

解读

李志林 [忠言] 著

中国股市

兼与吴敬琏等商榷

上海三联书店



解读 中国股市

兼 与 吴 敬 琏 等 商 榷

李志林 [忠言] 著



图书在版编目(CIP)数据

解读中国股市:兼与吴敬琏等商榷/李志林著.

—上海:上海三联书店,2002.12

ISBN 7-5426-1742-7

I. 解... II. 李... III. 股票—资本市场—研究—
中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 095288 号

解读中国股市——兼与吴敬琏等商榷

著 者/李志林(忠言)

策 划/朱美娜

责任编辑/戴 俊

装帧设计/鲁继德

监 制/朱美娜

责任校对/刘 浩

出版发行/上海三联书店

(200235)中国上海市钦州南路 81 号

<http://www.sanlian.com>

E-mail:sanlian@online.sh.cn

印 刷/昆山市亭林印刷有限责任公司

版 次/2002 年 12 月第 1 版

印 次/2002 年 12 月第 1 次印刷

开 本/890×1240 1/32

字 数/30 千字

印 张/12.75

印 数/1—21000

ISBN 7-5426-1742-7
F·331 定价:30.00 元

内 容 提 要

自 2001 年初吴敬琏先生率先提出了“赌场”论、“挤泡沫”论、“全民炒股”论、“慢放气”论、“股市下跌与经济无关”论之后,“按国际标准整顿”论、“国有股高价减持”论、“推倒重来”论、“高价大比例增发”论等主张也相继登场,中国股市遂出现了 40% 的深幅调整。

中国股市究竟要不要讲“国情”? 中国股市政策调控的成功和失误表现在哪里? 中国股市由“熊”返“牛”需要调整哪些政策? 中国股市的最大缺陷是什么? 对此,作者在本书“上篇”中,以大量不争的事实和哲学思辨的方法,对新兴阶段的中国股市进行了重新解读,对上述观点加以商榷、论辩,进行辩证的分析,提出许多与众不同的深刻见解和建议,有的已为管理层所采纳。

同时,面对重新“洗牌”的中国股市,作者在“下篇”中揭示了中国股市隐藏的“天机”,如利益再分配、指数失真特有的“解套难”、单边上升市和“往下做”,以及中小投资者需采取的对策等;提出了在中国股市中成为赢家必备的“超限战”的思路、理念、节奏和方法,例如“冬播”理论、“点穴”理论、30 点胜算法、七买七不买等,颇具实战性。

关于中国股市与国情的对话(代序)

对话人:《文汇报》总编辑 吴振标

华东师范大学企业与经济发展研究所所长 李志林

时 间:2002年11月27日

如何认识和评价中国股市,经济理论界一向存在着不同意见的争论。李志林博士在发表的文章和所作演讲中,观点鲜明,引人瞩目。吴振标先生与李志林博士所作的对话,可使人们比较清晰地看到李志林博士的主要论点。

一、关于“中国国情”

吴:李先生在有关中国股市的争论中,一直强调“中国国情”。也有另一种说法:既然是股市,就应该有国际统一的标准。你是怎么看待这二者的关系的?

李:这牵涉到普遍性和特殊性的关系问题。中国股市在90年代初开设。当时,“姓社姓资”争论不休,市场经济发展很不充分。股市的开设,促进了经济体制改革。我们用10年时间走完了国外成熟股市100多年才走完的道路。现在来谈论中国股市,离开了中国国情,就会变得非常空洞、乏力。

吴:你能否归纳一下中国股市有哪些中国国情?

李:中国股市在1990年开设时,是根据邓小平“股市可以试一下,搞得不好,关掉就是了”的讲话。当时,是从8只股票开张的。可以说,是“摸着石头过河”。为了体现公有制为主体,当时就定下来三分之二的国有股法人股不能流通,三分之一的公众股可以流通。这种特殊的股权设置,如实地反映出中国的上市公司90%以上是从原来的国有企业转为股份制的实际。1998年,为实现国企三年扭亏的

目标,又提出“股市为国企扭亏服务”、“绩优企业与亏损企业捆绑上市”的扩容方针。中国股市仅用了 10 年时间,就超常规扩容了 1300 多只股票,成为亚洲第二大股市,在股权结构、股市功能、交易制度、指数编制、发行市盈率较高、机构操纵、政策导市和超常规发展等方面,无不表现出中国特殊的国情。

吴:你所列举的中国股市的这些特点,据我所知,并不都是好的或健康的,因此需要加强监管,使之规范化。不知你是如何看待这个问题的。

李:中国股市中的这些特点,如果加以评价,其中有一些是属于弊端,如股市功能偏颇、指数编制缺陷、单向交易机制、庄家盛行等。有一些是客观存在的现实,如股权结构设置特殊、上市公司在上市前都不是股份制、一级市场发行价的高市盈率等,这是有历史原因的,在当时有相当的合理性。还有一些则是积极因素,如政策调控、超常规发展等,则对企业改制和市场经济的发展,具有促进作用。如果中国股市不顾中国国情,而是全盘照搬西方成熟股市模式来设计的话,那么,也许到今天还开设不出来。中国股市的这种“单兵突破”是有历史理由和历史功绩的。当然,强调中国国情,并不是要掩盖问题,而是为了使中国股市更好、更健康地发展。

二、关于市盈率

吴:刚才你提到中国股市存在市盈率较高的问题,这也是股市投资者和社会各方面普遍关心的问题。不知李先生是如何看待这一问题的。

李:中国股市市盈率高的问题,正是一两年来关于中国股市争论的焦点。

2001 年初上证指数为 1900 多点,平均市盈率约为 50 倍。当时银行年利息为 2.25%。按金融学基本原理,以其倒数计算,股市 44 倍市盈率有投资价值,若与征收利息所得税后 1.8% 的实际利息相对应,则 55 倍市盈率有投资价值。这是 1999 年 6 月《人民日报》特

约评论员文章所强调的观点,广大投资者是非常认同的。自2000年以来,管理层提倡新股发行价“市场化”,结果,新股发行价市盈率就是30多倍,配股价和增发价市盈率高达40-80倍。然而,某些经济学家却不顾这个事实,不首先去批评以高价发行新股的上市公司和审批者,却一味指责二级市场市盈率太高,泡沫太多,这是将本末倒置了。

吴:那么,常见文章为什么都称20倍市盈率才有投资价值呢?难道这种观点错了吗?

李:有一点需要说明,所谓国外成熟股市是20倍市盈率,那是采集了几十只超大市值的绩优蓝筹股作为样本股来作统计的,例如,香港恒生指数是从813只股票中,采集了33只样本股;美国道琼斯指数是从13000多只股票中,采集了30只样本股。这样,其市盈率自然就比较低。而我国股市的平均市盈率是采集所有股票作为样本来统计的,所以是34倍(11月27日)。如果中国股市亦采集超大盘股和绩优股作为样本股,如180指数只有28倍。

对国际成熟股市的市盈率,我们还有一个信息失真的问题。2001年12月11日《证券时报》刊登了所罗门公司(香港)高级副总裁李伟强的文章,其中提供了2001年11月30日世界一些国家和地区的股市的平均市盈率为:美国46倍、日本65倍、英国33倍、德国49倍、法国19倍、意大利18倍、瑞士16倍、香港15倍。2002年11月29日,英国伦敦金融时报指数的市盈率是61.86倍。可见,世界上经济最发达国家的美、英、日、德股市的平均市盈率都比中国股市高。即便是香港股市,813只股票中,有330只亏损股,亏损比例占40.5%,若算平均市盈率,要比沪深股市高得多。如此信息失真或误导,也造成了对我国市盈率的误判。所以,笼统地称“20倍市盈率才有投资价值”的观点是有失偏颇的。

吴:你所谓的不能“笼统地称”,大概就是你在有些文章中曾将市盈率与中国国情联系起来看,不知是否这样?

李:确实,中国股市市盈率还与流通股与国有股同股同权却不同成本、不同价有关,与长期以来一级市场发行价市盈率的高基准有

关,与盘子较小的上市公司今后的股本扩张潜力有关;与前几年激活股市的政策有关,也与我国经济呈高速发展的态势有关。这些因素,都决定了我国股市的市盈率,与有些国家和地区的成分指数的市盈率相比,处于一个相对高位。如果片面地认为20倍市盈率才等同于价值,真的要对中国股市的平均市盈率“挤泡沫”,强行降到20倍,与国际股市成分股的市盈率并轨,那么,首先就应将新股发行价、配股价、增发价的市盈率降到8—10倍,这能做得到吗?如果现在这样做,那么,10多年来,为支持股份制改革和国企改革已经付出高成本的二级市场投资者的财富,岂不被强行剥夺了?因此,关于市盈率看法的偏颇,实际上是对虚拟经济的特点认识不足所致。

三、关于“政策市”

吴:你前面提到“政策调控”符合中国国情,并将其列入需要保持和发扬之列。而有一些观点则认为,股市应让市场自己去走,政策应淡出股市,并且事实上目前一些政策的作用也失效了。这种现象该如何来看?

李:中国股市是“政策市”,对中国股市的各方参与者,无论是新老投资者,还是机构,或是管理者来说,都是不争的事实。自中国股市开设的10余年间,粗算起来,至少进行过7次政策救市和6次政策抑市,并且都收到了一定的效果,扭转了股市过度低迷或过度投机,使之在合理的波动范围内运行,维护了股市的稳定。

从2001年开始,有关方面一再强调“市场化”。从2001年6月14日至2001年10月22日,上证指数从2245点暴跌32%到1514点左右。期间,虽然“政策应该淡出股市”的声音不少,管理层有关人士甚至斩钉截铁地表示,他们“只管监管不管指数,决不救市”,使市场一些铁杆的多头也发出了“千万别奢望救市”的绝望。但是,10月22日,国务院宣布停止国有股在证券市场减持的重大利好,进行政策救市,并从2001年10月22日后的一个月中,频发了12项利好政策。2002年1月29日跌到1339点时,证监会还及时召开证券市场

座谈会,用政策稳定人心。6月24日,在1562点时,管理层于一天内又宣布了三条重大利好,使市场爆发了巨量井喷的“6·24”行情。

吴:那么是否可以说“政策市”是中国股市的独创呢?

李:不能这样说。特定时期动用政策手段救市,其实也是国际惯例。完全放任市场不管,即使是在当今资本主义市场经济体系比较完善的国家,也已被抛弃。前几年亚洲金融风暴猛烈冲击香港经济时,港府曾动用1000多亿港元救市,取得了成功。“9·11”事件后,美国政府亦推出组合性利好政策,坚定地以政策救市。只是新兴阶段的中国股市的“政策市”的痕迹更明显一点罢了。从这个意义上说,坐视股市崩盘,引发金融危机而不去救市,这不是负责任的态度。

吴:按你这样说,“政策市”是否就应当一直存在下去?

李:那也不是。中国股市历史太短,缺乏整体性的制度设计,既无股票期货和指数期货用以避险,又无政府平准基金来抑制单边市。这样,在市场的单边运行的惯性力量的巨大推动下,股市经常会失去理智,出现疯狂的暴涨或暴跌,存在着引发股市风险的隐患。于是,必要时动用政策来纠正股市,就显得十分重要。

至于“政策市”何时可以完成它的历史使命,在我看来,只要中国经济未放弃宏观调控,股市交易未建立双向机制,合格的战略投资者力量未真正强大,那么,政策干预就是必需的。一句话,只有到中国经济和中国股市的市场化完成之时,才是“政策市”功成身退之日。即使这样,也不能妄下“政府决不救市”之类断语。

四、关于“股市的根本缺陷”

吴:中国股市既有如你所言的应保持与发扬的特点,也存在着不少体制性、制度性的缺陷,为了推进中国的改革,理论界都在试图解决这个问题。我很想听听你在克服中国股市的“根本缺陷”方面有何高见?

李:中国股市确实存在着不少体制性、制度性的缺陷。但现在理论界在讨论这个问题时,方向有些偏。即把缺陷全部推到当时开设

股市时国有股、法人股不能流通的股权设置上,用“早知今日,何必当初”的思路,试图用“快刀”斩“乱麻”。其实,在当时非常困难的情况下,为了能开设股市,这种股权设置是渐进式改革成功经验的组成部分,是推进国有企业体制改革的创新之举。现在若想卸下这个历史包袱,进行“全流通”,马上就牵涉到1元成本的国有股与十几元成本流通股之间的利益均衡问题,即国有股要不要缩股?要不要给二级市场参与实体以利益补偿?这个问题不要说在过去10年中不可能解决,就是在现在和今后相当长一段时间里,解决的难度也很大。

我认为,中国股市最大、最急需解决的缺陷倒是股市的功能定位,即抛弃了股市优化资源配置、价值再发现、让投资者获利这三项功能,单一地强调筹资功能,并提出“股市为国企扭亏服务”、“绩优企业必须捆绑一家亏损企业才能上市”的错误口号。这是造成今天中国上市公司业绩低下、市盈率高踞、缺乏投资回报、庄家恶炒绩差股、业绩造假、违规情况严重、股市很不规范的根本原因。这也是10多年来中国股市的指数不能与经济连续高增长保持同步,至今指数反而倒退到1992年5月1429点的水平之下,广大投资者都亏损累累的根本原因。我认为,这种低效率的扩容是到了该整顿的时候了。

五、关于“保护投资者”

吴:对投资者利益的保护是世界各国股市的题中应有之义。你是如何看待中国股市对投资者的保护问题的?

李:国外成熟股市有很多法规是专门谈保护广大投资者利益的,并形容为“要像扶七八十岁的老太太过马路那样保护中小投资者”。最近,美国证监会三名高官坦言因没有保护好广大投资者利益,而主动辞职。坦率地说,中国股市对广大投资者的保护虽然视为“重中之重”,也作了不少努力,但实际上并没有做好。特别是广大中小投资者这个股市中的最弱群体,正在被日益边缘化、亏损化,这个问题值得引起高度重视。

吴:何以说是日益边缘化呢?

李:首先,自2001年以来,中国股市的一些政策跨越了新兴阶段的特点,一味按照成熟股市模式进行超常规整顿,并以20倍市盈率为标尺,对股价强行“挤泡沫”和“慢放气”;在流通股与非流通股“不同成本、不同价”的情况下,强调“同股同权”,在减持国有股停止后,有人又不断主张“三板全流通”、“新股全流通”、“创业板全流通”、“外资受让国有股后早晚可流通”等。甚至有人提出,对中国股市“推倒重来,哪怕跌到1000点政府也不要救市,崩盘也是可以接受的”,这种不负责任的言论至今使投资者心头蒙上浓重的阴影。其次,不能旗帜鲜明地表示中国股市的运行方向,不敢理直气壮地强调“只要经济增长,每年股指也应稳中有涨”,使广大投资者失去对中国股市未来的理性预期。第三、高速扩容尤其是超大盘股的扩容,引起股价中枢大幅下移,使投资者陷于绝望。第四,政出多门,政策多变,今天鼓励某种资金进场,明天讲必须限期撤出,使许多投资者无所适从,信心丧失。

吴:你讲的目前中国股市在保护投资者利益方面做得很不够,可能更有道理。但是,中国股市要改革,要发展,要国际化,要不断解决前进中的历史包袱,这就总得有一部分人要为之付出代价,这就是我们经常讲的克服“阵痛”。从长远来看,这也是为了从根本上保护投资者利益。

李:是的,改革总是利益的再分配的过程。但一定要注意再分配过程中的利益相对平衡问题,注意掌握利益失衡的“度”。例如,国有股要转让、流通,就必须按照与流通股的成本差进行缩股,或者按净资产价格或低于净资产的价格向流通股股东高比例转让。又如,在向上市公司高管、民营企业 and 外商转让国有股时,仅仅讲“国有股仍然不能流通”是不够的,还应当讲明,“在较长时间内(例如10年)不能流通,今后若要流通,必须参照流通股股东的高成本,按比例缩股”。这样,才体现“十六大”报告中讲的“资本作为一种生产要素,应按其贡献参与分配”的原则,才能消除大家的疑虑。

六、关于“发展资本市场”

吴:党的“十六大”报告中提到,“要推动资本市场的改革开放和稳定发展”、“要正确处理虚拟经济与实体经济的关系”等等,这对中国股市的发展有很大的指导意义。你是怎样看待股市目前的走势的呢?

李:中国股市在规范与发展的关系上,往往没能处理好。前些年较多的是讲“在发展中规范”,强调了发展,有时忽视了规范,结果违规成堆。这两年较多的是讲“在规范中发展”,但在2001年更多的只强调规范。再者,对“发展”二字的含义,市场各方的理解,也有较大差异。管理层讲的“发展”,主要指加快扩容速度,加大直接融资比例,多上大盘股,增加金融品种。而投资者心目中的“发展”,是希望只有优质企业才能上市,提高上市公司的质量和业绩,多得到投资回报,使中国股市能与国民经济的高速发展保持一致,能够同步“稳中有涨”,产生财富效应等。

吴:那么你认为中国股市怎样的“发展”才会令市场各方都满意呢?

李:对此,我提出六条政策修正建议,简言之:第一、对国有股流通问题应有一个明确的说法,或者按缩股后按净资产减持流通,或者搁置10年后再解决,以消除投资者的疑虑。第二、理直气壮地强调,中国股市应与国民经济增长保持一致,体现经济晴雨表功能,保持“稳中有涨”,重返牛市。第三、正确评价虚拟经济,重新审视从成熟股市搬来的经验,强调从中国股市新兴阶段的实际出发,制定具有中国特色的股市政策,如允许适当的市盈率;建立做市商制度,允许合乎规范地做庄,提倡规范的私募基金;适时建立双向交易机制,建立政府平准基金,创造宽松的股市环境。并明确表示,中国股市的股价与市盈率在相当长的时间里不可能与国际股市并轨。第四、鉴于10年中国股市已上市1300多只股票,速度远远超过美国、香港,而一些上市公司质量却十分低下,因此有必要抛弃“股市为国企扭亏服务”的口号,在一年内“休扩”,包括停止增发新股,对确有融资需要的申请上市

的企业改为发行3-5年期的公司债券,加强对上市公司的资产重组和收购兼并,给股市以休养生息的机会。第五、加快社保基金入市的步伐,采取积极的政策导向,对银行资金合规和违规予以正确界定,开辟银行资金进入股市的渠道;建立不以赢利为目的平准基金,维护市场的稳定发展。第六、将不上市的国有股和法人股剔除出指数权重,果断纠正指数造假,逐步营造股市的财富效应,恢复投资者的信心。

10年来中国股市的实践证明,资本市场是否稳定,投资者信心是否能保持,直接关系到经济繁荣和社会稳定,关系到金融安全和国家利益;只有“发展”,才能兴市,只有“市兴”,才能更好地促进发展。

吴:你对这些维护中国股市稳定发展的建议是怎样进行自我评价的呢?

李:作为对中国股市关注并倾注了10余年研究心血的学术工作者,作为一名共产党员,我是以“三个代表”重要思想为指导,去思考这些问题的。我这些建议的宗旨是:既不割断历史,又不迷失方向;既不落后时代,又不超越阶段。我的文章、我的书,也是作为一种学术研究成果、学术见解,作为“一家之言”而发表的。我深信,我的上述六项建议若能被采纳,中国股市是能够由“熊”转“牛”的。

吴:李先生在股市理论中敢于坦率地表达自己的意见是人所共知的。我不太懂得股市,很难评判你的观点是否完全正确,但我欣赏你为维护国家利益、为股市的兴旺、为保护投资者权益而敢于直言的精神和把自己的观点作为“一家之言”的求实态度。我也听说,以往你有很多意见和建议被管理层所采纳。百家争鸣是繁荣学术的有效途径,可能也是在理论上繁荣股市的有效途径。只有提倡不同意见的争论、讨论,才能使真理越辩越明。我希望能系统地了解一下你对中国股市更全面的见解。

李:我的上述这些想法已经整理成书(见第1-3章),书名就叫《解读中国股市——兼与吴敬琏等商榷》,由上海三联书店出版。

吴:但愿能早日拜读。

李:谢谢指教。

(记录整理:赵正达)



作者简介

李志林，笔名忠言，1948年生。1978年师从中国当代哲学大师冯契，先后获哲学硕士、博士学位，现任华东师范大学企业与经济发展研究所所长、教授，上海师华商务咨询公司董事长兼总经理、上海中西哲学与文化比较研究会副会长。

学术著作颇丰，有《气论与中国传统思维方式》、《中西哲学比较 面面观》、《价值与评价》、《孔子哲学思微》、《孔孟老庄名言精粹》等7本书和100多篇论文，三次获全国和上海科研成果奖。曾去美国和欧洲20多个国家考察访问、讲学交流。

作者自1991年起进入股市，把哲学思维引进中国股市的理论研究，以“超限战”的思路指导操作实践，取得了显著成就。股市著作主要有《忠言与股海潮——股市中的哲学智慧》、《走近赢家——股市中的悟性与天机》、《解读中国股市》；每周末在全国20多个省市的30多家报刊上发表专栏文章，以出众的理论思辨能力、讲演能力，在全国证券投资者中拥有广泛影响。其许多独到观点和政策建议被管理层所采纳，被称为对中国股市有深入研究并有重要理论建树和实战成果的投资专家，多家大机构聘其为顾问。

目 录

关于中国股市与国情的对话(代序) … 吴振标 李志林

上 篇

第一章 中国股市之“国情”	(3)
一、对吴敬琏先生股市“五论”的评析	(5)
“赌场”论商榷	(5)
不能脱离中国国情谈市盈率“泡沫”	(9)
国外成熟股市市盈率果真是 20 倍吗?	(14)
从“中国崩溃”论比照股市“五论”	(16)
二、对梁定邦先生“超常规发展”论的质疑	(19)
创业板——谁家的乐园?	(19)
创业板的十大风险	(22)
中国创业板与美国纳市之比较	(25)
创业板推迟会多久?	(28)
创业板的决策本身就有问题	(32)
QDII 应当缓行	(34)
三、对上市公司批量退市的冷思考	(37)
退市中的两个“难点”	(37)
谁应首先为“退市”买单?	(40)
四、对国有股高价减持方案的辨析	(43)
按发行价减持国有股究竟错在哪里? ——与财政部副部长金立群先生商榷	(43)
“多赢”的关键在“卖方”让利	(47)
对“阶段性成果”应动大“手术”	(50)

“新股全流通”——一个冒进的口号	(53)
“三板全流通”:合情、合理、合法? ——与中国证券业协会商榷	(56)
五、对否定中国股市“国情”观点之反思	(59)
中国股市能不要“中国特色”吗? ——与证监会副主席史美伦女士商榷	(59)
评“海归”博士许小年的“推倒重来”论	(64)
从“成熟股市”的迷梦中惊醒过来	(69)
高价大比例增发不是国际惯例 ——与证监会主席周小川先生商榷	(74)
第二章 中国股市之“缺陷”	(79)
一、股市内在机制存在缺陷	(81)
股市结构先天畸形	(81)
体制缺陷带进股市	(84)
股市功能严重扭曲	(88)
上证综指虚假日甚	(94)
上市公司监管不力	(100)
单向交易难以避免	(106)
二、中小投资者的利益得不到保护	(110)
上市公司对投资者的损害	(110)
机构违规操作对投资者的损害	(117)
舆论和信息混乱对投资者的损害	(122)
投资者利益缺乏保护的原因	(127)
第三章 中国股市之“政策”	(131)
一、政策导市的回顾	(133)
从政策抑制到政策激励 ——两篇《人民日报》特约评论员文章之比较	(133)
1999年“5·19”行情中政策调控的脉络	(138)

2000 年激活证券市场的经济政策背景	(142)
2000 年牛市与政策突破	(146)
市场化为何仍绕不过“政策市”?	(151)
1514 点——2001 年“政策底”	(155)
为何一个月出台 12 项利好?	(159)
1339 点——2002 年“政策底”	(163)
2002 年的四大“让步政策”	(166)
二、政策调控的失误	(169)
众多机构及投资者“死”于十大“政策变数”	(169)
反思股市进“熊”的三大政策失误	(173)
中国股市“与时逆行”的症结何在?	(178)
七问扩容“大跃进”	(182)
急功近利的“6·24”行情	(187)
从股市“亏损效应”看政策偏失	(191)
极不正常的重新“洗牌”	(196)
三、政策修正建议	(200)
挥之难去的五对矛盾——政策修正的落脚点	(200)
中国股市应该“休扩”、“限扩”、“改扩”	(206)
为“银行资金推动型行情”一辩	(210)
银行资金入市是走“牛”的关键	(214)
外资入市后国民利益必须得到保护	(219)

下 篇

第四章 中国股市之“天机”	(225)
一、股市的天机	(227)
融资、锁筹与轮流套	(227)
利益的分配与再分配	(232)
不同波段位置上筹码在谁手里?	(238)