

谨以此书献给中国证券市场二十周年

透视无形之

——中国证券市场资本流县

对证券市场运行机制的解剖
要到资本流量运动的分析中去寻找

手

勿解析

立◎著

Tou Shi
Wu Xing Zhi Shou

新颖的题材：中国证券市场资本流量运动研究
全景式描述：中国证券市场运行全过程解析
破解证券市场运行机制与财富效应的理论创新



深圳出版发行集团
海天出版社

谨以此书献给中国证券市场二十周年

透视无形之

手

——中国证券市场资本论

心動解析

曹立◎著

Tou Shi
Wu Xing Zhi Shou



深圳出版发行集团
海天出版社

图书在版编目(CIP)数据

透视无形之手/曹立著. —深圳: 海天出版社,
2010.1

ISBN 978-7-80747-793-8

I. ①透… II. ①曹… III. ①证券交易—资本市场—
研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第224838号

透视无形之手

TOUSHI WUXING ZHISHOU

出品人 陈锦涛
出版策划 毛世屏
责任编辑 张绪华
责任技编 钟愉琼
装帧设计 海天龙

出版发行 海天出版社
地 址 深圳市彩田南路海天大厦 (518033)
网 址 www.htph.com.cn
订购电话 0755-83460137(批发) 83460397(邮购)
设计制作 深圳市海天龙广告有限公司 Tel:83461000
印 刷 深圳市美嘉美印刷有限公司
开 本 787mm×1092mm 1/16
印 张 17.5
字 数 220千
版 次 2010年1月第1版
印 次 2010年1月第1次
印 数 1 5000册
定 价 35.00元

海天版图书版权所有, 侵权必究。

海天版图书凡有印装质量问题, 请随时向承印厂调换。

我们要讨论的不是细枝末节的琐事，而是贯穿于整个证券市场运行全过程的主题。

我们要研究的不是直观生动的现象，而是潜藏在现象背后的证券市场的运行规律。

——作者题记



序 幕 —— 资本流量运动问题的提出 / 001

第1章 点燃智慧之火

- 一、证券市场资本流量运动的基本分析
- 二、资本流量与资本流量运动的界定 / 024
 - (一) 什么是证券市场的资本流量 / 024
 - (二) 什么是证券市场的资本流量运动 / 028
- 三、证券市场的运行流程与资本流量运动 / 029
 - (一) 核心主体角度看的两部门一级市场运行流程 / 029
 - (二) 市场结构角度看的四部门一级市场运行流程 / 030
 - (三) 国民经济大系统角度看的五部门或六部门一级市场运行流程 / 031
 - (四) 市场结构角度看的三部门或两部门二级市场运行流程 / 033
 - (五) 国民经济大系统角度看的四部门二级市场运行流程 / 034
 - (六) 国民经济大系统角度看的一、二级市场并存条件下的六部门市场运行流程 / 035
- 四、证券市场的资本流量运动诠释 / 037
- 五、证券市场资本流量运动的基本特点 / 038
- 论述点津 / 040

第2章 “提款机”的工作原理

——一级市场相对开放的资本流量运动

一、一级市场资本流量运动的一般性 / 042

- (一) 单次有价证券发行的资本流量运动 / 042
- (二) 持续有价证券发行的资本流量运动 / 045
- (三) 一级市场的边界与资本流量运动 / 048

二、股票一级市场的资本流量运动 / 049

- (一) 股票一级市场资本流量运动的一般性 / 050
- (二) 申购资金与资本流量运动 / 051
- (三) 募股资金与资本流量运动 / 055
- (四) 发行费用与资本流量运动 / 058

三、债券一级市场的资本流量运动 / 064

- (一) 债券一级市场资本流量运动的一般性 / 064
- (二) 政府债券发行与资本流量运动 / 065
- (三) 金融债券发行与资本流量运动 / 068
- (四) 企业债券、公司债券发行与资本流量运动 / 070

四、基金一级市场的资本流量运动 / 073

- (一) 基金一级市场资本流量运动的一般性 / 073
- (二) 封闭式基金模式下的资本流量运动 / 075
- (三) 开放式基金模式下的资本流量运动 / 076
- (四) 私募基金与资本流量运动 / 076

论述点津 / 077

第3章 揭开财富虚像的面纱

——二级市场相对封闭的资本流量运动

一、二级市场资本流量运动的一般性 / 080

二、股票二级市场的资本流量运动 / 085

- (一) 股票交易价格与资本流量运动 / 086

- (二) 股票交易成本与资本流量运动 /093
- (三) 股票交易对货币资本流量运动的影响 /099
- 三、债券二级市场的资本流量运动 /101
- 四、基金二级市场的资本流量运动 /104
 - (一) 封闭式基金二级市场的资本流量运动 /104
 - (二) 开放式基金二级市场的资本流量运动 /106
- 论述点津 /109

第4章 你中有我,我中有你

- 一、二级市场并存的资本流量运动
 - 一、证券上市与资本流量运动 /112
 - (一) 增量有价证券上市与资本流量运动 /112
 - (二) 存量有价证券上市与资本流量运动 /114
 - (三) 股权分置改革与资本流量运动 /116
 - 二、一级与二级市场之间的资本流量运动 /118
 - (一) 上市公司募股资金流回证券市场 /118
 - (二) 上市公司的股利分配与资本流量运动 /121
 - (三) 上市公司的经营业绩与资本流量运动 /129
 - (四) 上市公司回购股份与资本流量运动 /131
 - (五) 股票二级市场货币资本流向一级市场 /133
 - (六) 基金分红与资本流量运动 /135
 - 三、一级与二级市场之间资本流量运动的平衡 /137
- 论述点津 /139

第5章 股市的维修工程

- 一、上市公司重组与资本流量运动
 - 一、资产置换与资本流量运动 /142
 - (一) 全面的资产置换 /143
 - (二) 部分的资产置换 /145

- 二、股权置换与资本流量运动 / 146
- 三、资产——股权置换与资本流量运动 / 148
- 四、以股抵债与资本流量运动 / 149
- 五、重组失败与退市 / 151
- 论述点津 / 153

第6章 开辟第二战场

- 一、衍生品交易与资本流量运动
 - 一、衍生品交易资本流量运动的一般性 / 156
 - 二、证券型衍生品交易与资本流量运动 / 157
 - (一) 证券型衍生品要点 / 158
 - (二) 权证交易与资本流量运动 / 158
 - (三) 可转债交易与资本流量运动 / 164
 - 三、契约型衍生品交易与资本流量运动 / 167
 - (一) 契约型衍生品交易资本流量运动的一般性 / 167
 - (二) 股指期货交易与资本流量运动 / 169
- 四、衍生品交易对资本流量运动的影响 / 172
- 论述点津 / 173

第7章 城门失火，殃及池鱼

- 一、市场开放与资本流量运动
 - 一、金融危机与国际资本跨境流动 / 176
 - (一) 墨西哥金融危机概况 / 176
 - (二) 东南亚金融危机概况 / 177
 - (三) 金融危机的经验与教训 / 179
 - 二、B股、H股的探索与经验 / 180
 - 三、QFII带来的资本流动与监管问题 / 182
 - (一) QFII 的国际经验 / 183
 - (二) QFII 在中国的实践 / 184

四、市场开放条件下的资本流量运动分析 / 191

(一) 一级市场开放条件下的资本流量运动 / 191

(二) 二级市场开放条件下的资本流量运动 / 193

(三) 小结 / 195

五、理想的过渡性选择 / 195

论述点津 / 197

第8章 数据的意志

——证券市场资本流量的计量

一、现金流量表与资金流量表的启示 / 200

二、证券市场虚拟资本流量的计量 / 202

(一) 股票虚拟资本流量的计量 / 202

(二) 债券虚拟资本流量的计量 / 204

(三) 基金券虚拟资本流量的计量 / 209

三、证券市场货币资本流量的计量 / 211

(一) 股票一级市场货币资本流量的计量 / 212

(二) 股票二级市场货币资本流量的计量 / 214

四、证券市场现实资本流量的计量 / 220

五、总体的证券市场资本流量表 / 223

表一：虚拟资本流量表 / 223

表二：货币资本流量表 / 226

表三：现实资本流量表 / 230

论述点津 / 231

第9章 问题在于改变世界

——证券市场资本流量运动的调节

一、资本流量运动调节的基本理念 / 234

二、虚拟资本流量运动的调节 / 237

(一) 应当发行优先股 / 238

- (二) 大力发行债券 /242
- (三) 鼓励发展私募基金 /244
- 三、货币资本流量运动的调节 /248
 - (一) 鼓励上市公司现金分红 /248
 - (二) 尽力降低投资者的交易成本 /249
- 四、现实资本流量运动的调节 /251
 - (一) 旗帜鲜明的产业政策 /251
 - (二) 建立多层次的市场体系 /252
 - (三) 优质资产首先注入国内证券市场 /253
 - (四) 积极推动上市公司资产重组 /254
- 五、证券市场资本流量运动风险的控制 /254
- 论述点津 /257

尾 声 /258

参 考 文 献 /266

序 幕

——资本流量运动问题的提出

让精神进入思想。

——作者手记

在人们所关注的一切经济问题中，证券市场始终占据重要地位。然而，认识这样一个看似简单却又有点复杂的事物，现有的经济理论时常显得力不从心。难道说人们的思想无力把握这样一个特殊的对象吗？不会的。经济科学的智慧永无止境，天底下没有人们不能认识与把握的经济现象和经济规律。

一、尝试“哥德巴赫猜想”

正像马克思当年从一切社会关系中提炼出生产关系来一样，现今的人们可以从证券市场的一切经济联系中提炼出“资本流量运动”，这或许就是“芝麻开门”的秘诀。研究证券市场的资本流量运动，对于洞悉证券市场的经济过程、把握证券市场的运行机制、提出证券市场发展的政策建议，具有至关重要的意义。让我们举起科学智慧的火炬，沿着这一路径，勇敢地踏上证券市场的探索之旅。

（一）现实的困惑与猜想

市场经济的核心是以市场为资源配置的主要方式。从这一意义上说，创建证券市场是中国经济体制改革最为重要的实验。

从1990年和1991年上海、深圳两家证券交易所相继成立算起，中国证券市场走过了19年的发展历程。蓦然回首，股票像播种机，财富效应像宣传队，在中华大地上掀起了炒股之风。中国证券市场从无到有，从小到大，获得了超乎寻常的迅猛发展，已经成为全球最大、最活跃的市场之一。截至2009年9月底，A种股票上市公司1623家，总股本19843.49亿股，总市值243431.66亿元，投资者开户数1.35亿户。

中国证券市场已成为社会主义市场经济体系的重要组成部分,在促进资本形成、优化资源配置、推动结构调整、完善公司治理等方面,发挥着越来越重要的作用。大力发展证券市场,提高直接融资比例,调整金融结构,是我们深化改革、扩大开放、完善社会主义市场经济体制的明确指导方针。在此背景下,证券市场研究成为十分重要与紧迫的理论课题。尤其是,在经历了2007年波澜壮阔的大牛市与2008年惊心动魄的大熊市之后,人们更是需要进行认真的反思:中国的股市到底是怎么一回事?

恩格斯曾说:“社会一旦有技术上的需要,则这种需要就会比十所大学更能把科学推向前进。”他的话同样适用于证券市场研究。中国证券市场的发展面临诸多瓶颈与难题,已经到了要求理论研究实现某种突破与飞跃的时候:

其一,提高直接融资比例为什么这样难?在证券市场发展的初期,人们对于证券市场的认识主要是:促进国有企业改革,帮助国企解困与筹资,发挥市场对资源配置的基础性作用。不久,理论界便建议要提高直接融资比例,从调整金融结构、分散金融风险的角度深化了对于证券市场的认识。特别是,2004年2月1日《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》出台,将大力发展资本市场、提高直接融资比例列为完善社会主义市场经济体制的一项重要战略任务。实际上,从证券市场诞生的第一天起,广大企业就有进行直接融资的强大内在冲动,广大投资者也有参与证券投资的极高热忱。从这一意义上讲,用不着号召与动员,直接融资比例会在市场力量的推动下自然而然地不断提升。然而,在过去19年的时间里,直接融资比例从来就没有真正提高过。相反,每隔几年,监管层就要暂停一段时间的IPO核准,市场上干脆一只IPO也不发。拿最近的例子来说,从2008年10月至2009年6月,连续9个月没有核准发行一只IPO。2008年,A种股票的筹资额与全社会固定资产投资额的比例为1.49%,这与1996年、2003年、2004年的比例相当,但比1993年以及1997年至2002年的比例要低,尤其是比2007年的5.63%下降了4.14个百分点。完全可以断定,2009年的比例会比2008年还要低。因为2009年实施经济刺激计划,将通过扩大信贷和财政支出来进行大

规模的固定资产投资。企业想发IPO，市场抗拒发IPO，官方期望提高直接融资比例，现实迫使直接融资比例下降，对于这种尴尬的局面该怎样解释？

其二，究竟怎样理解证券市场的财富效应？没有哪一个领域能够显示比证券市场更为突出的财富效应：一是企业上市的财富效应。首先，股票的发行价从来就会大大高于发行前的每股净资产，因此，发行本身可以为老股东带来资产溢价收益。其次，企业一旦上市，它的股权便会进一步升值，获得一个证券市场上的市值，企业老板们的身价随之大增。这种财富效应让那些没有上市的企业趋之若鹜。二是二级市场投资的财富效应。一次万元股票投资冒险，有可能换回十万元的收益。这类财富“神话”被证券市场不断地创造出来，并被媒体以及所谓的股评家们一再地夸大与渲染。可是，证券市场的现实一再证明：只有不足20%的投资者可能赚钱，而80%的投资者是赚不到钱的，相反，是要赔本的。市场上流行这样的笑话：宝马车开进去，自行车推出来。这是大多数投资者亏损的生动写照。三是市场大行情的财富效应。当股价指数飙升时，市场上似乎每个投资者都在赚钱。那么，大家都赚了谁的钱？当股价指数狂泻时，市场上似乎每个投资者都在亏损。那么，大家亏损的钱又去了哪里？来看一下最近几年的行情：沪、深两市的总市值，2005年底约为3.24万亿元，2006年底约为8.94万亿元，2007年底约为32.71万亿元，2008年底约为12.14万亿元。从2006年到2007年，股价一路飙升，总市值增加了29.47万亿元。若以5000万证券投资者计算，平均每人增加了58.94万元的市值，好像是人人发财了。可是，到了2008年底，由于股价狂跌，总市值一下子又缩水20.57万亿元。于是，有人惊呼：股民损失惨重，20.57万亿元的巨额财富化为泡影。面对上述种种情形，人们不禁要问：证券市场的财富效应到底是怎么一回事？这好比是一道关于财富的“斯芬克斯之谜”。

其三，证券市场为什么总是周期性地大波动？自证券市场诞生以来，中国经济一直稳定、快速增长，GDP平均每年增长9.53%，不曾发生过大的起伏。可是，中国证券市场的行情一直就是大起大落，从来就谈不上是国民经济“晴雨表”。市价总值的放量与收缩，股票价格的上涨与下跌，从来就与实体经济的运行状况脱节。短期的、小的价格波动也许好解释，诸如社会宏观经

济因素,企业微观效益问题,市场供求关系影响,等等。但是,对于大的行情波动该怎样解释呢?从1991年到2008年的18年间,中国证券市场一共有过四次大的行情上扬:第一次1993年,第二次1996年至1997年,第三次2000年,第四次2006年至2007年。与上扬行情相对应,中国证券市场也有过四次大的行情下挫:第一次1991年,第二次1994年至1995年,第三次2001年至2005年,第四次2008年。中国证券市场就是这样在一起一伏的旋律中发展。尤其是最近的这次起伏:继2001年至2005年长达5年的熊市之后,上证综合指数从2006年初的大约1200点,步步攀升,一度跨越6000点,到2007年底收于5261点,上涨了338%,市场一片欢腾。然而,好景不长,雪崩式的大熊市接踵而至。上证综合指数从2008年初的5400点左右开始,一路狂泻,年底收盘时只有1820点,下降了66%。这种大起大落早已不是第一次,它就像古巴比伦天文学家发现的“沙罗周期”(每隔6585.321124天就会发生一次日食),这究竟是什么原因?

其四,证券市场与流动性过剩之间究竟是一种怎样的关系?流动性过剩已成为21世纪以来包括中国在内的全球性经济问题。这本是一个比较专业的金融术语,却从2006年开始进入了普通民众的视野。所谓流动性过剩,简单讲,就是货币当局发行的货币过多,货币量增长过快,银行机构资金来源充沛,居民储蓄增长迅速。《2008年国民经济和社会发展统计公报》显示:2008年末,我国广义货币供应量(M_2)余额为47.5万亿元,比上年末增长17.8%;狭义货币供应量(M_1)余额为16.6万亿元,增长9.1%;流通中现金(M_0)余额为3.4万亿元,增长12.7%;全部金融机构本外币各项存款余额47.8万亿元,增长19.3%;全部金融机构本外币各项贷款余额32.0万亿元,增长17.9%;外汇储备19460亿美元,增长27.3%。几乎所有的货币指标都远远高于同期GDP的增长速度,而这种情况至少在最近的15年时间里一直如此。现在,经济理论界开始承认中国经济存在流动性过剩问题。从理论上讲,过多的流动性只能通过两条途径来消化:要么通货膨胀,要么资产价格上涨。所谓资产价格上涨,主要是指资本品(生产资料)、房地产、有价证券的价格上涨。在此,我们特别注意到有价证券的价格上涨。已经有不少学者提出:

就是要让股票价格上涨，以此来消化、吸收一部分流动性过剩问题。可是，面对大牛市与大熊市相互更替的行情，人们不禁要问：究竟是靠股票价格上涨来消化、吸收流动性过剩问题，还是靠流动性过剩来推动股票价格的上涨？二者之间究竟是一种怎样的关系呢？

其五，怎样看待人民币升值预期所带来的外资入市问题？2005年7月21日央行宣布“汇改”：人民币汇率不再盯住单一美元，中国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币的浮动汇率制度。自此，人民币汇率不断攀升，从那时的1美元兑换8.1元人民币左右，上涨至目前的1美元兑换6.8元人民币左右，大约升值了16%，平均每年升值约4%。在当前国际金融危机的背景下，中国经济保持了基本稳定，全世界对中国经济持续增长仍然保持了信心，人民币成为世界货币，甚至是国际储备货币的呼声在不断高涨，升值预期在进一步加强。事实上，即便人民币真的不升值，升值预期依然会存在。而只要人民币的升值预期存在，热钱押注人民币升值而通过各种渠道进入中国股市的趋势就不会改变。有走阳光道的，也有走地下通道的，但目的只有一个：利用人民币升值，投资于中国股市，不仅获得直接的投资收益，而且获得由人民币汇率上升所带来的汇兑收益，从而在中国证券市场上套利。业内不少人士认为，2006年至2007年的大行情，在很大程度上是由外资入市拉动的。一些证券公司的研究报告称：地下进入中国股市的资金大约有3000亿元人民币。果真如此的话，中国人可是做了一笔亏本的买卖：外资不仅在股市上赚了中国人一笔，而且通过汇兑又赚了中国人一笔。总之，由于人民币升值预期的存在，中国证券市场在未来面临巨大的外资入市的考验，这在以往是没有的。那么，我们该怎样看待这种状况呢？该怎样防范由此带来的风险呢？

其六，国际金融危机对证券市场监管究竟有哪些启示？从美国蔓延至全球的国际金融危机，其根源究竟是什么？直到现在人们还没有真正弄清楚，但有两点共识：一是衍生品交易的过度投机，二是市场监管的缺失。开初是房屋买卖的次级抵押贷款，接下来是那些提供抵押贷款的机构将资产（抵押贷款）证券化，制作出一种为抵押贷款提供保险的CDS合同，把它卖给另一个机构（银行或保险公司），然后是CDS的次级合同不断衍生，并且在银

行、保险公司等机构之间不断地转让，以至CDS相关合同的总市值达到了62万亿美元。当次级贷款的借款人因为利率上升而普遍地不能如期偿还贷款，提供次级贷款的机构因为房价下跌而普遍地不能通过拍卖房产来收回贷款，购买CDS合同的机构因为保险赔付骤升而普遍地无力支付时，整个的资金链条立即断裂，金融危机也就爆发了。美国的这种CDS合同卖给了全世界，尤其是发达国家，因此，引发了一场国际金融危机。在这样一个过程中，所谓的金融创新与金融衍生工具是“罪魁祸首”，而金融监管当局采取听之任之的态度，信奉所谓的“自由主义”原则，则推波助澜，大大加重了危机。根据当前国际金融危机的基本情况，我们今后对于金融创新以及衍生品交易应持何种态度呢？是发展还是抑制？证券市场是应当高度市场化运作还是应当实施必要的管制呢？

上述的六大难题，前三道是一直存在的，后三道是近几年出现的。这些难题的存在说明，证券市场在很大程度上还是必然王国而不是自由王国。为什么现有的证券市场研究不能提供令人信服的解答呢？部分的原因是人们对事物的认识需要一个过程。中国证券市场的历史还不长，对一些问题缺乏清醒的认识是很自然的；部分的原因是事物总在发展和变化，新情况和新问题在不断涌现。那么，究竟该怎样解答上述一系列难题呢？作为一种科学探索，要回答未知的问题，不妨借鉴一下“哥德巴赫猜想”。

当年，德国数学家哥德巴赫为了探索数的次序而提出：每个不小于6的偶数都可以表示为两个奇素数之和，每个不小于9的奇数都可以表示为三个奇素数之和，这就是著名的“哥德巴赫猜想”。从哲学的意义上说，这是对数的一种审美，来自对世界和谐与秩序的一种信念。倘若没有这种审美，倘若没有这种信念，人们对于世界的把握就会被颠覆，因为无序是对和谐与秩序的否定，这正是“哥德巴赫猜想”的魅力所在。

我们对于证券市场的观察，也应有一种“和谐与秩序”的“审美”的眼光，即关于证券市场的运行一定存在内在规律判断。由此出发，我们大胆地提出如下的猜想：在上述一系列难题的背后，潜藏着一只“无形之手”，即证券市场的运行机制；所有的这些难题都受“无形之手”的支配。找出“无形