货证券市场的监管水平还停留在当年我们犯过错误的水平上。具体表现在我国期货市场没有实行独立结算模式，但是证券市场却采用了独立结算模式。^①也就是说，该独立结算的没有独立结算，而不该独立结算的却实行独立结算。

独立结算模式的优点是交易与结算分离，可以有效控制风险，缺点是运作成本较高。人们选择独立结算或非独立结算模式主要从平衡风险控制与运作成本角度考虑。全世界只有期货市场需采用独立结算模式，即期货市场有内部结算与独立结算两种模式。原因是期货市场采用的是保证金交易制度，使得期货市场风险较大，如果出现买方或者卖方保证金不足以支付，那么期货市场必须先行垫付再追索。一旦期货市场没有足够的资金垫付必然出现金融风险，可以导致期货交易所破产。独立结算模式下，承担独立结算的机构往往是金融机构，抗风险能力强，从而保证了期货交易所不承担风险。这就是独立结算的作用，付出的代价是运作成本较高。证券市场则不同，证券交易采用的是现货（全额）交易，

① 我国证券市场采用独立的结算模式。

所以基本上交易所没有结算风险。国际上也没有听说证券市场需要采用独立结算模式，我国证券市场的独立结算模式无疑是画蛇添足。

“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行。”这是古人留给我们的道理。关于这一点，我们得敬佩张五常教授。作为一名经济学大师，他高度重视市场实践。他把自己的一个论文集称为《卖桔者言》。正如他自己在文中所说，为了验证价格分歧理论是否正确，他曾几次在过年时亲自去市场卖桔。经济学大师都如此，何况是普通人。

这一路走来使我对市场特别是高端市场有了较为深入的理解，能抓住各个高端市场的特点以及区别。在我牵头承担的国家发改委重大改革研究课题《科技成果要素资源市场化配置研究》中，我们对制约我国科技成果发展、经济转型升级的重要因素、科技成果的市场化配置问题进行了深入研究，提出了包括多次交易理论、科技金融结合、科技股票市场在内的一整套实施方案，从理论上解决了科技成果市场化配置问题。

3. 平凡而伟大的市场

市场（经济）给人类经济社会带来的巨变是令人震撼的。张维迎教授说：“市场经济是人类最伟大的创造，是人类进步最好的游戏规则！”^①新中国成立后六十多年间，前后三十年差别巨大，我们每一位亲身经历过的人均无不感叹市场的力量。记得上世纪七十年代中期我在上海复旦大学读书时，商品短缺，暑假回家（江西）的一项主要任务是背一大袋肥皂回去。当年上海买肥皂也要凭票，但是至少有货供应，而江西当时就根本买不到肥皂，如今听起来似乎天方夜谭。同样的土地同样的人，

① 张维迎，《市场的逻辑》上海人民出版社（2010年）。

制度的改变就让中国经济发生了如此巨大的变化，我们不能不尊重市场敬畏市场。

（1）市场是平凡的

几千年前的古代人就懂得用市场进行商品交换，平凡到似乎每个人都知悉市场、使用市场。当今社会市场上商品种类琳琅满目，交易方式层出不穷。每个人都在使用市场，都熟知市场。连学外语的马云都可以创造出辉煌的淘宝电子商务市场，没上过大学的黄光裕都可以创造出家电沃尔玛市场。说明市场是平凡的，每个人都可以玩转市场。

（2）市场是伟大的

人类经济社会的发展，一靠生产二靠交易。生产与物质打交道，交易与人打交道。科技的发展，使得生产成本越来越低，即生产越来越容易，所以生产出来的商品越来越多。越来越多的商品如果交易不出去就会成为废品，由此使得交易越来越重要，换言之交易成本越来越高。生产成本越来越低相对应的就是交易成本越来越高。降低生产成本依靠技术创新而降低交易成本依靠制度创新，所以吴敬琏先生提出制度重于技术的观点。生产实际上是一个消耗价值的过程，唯有交易才能使得已经消耗掉的价值获得恢复和提升。所以说，交易创造价值。交易在市场上进行，市场为交易存在，交易的标的物是商品。所以，商品、交易、市场几乎就是同义词。商品交易、市场交易讲述的都是一个道理。市场的本质是一组制度，美国纳斯达克市场是一个伟大的制度创新。之所以称其伟大在于从纳斯达克市场诞生了一大批世界级的高科技公司：微软、思科、英特尔、苹果等。四百多年历史的股票市场没有做到这一点，然而四十多年历史的纳斯达克市场做到了这一点。

（3）市场是简单的

按照教科书对市场的定义，市场是用于交换商品的场所。人们可以简单认为建立一个可以买卖的地方就是市场。当然这个“场所”可以是实际物理空间也可以是虚拟网络空间。改革开放后的今天，大多数市场普通百姓都可以自由开办，自由进出，所以说市场是简单的。

（4）市场是复杂的

然而市场又是复杂的，复杂到人们至今都无法解释同一种商品，有人办得好市场有的人就办不好。实践证明我国高端市场，包括期货、证券、技术、产权等市场，均是不成功的。人们都将纳斯达克市场看作股票市场，一个称为创业板的股票市场，一个与纽约证券交易所并行的多层次股票市场。可人们难以解释，为什么同是股票市场的纽约证券交易所出不了伟大的高科技公司？为什么世界上股票市场已经有四百多年历史，前三百多年的股票市场都创造不出伟大的高科技公司，一直等到纳斯达克诞生后的十多年时间就一下子冒出了那么多的高科技公司？为什么各国效仿纳斯达克市场均不成功？说明我们并没有真正读懂纳斯达克市场，更说明市场的复杂性。

市场的复杂性体现在市场并非是表面上反映的简单买卖关系。改革开放前我国也有商品买卖，显然那不是市场，因为价格都是计划指令定的。说明市场不仅仅是买与卖，还有产权清晰、自由进出等深层次问题。我国改革开放无疑是成功的，这种成功主要体现在我国经济取得了令世人瞩目的伟大成就。不难分析出，我国改革开放成就的取得主要依赖于成千上万个普通商品市场。相比之下，我国高端市场没有像大量普通商品市场那样获得巨大成功。以交易科技成果的技术市场为例，上世纪八十