

读懂 中国股市



董少鹏 著

懂中国 懂股市

读懂中国股市为什么这么难

看不懂的新股发行

看懂的暴涨暴跌

看懂的上市公司

看懂的机构投资者

看懂的监管者

“不懂”的背后有秘密

是什么决定股市根基

是什么造就股市运行格局

是什么滋养股市性格

读懂中国股市投资的道与术



读懂中国股市

董少鹏 著

责任编辑：曹 春

图书在版编目（CIP）数据

读懂中国股市 / 董少鹏著. — 北京：人民出版社，2015.5（2015.5 重印）

ISBN 978-7-01-014809-0

I. ①读… II. ①董… III. ①股票市场—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2015）第 085878 号



读懂中国股市

DU DONG ZHONGGUO GUSHI

董少鹏 著

人民出版社 出版发行

（100706 北京市东城区隆福寺街 99 号）

北京汇林印务有限公司印刷 新华书店经销

2015 年 5 月第 1 版 2015 年 5 月北京第 2 次印刷

开本：710 毫米 × 1000 毫米 1/16 印张：20

字数：255 千字

ISBN 978-7-01-014809-0 定价：48.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话（010）65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书，如有印制质量问题，我社负责调换。

服务电话：（010）65250042

读懂 中国股市



懂中国 懂股市

读懂中国股市为什么这么难

看不懂的新股发行

看不懂的暴涨暴跌

看不懂的上市公司

看不懂的机构投资者

看不懂的监管者

“不懂”的背后有秘密

是什么决定股市根基

是什么造就股市运行格局

是什么滋养股市性格

读懂中国股市投资的道与术

懂中国的真性情

中国股市的动力不仅来自经济的持续增长，也来自各项体制改革。“市场经济无国界”是一个天大的谎言；即使在纯交易层面国界大大地虚化了，国家之间的竞争也并不因此而消失。

懂股市的大逻辑

牛市中的风险是“幸福的风险”，熊市中的机会是“苦涩的机会”。股市基本面也是有血有肉的，显性指标与隐性指标共同决定投资价值。

序 言

中国股市藏满了中国奥妙



很多人认为中国股市看不懂，就像一些外国人感觉中国很神秘莫测一样。但事实上，中国股市从创立之日起，就是以开放的姿态立于世界经济体系之中的；只不过，由于中国经济社会处于转轨进程中，世界还没有来得及接受它，也没有能够完全平等地接受它。很多人看不懂它，并不是因为它不进步。看不懂的背后，是缺乏调查研究，缺乏自我意识，缺乏制度自信，缺乏理论创新。

中国股市是在中国特有的国情下逐步发展和壮大起来的。这个特有的国情，除了用“新兴加转轨”来概括之外，还应当包括公有制为主体、多种所有制共同发展的所有制底色，以及以儒家文化为主的传统文化底色，还应当包括中国共产党领导的多党合作等政治制度的底色。懂得中国国情，是更好推进改革开放的前提，是更好推进依法治国的前提，也是更好解决股市问题的前提。懂得中国的真性情，才能真正懂得中国股市的大逻辑。

我历来认为，中国股市不单是经济增长的晴雨表，而且也是改革进程的晴雨表，是“双重晴雨表”。从 1992 年起，我亲历了 23 年中国股市发展和

改革的历程，并以专家身份参与了相关政策的讨论。二十多年参与资本市场的经历让我深刻地领悟到“双重晴雨表”这一逻辑，并且经过了反复的研究和验证。

中国股市的国际化正在稳步推进。中国经济要与世界经济互联互通，就不能没有股市的互联互通；中国经济要升级换代，就不能没有股市的升级换代。大刀阔斧的股市改革是中国整体改革的组成部分，也是中国整体改革的一个重大亮点。

中国股市改革和整体改革的诉求一样，核心是解决好市场和政府的关系，即让市场在资源配置中起决定性作用，更好地发挥政府作用。要通过理念更新、政策发力、制度调整，把该由市场决定的事项彻底交给市场，把政府应承担的职能界定清楚，使政府更好地履行职能。

即将启动的股票发行注册制改革，是中国股市“市场化深耕”和“依法治理”的重要抓手。针对我国市场化改革的实际，通过注册制改革简政放权，激发市场活力，是必由之路。实行注册制后，要强化发行人和券商、会计师、律师等中介机构的实质性把关责任，证监会、交易所更多承担程序性审核责任和监督责任。

开放也是改革。2014年实施的沪港通制度，是在尊重不同市场具体情况的前提下，通过制度创新，实现两个市场的互联互通。通过沪港通机制，内地投资者可以分享到海外上市公司的业绩涨落，也可以学习国际股市的投资文化；海外投资者可以更方便地投资中国内地上市公司，也可以增强对中国内地市场的了解。如果沪港通制度试验成功，下一步可以搞深港通，还可以搞沪新（新加坡交易所）通、沪纽（纽约交易所）通、沪伦（伦敦交易所）通，在更大范围实现中外股市的互联互通，互学互鉴。沪港通制度是在否定国际板设计后的制度创新，是实事求是精神与开放互联诉求的很好统一。

搞好社会主义市场经济，就要遵循一般市场规律，就要顺应国际市场发

展的大潮流。国际股市长期形成的规范做法，我们都应该积极借鉴、引入和吸收。但是，一切学习借鉴都是为了把我们自己的事情办好。无论沪港通，还是注册制，都应当是充分考虑我国经济社会发展的实际情况，将中国发展要求与全球发展潮流相统一的产物；不是简单地照搬，也不能简单地照搬。

中国股市有其产生、发展、壮大的脉络，它走过的道路一直包含着开放的基因，从最初的B股、H股到后来的合资基金、合资券商、QFII和RQFII，还包括众多拥有境外股东的上市公司，从来都未脱离开放的大潮流、大趋势。我们的监管体系、法律制度，也在很大程度上引进吸收了境外先进市场的做法；现在的进一步开放，是势在必行，是主动为之。

习近平说，“任何一种文明，不管它产生于哪个国家、哪个民族的社会土壤之中，都是流动的、开放的。这是文明传播和发展的一条重要规律。在长期演化过程中，中华文明从与其他文明的交流中获得了丰富营养，也为人类文明进步做出了重要贡献”。当代中国与其他一些经济体相比，在所有制制度、法律制度、具体市场操作上有不同之处，也有一些落后的地方，但不可否认，我们已经找到了将社会主义制度与市场经济相结合的一般规律，形成了一套适合自己实际情况的模式、制度、理念。我们的道路不是在封闭状态下走出来的，而是在开放状态下走出来的。并且，我们在一些方面还形成并保持着自己的优势。

当世界惊诧于中国速度时，也不得不重新审视中国制度和中国道路。尽管一些人不习惯、不情愿，但还是有越来越多的域外人士开始接受并赞赏中国模式。中国对外合作的领域越来越宽，规模越来越大，渗透力越来越强。最新数据显示，2014年全年，中国对外投资规模达到1029亿美元，而上年这一数字为1078亿美元，连续两年保持在1000亿美元以上。自2014年下半年以来，中国倡导的“一带一路”经济战略获得相关国家的积极响应。虽然这一战略面临着来自旧有秩序维护者的阻力，但前进的步伐已势不可当，

相关合作项目已经陆续启动。

中国经济转型升级，股市必须要跟上。我们搞互联互通，既要学习别人的先进经验，也要把我们的优势传递出去；既要重视自己的不足，也要看到外部的风险。过去那种把国际板吹得天花乱坠，把中国股市说得一无是处的做法，是断然不可取的。即使中国股市对外互联互通到位了，注册制实施到位了，它仍然会有自己的鲜明特点。这是文化传统、基本国情、社会制度决定的。对此，我深信不疑。

世界多极化、文明多样化、经济生活多姿多彩，是人类社会发展的基本逻辑。在经济层面，既要互联互通，更要互学互鉴。没有互学互鉴的心态，互联互通就会有障碍，就会不平等。不同经济体之间，应该本着“和而不同”的理念，秉持互惠互利原则，这样的开放与合作，才能使各自的资源、市场和文明在公平合理的机制下为更多的人造福。对于股市来说，也是如此。

伟大的时代催生伟大的理论。2013年以来，适应中国特色社会主义市场经济新的发展形势，有着独特中国基因、中国力道的新经济理论、新社会学说正应运而生。基于中国改革发展伟大实践的新经济学说，一定会逐步完善和深化，并将成为全球经济理论宝库中的一个璀璨明珠，为“和而不同”的世界做出重大贡献。



2015年5月

序 言 中国股市藏满了中国奥妙 /1

第一章 读懂中国股市为什么这么难 /1

① 为什么历经百般改革还是不够“规范” /3

② 看不懂的新股发行 /6

③ 看不懂的暴涨暴跌 /7

④ 看不懂的上市公司 /9

⑤ 看不懂的机构投资者 /11

⑥ 看不懂的监管者 /12

⑦ “不懂”的背后有秘密 /14

第二章 中国经济如何决定股市根基 /16

① 中国经济真的撑不住了吗 /18

② 中国经济转型的挑战在哪里 /24

③ 中国经济增长不能“淡化”投资拉动 /31

④ 中国经济的突围之路 /38

⑤ 中国经济的改革抓手 /48

第三章 中国体制如何造就股市格局 /64

- ① 混合所有制是一篇怎样的文章 /66
- ② 住房制度是所有制的重要内容 /76
- ③ 养老制度与所有制问题 /83
- ④ 中国的银行业与所有制 /88
- ⑤ 维护和发展中国体制的优越性 /96
- ⑥ 所有制格局与股市发展前景 /99

第四章 中国文化如何滋养股市性格 /104

- ① 中国文化为何迷失 /106
- ② 市场经济文化需要“中国化” /111
- ③ 外来的迷惑，你懂的 /121
- ④ 改革需要合适的文化氛围 /127
- ⑤ 做强股市是市场经济文化的新境界 /138

【附录】

财经互联网传播要护主权、守底线 /145

习近平为何在孔子诞辰发表讲话 /149

第五章 中美股市到底该怎么比 /153

- ① 中美股市存在巨大的阶段性差距 /154
- ② 中国股市该如何对外交往 /163
- ③ 中国股市争夺国际定价权要做三件事 /170
- ④ 中美战略博弈：一个不容忽视的事实 /176
- ⑤ 沪港通是中国股市“全球通”的试验田 /178
- ⑥ 我是怎么干掉“国际板计划”的 /180

【附录】

美国公民谢国忠在对中国股市说什么 /187

董少鹏六论“国际板不可行” /191

第六章 中国股市为什么能“带病前进” /207

① 这一轮“改革牛”能走多远 /208

② 股票发行注册制改革能否取得“完胜” /214

③ 中国股市需要中国式的改革 /224

④ 中国股市要创造新的“善治” /234

⑤ 严格执法不等于“虎着脸做事” /244

⑥ 怎么把机构投资者做大做强 /254

⑦ 中国股市必须夺取“独立定价权” /260

⑧ 中国股市走上了快速发展之路 /265

第七章 中国股市投资的道与术 /273

① 盯住政策动向，超前把握大趋势 /276

② 坚持基本面选股思维 /280

③ 科学运用市盈率标准 /285

④ 识别各类指标陷阱 /291

⑤ 指数基金的运用 /298

【附录】

“肖钢式风险提示”有什么不一样 /301

欢呼中国股市迎来“改革牛” /304

后 记 /308

| 第一章 |

读懂中国股市为什么这么难



尽管中国的上市公司越来越多，机构投资者的块头越来越大，股民的专业程度也越来越高，但国有资本占主体的格局并未发生改变。面对这个社会主义体制下的股市，无论国外还是国内的人们，心思上都有一点复杂。

发达市场的大型投行担当着引导市场行为的特殊作用，监管者无须直接插手新股发行的价格、规模和节奏；而在中国，这样举足轻重的大投行还没有建立起来。国内很多机构发布的市场预测报告，简单跟随境外机构，甚至在语法上都不做调整。

整个中国正行进在全面深化改革的大道上，不仅股市在改变，整个市场、整个社会、整个国家都在改变。只有读懂中国的改革，才能真正懂得中国股市的逻辑。

截至 2015 年 4 月 24 日，中国股市托起了 2700 多家上市公司，总市值接近 56 万亿元人民币。2014 年 11 月 27 日，中国沪深股市市值达到 4.48 万亿美元，超过日本股市，仅次于美国股市。2015 年 4 月 17 日，仅上海股市

的市值就已超过日本股市。虽然与美国股市高达 24 万多亿美元（含场内和场外）的市值仍有很大差距，但中国股市作为全球第二大股市的地位已日益巩固。展望 2015 年至 2015 年的中国股市，无论对内还是对外，都充满着无限的诱惑力。

正是因为中国股市的前景令人艳羡，一些外国政要会见中国领导人时，总是要求中国开放股市，以便让外国投资者分享中国股市成长的蛋糕。

不过，舆论场中的中国股市却是另外一番景象。很多人抱怨中国股市监管不透明，运行不规范，上市公司不分红，股价高得不靠谱，因而担当不起经济晴雨表的角色。监管者受到方方面面的批评和指责，已是家常便饭：股市下跌，股民会骂；企业上市难，企业家会骂；稽查违规行为，机构投资者会骂；大盘涨得快涨得高，外国媒体和外国投资者会讥讽嘲笑。从证监会第一任主席刘鸿儒到第六任主席肖钢，人人都认为自己每天坐在火山口上，不仅头发都熬白了，而且屁股也快烧焦了。

散户众多是中国股市与他国不同的一大特色，而且，股民们相互一见面，首要任务就是打探“消息”。就连证券公司、私募机构的专业人士见面，也是相互推荐股票。研究上市公司的基本面，目前还不是中国投资者的普遍习惯。

中国股市的一大特征就是暴涨暴跌，牛短熊长。在 2007 年上半年股市疯涨时，电台主持人和嘉宾无人敢使用“跌”字，凡是说到“下跌”时，一概用“调整”来替代。而到了 2008 年货币政策收紧时，唱空炮声隆隆，上证综指竟然由年初的 5200 多点一路下跌至 1664 点。甚至有一段时间，股民、机构一边倒地唱空，无人相信中国股市还有未来；民间甚至还诞生了一位备受追捧的“空头司令”。

2011 年 12 月 13 日，上证综指暴跌 1.87%，收盘至 2248.59 点；年内累计下跌近 20%。此时的指数恰与 2001 年 6 月 14 日上证综指最高点 2245 点

持平。于是，人们以“十年涨幅为零”嘲弄管理层，给证监会主席尚福林取了一个绰号“上浮零”。

即使在2014年7月新一轮牛市启动之后，类似的股市讽刺剧仍有上演：2015年2月4日晚，央行宣布降准，许多人都看涨次日股市；但2月5日，上证综指却以下跌37点报收。于是出现了两个令人心酸的段子：一是“祥林嫂版”：“我真傻，真的”，祥林嫂抬起她没有神采的眼睛来，说，“我单知道央行加息股市会下降，我不知道央行降准股市也会下降。我一清早，看见股市开门，叫我们家老头子买进大盘股，我的话他句句听，没想到大盘股也会跌。”她接着呜咽，说不出成句的话来……

一个是“孔乙己版”：孔乙己告诉别人，“跌字有四样跌法，你知道么？加息会跌，打新会跌，查两融会跌，这三种，一般读书人都还会，只有这第四种最难，知道的人不多，叫降准也会跌……”

祥林嫂和孔乙己是勤劳劳动人民和潦倒知识分子的代表，人们以他们的口吻表达对股市的不满，很让人心酸，也不无道理。

很多人都说，中国股市读不懂，看不懂。

1. 为什么历经百般改革还是不够“规范”

中国股市建立之初，外界一片叫好，因为股市代表着曾经封闭的中国走向真正的市场经济。一些境外人士预计中国股市会成为打开中国体制的一个缺口，一步步把中国推向资本主义的“大家庭”。

尽管中国股市一天天向前发展，上市公司越来越多，机构投资者块头越来越大，股民的专业水平也越来越高，但国有资本占主体的格局并未发生改变。面对这个社会主义体制下的股市，无论国外还是国内的人们，心思都有

一点复杂。

最初因为担心国有资产流失，只允许街道企业、乡镇企业上市。1992年邓小平南方视察之后，国有企业开始大规模改制上市，为了防止国有资产流失，就制定了国有股暂不上市流通的规定。1997年之后，随着管理者的思想进一步解放，开始允许上市公司的国有股比例有所降低，国有股也可以进行协议转让。1999年之后，国有股进一步减持的动议开始提出，随后展开了一系列试点。推动这个试点有两大理由，一是股市有过度投机倾向，增加供给可抑制炒作；二是社会保障需要补给，可以借此筹集资金。

2001年6月12日，国务院发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，国有股减持正式启动。因股市背着“投机炒作”的指责，同时还要承受国有股不断减持的压力，行情节节败退。2002年6月24日，国务院宣布，即日起停止通过国内证券市场减持国有股。

这种政策上的朝令夕改、犹豫不决，既与改革本身需要摸索有关，也与境外力量的影响和介入有关。在境外一些人看来，中国的上市公司最终应该改造为私有制的公司，因此，他们希望中国上市公司的国有股越少越好。而从国内改革设计者的市场来说，则是通过股份多元化，促进国有资本提高运行效率和质量，而绝对不会改变所有制的大盘子。

在这样的国内外大背景下，就出现了所谓中国股市“长期不规范”的理论陷阱。因国有股占比高，且不参与流通，二级市场股价就容易炒高。而为了抑制这种炒作，一是增加新股，二是实施国有股减持。而增加新股的同时也会扩大国有股存量，使得交易格局更加畸形；实施国有股减持又会造成市场压力过大，股民怨声载道。这就是2005年5月股权分置改革之前的境况。

为了解决股价过高、炒风太盛的问题，管理层想了很多办法。第一步增加机构投资者，希望借此平抑股价，但后来发现机构投资者更能推波助澜，

甚至联合坐庄。第二步是建立中外合资基金，希望借此引进境外先进经验，但事实证明中外合资基金也不是省油的灯，照样参与炒作。第三步是引进“纯种”外资机构，即合格境外机构投资者（QFII），结果发现他们的手段更加老辣，既有价值投资的一面，也有投机的一面。他们经常游说政府、干预政策，而且凭借品牌优势散布舆论烟幕弹，配合高抛低吸。第四步是建立中小板、创业板，希望借助多层次市场平抑股价，但后来发现，这两个新板块炒作的烈度更高。第五步是股权分置改革，而且这是一次革除制度性缺陷的系统性改革。原本希望借助这次改革实现二级市场全流通，让股价更加合理，但却引发了压都压不住的爆棚行情。其间几次采取调控措施，效果都不太理想。第六步是融资融券、股指期货，希望靠做空机制平衡股价，结果新股高价发行依旧。虽然不能说做空机制一点效果也没有，但却可以说炒风并未刹住。第七步是新股发行询价制，希望借此找到理性的发行价，但结果也不理想。现在，这一制度几经完善，甚至破天荒允许个人投资者参与询价，但询来询去，发行价格并未普遍降低。第八步是允许老股存量发行，结果出现了老股发行超过新股发行数倍并且发行市盈率畸高的“奇景”，监管层为此连夜出台补充规定。第九步是注册制改革，希望借此实现股价的平衡，但是否能够实现这一目的，还需要再看。

还有夭折的一步，就是创建国际板，当时也希望靠跨国公司来引导中国公司理性定价。不过，这个动议最终未能成行。

管理层想方设法让股价趋于理性，但效果都有限；而一场美国的金融危机，却实打实地让中国股市理性了。很多人终于体会到：自己敬仰不已的“美国老师”也会暴发如此严重的危机。当然，这个认识还只是初步的。

2008年10月28日，上证综指创出1664.92点的新低点。当时，中国经济基本面并未发生颠覆性的改变，相反，恰恰在逐步走出最困难的阶段。从2008年11月至2014年上半年，除了2009年前7个月出现过持续反弹外，