




# 谁说 股市没规律

尹中立 © 著

破译 **中国股市** 密码  
**熊牛交替的**


培养中国人寻逐财富的智慧  
“最有价值的知识是关于方法的知识！”——达尔文

人民东方出版传媒  
 东方出版社



# 谁说 股市没规律

破译 中国股市 密码  
熊牛交替的

人民东方出版传媒  
 东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

谁说股市没规律：破译中国股市熊牛交替的密码 / 尹中立 著. —北京：东方出版社，2013.4  
ISBN 978-7-5060-6282-4

I. ①谁… II. ①尹… 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 (2013) 第 087078 号

谁说股市没规律：破译中国股市熊牛交替的密码  
(SHUI SHUO GUSHI MEIGUI LU: POYI ZHONGGUO GUSHI XIONGNIU JIAOTI DE MIMA)

作 者：尹中立

责任编辑：徐 玲 段 恒

出 版：东方出版社

发 行：人民东方出版传媒有限公司

地 址：北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码：100706

印 刷：北京京都六环印刷厂

版 次：2013 年 6 月第 1 版

印 次：2013 年 6 月第 1 次印刷

印 数：1—8000 册

开 本：710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张：15.25

字 数：178 千字

书 号：ISBN 978-7-5060-6282-4

定 价：42.00 元

发行电话：(010) 65210056 65210060 65210062 65210063

版权所有，违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题，请拨打电话：(010) 65210012

自序

## 破译股市的密码

从20世纪90年代初，我就开始涉足股票市场，几乎从中国股市创立之初就开始关注它，最早是负责管理一家投资公司的自营股票账户，后来又在招商证券公司做证券分析师，2004年以来一直在中国社会科学院金融研究所从事研究工作，主要研究方向是股票市场。这些工作阅历对笔者分析和判断股票市场的趋势都十分有益，有鉴于此，有些朋友建议笔者把分析股市的文章编辑出版。抱着尝试的态度，笔者希望把自己的经验和看法，尤其是关于股市分析的方法与读者分享。

### 一、全球股市的共同“规律”

股市的最重要规律就是没有规律。

正因为如此，股市才显示出其巨大的魅力。尽管如此，笔者在股市的研究中还是不经意发现股市的历史经常会重演的事实，例如，中国股市的两次牛市的高点对应的估值水平都是60多倍的市盈率：第一次持续时间达两年的牛市发生在1999—2001年间，上海综合指数从1050点起步，在2001年中达到最高点2245，当时对应的估值水平是60多倍市盈率；第二次牛市发生在2005—2007年间，上海综合指数从1000点上涨到6124点，

当股价上涨到 6000 多点时对应的平均估值水平恰好也是 60 倍左右。为什么两次大牛市都止于 60 倍的估值水平？这是否可以称得上中国股市的规律？

再如，纵观全球 100 年来发生在不同国家的几次大牛市也有不少巧合之处。20 世纪 20 年代，借助第一次世界大战中积累的“横财”（第一次世界大战主要战场在欧洲，欧洲的许多工业设施在战争中遭受重大冲击，很多物资需要从美国进口，美国经济迅速崛起），美国股市出现了所谓“沸腾的 20 年代”的大牛市，在这次牛市里美国股市的最大涨幅达到惊人的 511%；20 世纪 80 年代的日本上演了“泡沫经济”的一幕，从 1985—1990 年，土地价格与股价联袂上涨并相互促进，巧合的是，日本股市的最大涨幅也是 511%。再回顾一下中国的股市，2005—2007 年，股市从 1000 点起步，到 2007 年的最高点是 6124 点，最大涨幅也是 511%。是巧合吗？为什么几次大的牛市的最大涨幅都是 511%？

从实践的经验看，股价的波动（甚至在较长的时间内）在很大程度上受投资者情绪的影响，而心理学研究早已揭示人类的心理活动是有规律的，那么股市的运行也应该遵循一定的规律。上述几组数据不一定是“规律”，但一定是值得投资者牢记的几个重要数据。

## 二、股市的中国特色

当然，要研究中国股市的“规律”，就应该充分结合中国的国情，不能简单拷贝国外的东西。

从金融研究的视角看，国人往往把美国的金融市场作为我国的参照系，但中美两国的情况是有很大差异的。美国人崇尚“大市场、小政府”，而中国的现实情况却正好相反。按照美国的市场逻辑，经济基本面决定了上市公司的业绩，从而决定股市的运行方向，即股市与经济增长之间是正相关关系。通常我们说“股市是经济的晴雨表”就是这种逻辑的结果。按照这样的逻辑，在 2009—2011 年间，从全球资产配置的角度看，应该把更

多的资金配置到中国的股票上来（事实上 QFII 就是如此做的），因为这几年全球主要经济体都处在危机之中，只有中国的经济增长速度“一枝独秀”，但股市运行的实际情况却是美国股市持续上涨，而中国股市持续下跌！

不仅如此，自中国股市诞生以来，股市运行的方向似乎总是与经济运行的方向相反，无论是 1996—1997 年的牛市，还是 1999—2001 年的股市上涨，都是在经济下滑的背景下出现的。2001—2005 年中国经济走势强劲，但股市却出现连续四年的大熊市。很显然，按照美国的逻辑来分析中国的股市是有很大的问题的。问题的关键是，中国的现实情况是“大政府、小市场”，政府的力量往往成为主导。在经济不景气的背景下政府就会习惯性地放松货币政策与财政政策，同时，刺激股价上涨也往往成为政府刺激经济的政策工具之一。因此，在经济下滑的背景下，股价上涨是大概率事件。相反，当经济增长速度处在偏快的状态时，政府往往为了控制物价，会紧缩货币，股市必然受到打压。

具有戏剧性的是，中国的历任证监会主席中有两个学者型的人物，一个是刘鸿儒先生，另外一个郭树清先生，他们都曾经表示“监管者的责任是维护市场的秩序，不应该干预股市的价格”，但股市的不断下跌却使他们都选择了“干预股价”。从刘鸿儒先生的回忆文章中可知，1994 年 7 月底，当上海综合指数跌到 300 多点时，上海市的一封来信送到了国务院，认为“股市进一步下跌会威胁社会稳定”，于是，有关领导向证监会批转了这封来信，证监会立即出台了“暂停新股发行融资、严格控制上市公司配股融资规模、采取措施扩大入市资金范围”等措施，即所谓的“三大救市政策”，使股价明显受到政策的干预。根据笔者的观察，高举“市场化”改革大旗的郭树清先生竟然在 2013 年初提出了“必要的时候政府必须干预股价”的观点，其缘由可能与当年的刘鸿儒教授出台“三大救市政策”类似。2012 年下半年，尤其是十八大之后，股市持续下跌，使得郭树清一定面临着刘鸿儒教授当年一样的压力，结果是 2012 年底股市迅速拉起。2013 年 3 月 17 日全国人民代表大会闭幕的当天，郭树清即离开中国证监会主席的岗位。显然，市场化的改革思路遭遇了重大转折。

不断的政策救市给市场传递了一个重要信号，“政策市”的胎记由此形成。政府干预股价是中国股市的基本特征之一。股市投资者必须理解政府干预股价的内在逻辑，否则，无法理解中国股市的波动。在本书中，笔者在多处涉及该话题，这些都是实践操作的经验总结。

### 三、制度变革与股市行情

研究和分析中国股市，不能不提制度变革。中国股市是改革开放的产物，如同其他领域的改革开放一样，股市的制度变革一直处在不断完善状态。股市建立之初，意识形态的矛盾十分突出，在传统的马克思主义理论中，股票市场被打上了“资本主义”的标签，如何撕掉这个标签曾经让国内的理论家们煞费苦心，作为一个折中的方案，让国有股和法人股不能流通，以此来确保中国股市的“社会主义性质”不变。这样的状态一直持续到2005年。在股市诞生15年之后，意识形态的障碍已经不存在，让不能流通的股票获得流通的权利成为制度变革的一个重要目标，这就是所谓的“股权分置改革”的由来。这项改革深刻改变了中国股市的格局，由于之前非流通股的大股东和小股东（即所谓的“大非”和“小非”）获得流通权利之后不断减持股票，使得股市估值水平不断下降。这项改革已经基本完成，但其影响和后果仍然持续。头痛的问题就是所谓的“大非”和“小非”的不断减持现象。在“大非”和“小非”的轮番减持下，股价不断下移，投资者损失惨重。从估值的角度看，中国内地的A股市场一直处在高估的状态，随着股权分置改革的实施，股价高估的条件已经不存在，因此，股价的下跌实际上是估值合理回归的结果。2008年以来的股市，之所以节节败退，让投资者倍感失望，很大程度上与股市的重新估值有关，这是一个痛苦的过程，但也是孕育新的希望的过程。

笔者所作的有关股市制度变革与市场估值的分析，不仅为了指导市场投资，更重要的是为了还原股市的历史。不理解股市制度变革的过程，也就无法对股市的很多现象进行客观的分析。

中国股市制度变革的另一重头戏是新股发行制度改革。历任证监会主席都在这项改革中付出过自己的心血和努力，但目前看来收效甚微。第六任证监会主席郭树清从2011年底上任之初就开始推进这项改革，而且力度空前。但股价的不断下跌使改革者面临巨大阻力。

改革为何导致股市下跌？这是中国股市的特点决定的，中国股市存在严重的结构扭曲现象，大量垃圾股股价严重偏高。为了维持这样的局面，监管机关必须控制新股发行的节奏和数量，使得每家上市公司的“壳”获得溢价。如果放开新股发行的管制并推进退市制度改革，则这个溢价就立即消失，股价必然下跌。我大约计算了一下，如果按照市场化的路径走下去，上海综合指数至少会跌到1500点。这是难以被市场接受的，因此，郭树清也注定成为历史上任期最短的证监会主席。

所有这些关于中国股市的认识，都散布在全书的各个章节，其中一定存在不少谬误，欢迎广大读者批评指正。

尹中立

2013年3月23日于北京



## 导章

### 如何看 2012 年底的股市井喷

2012 年股市跌破 2000 点并不出乎笔者的预料，早在 2011 年 5 月底，笔者写了《5.23 股市大跌的技术分析和基本面分析》，认为：2009 年后，股市运行出典型大三角形形态在 2011 年 5 月底开始出现破位，从历史上看，这个形态与 1992—1995 年类似。1993 年之后的宏观经济走势及股市运行轨迹十分值得当前的投资者镜鉴，投资者需要警惕新的“大熊”重新光临。2011 及 2012 年的股票市场运行应验了笔者的判断。

但 2012 年 12 月的迅速反弹有些出乎我的预料，但仔细思量好像又似曾相识。这次股市反弹力度很强，短短的二十几个交易日指数就涨了 20%。截止到春节前，上证综合指数共计上涨了 500 多点，而且没有回调，打破了这三年来股市反弹不过 200 点的“魔咒”。这些特征似乎说明股市的这次上涨与市场的正常反弹有很大差异。

笔者试图用老办法，从历史中寻找答案。

#### 一、2012 年 12 月的股市上涨与 1994 年 8 月相似

我们先看看 1994 年前后股市与经济基本上发生的事情。1992 年信

贷与投资井喷之后，股市出现飙升，但很快出现了严重的通货膨胀，接着是1993年6月开始了宏观调控，随着货币政策紧缩，股市从1500点跌到1993年底的800点附近。经过一年多的紧缩后，很多政府工程还没有完工就失去信贷资金的支持，至1994年，市场资金空前紧张，高利贷现象出现，按照现在的语言来说，影子银行开始迅速膨胀，市场利率高启，当时银行的协议存款利率可以高达25%左右。当无风险收益率如此之高时，股市的估值水平一定很低，股市出现快速下跌就难免了，1994年前7个月，股市从800点迅速滑落到333点。从1993年初的最高点算起，股市在一年多的时间里跌了80%，投资者经历了自有股市以来第一次大熊市，也是迄今为止下跌幅度最大的一次熊市。

1994年7月底，政府出台“三大救市政策”，主要内容是：一、暂停新股上市融资；二、严格控制上市公司配股融资规模；三、采取措施扩大入市资金范围。所谓“三大救市政策”其实是两个要点，一是控制资金需求，二是扩大资金供给。

在“三大救市政策”刺激下，股市从1994年8月1日开始出现井喷，仅用几个交易日，股指就涨到700多点（当时没有涨跌停板制度），涨幅近100%。在该点位稍作整理，随后指数又涨了一倍。

1994年为什么要救市？现在的情况与当时有什么相似的地方？

著名学者刘鸿儒教授当时为中国证监会主席，从他那时撰写的文章里可以看出，他本人并不赞成用政策救市，他认为政府不应该管市场的涨跌，政府的责任是创造一个“三公”的市场环境。当时的上海市委给中央写信，提出救市的呼吁，主要是担心股市下跌幅度过大威胁社会稳定，因此，中央准备救市。

经过近20年的洗礼后，投资者的心理承受能力应该比90年代有很大提高，但同时又出现了另外一个问题，20年前的投资者人数占城市总人口的比例可以忽略不计，而现在的投资者账户数量已经超过一亿，几乎可以代表中国中产以上的所有群体，股市投资者的作用已不可同日而语。在市场“跌跌不休”的情况下，新任的证监会主席肯定面临当时刘鸿儒教授同样的难题，尽管他不愿意干预市场的波动，但现实的选择让他不得不采取

措施救市。2012 年底，郭树清先生明确表示：政府在必要的时候必须干预股票市场的价格。这样的表述与他之前倡导的市场化改革与监管思路的确有了较大的出入，其中的缘由应该和当时刘鸿儒教授当证监会主席面临的情况类似。

从经济基本面的变动情况看，2009 年的信贷扩张与投资膨胀和 1992 年如出一辙，这也注定了 2009 年后的政策变动和股市运行将基本重复 1992 年后的走势。不同的只是经济总量及股市的体量都已经扩大了很多倍而已。这就是笔者把当前的股市运行与 1992 年后的走势反复进行比较的逻辑所在。

从政策动向看，2012 年 11 月新股发行上市的数量开始大幅度减少，中共十八大后，新股完全停止发行，上市公司的再融资也基本上停止。同时，迅速扩大 QFII 的额度，放开商业银行、保险公司、私募机构发行公募基金的准入条件，积极促成养老基金入市等，这些几乎都是 1994 年“三大救市政策”的翻版！

上述分析可以简要地勾画出 1992 年后及 2009 年后的宏观经济政策变动与股市运行的逻辑线索：首先，信贷投资扩张导致股市大幅度上涨；其次，经济过热，信贷与货币开始收缩，股市开始步入熊市；再次，经济减速，影子银行快速膨胀，民间资金链出现断裂迹象，股市出现加速下跌；结局是政府出台措施拯救股市。

简言之，2012 年 12 月股市的上涨是政府采取措施救市的结果。

## 二、似乎又看到“5·19 行情”的影子

观察股市可以从不同的角度，前面是从经济基本面来分析股票市场的运行特征及政府干预股市的逻辑。下面从政治周期与股市周期的关系视角再作一些分析。

股市不仅反映经济，更反映政策动向，而政策又与政治紧密联系，投资者都明白“政策市”的道理，甚至有学者早已经勾画了中国股市波动的

周期与政策周期、经济周期的关系。<sup>①</sup>

笔者需要补充的是，因为中国的“大政治周期”（主要是指党与政府领导人的更替）大约是每10年一次，这决定了中国股市可能存在10年一个轮回的规律。

中国的政治领导人的交接班制度从1998年开始正式启动，我们可以简要回顾一下1998年以来的两个“大政治周期”里股市的表现。

要分析这个问题，要从著名的“5·19行情”说起。

1997年邓小平逝世，中国正式进入后权威时代，政治领导人的交接班开始制度化。1998年朱镕基当选总理，开启了政府领导人制度化交接的先河。当时的新任总理面临严峻的国内外环境，从当时的国际形势看，亚洲金融危机刚刚过去，中国虽然免遭危机洗礼，但离“危墙”不远。从国际资本流动的大趋势看，当时美国经济如日中天，美国的新经济吸引全球资本，使中国陷入了通货紧缩的状态。从国内看，当时的国有企业有大量的下岗职工需要安置（仅上海市就有300万人），但新总理在上任之始就立下军令状，要“三年让国有企业摆脱困境”。因此，如何给经济注入新的动力成为新任总理的最紧要任务。

按照笔者的观察，朱总理主要用了三招来刺激经济和化解矛盾，一是启动房地产市场，方法是进行住房制度改革，第二个措施就是实施积极的财政政策，迅速增加投资了一批高速公路等基础设施项目；另外一招就是刺激股市。事后看，启动房地产市场在短期内并没有见效，但2000年后其效果不断发酵。股市见效很快，但其副作用相当明显。有关房地产市场的分析暂时不表，主要谈谈当时的股市。

就在中国面临诸多困难之时，美国经济的欣欣向荣使中国得到启示：美国经济之所以高速增长，是因为居民消费占比很高，而居民消费的资金很多是从股票市场的增值而来的。因此，刺激股市似乎是一个“一石二鸟”之举：只要股市活跃，不仅可以大量国有企业上市融资，而且可以通过股市的“财富效益”来刺激消费——著名的“5·19行情”由此

---

<sup>①</sup> 参见中央财经大学贺强教授的一系列研究成果。

引爆。

从股市本身看，当时几乎所有的证券公司都存在挪用客户保证金的行为。另外，全国信托业的清理整顿也进入攻坚阶段，涉及资金数量巨大。只有让股票市场上涨才能让这些潜在的风险一一化解。

“5·19行情”历时两年多，从1999年5月开始，启动时上证综合指数是1047点，于2001年6月达最高点2245点，上涨幅度超过100%。该行情是在经济下行的背景下，通过政府干预形成的典型“人造牛市”。当股市涨到2245点，股市的估值水平超过了60倍，股市出现了严重的泡沫，股市随后出现连续4年多的下跌就不奇怪了。

从“5·19行情”的背景可以看出一些可以称为规律性的东西：一个新的政府领导上任后，需要在经济改革上有所作为，而刺激股市是见效最迅速的工具（当然，货币政策也是迅速见效的政策工具）。按照这个逻辑，每当一个新的领导人上任，尤其是总书记和总理都进行换届时，股市就会重新得到重视，股市进入新的大循环。

2003年，中国进入新的政治大周期。但股市正在熊市中挣扎，因为2001年股市泡沫破灭后，股市的问题逐渐暴露，证券公司挪用客户保证金的问题不仅没有得到解决，而且挪用的金额进一步增加。这一次新的领导人开始倚重于房地产市场，使用的政策工具偏重货币信贷政策。时间进入2003年后，我国的信贷与投资进入高速扩张期，与2003年之前有显著的差异。这也进一步说明中国的宏观经济决策的确存在“因人而异”的现象。

尽管2003年中国股市仍然处在熊市途中，但新政府依然对该市场寄予厚望，给商业银行补充资本金是重任之一。为了完成这些历史使命，监管机构首先对证券公司进行重整，让市场对证券公司进行注资，积极培育基金投资者，壮大股票市场机构投资者的实力；同时，采纳来自市场的建议，启动股权分置改革，让非流通股股东直接送股份给流通股股东，增加股市的吸引力；在对股市进行改造的同时，对商业银行的改造也积极推进，剥离坏账、财政注资、引进战略投资者等工作相继展开；汇率改革让全球金融资本纷纷涌入中国市场。

经过这一系列准备后，到2006年年初股市逐渐开始高涨，2007年进入巅峰。这次股市周期创造了很多纪录，不仅涨幅最大，而且市值扩张速度前所未有，基金规模从2005年的不足5000亿迅速增加到了2007年的2万多亿，投资者数量的增长也世所罕见。

前面的两次大政治周期都出现了大牛市，尤其是“5·19行情”，是在经济不景气的背景下启动了一轮大牛市，这堪称中国特色。

2012年11月，随着中共十八大的闭幕，新一轮政治周期已经开启，这让很多投资者对股市充满期待，12月份的股市超预期上涨应该与此有关。从实用主义的思路出发，笔者认为新的一届政府必将倚重资本市场（包括股市和债市），理由如下：

首先，从资产负债表的角度看，2009年以来我国企业负债率（尤其是国有控股的企业）迅速增长，至2011年年底企业负债率已经超出GDP的110%，超过了欧美发达国家公认的90%的警戒线。在这样的状况下，政府如果要继续通过增加信贷的方式刺激投资扩张已经很困难，因为企业继续增加金融杠杆的能力已经十分有限，勉强为之则会影响商业银行的资产质量，不利于经济与金融的稳定运行。搞活股票市场就可以有效化解这样的矛盾，不仅可以扩大企业融资的渠道，而且可以改善企业的财务状况，有效降低企业的负债率。从这个意义上看，无论多么强调股票市场的作用都不过分。

其次，从转变经济增长方式及经济结构调整的视角看，中国未来要避免“中等收入陷阱”就必须“以扶植技术创新、完善和大力发展资本市场并促使技术创新与资本市场相结合等手段来避开技术陷阱”<sup>①</sup>。

再者，从经济增长的动力看，过去的十年里，房地产市场是当之无愧的“火车头”，但经过十余年的价格上涨，高房价已经成为老百姓难以承受之重，继续高举高打的空间已经十分有限，刺激居民的消费需求成为当务之急，股市的活跃可以在一定程度上实现这个目标。现在的股市投资账户数量已经超过一亿，投资者人数至少有5000万以上，涉及城市大多数家

---

<sup>①</sup> 参见《经济学动态》2012年12期，厉以宁教授文章《论“中等收入陷阱”》。

庭，股市的价格涨跌对消费市场的影响是不可忽视的。

这些观点代表着现阶段主流经济学家的看法，对决策者应该有一定的影响。

### 三、股市能涨多高？

从前面的分析中，我们可以看出，2010年以来的经济基本面及股市的走势与1993—1994年类似，当前的股市反弹和1994年8月份的“三大救市政策”公布后的股市井喷行情相似。如果是这样的话，那么本轮股市的上涨就是一个短期的行情，快速上涨一段时间以后股市会重新步入熊市。

而从政治周期看，结论似乎要乐观得多。

究竟属于什么性质的行情？也许只有未来才能告诉我们。

## 2013年股市的风险与机会

2012年12月初，上证综合指数最低见1949点，当日收于2000点之下，创46个月新低。股市为什么跌跌不休？这一轮股市下跌有什么特点？投资者应该如何应对？

### 一、2012年股市的运行特征及其原因分析

为了更全面地把握当前股市的特征，我们有必要对2012年前11个月的股市运行进行简单回顾。

2012年前5个月股价以反弹为主，上证综合指数从年初的2100点上涨到5月初的近2500点，最大涨幅近20%。5月份之后，市场总体上呈现下跌走势，不仅将年初的涨幅全部抵消，股指还创三年新低。为了分析问题的方便，我们把2012年的股市运行以4月份为界限分为前后两个阶段来考察。

第一阶段（2012年前三个月）的市场特征是股价持续反弹，市场趋于活跃。2012年年初的市场活跃得益于以下三个因素：

其一，缘于2011年第三季度和第四季度股价的快速下跌。2009年股市在积极财政政策和适度宽松货币政策的刺激下，上证综合指数最高涨到3478点，随后市场持续调整，到2011年年底，股指跌到了2100点，跌了1300余点，跌幅超过1/3。在股市博弈中，投资者一般认为在强势市场中股价调整不会超过1/3。因此，股价已经见底成为市场在2012年初的基本共识，股价反弹随之展开。

其二，一系列的股市改革措施的出台鼓舞了市场信心。2011年10月份，证监会主席出现人事更替，郭树清出任新一届证监会主席。从2011年年底开始，新股发行制度改革、完善退市制度、完善上市公司分红制度、新三板市场的建立等诸多改革措施相继推出，这些改革措施有利于保护投资者利益，获得了市场的认同，甚至有人在讨论“改革红利”的话题。

其三，从估值的角度看，当股票指数跌到2100点附近时，估值水平已经创历史新低，以沪深300为主的蓝筹股的平均估值水平跌到了10倍左右，银行股的平均估值跌了6倍左右。股价没有创历史新低，但估值水平已经创历史最低水平，其中隐含的前提条件是上市公司的盈利持续增长。从上市公司的业绩看，2009—2011年，上市公司的整体业绩高速增长，尤其是商业银行的业绩增长十分出色，年度增长速度都在20%以上。如果上市公司的业绩保持这样的高速增长，股价的下跌应该是没有空间的，股价的上升必然成为趋势。

第二阶段（2012年3月中旬之后）的股市运行以下跌为主，上证综合指数从3月中旬的2400点附近下跌到11月底的2000点，跌幅近20%。尤其是周期类蓝筹股的跌幅较大。

这一阶段的股市下跌与宏观经济增长速度下滑直接相关。随着第一季度上市公司的业绩报告出台，投资者越来越明显地感受到上市公司业绩下滑的压力，半年报的统计数据更加剧了投资者对上市公司业绩恶化的担忧。从统计数据看，除银行业之外的上市公司业绩在2012年上半年出现明显下滑，净利润同比下降了15.64%，第二季度比第一季度环比出现6.96%的降幅（表1），非银行类上市公司的净资产收益率大幅度下降近1/3。尽管银行类上市公司的业绩依然保持18.25%的增长，但投资者对银



行在经济下滑背景下的不良资产的上升开始担忧，使银行类股票的估值水平进一步降低。

表 1 2012 年前两个季度上市公司盈利变动情况（剔除新公司）

	净资产收益率变动		净资产收益率		净利润	
	同比 (%)	环比 (%)	一季度 (%)	二季度 (%)	同比 (%)	环比 (%)
非银行业	-26.38	-12.49	2.35	2.55	-15.64	-6.96
银行业	-1.49	20.28	5.90	5.70	18.25	31.72
所有上市公司	-14.28	2.87	3.52	3.60	-0.28	10.43

数据来源：Wind 资讯

从经济运行的逻辑看，导致 2012 年上市公司盈利增长出现困境的最主要问题是产能过剩，尤其是重化工业（包括钢铁、水泥建材、机械、化工、煤炭等行业）的产能过剩尤为严重。当前的产能过剩问题存在需求方面的原因，也存在供给方面的原因。从需求看，房地产投资增长速度从 2011 年 9 月份之后快速下滑，房地产投资增长速度从 2011 年第三季度的 30% 以上下滑到今年上半年的 16.6%。更需要关注的是，1—9 月份的房屋新开工面积 135014 万平方米，同比下降 8.6%，降幅比 1—8 月份扩大 1.8 个百分点；其中，住宅新开工面积 99668 万平方米，下降 12.9%。新开工房地产投资面积的增长速度从 30% 的高位快速下滑到 2012 年的负增长，使得房地产业对钢铁、水泥建材等行业的新增需求迅速放缓。在国内需求放缓的同时，进出口增长也放缓。

在国内外需求增长放缓的同时，供给却因为 2009 年的投资扩张而出现快速释放，产能过剩问题日益凸显。

鉴于对经济前景的担忧，强周期类行业的股票步入了深度调整。统计显示，截至 2012 年 9 月末沪深两市有 87 只股票价格跌破净资产，与年初时 2132 点的所谓“钻石底”相比，破净股数量增加了超过七成。从行业分布来看，87 只破净股分布于 14 个一级行业，其中数量最多的 3 个行业是交通运输、黑色金属和房地产，分别有 19 只、16 只和 11 只。上市公司市值低于净资产，说明投资者对于企业资产回报的前景极为悲观，而破净股集中出现在某个行业，则说明该行业整体被投资者看淡。