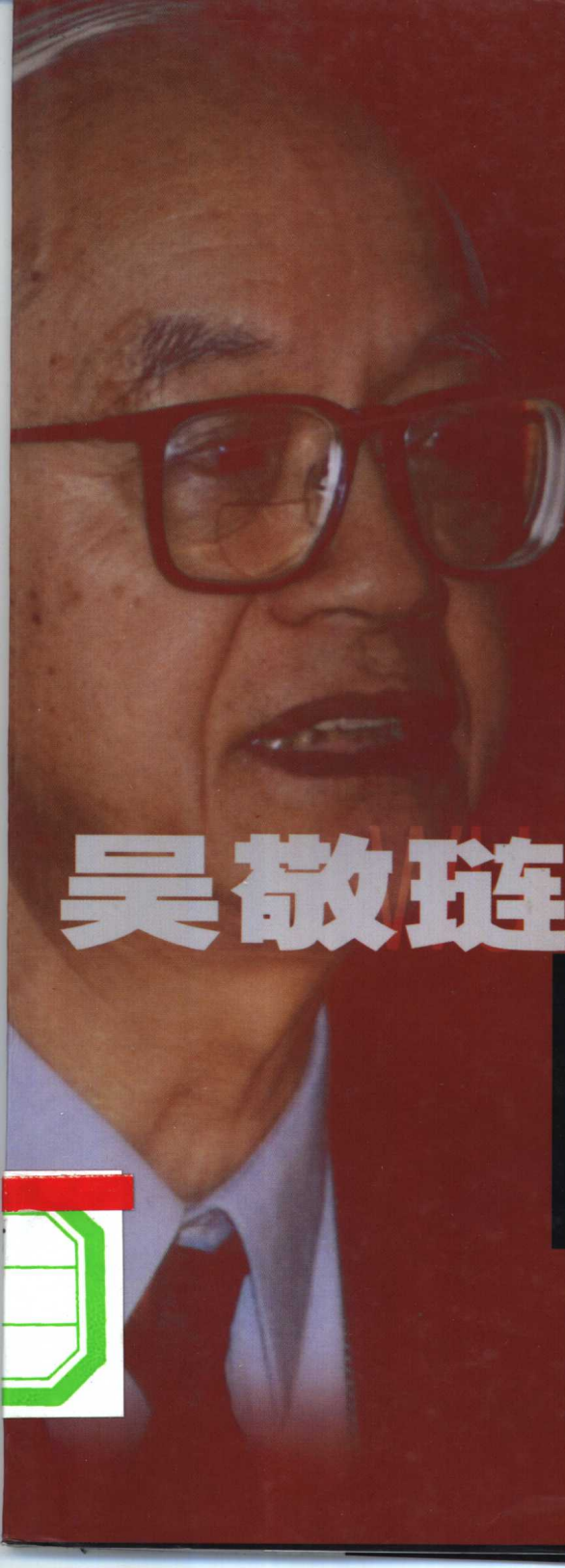


A close-up portrait of Wu Jinglian, an elderly man with glasses, wearing a suit and tie. The background is a solid dark red color.

谈谈“投机”

警惕泡沫经济

何处寻求“大智慧”

将证券市场引向健康发展轨道

中小投资者不是可以任意鱼肉的小民

加快证券市场的规范和发展

谈《基金黑幕》

证券市场不能黑

感受吴敬琏

评说“庄家”

吴敬琏: JING LIAN

十年纷纭 话股市

吴敬琏著

上海远东出版社

A green and white logo located in the bottom left corner of the page, featuring a stylized 'E' or 'G' shape.



吴敬琏： 十年纷纭话股市

吴敬琏著

上海远东出版社

吴敬琏：十年纷纭话股市

著 者/ 吴敬琏

责任编辑/ 金 水

装帧设计/ 戚亮轩

版式设计/ 李如琬

责任出版/ 晏恒全

责任校对/ 周国信

出 版/ 上海远东出版社

(200336) 中国上海市仙霞路 357 号

发 行/ 新华书店上海发行所

上海远东出版社

制 版/ 南京展望照排印刷有限公司

印 刷/ 上海市印刷七厂

装 订/ 上海市先锋装订厂

版 次/ 2001 年 3 月第 1 版

印 次/ 2001 年 3 月第 1 次印刷

开 本/ 850 × 1168 1/32

字 数/ 229 千字

印 张/ 11

插 页/ 2

印 数/ 1 - 35000

ISBN 7 - 80613 - 866 - 8

F·55 定价：22.00 元



GDX55/04

前言

吴敬琏

2000年10月《财经》杂志发表《基金黑幕》一文后，公众表达了极大的关切和义愤，但揭开还是捂住黑幕的交锋还处于对峙之中，人们便期待着经济学家的声音。在这种情况下，我在10月29日接受了中央电视台《经济半小时》的采访，就围绕《基金黑幕》发生的争执发表了自己的看法^①。12月30日，作为中央电视台《对话》节目的嘉宾，在回答主持人和观众的提问时，我又重复了历年来对于股市的一些看法^②。这个节目于2001年1月13日播出。与此同时，1月12日我赴上海参加一个会议，在旅馆里接受了追踪而至的中央电视台《经济半小时》记者的采访，就记者提出的有关庄家操纵股市的问题作了回答。这一次访问的录像在1月14日播出^③。

也就在这个时候，证券监察机构早在2000年初开始的加强监管力度的举措逐步加紧。它先对基金派出了审查小组，又在2001年1月9日和10日宣布查处涉嫌操纵亿安科技和中科创业股价的案件。到了1月14~15日中央金融工作会议开幕前，政府领导人关于必须对触犯刑律者绳之以法的讲话的消息也在首都传开。于是，“庄家”们望风而逃，而股价则

① 吴敬琏《谈〈基金黑幕〉》，见本书第186~191页。

② 吴敬琏《感受吴敬琏》，见本书第209~222页。

③ 吴敬琏《评说“庄家”》，见本书第223~225页。

从1月15日起大幅连跌4天^①。这时,“吴敬琏一言毁市”的流言也在股市上传开^②。一时间,引来了无数评论和诘难。接着,颇有影响的《证券市场周刊》把我的观点概括为三条(1)“中国的股市是个大赌场”,(2)“全民炒股不是正常的现象”,(3)“市盈率过高”^③,并针对这三个问题刊出了“九问吴敬琏”的提纲^④。2月11日争论进一步升级,厉以宁、董辅祁、萧灼基、吴晓求、韩志国5位先生举行与记者的“恳谈会”。据会议的组织者说,“现在股市已经到了很危急的关头”^⑤,“如果这场论战的赢家最后是吴敬琏,那将是中国资本市场的一场灾难”,所以他们必须约见记者,“全面反击吴敬琏关于资本市场的种种言论”^⑥。此后,各种媒体纷至沓来,要求采访、写稿、会谈等等。由于我的日程安排上有大量教学以及有关国有企业改革、民营企业发展和高新技术产业成长的调查研究工作,分身乏术,无法一一作答,深感歉疚。考虑到对于有关股市的许多问题和诘难,非三言二语所能说得清楚,而其中大部分我已谈过多年,所以接受友人的建议,将近10余年关于股市的言论汇编成册,借以对读者和我的批评者作一个交代。

趁这些文章汇集出版的机会,我就近来提出的一些重点诘难作一概

① 对于这次股价下挫的原因,吴晓求先生倒是说得比较客观的:“这次下跌的直接导火索是中科创业及亿安科技事件,它导致了众多股民的恐惧心理;其次是获利回吐,2000年中国股市整体涨幅达到50%,居世界之首,适当的下跌也应视为正常;同时证监会近期一系列规范措施的出台,亦被不少人视为利空。”(《吴晓求访谈:“赌场论”是情绪化的说法》,载《21世纪经济报道》2001年2月12日)

② 对于“吴敬琏一言毁市”的说法,有些人说是不明底细的中小投资者的一种自发反应。也有人说是“想象力丰富的人的联想”加“某些人不留痕迹的导引”的结果(林海:《是吴敬琏跟股民过不去,还是庄家跟吴敬琏过不去?》,载《中国青年报》2001年2月23日)。

③ 《股市的花样年华还有多远?》,载《证券市场周刊》2001年1月20日。

④ 《九问吴敬琏》,载《证券市场周刊》2001年2月8日。

⑤ 见《北京青年报》2001年2月14日。

⑥ 《韩志国访谈:如果吴老赢得论战 将是股市一场灾难》,载《21世纪经济报道》2001年2月12日。

括的说明。

1. 关于“全民炒股”

诤难：

《证券市场周刊》：“在发达国家，尤其是美国，家庭资产证券化达到了57%，而且近年来散户化的趋势很明显，与美国相比，中国人炒股只能说是刚刚上路。”^①

韩志国：“截止到2000年12月31日，我国沪深两市的投资者（包括机构投资者和个人投资者）……即使以5801万户计算，也仅占我国总人口的4.6%，与美国投资者人数占总人口的25%左右相比还相距甚远。其次，‘全民炒股’是形成社会化投资体系的一个有机组成部分。在我国目前的投资体系中，社会投资仍然偏低，因此，投资者人数不是多了，而是远远不够。第三，‘全民炒股’是培养人民群众金融意识的一个有效途径。人民群众的金融意识——投资意识、投机意识、利率意识、风险意识和信用意识的培育是改革深化与进步的一个突出表现。第四，‘全民炒股’是引导社会资源流向并且优化资源配置的重要条件。第五，‘全民炒股’是中国迎接经济全球化的必要实践。‘全民炒股’也是改革深化与社会进步的突出表现。”^②“可以试想一下，没有全民参与，国企解困的钱从哪里来。”^③

① 《股市的花样年华还有多远？》，载《证券市场周刊》2001年1月20日。

② 《“全民炒股”正常不正常？》，载《中国青年报》2001年2月4日。

③ 《韩志国访谈：如果吴老赢得论战 将是股市一场灾难》，载《21世纪经济报道》2001年2月12日。

董辅初：“关于全民炒股，不知大家怎么看，我认为是好事。中国证券市场要发展，谁来投资？在机构投资者不多的情况下，就需要许多老百姓参与股市投资。我觉得现在还全民得不够，不算重复开户的才 5800 多万，而且真正的投资者还仅局限于大城市，中小城市很少，农民就更不炒股了。将来如果中小城市的人都有钱了，而且炒股容易了，更多地参与到证券市场，我们的证券市场肯定会有大的发展。”^①

萧灼基：“如果肯定资本市场的作用，除法律和政策规定的不能参加股市活动的人之外，我们就要为越来越多的人‘炒股’叫好。”^②

吴晓求：“全民炒股是正常行为，但我从不用‘炒’这个字，应当称作买卖。”^③“全民皆股容易引起决策层的反感，因为如果证券市场不创造财富，全民都在里面干什么呀。决策层显然要出台措施限制它。这是具有煽动性、干扰性的用词。”^④

“全民炒股”的问题是这样提出的 2000 年 12 月 30 日，在中央电视台《对话》节目录制现场，一位观众问“咱们国家现在全民炒股这种情况对国民生活将会带来什么影响？”我当时并没有掂量他所用的“全民”一词在数量上是否准确，因为“全民经商”、“全民打麻将”、“全民炒股”一类说法

① 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001 年 2 月 13 日。

② 萧灼基《对我国资本市场若干重要问题的看法》，载《中国证券报》2001 年 2 月 12 日。

③ 《吴晓求访谈：“赌场论”是情绪化的说法》，载《21 世纪经济报道》2001 年 2 月 12 日。

④ 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001 年 2 月 13 日。

早已成为街谈巷议甚至报刊书籍中的常用语,无非是用以形容参加人数之多。我只是针对在中国把买卖股票一概称为“炒股”这种现象说出了自己的感想。我的回答是:“资本市场要扩大,应该吸引越来越多的人进行直接投资,应该说是好的现象。但是全民‘炒股’讲的就不是投资了,我看不正常的。”

我们都知道,入市者有“做长线”和“做短线”之分。所谓“炒股”,是指在短时期(在我国一般是指6个月以内)反复买卖股票,以便赚取差价。由此派生出另外一个词,叫做“炒作”,就是通过频繁的买卖,达到拉升股价的目的^①。对于把一切投资于股票的活动都叫做“炒股”,我历来是有不同意见的。例如我在2000年3月全国政协会议期间与记者谈话时就讲过,“买卖股票是一种投资行为,不应笼统称作‘炒股’。中国凡是买股票都叫做炒股票,外国没有这个说法。什么叫‘炒’股票?‘炒’是通过短时间内的频繁买卖博取差价,旧社会叫‘抢帽子’——抢价格的帽子。这意味着整个股票市场基本上成了一个投机场所,是搞炒作的。”^②当然一件事情怎么叫并不是最重要的。我之所以不赞成把一切股票买卖都化为“炒作”,是因为如果没有投资活动与之并行,单纯的炒作并不能使物质财富增加,如果大家都只是搞炒买炒卖,即使把股票价格“炒”上去了,入市者赢得的也只是纸上钱财;当热炒出来的气泡破灭时,多数人又会落得一场空,只有少数能够在崩盘前逃脱的炒家,才能靠套住别人发一笔横财。当然,炒家可以炒作变化无穷的“概念”,诸如炒作“利好政策”,炒作“高科技板块”,炒作“网络股”,炒作“重组题材”等等,促成股价飙升,用以吸引

^① ,看来董辅初先生也是在这个意义上使用“炒股”一词的。他在为韩志国先生的《中国资本市场的制度缺陷》一书所作的序言中写道:“在我国证券市场中进行着激烈的短期投机,也即通常说的炒买炒卖。”(见董辅初《像对待新生婴儿那样爱护证券市场——序〈中国资本市场的制度缺陷〉》,载《中国证券报》2001年2月12日)。

^② 吴敬琏《质疑“炒”股票》,见本书第168页。

大众跟风入市,实现“圈钱”的目标。但是,这于投资者的兴业发家和民族的富强康乐并无帮助。^①

用美国投资于股票的人数众多来证明中国炒股的人数并不多,有一个把买股票与炒股票混为一谈的概念混淆问题。谁都知道,美国股票持有者在总人口中的比重比中国大得多。可是,十分清楚的是,在美国,股票持有者大多数是所谓“做长线”的长期投资者(沃伦·巴菲特就是这种投资理念的代表),而只有少数是“做短线”的“炒股者”。一个股市上“炒股者”所占的比例可以从股票的换手率(turnover rate)反映出来。20世纪90年代美国纽约证券交易所的年平均换手率约在20%~50%之间,即股票2~5年转手一次^②。这就是说,绝大部分人是持有两年以上的投资者。即使到了格林斯潘所谓出现了“非理性狂躁”的1999年,也只有78%,即1.28年换手一次,也还是做一年以上“长线”的人占多数^③。而2000年我国沪深股市流通股的年平均换手率分别是499.10%和503.85%,即上市流通的每一张股票平均每年要转手5次以上,停留在每位购股人手中的平均时间不超过两个半月。

如果说有些先生用购股人数的多少来对我进行批评带有偷换概念的性质,另一些先生对“全民炒股”的维护,倒是具有实质含义的。早在1993~1994年关于股市是否“低迷”和政府应不应当托市的争论中,作为“正方”主要代表的萧灼基先生就曾明白无误地以“短期炒作”和“投机炒作”的保护者自居,坚定地反对管理当局“引导短期炒作转化为长期投资”的努力^④。由此来理解萧先生为什么“为越来越多的人‘炒股’叫好”,就更为

① 参见吴敬琏《互联网：要发展还是要泡沫》，见本书第172页。

② 陆向谦、李夏，《不要用行政手段干预股票市场》，见本书260页。

③ R.J.Shiller, *Irrational Exuberance* (《非理性的狂躁》), Princeton University Press.

④ 《中国股市：困境与出路——著名经济学家萧灼基教授访谈录》，载《首都经济》1994年第3期。

清楚了。

2. 关于“投机”、“零和博弈”和“赌场”

诘难：

董辅初：“在正常运行的证券市场中，投资与投机都是必不可少的。没有对证券的投资固然不会有证券市场，而没有投机也不会有证券市场，因为没有频繁的投机，就不会形成股票的合理价格，也不会有证券市场上价格引导资金的频繁流动，从而实现资源配置的优化。”^①“不能看到投机就反对证券市场，如果这样反对，中国的证券市场怎么发展？功能怎么发挥？”“把股票市场比喻成投机者的天堂，天堂有什么不好呢？如果很多人投机赚了钱是好事情。当然投机不是没有问题，在中国投机更盛，原因要历史地看待。”“证券市场与赌场不同，不是零和博弈。赌场如果不考虑抽头，你赢的钱就是我输的钱，你输的钱就是我赢的钱。另外从长远发展来看，证券市场的股票指数是往上走的，只要做长线投资，多数人是赚钱的。”^②

韩志国：“没有投机就没有市场，没有泡沫就没有市场，没有庄家也没有市场，我是国内第一个为投机叫好的人。萧灼基教授站出来支持我，他有句话，‘投资是失败的投机，投机是成功的投

① 董辅初《像对待新生儿那样爱护证券市场——序〈中国资本市场的制度缺陷〉》，载《中国证券报》2001年2月12日。

② 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001年2月13日。

资’，非常精彩。巴菲特是公认的投资专家，但他错过了纳斯达克市场中 500% 利润的机会。当大的机会来临时，你没有抓住，能说你是成功的投资家吗？”^①“持零和游戏的观点，要么是不懂股市，要么就是别有用心。”

萧灼基：“股市不是赌场，不是零和游戏，是创造财富的重要途径。如果一般老百姓那样说说还可理解，但严肃的经济学家那样说就不够严肃，有损形象，令人遗憾。如果把股市当成赌市，难道赌市能创造财富吗？能给股民带来回报吗？如果股市就是赌市，那 5800 万股民就是赌徒，政府就是赌场老板，1200 多家上市公司发行的股票就是筹码，这怎么也说不过去。”^②

2001 年 1 月 14 日中央电视台《经济半小时》围绕中国证监会查处庄家操纵股价案做了一期专题节目。我在采访中讲道：“中国的股市从一开始就很不规范，如果这样发展下去，它就不可能成为投资者的一个良好的投资场所……股价畸形的高，所以，相当一部分股票没有了投资价值。从深层次看，股市上盛行的违规、违法活动，使投资者得不到回报，变成了一个投机的天堂。有的外国人说，中国的股市很像一个赌场，而且很不规范。赌场里面也有规矩，比如你不能看别人的牌。而我们这里呢，有些人可以看别人的牌，可以作弊，可以搞诈骗。做庄、炒作、操纵股价这种活动可以说是登峰造极。”“股市有这个特点，如果光靠炒作，不是靠回报的话，它是一种零和博弈，就是说钞票在不同人的口袋里搬家，并没有创造出新

^① 《韩志国访谈：如果吴老赢得论战 将是股市一场灾难》，载《21 世纪经济报道》2001 年 2 月 12 日。

^② 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》，载《财经时报》2001 年 2 月 13 日。

的财富。”

上述言论表明,我并没有把“股市一般地定位为“赌场”和把整个股市活动说成是“零和博弈”的意思,更绝对推演不出我希望关掉股市的意图。我抨击的重点在于中国股市上违规违法盛行,就像一个有人可以看到别人的牌的赌场,这一点在我过去的文字中有更加系统的说明。

关于投机,我的观点和前面所引董辅初教授关于投机在市场经济中的积极作用的观点惊人地相似。早在1993年7月的《谈谈“投机”》一文中,我就指出过:“投机活动在市场经济中有它不可或缺的功能,这就是有助于实现市场均衡,从而达到资源的优化配置,因此对于投机活动决不能一概加以否定。投机活动的积极功能在两种市场即证券市场和期货市场上表现得十分明显。”^①在这种情况下,股市活动当然就是正和博弈,而不是零和博弈了。不过和董教授有些不同,我是把股市中的投机活动(“做短线”)和投资活动(“做长线”)区别开来的,所以我针对我国股市上弥漫着投机气氛、某些人利用这种情况而大发横财还做过这样的分析:“问题在于,投机活动 的有利的结果只有在一定的条件下才会发生,离开了这些条件,它就有可能成为弊大于利甚至绝对有害的东西。也就是说,只有当投机活动与投资等活动结合在一起,实现良性互动时,它对经济的作用才是积极的。单纯投机则并不能起到这样的作用。它的实质只不过和赌博一样,是钞票搬家、货币财富在不同主体之间再分配的一种‘零和博弈’。从总体上说,它并不能使社会福利增加,也就是说,赢家所得只会小于(因为有各种损耗)而决不会大于输家所失。所以,想要依靠投机使一个国家或全体参与者富起来,那纯粹是一种幻想。”^②

看来我对股市功能定位的设想的确与一些证券专家有原则的分歧。例如厉以宁教授曾经有一个“击鼓传‘花’”的传神比喻,为他心目中的股

① 吴敬琏《谈谈“投机”》,见本书第3~4页。

② 吴敬琏《我国证券市场的建设大计》,见本书第61~62页。

市定性。他说“股市是可能全赢可能全输,就像击鼓传花游戏,鼓声停了‘花’在谁手里谁就被套了,但是下一轮鼓声再起的时候你还有机会把‘花’传出去。”^①

近来的一些建立在数据基础上的研究成果显示了中国股市这种投机性强的特质 (1) 纽约证券交易所系统风险(不可分散化风险)占 1/4 左右,而非系统风险(可分散化风险)占 3/4 左右,上海证券交易所的投资风险结构与此“倒置”,系统风险占 2/3,非系统风险占 1/3 左右。这表明,中国的证券市场较之美国证券市场而言,具有更强的投机性,而投资性较弱;^② (2) 通过对 1885~1993 年道-琼斯工业指数和 1992~1998 年 7 月上证指数单日跌幅超过 7% 的次数统计比较看到,在超过 100 年的时间里,道-琼斯工业指数单日跌幅超过 7% 的日期只有 15 次,而上证指数 6 年之内就有 23 次,从分布上看,道-琼斯工业指数单日跌幅最大的日期集中分布在美国历史上两次最大的熊市期间,即 1929~1931 年期间和 1987 年期间。而上证指数单日跌幅最大的日期则分布于 1992~1998 年的各个年度之内;中国股市还有比美国股市更剧烈的单日振荡幅度。从股票市场价格强烈振荡性的特点得出的结论是:中国股票市场的市场风险明显高于美国股票市场,却不能为投资人提供高于美国股票市场的投资回报。^③

当然,我们这里对于一个市场上投机和投资孰重孰轻的评论只是就整个市场活动的结构而言的。对于各个个人来说,每个人都有不同的风险偏好和投资选择,风险自负,投机与投资好比“萝卜青菜,各有所爱”,本无高下之分。我们知道,索罗斯偏好投机,不过他对于在一个没有特权保护的市场经济中个人从事投机活动所必须承受的巨大风险倒是有清醒认

① 《“厉股份”侃“牛市”.股市如击鼓传花》,载《科技日报》2000 年 8 月 14 日。

② 波涛《证券投资理论与证券投资战略适用性分析》,经济管理出版社 1999 年版,第 64 页。

③ 波涛《证券投资理论与证券投资战略适用性分析》,经济管理出版社 1999 年版,第 343~345 页。

识的,而且懂得如果整个世界沉湎于无节制的投机会导致什么后果,所以才在仍然春秋鼎盛之时金盆洗手,并写下了他畅销一时的著作《全球资本主义的危机》^①。所以,我不得不对韩志国先生只崇尚短线炒作、而对以拒绝投机著称的巴菲特嗤之以鼻的态度表示质疑。的确,2000年年初,当高科技股成了众人追捧的对象时,巴菲特仍然保持他一贯的长线投资策略,以致被某些人讥笑为“网络时代的弃儿”,可是,当美国的网络股泡沫破灭以后,纳斯达克指数缩水一半,巴菲特的伯克希尔·哈萨维(Berkshire Hathaway)公司的股价却节节上升。这使巴菲特老到的长线投资战略再次得到美国人的肯定。

3. 关于“市盈率”和“泡沫”

诤难:

萧灼基:“对市盈率要客观辩证地看待。看待市盈率要考虑我们是一个资金缺乏的国家,供给不足,而供给不足的商品价格自然会高。还要考虑相关因素,只考虑市盈率不考虑利率是不对的。所以市盈率很难做国际比较。”^②

韩志国:“我国的股市是一个新兴的市场,而市盈率偏高恰恰是新兴股市的共同特点。我国的经济正处高速增长期,判断市

① 乔治·索罗斯《全球资本主义的危机——发发可危的开放社会》,台北联经出版事业公司1998年中文版。

② 《五位经济学家质疑吴敬琏 股市“托”声骤起》,载《财经时报》2001年2月13日。

盈率的高低,既要 看市场自身,也要看国民经济的总体发展水平。”^①

吴晓求:“50 倍市盈率绝对不算高,是合理区域,不能简单地用国与国比较。”^②

董辅初:“如果比市盈率的话,我们比日本的市盈率还要低很多,日本的市盈率要到 80 倍甚至 100 倍。”^③

2000 年 7~8 月份,上证综合指数越过 2000 点,市盈率达到 60 倍左右。不少经济学家和业内人士都为过高的市盈率担心。例如,新华社《上市公司研究》周刊在上证指数越过 2000 点以后,组织系列文章讨论市盈率居高不下的危险性。这些文章指出,“60 倍市盈率在国际经验中鲜有前例。A 股高入云霄的股价显然是不正常的。”^④正是出于同样的担忧,我在 2001 年年初指出在当前上市公司的效益情况下,这么高的市盈率是难以为继的。由于股价是由供求关系决定的,现在货币供应量过大,把股价顶了起来。我更为担忧的还在于,有人提出今年要继续注入货币,让股市继续涨,但是气泡不可能不断地吹,如果跌下去问题就很严重。^⑤

所谓市盈率(P/E),是指股票市价与每股收益之比,其经济含义是按照公司当前的经营状况,投资者通过取得红利要用多少年才能收回自

① 《韩志国 走出市盈率的陷阱——与吴敬琏教授商榷》,载《新证券》2001 年 2 月 10 日。

② 《吴晓求访谈“赌场论”是情绪化的说法》,载《21 世纪经济报道》2001 年 2 月 12 日。

③ 此语引自 2001 年 2 月 7 日的中央电视台《经济半小时》节目。

④ 齐春宇《指数 2000 点 股市投资价值还有多少?》,载新华社《上市公司研究》周刊第 8 期,2000 年 8 月 20 日。

⑤ 《杨录 吴敬琏担忧股市》,载《财经时报》2001 年 1 月 12 日。

己的投资。在投资者眼中,50 倍的市盈率意味着要用 50 年才能从回报中收回投资。因此,市盈率常常被看作一个公司的股价是否虚升的标志。不过,因为市盈率依据的是对过去的盈利率,而判断股价是否过高,还要看它是否反映公司的基本面,即未来的盈利能力。所以,市盈率要和公司的成长性亦即未来的经营绩效结合在一起,才能反映考评股票的投资价值。如果上市公司的成长性很好,市盈率高一些并不足为虑。但平均而言,我国上市公司的成长性不良,甚至回报每况愈下,因此很难支撑这么高的市盈率。

在发达的市场经济国家,平均市盈率一般保持在不高于 20 倍的水平上。以美国为例,除互联网泡沫时代市盈率畸高外,传统产业从未超过 20 倍。“韩国 70 年代经济增长率在 14% 以上,市盈率一般为 20 倍,仅有两次达到 30 倍,且持续时间很短,只有 1~2 个月的时间。东南亚国家一般为 10~20 倍。香港近十几年股市平均市盈率在 20 倍以内。”^① 日本是高市盈率的特例,但是它的股灾给经济带来的破坏之深之久恰好是市盈率过高导致灾难的明证。日本在泡沫经济年代曾经保持 60 倍的市盈率,但是由此导致了 1990 年的大崩盘,从此一蹶不振,至今 10 年过去,仍然未见复苏的迹象。听说董辅初教授以日本为例论证目前的市盈率还不算高,实在想祈祷上苍,不要让中国也走上这条道路。^②

从 1992 年起,我就一再呼吁,不要让“泡沫经济”在我国出现,因为当时我国股票市场和房地产市场已经出现了明显的气泡化迹象。^③ 1992 年

① 齐春宇《指数 2000 点 股市投资价值还有多少?》,载新华社《上市公司研究》周刊第 8 期,2000 年 8 月 20 日。

② 日本股市在 90 年代末期平均市盈率的确一度高达 100 倍以上,那是由于泡沫破灭后投资极度不振,日本中央银行实行零利率(其倒数为无穷大)政策造成的。2000 年 7 月央行将利率提升至 0.12%,日本股市的平均市盈率立即降到不足 30 倍。(同见齐春宇《指数 2000 点 股市投资价值还有多少?》,载新华社《上市公司研究》周刊第 8 期,2000 年 8 月 20 日。)

③ 吴敬琏《平稳地放掉泡沫中的空气》,见本书第 10 页。