

中国人保资产管理股份有限公司十周年文集之三

STOCK MARKET RESEARCH: FOCUS ON METHODOLOGY EXPLORATION

股票市场研究

——以逻辑与方法探索为核心

周立群 主编



中国财政经济出版社

013754518

F830.91
913

中国人保资产管理股份有限公司十周年文集之三

股票市场研究

——以逻辑与方法探索为核心

周立群 主编



中国财政经济出版社

F830.91
913



北航

C1661525

图书在版编目 (CIP) 数据

股票市场研究: 以逻辑与方法探索为核心 / 周立群主编. —北京: 中国财政经济出版社, 2013. 6

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4572 - 0

I. ①股… II. ①周… III. ①股票市场—研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 129329 号

责任编辑: 赵 力

责任校对: 黄亚青

封面设计: 郁 佳

版式设计: 郁 佳

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 88190406 北京财经书店电话: 64033436 84041336

北京牛山世兴印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 18.25 印张 359 000 字

2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月北京第 1 次印刷

定价: 88.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4572 - 0/F · 3705

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

质量投诉电话: 010 - 88190744

反盗版举报热线: 010 - 88190492、010 - 88190446

保险资产管理机构是现代资本市场的重要参与者之一。面对着起伏不定，有时甚至还会出现惊涛骇浪的资本市场，保险资产管理机构和其他机构投资者一样，要想长期生存下去，就必须建立起较完善的研究体系，以及以此为支撑的资产配置能力和市场开拓能力。基于这种认识，人保资产一直高度重视研究体系与研究能力建设，注重在提高研究能力的基础上提高判断与投资决策的能力。

中国人保资产管理股份有限公司是经国务院同意、中国保监会批准，由中国人民保险集团发起设立的国内首家保险资产管理机构，目前管理着大约 4 000 亿元的保险资金及企业年金，主要投资于中国内地固定收益市场、A 股市场和香港股票市场。2013 年 7 月 16 日，人保资产将迎来十年华诞。作为庆祝与纪念活动的一部分，我们把公司成立以来，尤其是过去五年来，较具有代表性的研究成果汇集成三本书。收入书中的“老”文章，有些在文字上做了精简与润色，有些是由 PPT 文档改写而来，但主要观点基本保持了原样。

这三本书分别是：《2008 ~ 2013：全球经济趋势分析与研判》、《保险与投资若干问题研究》、《股票市场研究——以逻辑与方法探索为核心》。我们出版这三本书的主要动因有两点：

第一，我们觉得，有必要真实地记录公司在相关专业领域研究和探索所走过的历程，让公司客户和各界读者对人保资产专业团队观察问题的视角、分析问题的方法与风格、在各个利益攸关领域的研判能力与基本见解，都有更进一步的了解。

第二，我们相信，人保资产专业团队对国际国内经济波动、大类投资市场尤其是 A 股市场波动、保险资金特性与保险资产管理、保险业形势与趋势等一系列领域的研究，无论是给出的主要见解，还是研究过程中采用的基本逻辑与方法，在某种程度上都具有与同行交流和广泛传播的价值。

像任何一个资本市场参与者一样，我们在研究中提出的观点，永远都不可能做到绝对正确、没有偏差。我们相信，过去的偏差乃至错误，在今天和将来都是一笔宝贵财富，因为它至少能帮助我们反思自己的不足，从而减少以后可能出现的错误与偏差。

《2008 ~ 2013：全球经济趋势分析与研判》这本书，汇集了人保资产研究与投资团队从 2008 年初至 2013 年 4 月这五年多时间里较具代表性的研究成果。此书分为上篇和下篇——上篇汇集的文章体现了我们的专业团队对国际、国内经济大势进行前瞻性研判所走过的历程。由于一系列重大风险的显露、释放与演化是五年多全球经济运行的基本特征，所以将上篇命名为“全局性风险的诊断与透视”。下篇汇集的文章，主要体现了我们的专业团队对宏观经济各个“子领域”的思考、研究与探索。



从《2008~2013：全球经济趋势分析与研判》这本书中可以看到，作为一家视野广阔、目标远大的大型资产管理机构，人保资产在宏观经济研究方面主要有四点特色：

第一，与世界经济高度一体化的现实相吻合，我们的专业团队把中国经济当作世界经济的一部分来研究，高度关注国际环境变化可能给中国带来的影响与冲击。

第二，在密切关注国际国内当下经济态势的同时，我们更重视主要矛盾及其演化方向的分析与把握，以及中长期趋势的脉络梳理和预判。

第三，高度重视宏观经济与大类投资市场之间的交互影响，投入较多精力关注和研究国际大类投资市场波动对中国经济和资产价格可能产生的影响。

第四，在理论逻辑层面，既努力做到对各个经济学派的兼收并蓄，也高度重视根据全球经济格局与环境的重大变化修正“老逻辑”、构建新逻辑。

近六年来，全球经济形势大体经历了三个阶段：一是2007年下半年爆发的美国“次贷”危机，在2008年扩散成全球经济危机。二是2009年全球各大经济体几乎同时实行力度罕见的刺激政策，带来了经济数据、股票市场和国际商品市场的显著回升，但也留下了发达国家政府财政与债务风险急剧上升，新兴经济体资产价格风险、汇率风险和产能过剩进一步加重等诸多“后遗症”。三是2010年以来，世界经济的系统性风险向许多老牌发达国家的财政与债务体系、欧元区和新兴经济体全面转移，各国政府应对风险的手段则越来越依赖于央行的“无限量印钞”。

目前，欧元区许多国家面临着政府偿付能力风险，欧元体制面临着巨大挑战，日、美、英等国政府（尤其是日本政府）在维持债务循环方面面临着巨大压力并且严重依赖央行的“无限量印钞”，内忧外患导致中国原有的经济模式难以延续，许多新兴经济体在经济增速稳定、金融体系稳定、汇率稳定和资产价格稳定等层面都面临着巨大压力……这一系列问题都或多或少地带有“堰塞湖”的性质，也将对国际国内经济形势的中长期演化产生深远影响。对于这些问题，《2008~2013：全球经济趋势分析与研判》一书的相关章节做了较全面的分析和阐述。

从《2008~2013：全球经济趋势分析与研判》这本书的相关内容可以看到，人保资产的专业团队较紧密、较准确地把握了五年多来全球经济形势的演化过程与基本脉络；对国际国内经济形势与政策演化趋势的预判，尽管在某些方面存在偏差，但提出的大部分见解，以及依托的“主逻辑”，较好地经受住了时间与现实的检验。

特别是，我们的员工在相关时点较有预见性地提出了：美国“次贷”危机将会冲击全球并演化为一场历史罕见的全球性经济危机；2008年国际国内股市面临巨大风险；美联储和欧洲央行将会步日本之后尘，在货币政策上全面且长久地陷入“零利率”；各大经济体为应对危机而实行的超强刺激政策不仅效果有限而且可能带来深远的负面影响；老

牌发达国家政府债务困局将对全球经济趋势以及财政与货币政策走向产生深远影响；日本政府债务和日元汇率积累了较大风险；美、欧、日股市将在某种程度上与经济形势脱钩，并从债市的“极低收益率”获得相对价值支撑；中国经济长期平均增速将会“下台阶”；中国虽可能出现一个加息过程，但不可能出现较长的加息周期；中国虽会努力防止经济硬着陆，但不大可能推出“新版4万亿”等一系列较有价值的前瞻性见解。

2013年5月28日我在中共中央党校学员论坛就“欧债”危机相关问题发表演讲，演讲提纲作为第一本书的附录供读者们参考。

《保险与投资若干问题研究》这本书，汇集了人保资产员工，以及包括我个人在内的公司管委会部分成员，五年多来对于保险业运行与发展、保险资产管理、绝对收益投资能力建设、“资产管理新政”应对、保险业国际经验等一系列问题的研究与思考。

人保资产研究体系的特色之一是，我们的研究体系从保险资金投资研究向“上游”延伸至保险负债特性以及保险业发展研究，从而形成对保险业资产与负债“两端”业务的完整覆盖。我们高度重视对“保险业大环境将会怎样演化”、“如何根据保险资金特性进行投资”等问题的研究，力图从这些角度巩固并不断提升公司在保险资产管理领域的传统优势。《保险与投资若干问题研究》这本书的相关内容在一定程度上体现了我们对保险业许多问题的重视与思考。

《保险与投资若干问题研究》这本书的相关文章简要阐述了我们对中国保险业中长期趋势的基本认识。我们倾向于认为：尽管中国保险业长远的发展空间还很大，但“补课效应”带来的超高速增长已告一段落。中国保险业当前和今后一个时期面临的主要挑战之一，是寿险业以较粗放的模式与银行、信托、基金等机构争夺居民储蓄，在很大程度上难以持续，需要在产品、渠道以及整体经营模式上进行全面的转型与创新。这种转型与创新过程不可能一蹴而就，可能需要经历一个较痛苦、较漫长的过程，对寿险资产管理的理念与风格可能也会产生深远影响。

同时，尽管近几年中国财险业形势明显好于寿险业，但随着全社会汽车保有量基数不断扩大以及汽车销量转入温和增长期乃至徘徊期，中国车险保费增速可能也会表现出逐步回落的趋势。同时，费率市场化等因素可能给财险业综合成本率带来上升压力。因此，中长期角度，财险业经营与盈利对投资收益的依赖程度可能会上升。

不论是保险资金、企业年金还是社会公众资金，都兼有“绝对投资回报”与“相对投资收益”双重愿望——在绝对投资回报的角度，客户们希望自己的资产增值幅度不低于负债成本、存款利率和通胀率等某个关键的“底线”；在相对投资收益的角度，客户们希望自己的资产增值幅度不低于自己的竞争伙伴或同业。然而，从另一角度看，资本市场尤其是股票市场固有的不稳定性与不确定性决定了，对于任何一家保险资产管理公司



或财富管理机构来说，满足客户对投资收益的双重期盼，都是一个永恒的挑战。在股市较弱的环境下，尤其如此。

从《保险与投资若干问题研究》这本书的相关内容可以看到，近两年，人保资产的专业团队从理论与实践、机理与机制等层面，对如何加强“以绝对投资回报为硬约束的相对投资收益能力”建设进行了较深入的研究与探索，提出了一些有价值的思路和建议，也出现了健康的争鸣。

比如，在这本书的相关文章中，有研究员提出：较高、较稳定的绝对投资回报可通过各层次资产配置中较高、较稳定的相对收益的叠加来实现；为了在各层次资产配置中实现较高、较稳定的相对收益，针对各层次资产配置探索并建立合乎投资规律的理念、逻辑与方法体系，以及合理的业绩评价与激励制度，是必由之路；在各层次资产配置方法体系的建设方面，需要博采众长、深入研究股市等投资市场的波动规律与特性，进而构建能够经得起市场检验的各层次资产配置量化模型；即便是专业投资人员，也很难完全摆脱个人情绪波动的干扰，其自身知识与经验也都具有某种程度的局限性，如果撇开量化工具，就很难做到以较高的概率持续实现较高的相对收益与绝对回报。

在保险业环境和保险资金投资两个角度的研究中，我们都比较重视研究发达国家保险业和国际知名机构的经验与教训。从《保险与投资若干问题研究》这本书的相关文章可以看到，在美国 AIG 爆发危机之后，人保资产较早地对这场全球保险史上罕见的危机进行了较全面的研究。同时，在研究寿险资产管理国际经验、寿险业税收国际经验、保险资产管理机构国际经验等方面，人保资产的专业团队也付出了努力。

《股票市场研究——以逻辑与方法探索为核心》这本书，汇集了人保资产研究与投资团队，在研究股市发展及投资思路、探索股市波动特性、构建股市研判方法体系等方面的代表性研究成果。

投资学理论和众多机构投资者的长期实践经验表明：对于“大资金”而言，大类资产配置，或者说，大类资产之间的“相对选时”，应该是投资决策的首要考量。人保资产研究大类资产配置策略的基本模式是：在充分重视债市研判的同时，以股市研判作为大类资产配置策略的“主变量”。

之所以把股市研判作为大类资产配置策略的“主变量”，是因为在现实环境中，固定收益市场所能提供的投资收益与寿险业的保单获取成本之间存在显著“缺口”，也难以以为财险业实现稳定、合理的盈利提供足够的支撑；保险资产管理机构如果不能从股票市场获取足够高的投资收益，就无法达到委托人对投资收益的基本要求。

在以股市研判作为大类资产配置策略“主变量”的这个背景下，人保资产专业团队一直高度重视股市研判，也在一系列重要关口对股市走向做出了比较准确的判断。但我们

并不满足于此。在理念层面，与某员工某一次或某几次对股市走向做出的预判是否准确相比，我们更重视其结论背后的逻辑与方法是否科学，因为没有较科学的逻辑与方法作为支撑，就不可能长期经受住股市波动的考验。

从《股票市场研究——以逻辑与方法探索为核心》这本书可以看到，人保资产的专业团队投入了大量的精力，尝试从“价值属性”和“波动属性”两个角度，最大限度地利用数量化方法，努力构建股市研判的逻辑与方法体系。

侧重于“价值属性”的角度，我们的专业团队已经构建了“A股估值中枢及波动区间分析系统”、“股债相对价值分析模型”和“基于盈利与利率预期的A股合理估值模型”。

侧重于“波动属性”的角度，我们的专业团队将A股波动划分为：大级别波动、长线波动、中线波动、次中线波动和短线波动等五个层次。针对大级别波动，构建了“A股大级别波动模糊研判系统”；针对长线、中线和次中线波动构建了“A股多层次波动量化监测系统”。在“A股多层次波动量化监测系统”的基础上，还构建了“A股试错型选时量化模型”。

随着这些“系统”与“模型”不断趋于完善，以及它们的使用价值逐步在现实检验中显现，它们在人保资产的战略资产配置和战术资产配置中正发挥越来越重要的作用。

在股市投资方面，除了针对股市大盘的“选时”之外，板块选时和个股精选也很重要。人保资产专业团队在A股板块选时和个股精选两个层面，分别从量化方法和非量化方法两个角度进行了探索。

以上述“系统”和“模型”为基础，人保资产已经初步形成了一个多角度、多层次、量化与准量化方法相结合的股市研判及大类资产配置策略研究的“工具”体系。在我们了解的范围内，在中国财富管理行业还没有一个与此相近的方法体系。

我们清醒地认识到，上述“工具”体系及其构成因子，必然在某些方面存在局限性。尤其是，中国经济环境正发生深刻变化，资本市场正逐步开放，A股市场上“做空机制”、“杠杆交易”和各类衍生工具在被不断地引入和拓展，这一系列因素可能导致A股市场的运行特性发生改变。因此，我们的专业团队将会定期或不定期地对已有“系统”与“模型”进行原理反思和参数优化。当然，我们也会进一步拓展量化与准量化“工具”体系，使其在最大程度上满足各层次资产配置的需要。

尽管股市研判方法的探索和研判“工具”的构建与完善充满挑战，但较早构建的“老系统”与“老模型”自诞生以来在模拟应用和实际应用尝试中显现出的良好效果带给我们这样一份自信——人保资产专业团队对股市研判方法体系的探索已走上一条正确的道路；继续坚持下去，必将给公司的股市研判与投资能力带来突破性提升。



我们认为，对于一家投资机构来说，在专业见解方面保持开放性与包容性，是很有必要的——如果一家投资机构内部始终只有一种声音，或简单地选择始终与“主流”观点保持一致，那么，它所能达到的最高境界只能是平庸。

所以，人保资产高度重视“开放、包容的专业氛围”建设——除了各部门负责人可能从内部管理角度对本部门员工撰写的研究报告进行专业指导与把关之外，公司领导层对各部门员工就专业问题所撰写的、不代表公司对外使用的研究报告，既不干预、也不审查。因此，除非有特别的说明，否则，每篇研究报告的内容与观点都由作者本人负责。这种开放与包容的研究氛围，带来了公司内部“百花齐放”，本次出版的三本书可在某种程度上显示出人保资产内部这种活跃的研究与工作氛围。

五年多来，人保资产员工们的研究成果甚为丰富，但不少颇有价值的研究成果因来不及按照正式出版的要求进行体例调整及文字润色，而未能汇集成书或纳入上述三本书之中。此为一憾。

作为中国首家保险资产管理公司，人保资产到今年只有“十岁”，这体现出保险资产管理作为中国一个新兴的子行业还处在“儿童”期。2012年以来，相关监管部门对保险资产管理与财富管理领域监管政策做了较大调整，这为人保资产走进非保险资产管理以及更为广阔的财富管理领域打开了大门。面对更广阔的天地带来的机遇与挑战，人保资产将会进一步拓展和深化自己的研究体系，持之以恒地提升自己各方面的专业能力，更好地履行我们对客户、股东、员工和社会的责任。在此过程中，人保资产的员工们一定会拿出更多、更好的研究成果支撑公司各项业务发展，并且奉献给广大读者。

中国人保资产管理股份有限公司总裁

周之群

2013年6月6日

CONTENTS | 目录

第一章 股市发展及投资思路

中国证券市场的希望：监管回归 市场回归（2012 年 5 月）	秦 岭（3）
A 股投资者的问题及未来（2013 年 4 月）	吴明远（7）
经济转型期我国股市面临的挑战与机遇（2013 年 5 月）	黄本尧（20）
妥善解决 B 股遗留问题（2012 年 5 月）	蔡红标（25）
A 股公司与行业生命周期分析（2011 年 5 月）	章 斌 谢一飞（27）
港股市场大小盘风格及行业选择分析（2010 年 12 月）	梁谢军（38）
从“人口回流”中寻找商贸行业投资机会（2013 年 4 月）	栾 菲（46）

第二章 股市波动的一般性讨论

股指期货对机构投资者至关重要（2009 年 4 月）	陈 东（53）
纠正一种关于股指长期合理涨幅的错误分析方法（2009 年 6 月）	章 斌 黄祖斌（56）
从股指构成角度探讨近年全球股市区域性差异（2010 年 9 月）	章 斌（58）
关于我国股债统计特性的研究（2013 年 5 月）	段善雨 胡 劼 麦 静（63）
香港市场的影响因素分析（2013 年 5 月）	汪孟海（76）

第三章 股市与宏观经济的关联性

亚洲股市 1989 ~ 2008 年波动特性探析（2009 年 3 月）	章 斌（83）
关于 CPI/PPI 增幅差值与股指波动相关性的初步观察（2009 年 3 月）	李 毅（98）
经济先行指数能否当作 A 股波动先行指标（2009 年 4 月）	章 斌（101）
通胀与股市波动的相关性研究（2009 年 7 月）	黄祖斌（107）
关于货币供应量变化与股市波动相关性的观察（2009 年 7 月）	黄祖斌（115）
美元指数与 A 股波动相关性初探（2010 年 12 月）	谢一飞（118）
房地产市场与股票市场的相关性研究（2011 年 12 月）	凌秀丽（121）

第四章 估值水平与股市波动

PB 估值及风险溢价分析（2009 年 8 月）	李 毅（131）
股市“合理”估值模型（2009 年 8 月）	李 毅（139）



从 PS 和 PSG 角度观察 A 股市场机会与风险 (2010 年 12 月)	章 斌 (147)
从 PB 角度对 A 股市场机会与风险的观察 (2010 年 12 月)	李 毅 (154)
从 PE 倒数与企业负债成本比值的角度观察股市 (2011 年 1 月)	章 斌 (160)

第五章 股市较高等级波动的“场内”特征

量能变化与股市波动关联性的初步探讨 (2009 年 4 月)	章 斌 (165)
投资者平均盈亏幅度与股指峰谷的相关性 (2009 年 7 月)	胡厚中 (171)
从基金股票仓位看 A 股市场后续走势 (2010 年 9 月)	谢一飞 (176)
大规模“有效解禁”出笼或加剧股市资金面紧张程度 (2010 年 9 月)	谢一飞 (179)
从债市利差的角度看 A 股波动方向 (2010 年 11 月)	章 斌 (184)
基于股市成交量指标的投资策略初探 (2011 年 5 月)	谢一飞 (187)
基于乖离率构建 A 股选时策略初探 (2011 年 8 月)	魏 瑄 (190)

第六章 从经验走向模型

A 股投资数量化工具体系的初步构建：理念、结构与检验效果

(2013 年 5 月)	王家春 章 斌 谢一飞 王文丰 (195)
股债相对价值分析体系 (2013 年 5 月)	麦 静 段善雨 胡 劼 (222)
A 股市场估值中枢及波动区间分析系统 (2013 年 5 月)	黄 明 (242)
分形市场假说及对深证成分 A 指分形结构的实证检验和择时策略研究 (2011 年 6 月)	吴 滨 (252)
量化投资及优化数量选股模型 (2011 年 6 月)	李 毅 (265)

第一章

股市发展及投资思路

中国证券市场的希望： 监管回归 市场回归

秦 岭

2012 年 5 月

中国证券市场连续三年领跌全球资本市场，创造了一个“奇迹”。无论是机构投资者还是散户都“很受伤”。大家都很困惑：什么是 A 股市场持续低迷的“罪魁祸首”？

是经济基本面不行吗？显然不是。2008 年世界金融危机以来，全球经济复苏缓慢，传统发达国家和美国的 GDP 增速在 3% 以下的低水平徘徊，而中国经济一枝独秀，连续多年 GDP 增速保持在 10% 以上。尤其是 2011 年以来，欧债危机愈演愈烈，中国经济已成为世界经济的中流砥柱。

是资金面过紧吗？也不是。与 2009 年底相比，2011 年美国的狭义货币供应量（M1）和广义货币供应量（M2）分别增加了约 20% 和 10%，而中国增长了 40% 左右，远远超过美国。同时伴随着人民币不断升值，热钱不断流入，2011 年 11 月末的外汇占款比 2009 年底增加超过 6 万亿元。2011 年底中国金融机构人民币的各项存款余额和储蓄存款余额分别高达 79.5 万亿元和 33 万亿元，远超过 16.4 万亿元的 A 股流通市值规模。可见，实际和潜在的资金供给并不少。

是新股发行过多过快吗？2001 ~ 2011 年，A 股累计融资 3.96 万亿元（2010 年、2011 年分别为 9 860 亿元、7 011 亿元），IPO 1 322 家（2010 年、2011 年分别为 347、277 家）。而同一时期美股累计融资 1.76 万亿美元（2010 年、2011 年分别为 1 831 亿美元、1 685 亿美元），IPO 2 189 家（2010 年、2011 年分别为 197、201 家）。融资金额、上市数量都远超过 A 股。由此看来，新股发行也不完全是 A 股表现低迷的主要原因。相反，作为资本市场的重要组成部分，A 股市场的核心任务就是扩大直接融资、充分发挥市场在资源配置中的基础性作用。目前中国的资本化率还不到 60%，而美、欧、日等发达国家和印度、巴西、俄罗斯等新兴市场国家普遍都在 100% 以上。中国的直接融资比例还不到 30%，而美国在 80% 以上。因此，努力提高中国经济资本化率和直接融资比例水平是中国证券市场的职责所在。

问题的根源在哪里？那就是：市场的扭曲和监管的缺位。证券市场是市场经济的产物。而我国证券市场则是一个体制性的“怪胎”：二级市场是市场化交易；一级市场（发行市场）却是行政审批制。作为股市的源头，发行体制的扭曲可谓“荼毒”无穷。非市场化的发行机制和二级市场市场化的运行机制相悖，给 A 股市场带来了诸多弊端。

第一，监管缺位。监管的职责应当是维护证券市场秩序，打击伪劣，保护守法合



规经营，保护投资者权益，确保证券市场公开、公正、公平的原则得到落实。打一个通俗的比方，证监会就是证券市场的警察，是证券市场的执法者，警察的职责是打击犯罪、保护好人，维护法制的尊严。而上市公司、中介机构、交易所、证券机构及其从业人员、投资者都是被监管对象。然而，在证监会主导新股发行审核的机制下，监管者从源头开始即陷入上市公司精心编制的利益链条，与被监管者形成了利益“同盟”。监管者既是裁判员又是运动员，证券市场的主体——上市公司当然无法受到有效的监管。ST绿大地就是现行发行体制弊端的缩影：监管部门、各地方政府、上市公司早已结成利益“同盟”，这样的上市公司通过IPO寻租绑架了证监会、证监局、各级政府。在这种机制下，证监会能够做的只是抓几只内幕交易、老鼠仓、操纵股价的小苍蝇，而对造假圈钱、伪劣横行的上市公司视而不见、束手无策。证券市场成为造假圈钱的“乐园”。

第二，权力寻租。在行政审批、监管缺位的发行机制下，上市圈钱的违法违规成本太低。企业的成功、个人的价值体现在一纸上市批文；一旦获得批文成功上市，风投、PE的收益又能通过二级市场以完全合法的形式实现。这种权力和市场的完美结合为“冒险家”们提供了巨大的寻租空间，各种寻租行为大行其道，不仅为一些人提供了腐败的温床，也为“冒险家”们提供了实现“个人价值”和一夜暴富的“合法”途径。而真正好的企业为了获得上市发行，也要把精力放在长时间的排队、公关之中，大大降低了市场效率。在权力寻租的竞争中，烂公司寻租的能力和紧迫性要远远大于好公司，优胜劣汰的市场机制在这里失去效能。在这种体制下，权力寻租已成为当今最大的腐败温床；巨大的财富效应，使IPO成为冒险家洗钱、寻租、一夜暴富的首选之路。

第三，首发市盈率居高不下。监管者和地方政府想出政绩，保荐人、会计师、律师等中介结构想高收费，发行人更想多圈钱，围绕发行上市形成了一条关系紧密的利益链，齐心协力抬高发行价。连二级市场上相当一批有背景、有实力的投资者都被这种“鲍鱼之肆”所吸引，转战PE和一级市场。在一些上市公司各种违法违规的暗箱操作配合下，炒作新股盛行，更加剧了新股发行市盈率被高估的程度。证监会垄断发审权是选优的思维，选优的思维就是“天下无贼”，都是好公司，哪一份招股说明书不是把上市公司打扮得像花枝招展的新娘？投资者买好公司何罪之有？

第四，二级市场估值体系混乱。新股发行市盈率过高必然导致二级市场以“讲故事”的炒作为主，业绩稳定的蓝筹股、绩优股无人问津，估值长期处于底部，甚至成为所谓的“僵尸股”。一批擅长“讲故事”、编造题材的概念股估值居高不下，成为市场明星。在这种极端扭曲的估值结构下，财富效应完全向IPO聚集，向题材股、伪劣公司、ST公司聚集。难以形成稳定的估值体系，真正的价值投资者屡遭重创，最终不得不黯然离场，“劣币驱逐良币”的恶性机制在市场大行其道。

第五，退市机制难以建立。截至2011年底，A股上市公司总数、总市值和流通市值分别比十年前增长了大约1倍、3倍和8倍，而数据显示，2009年度，纽约证券交易所新上市公司94家，退市公司212家；东京证券交易所新上市公司23家，退市公司78家；德国证券交易所新上市公司6家，退市公司61家；伦敦证券交易所新上市公司73家，退市公司385家。而我国股市建立二十年来真正退市的公司不过数十家。从这个对比可以看出，成熟证券市场的精髓是优胜劣汰！可喜的是证监会最近推出了《退市制度征求意见稿》，让人们看到了净化证券市场的曙光。我认真读了这个文件，感到有一点遗憾，在退市条件中对造假、违法、违规没有明确的规定。经营的好坏是自由竞争的必然结果，而上市公司“罪”与“非罪”的区别就在于真与假。经营失败可以退市，但违法造假更应该退市。这一点在创业板退市制度中有所体现，但不够理直气壮。证监会的职责就应该是清除证券市场害群之马，净化证券市场的环境。如果证监会不出发审权，真正履行证券市场警察之职责，那么像ST绿大地这样绑架了政府和监管部门并得到政府拼命救助的伪劣公司们如何能退市呢？

A股市场长期低迷的根源就在于证券市场体制的扭曲和监管的缺位。在证监会垄断发审权的体制下中国证券市场创造了两个世界第一：（1）IPO首发市盈率全球最高；（2）全球投资者保护能力度排名倒数第一（第93位，数据来自世界银行《营商环境报告》）。在监管缺失、伪劣横行、恶意圈钱、严重失血、劣币驱逐良币的市场环境下，财富效应完全向IPO寻租市场聚集，二级市场财富效应丧失殆尽，价值投资成为梦想，市场怎能不跌呢？

体制改革是纲，其余都是目，纲不举目不张。发行体制不改，其他修修补补的所谓改革、创新都不能解决根本问题。因此我们呼吁：监管回归，市场回归。对此笔者提出三个建议——加强监管、放开发行、严审上市。

第一，加强监管。证监会的职责是维护证券市场健康、稳定、高效的市场化运行。把监管的思维由“选好人”转变为“抓坏人”，证监会只有交出“选好人”的权力，才能真正履行“抓坏人”的职责。审→选好人→天下无贼→监管缺失→权力寻租→财富效应向IPO聚集→恶炒新股→伪劣横行→劣币驱逐良币→价值投资边缘化！不审→抓坏人→强势监管→三公到位→退出机制得以建立→优胜劣汰发挥效用→价值投资得以畅行→财富效应向二级市场聚集！证监会只有让出发审权才可以独立地、客观地、公正地对证券交易所、上市公司、证券公司、中介机构、投资者在股票发行、上市、交易、退市等全过程履行严格的监管职责。一句话，就是要斩断监管者与被监管者的任何利益联系，监管才能真正回归。

第二，放开发行。就是采取市场化发行方式，把IPO由证监会审核制转为向交易所注册制。让企业自主选择要不要通过公开发行募集资金，能不能经得起严格的监管，能不能承受违规违法所应承担的代价。而能不能发出去、发出什么价格则由市场决定。



当一家公司是否能够发得出去，发行之后是否能够顺利上市，是否能够经得起监管检查等诸多因素都不确定时，他就要承受可能被抓的法律风险和发行失败的风险。在市场化发行有诸多不确定风险的机制下有多少投资者敢于冒风险去盲目投资？还有多少投资者敢去恶炒新股？有几家想在证券市场通过造假骗钱的公司敢去冒险且能够发得出去？只有真正好的公司才敢去发行，才能发得出去。这就是我们许多企业到海外市场发行常常会终止发行的原因，也是在海外市场首发市盈率大大低于 A 股的原因。

第三，严审上市。在市场化发行机制下，上市的审核就凸显其重要性。应该建立规范严格的上市审核机制，将发行和上市环节真正分开，适当拉长发行和上市之间的时间跨度（如 6 个月）。发行是一回事，上市是另一回事。公司发行完成之后能否进入上市程序，交易所要严格履行审核的职责，同时相应地也要承担审核的责任。上市公司如果违反发行时的承诺或被发现有造假行为，将不得上市并承担相应的法律责任。这样不仅可以减少企业上市前编造报表，上市后迅速变脸的现象，而且能够促使参与发行者在评估企业价值时更加审慎，真正消除一级市场定价过高的情况。

优胜劣汰是市场经济的恒定法则，也是市场经济健康发展的基本特征。当一个市场失去这个特征时，说明这个市场的运行机制遭到了破坏，发生了扭曲。而证券监管机构的职责就是要维护证券市场健康稳定高效的运行机制，保持证券市场优胜劣汰的生机与活力。具体说就是要通过严格的监管，确保证券市场的市场化运行机制不受任何违规违法行为的干扰和驱使，把那些违规、违法、经营不善而不符合上市条件的企业清出市场，让证券市场成为检验企业经营能力、管理能力、竞争能力、遵纪守法能力的试金石。让证券市场成为广大投资者放心的投资场所。只有切实履行对上市公司的监管职责，切实保证上市公司信息披露的真实性、准确性、完整性和及时性，证券监管才能真正保护投资者尤其是中小投资者的利益。

中国 A 股市场曾经经历过一次体制性变革，那就是股权分置的改革，它曾给中国股市带来了一段好时光。相信发行体制回归市场化的改革一定会给中国股市带来更灿烂的明天！