

《股市预测与实战》《十年二十倍》《五万元一粒米》《新人性：我把你看透了》作者又一力作

# 让投资者 盈

泡沫经济与股市功能新论

孙成钢博士 著

代表股民说话  
预言牛市到来

随书推出神光金融研究所  
2004年十大潜力股名单

绝对  
震撼价  
9.9元

南方日报出版社

# 让投资者 盈

泡沫经济与股市功能新论

孙成钢博士 著



南方日报出版社

# 前言

2003年8月2日,大连。在全国十大咨询公司总裁联席会议上,作为神光公司总裁,我没有谈行情而是谈起了股市的功能,以桥为喻,指出了中国股市的功能缺失问题,引起与会者的共鸣。《上海证券报》主编张持坚先生当即表示,希望我写一篇好文章,报纸可以放在头版刊登。

2003年8月5日,《成钢视点·战略家》刊登了我写的《投资增值是股市的第一功能》,并预告该文章可能在中国产生比较大的影响。8月8日,文章传到报社,在报社内再次引起很大反响。

2003年8月13日下午,我应邀参加《上海证券报》举办的内部讨论会,会上,我详细谈了文章创作的整体思路。在张持坚先生主持下,报社领导和编辑、记



者经过长时间讨论,决定把文章题目改为《股市为什么缺乏吸引力》,并希望我再次修改完善。

2003年8月18日,《上海证券报》在头版头条刊登我写的文章《股市为什么缺乏吸引力》,并加了编者按。

这篇文章迅速被30多家知名媒体转载,并广泛传播,由此震动了中国股市,掀起了一场前所未有的思想解放热潮:

从8月18日起,《上海证券报》的大讨论就收到专家学者和投资者的大量来稿,一周时间竟超过300篇。

8月18日当天,中国著名网站、新华社主办的“新华网”开辟专栏,“股市吸引力问题大讨论”,持续近一个月的讨论吸引了10万多网民参与,并有1000多人发表真知灼见。

2003年8月23日,《证券市场周刊》杂志刊登对我的专访《让投资者赚钱是股市的第一功能》,引起热烈反应。随即,杂志社召开专家恳谈会,并发布专题:谏言证券市场——恢复证券市场有效性大讨论,主编方泉呼吁“有识之士站出来”。

中国著名门户网站“新浪网”《股市观察》开辟“股市为何缺乏吸引力”专栏,各类文章先后吸引几十万投资者参与,并有几千人先后留言。

8月底,中国著名证券报纸《中国证券报》邀请专家“为中国股市把脉”,并开辟大讨论专栏:中国股市是否被边缘化。

中国著名经济类报纸《21世纪经济报道》连续发表文



章,称股市大讨论将成证券市场巨变前奏。

在神光预测网([www.shenguang.com](http://www.shenguang.com))开辟的股市吸引力专栏中,两个月的时间有 2000 多人先后发言。

8 月 31 日,在和讯网主办的“投资者最信赖的股评家”评选中,我名列前茅。

这一讨论进入中期高潮的,是 2003 年 9 月 12 日,中国证监会主席尚福林在“高成长企业与金融市场国际论坛”上发表演讲,论述资本市场功能,并明确指出,“使市场更具吸引力”,是当前的“重要任务”。这是中国证监会最高官员首次回应证券界“股市吸引力大讨论”,并间接地对我的文章的三个部分做了肯定评价。

9 月 20 日,《上海证券报》举办“股市为什么缺乏吸引力”专家学者座谈会,讨论引向深入……

在大讨论如火如荼的时候,我这个始作俑者却相对平静。关于股市功能缺失问题,本是我博士论文的主题。2003 年 4 月,复旦大学的四位教授一致通过了我的博士论文开题报告,我本来有一年的时间来完成论文。但论文主要观点刚披露,就引起这么大的反响,给了我很大压力。我知道,提出“股市为什么缺乏吸引力”并不难,难的是如何解决问题,如何提出能提高股市吸引力的措施来。为此,我率领神光金融研究所的分析师们联合攻关,从多个角度、多个层次研究中国股市存在的问题,并根据自己的数学模型提出了解决全流通问题的方案。

2003 年国庆节前夕,我的博士论文初稿已经完成,中国股市却再次跌到了 4 年多来的最低点(扣除新股虚增因



素)。想一想博士论文答辩还有半年时间,我完全有时间把论文的主要观点用最通俗的语言写出来,成为一本书,奉献给中国的投资者,为中国股市的振兴做出应有的贡献。于是,国庆节期间,我放弃了假日休息,整理成本书。

## 附录:

### 股市为什么缺乏吸引力

**编者按:**《上海证券报》日前收到孙成钢的来信《股市为什么缺乏吸引力》。孙成钢在信中提出股市不能只强调融资和资源配置等功能,而必须从企业本位制向投资者本位制转移,保护和调动投资者的积极性,否则股市将是无源之水,无本之木。这一观点在《上海证券报》编辑部引起了热烈讨论。今天我们摘登此信,权作抛砖引玉,见仁见智,祈听有识之士高见。欢迎广大读者来稿,参与讨论。

股市越来越没有吸引力了。这不只是体现在各地证券营业部门可罗雀,以至于很多券商甚至撤并营业部,也不只体现在证券业发生行业性亏损,更体现在一些铁的数字上:以近两年平均数计,截至2003年7月的两年里,月度筹集资金72.08亿元,比1999年7月到2001年6月间每月平



均筹集资金 147.36 亿元整整下降了一半，创下了 4 年新低；以最近两年月度平均成交金额计算的换手率为 18.2%，创下了历史新低；最近两年月平均开户数 18.45 万人，只相当于 2000 年 6 月至 2001 年 5 月期间月开户数（92.26 万户）的 20%。与 2000 年 7 月的月开户数字 157 万户相比，现在 8 个月的开户数量还没有当时 1 个月的开户数量多。

股市为什么缺乏吸引力？是中国宏观经济形势不佳吗？不是，我国经济一直保持健康快速的发展势头，今年 GDP 增幅超过 8% 几成定局；是中国微观经济的代表者上市公司投资价值不高吗？不尽然，当前的股市市盈率已经是 4 年来的最低，不少上市公司是有投资价值的；是缺乏资金吗？也不是，截至 7 月底，中国城乡居民储蓄余额已经达到 10.7 万亿元，M2 的增幅超过 20%，是最近几年最高的。那么，是什么原因使股市失去了吸引力呢？

我国股市诞生于计划经济时期，在各种因素作用下，长期以来，我们对股市功能的认识有片面之处。人们一般认为，股市的功能就是筹集资本、资源配置和公司治理。这种“功能观”的出发点、落脚点都是上市公司，是融资者，而不是真正掏钱的投资者。

其实，股市犹如桥梁。任何桥梁，它的基本功能一定是沟通两岸：此岸的人顺利到达彼岸，彼岸的人顺利达到此岸，而绝不会只是单向沟通。投资者和融资者就是股市这座桥梁的两岸，监管者和中介者是为双方服务的。因此，股市的功能应该是服务于投资者和融资者：让企业可以顺利



地低成本地筹集资本,让投资者可以顺利地低成本地投入资金。在此基础上,资源配置、公司治理等派生功能才能得以实现。

要让投资者投入资金,必须有一个先决条件:投资者能够合理地预期到未来资金的增值。假设这一条件不成立,则股市将变成无源之水、无本之木。

让我们先算最近两年的账。2001年6月,中国股市的流通市值18866亿元。到2003年7月,股市增加了122家上市公司,新募集资金1892亿元,但股市的流通市值只有13425亿元,投资者总损失7333亿元,若再加上此间印花税(293亿元)、交易佣金(370亿元),则两年时间总损失近8000亿元!如果把视线放远一些,从1998年1月到2003年7月,中国股市境内筹集资金总量5628亿元,投资者缴纳的印花税和交易佣金合计约3000亿元,总付出8600亿元,流通市值从5376亿元增加到13425亿元,增加8049亿元——这意味着,全体投资者5年半来的全部投资亏损500多亿元,若再加上资金成本,从1998年1月到现在,投资者总损失超过30%!

这就是证券营业部门可罗雀的一个重要原因。如今,社保基金、保险资金、慈善基金等都直接或间接地进入股市,但是如果股市继续缺乏吸引力,少有人参与交投,各种功能无法正常发挥的话,那股市的前景是令人担忧的。

解决问题的一个重要思路是:股市的定位必须从企业本位制向投资者本位制转移,保护和调动好投资者的积极性。投资者有了积极性,股市的局面是可以改变的。



## 前 言

## 第一章

### 中国股市到了紧要关头

#### 第一节 筹集资金能力创 10 年最低 / 2

- ① 绝对筹资额创 7 年新低 / 3
- ② 相对筹资能力下降 90%，创 10 年最低 / 4
- ③ 直接融资比例 3 年下降 76%，创下 7 年新低，股市融资功能严重缺失 / 6
- ④ 与发达国家和地区的股市相比，中国大陆股市在迅速衰老，进入暮年 / 8

#### 第二节 中国股市还要不要生机与活力？ / 12

- ① 2003 年：中国股市的振幅低于美国股市 74 年的平均值 / 13
- ② 交易量创四年新低 / 15

#### 第三节 股市的吸引力越来越差 / 17

## 第二章

### 股市边缘化的根源

#### 第一节 投资者的眼泪在飞 /21

- ① 13年来,中国投资者投入股市的收益比银行存款低22% /21
- ② 中国股市的成长速度竟比发达国家股市慢70% /22
- ③ 在中国,买股票的收益居然不如存银行 /23
- ④ 在中国,买股票的收益远低于买国债 /24

#### 第二节 中国特色的“行政会员制”交易所 /26

- ① 证券交易所的基本类型与功能 /26
- ② 中国的证券交易所:逐渐变成了行政机关 /27
- ③ 市场好坏,与交易所无关 /30

#### 第三节 中介机构,你为谁生存? /32

#### 第四节 监管者该监管谁 /36

- ① 证监会的职责 /36
- ② 投资者需要被监管吗 /37  
一个奇特的市场  
投机倒把罪早已取消  
监管者不应监管投资者
- ③ 美国的证交会——投资者的保护神 /41
- ④ 十大怪事,令人寒心 /44  
新股发行市场化  
老股增发开闸

B 股莫名其妙的开放

打击庄家

退市制度

国有股减持

推进开设创业板

向外资转让国有股及许可 MBO

五大会计师审计及绿鞋制度

独立董事制度

## 第三章

### 上市公司为了谁?

- ① 不合理的发行前评估升值与折股比例 /50
- ② 一次发行就是一次掠夺 /51
- ③ 貌似公正的新股配售 /52
- ④ 一次分红就是一次盘剥 /53
- ⑤ 近乎要无赖的再融资 /54
- ⑥ 大股东挪用侵占资金与资金滥用 /55

## 第四章

### 股市的功能究竟是什么?

第一节 1995 年:寻找证券市场大智慧 /58

第二节 2001~2002 年:股市定性大辩论 /61

第三节 2003 年:股市功能定位大讨论 /64

第四节 股市的功能究竟是什么 /67

- ① 主体的主观行为决定客体的客观功能 /67
- ② 股市的主体:投资者、筹资者、中介者 /68
- ③ 主要功能与派生功能 /69

- ④ 1995年的股市功能定位 /69
- ⑤ 投资增值功能的萌芽 /70
- ⑥ “投资增值功能”首次成为官方语言 /71

## 第五节 九国的实证:投资增值功能丧失之后 /73

- ① 投资增值功能丧失的股市 /74
- ② 投资者离开股市 /75
- ③ 上市公司数目减少 /76

## 第六节 完善股市功能的若干思考 /78

- ① 更新观念、解放思想 /78
- ② 修改法律、创造条件 /79
- ③ 统一规划、树立信心 /80
- ④ 暂停扩容、公股流通 /81

# 第五章

## 三大二元:中国股市的特色

### 第一节 股权二元化:不能全流通是百病之源 /84

- ① 中国股市最大的特色 /84
- ② 不能全流通对投资者的致命打击 /86  
 首先,非流通(大股东)及公司管理层根本就不关心股价涨跌  
 其次,非流通股股东的行为取向与流通股股东有显著差异

### 第二节 股价二元化:股票的价格是怎么来的 /89

- ① 供应不足导致流通股价格畸高 /89
- ② 非流通股以净资产值为参照系,价格合理 /91

- ③ 托宾 Q:国际上一种合理的定价思想 /92
- ④ A 股市价高:根由是“行政审批”的发行价过高 /93
- ⑤ 股权二元化的恶劣后果 /96

### 第三节 投资者二元化:大散户与小散户 /97

- ① 机构投资者就是大散户 /97
- ② 无庄不活:庄家是市场的润滑剂 /99
- ③ 保护投资者是金融市场发展的关键 /102
- ④ 要保护投资者利益就要全流通 /104  
全流通的股市,投资者保护程度高  
投资者保护程度高的股市,企业投资价值高  
投资者保护程度高的股市,资源配置更有效

## 第六章

### 解决全流通 其实很简单

#### 第一节 净资产值不是定价依据 /114

- ① 净资产值不是依据 /114
- ② 资产评估不可靠 /115
- ③ “期望利润率”是决定因素 /116

#### 第二节 合法合理全流通 /118

- ① 公权不能替代私权 /118
- ② 出路在于全流通:合法合理简便 /119

#### 第三节 全流通补偿权:一个简单可行的方案 /123

- ① 承认历史和现实:国家股和法人股不流通是一种契约 /123
- ② 遵守法律,违约赔偿 /125

- ③ 全流通赔偿权 /126
- ④ 全流通赔偿权的进一步设计 /127
- ⑤ 相关数学模型 /130

#### 第四节 “全流通赔偿权”方案的实证分析 /130

- ① 广电电子的实证分析 /130
- ② 沱牌曲酒的实证分析 /132
- ③ 全体股票做样本的模拟运行结果 /133

#### 第五节 关于历史与现实的一些数据 /136

## 第七章

### 迎接中国经济新辉煌

#### 第一节 中国经济没有过热 /146

- ① 中国经济从 2002 年起进入快车道 /146
- ② 美国经济:30 年增长 10 倍 /147
- ③ 日本经济:30 年增长 100 倍 /148
- ④ 中国经济:15 年能否成长 10 倍 /149

#### 第二节 日本的“泡沫经济”究竟是好是坏? /155

- ① 名义 GDP 比实际 GDP 更重要 /155
- ② 中国经济没有“泡沫” /156
- ③ 日本的“泡沫经济”是中国的榜样而不是警钟 /158

日本的人均 GDP 是中国的 44 倍

日本的地均 GDP 是中国的 111 倍

日本的人均财富是中国人的 100 倍

日本的巨额财富得益于“泡沫经济”

“经济泡沫”崩溃之后的日本依然是世界

强国

中国经济需要泡沫

④ 中国的泡沫还不是泡沫

第三节 中国凭什么超过日本? /166

① 经济发展的源泉 /166

② 经济增长的索洛模型 /167

③ 经济增长的其他模型 /168

④ 经济增长的最终解释 /170

中国有全世界最广大的市场

中国有全世界最廉价的劳动力

中国有 50 年来最安定、最开明的政治环境

第四节 市场管理:让投资者盈 /172

① 市场管理的主体:政府与市场中人 /173

② 市场管理的对象:商品要货真价实 /174

③ 市场管理的手段:法制建设、行政手段与自律约束 /175

④ 市场管理的目标:提高社会效率 /177

⑤ 市场管理的原则:国情为根、以人为本、依法管理 /179

⑥ 管理的出发点:让消费者盈 /180

⑦ 投资者才是股市真正的主人 /182

⑧ 股市监管的目标:让投资者盈 /183

⑨ 开放的中国,让全世界的投资者盈 /184

第五节 迎接中国的优质泡沫经济 /185

① 实证:GDP 人均 1000 美元之后 /185

② 人民币升值会影响经济发展吗 /187

③ 中国经济与股市的一些预测数据 /191

2003 年,中国经济年度增幅达到 9%

2004 年,中国经济增幅突破 10%

2005~2010年,中国经济年平均增幅将达到10%

2015~2017年前后,中国名义GDP将达到10万亿美元

2017年前后,中国人民财富将达到50万亿美元

未来5~10年,上证指数将从现在的1300多点上升到10000点左右

## 第八章

### 立足于盈:新牛市下的新战略

#### 第一节 中国股市投资战略的演变 /194

- ① 技术分析战略 /194
- ② 基本分析与“选个股,做长庄”战略 /195
- ③ 投资做组合 /197

#### 第二节 选准时机 /200

#### 第三节 集中投资 /207

#### 第四节 套利交易 /211

#### 第五节 新牛市,做一个战略家 /215

- ① 临危乐观的根源在于战略定位 /215
- ② 战而必胜的信心在于重视过程 /218
- ③ 百战百胜的奥秘在于战略与过程的统一 /219
- ④ 树立正确的战略,执行正确的过程 /221

#### 第六节 新牛市 新行情 /223

### 后 记





# 第一章

## 中国股市到了紧要关头

2003年9月30日下午,中国股市创下年内次低点,上证指数综合指数最低见1348点。但是,这个数字是不准确的。自2002年9月26日起,新股上市首日以发行价为基准计入指数,导致股市指数失真。根据神光金融工程部的统计,到2003年9月25日,一年时间,上证指数共虚增了46点。剔除这个因素,则9月30日的上证指数实际上只有1302点,这个位置,是四年多的新低,中国股市再次面临危局。

有的投资者可能会有疑惑:1993~1994年,上证指数曾经从1559点跌到过325点,1994~1996年也曾经从1052点跌到过512点,那时候,形势难道不严峻吗?如今,上证指数从