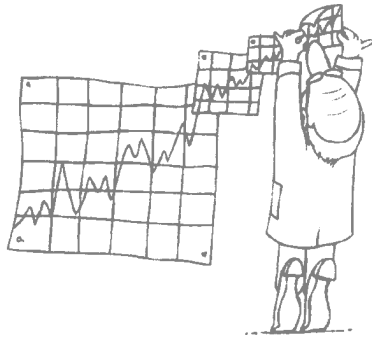


第一部分

真真切切 看 B 股



B 股“开闸”后的日日夜夜

2001 年 2 月 19 日 经国务院批准 中国证监会决定 允许境内居民以合法持有的外汇开立 B 股账号 交易 B 股股票。下午 ,B 股市场全线停盘 , 随即而来的一场大风暴正在悄悄地酝酿。

22 日 , 中国证监会和国家外汇管理局就境内居民个人投资上市外资股问题做出具体规定。宣布 2001 年 2 月 26 日是境内居民办理外汇资金划转和开户的第一天。在中国即将加入 WTO 的背景下 , 作为中国证券市场走向国际化的重要一步 B 股市场的开放是中国证券市场发展中一个重要的里程碑。

28 日 经过漫长的 9 天停盘、技术调整 ,B 股市场全面向境内居民开放 , 恢复交易。股民的投资热情高涨。为了抢先购入 B 股 , 许多股民通宵达旦在证券公司门口排起长龙。正如市场所预料的那样 ,B 股市场在这一天 , 出现无量空涨的走势。开盘以后 ,B 股成交量萎缩 不到 1 小时 全线进入涨停趋势 , 并一直保持到下午三时交易结束。上证 B 股指数收报 91.42 点 , 上升 8.22 点 平均涨幅 9.88% 成交量只有 75 万美元。深圳 B 股指数收报 1 040.09 点 , 上升 12.37 点 , 平均涨幅 9.69% 成交量只有 112 万港元。整个交易日 深沪 114 只 B 股竟有约 $\frac{1}{3}$ 没有成交或只有一两手的象征性成交。两市 B 股均出现“有价无市”的行情。众多新近开户的投资者只能望而兴叹。

3 月 1 日 B 股市场继续全线涨停 , 由于 B 股市交易系统 2 次测试失败 , 早盘继续上演无量飙涨的走势 , 几乎没有卖

盘只有 10 档个股成交使得 B 股今后走势埋下更不确定性因素，市场预测中国政府在此后 1 到 2 天有更新的动作来合理稳定股市。在上海等证券经营机构较为集中的城市，办理资金划转和开立 B 股账户的投资者继续在银行和证券营业部门口长队等候。由于开立 B 股账户只能使用美元或港币，各银行的外汇交易呈现出活跃态势。两天来，沪深 B 股新增开户数超过了过去八年的总和。来自上证中央登记结算公司的统计显示 深沪 B 股两天内的新开户数已超过 34 万户，而此前十年内全国 B 股总开户数只有 28 万多户，出现了两天大于十年的新奇景观。

2 日 深沪 B 指继续涨停，但成交量已经有所增加，成交约 2220 万，市场估计一些境外法人重仓所持 B 股 甚至一些流通盘大的 B 股有可能出现涨停板松动。当日上证 B 股指数收报 110.40 点，平均涨幅 9.87% 深圳 B 股指数收报 1132.22 点 平均涨幅 9.36% .

3 日、4 日逢周末休市。证券机构和股民却没有休息，各地的 B 股讲座培训如火如荼。

5 日 是 B 股重新开市交易的第四个交易日，全线涨停的壮观场面再次出现，不过成交量增加到深市 1.23 亿元 沪市 5.83 亿元，均超过过去三天的总成交量。退潮迹象已较为明显，部分股盘的抛盘也悄悄来临。早盘开市不久，轻骑 B 股的涨停板还一度被打开，说明经过连续的无量涨停，部分人士的获利已相当丰厚，兑现 B 股获利的可能性也越来越大。沪市的轻骑 B 股和深市的深赛格 B 更是创下了上市以来的最大换手 分别为 16% 和 5% .

6 日 沪市成交额高达 8 亿多美元，相当于人民币 70 多

亿，很显然场内机构在大规模套现，在极大利好刺激下承接力仍然很踊跃。沪市出现涨停板打开个股，而深圳 B 股继续全线涨停。但是一旦上海 B 股整体出现调整，深圳 B 股也应有动作。

7 日沪深 B 股市场惊心动魄，多空双方进入肉搏战，最终多头损失惨重，从涨停到下跌的个股比比皆是，很多高位追进的投资者当天就损失 20% 而且 B 股市场阴云密布，投资者心情很沉重，不知 B 股市场还有没有机会？当天，报上刊出两条有关 B 股的消息，B 股在经过了连续五个涨停后，遭遇了周小川主席“ A、B 股在 5~10 年内不合并”和梁定邦“ B 股难进难出”两大棒打压，为 B 股发出降温信号。

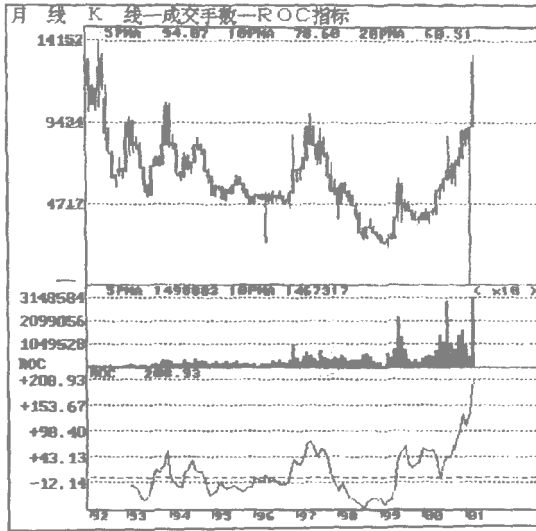
8 日，股市开市不久 B 股交易量仍然在不断上涨，而各股股价多有不同程度的下挫。但两市 B 股震荡趋缓，再也没有出现前一日疯狂跌停的局面，深市共有 9 只股票涨停，沪市则只有东贝 1 只涨停，显示个股明显分化。B 股股市在 3 月 6 日涨停板打开之后，伴随着各股成交量的放大，大部分股票价格呈现下跌趋势，这预示着前一阶段无量上涨行情的结束。短线探底基本结束，后市将进一步向理性回归。

步履蹒跚的 B 股成长路——九个春秋七年低迷

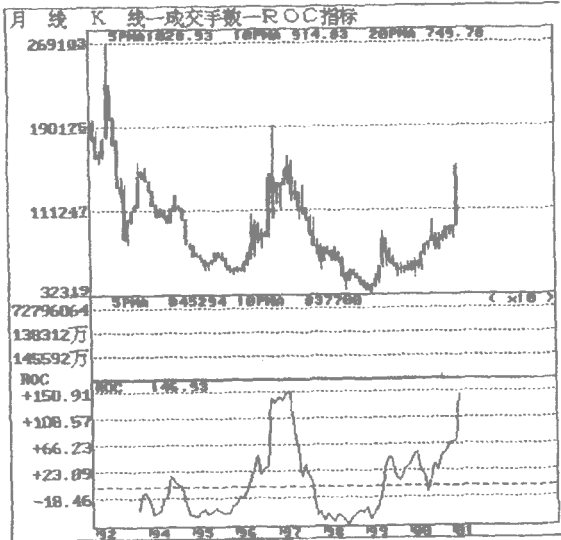
世界瞩目的新生儿：昙花一现的短暂辉煌

(1992 年 2 月~1992 年 7 月)

1992 年 2 月 21 日 9:30 分，是个值得纪念的时刻。随着“黄马夹”敲响锣声，上海证券交易所交易大厅准时开盘，中国第一只 B 股电真空 B 股以 71 美元开盘，以 88.50 美元



上证 B 股历史走势 (1992 年~2001 年 3 月)



深证 B 股历史走势 (1992 年~2001 年 3 月)

报收 全日成交金额达 297 978 美元。自此，中国新的外币股票市场形成，我国 B 股市场的产生，这也表明中国吸引外资走向新的阶段。从这一天起，在人民币无法自由兑换的前提下，中国企业在家门口就能从资本市场获取外汇。从此诞生了在境内设立的、以外币为计价单位、专门为境外投资者投资境内公司而设立的 B 股市场。

沪深两市 B 股指数均从 100 点起步，市场创建之初，由于上市少，上市的股票“物以稀为贵”而受到投资者的追捧。最典型的是真空 B 股的上市之初有行无市，买进盘大大超过卖出盘。21 日沪市 B 股指数开盘为 129.86 点，在真空电子 B 股的带领下，股价一路扶摇直上，涨幅一度超过发行价的 50%。沪市 B 股指数创下历史上的最高点 140.85。深市 B 股指数则攀升至历史次高位 186 点。其后，由于在境外一举发行了 8 家 B 股，二级市场骤然降温，沪市 B 股指数一路跌至 50.01 点，跌幅达 59%。B 股历史上短暂的辉煌期，只有四个月时间。这段时间里，B 股市场主要表现为：境外投资者热情高；个股交易品种少；新股发行价格高；股价走势波动幅度大。

长达七年的低迷萧条

(1992 年 7 月~1999 年 2 月)

此阶段是 B 股市场持续最长、最有影响的一个阶段，又可分为三个次级运行阶段：

第一阶段是 1992 年 6 月至 1993 年 10 月，共计 16 个月。随着一级市场扩容速度的加快，二级市场出现大幅回调，沪市 B 指猛跌至 50.01 点。此时，B 股市场由热转冷，成交稀

落,1993年1~10月份在周边、尤其是香港市场劲升的影响下两市B股又开始一路走高两市B股联袂攀升,并于当年年底沪市突破百点大关,报收于103.15点,涨幅高达98%,深市B股指数年底报收141.3点。但月均成交量仅为0.77亿股股指在51~105点间大幅波动。

第二阶段是1993年11月至1996年10月共计36个月。此时,我国开始实施宏观调控,全球股市出现低迷。在港股走低的影响下,B股震荡滑落,回抽无力,B股指数从105点跌至47点,不过成交量却随着上市公司增至85家而跃上一个新台阶。1996年6月开始深市B股突然火爆,创下了201.86点的历史最高记录;沪市在联动效应下也走出当年内新高87.12点后虽有回调但仍收于67.03点。据统计此阶段月均成交量上升至1.75亿股较1993年1~10月的月均量增长了127%。

第三阶段是从1996年11月至1999年2月共计28个月。在本次级阶段,在关于打击过度投机舆论影响下,市场出现回调。B股指数于1997年上半年出现了一次中级反弹行情,但是随后受东南亚经济危机严重冲击,跌势更猛,B股指在反弹后继续下挫,1997年底沪深两市分别以55.88点和98.86点收盘。股指从此在下降通道中运行,熊市的特征得以确立。从1997年8月底开始,直至1999年的3月10日历时一年半其中虽然有所反弹但是都无力上行反而每一次反弹都成了资金出逃的机会。并于1999年3月份创下了21.24点的历史最低记录,几乎所有的B股都跌破了发行价且股价低于净资产值市场一派凄惨境外投资者纷纷挥泪离场并且时时传言四起人心惶惶。香港《信报》甚至

断言中国 B 股市场已失去存在价值 建议取消 B 股市场。但值得注意的是 此时 B 股成交量却不跌反增，继续上升，并再次跨上了一个新台阶，此阶段月均成交量上升至 3.84 亿股，较第二次级阶段增加了 120%。国内经济形势受特大水灾影响处于最低谷；亚洲金融危机未见好转，日本、俄罗斯经济金融形势的动荡等周边环境的恶化造成了海外券商恐慌性抛售；B 股中报业绩普遍不佳；虽然有关方面对 B 股市场的状况也颇为关注，但由于没有具体举措出台，投资者看淡倾向更加严重。

恢复性的回转上升

(1999 年 3 月~2001 年 2 月)

“山重水复疑无路 柳暗花明又一村”是 1999 年中国 B 股市场的真实写照。1999 年 3 月上旬 B 股市场虽然创下开市 8 年来的历史低点 但 3 月的成交额却放大到 1.03 亿美元 创下过去 12 个月来的成交金额高点。1999 年前十个月的成交金额达 256.71 亿元 是 1998 全年 126.53 亿元交易额的两倍，这种严重的量价背离预示着历史底部的来临。1999 年 3 月以后，B 股市场运行开始发生转变，B 股指数在历史的最低点 21 点起步后 逐步回升 目前已走出两个上升波 第一波是从 21.24 点上升到 62.56 点 第二波是从 35.21 点上升到 90.51 点。本阶段 B 股上市公司增加到 114 家 市场信心指数迅速上升，入市交易的投资者队伍迅速扩大，市场交易日渐活跃，B 股市场的交易量不断创出历史新高。到 2000 年 12 月份 沪 B 股指数已突破原始下降通道。4 月的走势对 3 月份的底部反弹略做调整，但成交金额仍达 1.11 亿美元 保

持稳定 量在价先 这可能预示着 B 股市场离春天已经不远了。

1999 年 5 月 追随 A 股市场 5.19 行情的爆发 ,B 股市场也爆发了一轮井喷行情。 5 月成交 1.78 亿美元 ,月涨幅 43.86%。 6 月更是大涨 51.4% 收盘 58.6 点 ,创下过去 16 个月来的高点 成交金额高达 6.54 亿美元 创下过去 43 个月来的高点。

7 月开始 B 股市场进入调整期 ,本次行情从 2 月的收盘指数 24.4 点到 6 月的 58.6 点共上涨 34.2 点 根据一般经验 ,对于本次行情的调整目标位可以按照 0.618 的调整幅度来估算 在 37.5 点附近。 10 月份沪市 B 股最低探到 37.8 点 收盘 40.4 点 成交金额萎缩至 0.74 亿美元 标志着调整已经基本到位。

到了 12 月 15 日 ,上海证券交易所有关负责人宣布 调整 B 股交易结算费用 ,降低交易成本。自 2001 年 1 月 1 日起 ,B 股交易佣金由成交额的 0.6% 降至 0.43% 取消交易的起点佣金 ,将清算费与过户费合并为按成交金额计算的“ 结算费 ” 结算费率为成交金额的 0.05% 。 交易经手费和证管费不作调整 ,仍分别按成交金额的 0.0255% 和 0.0045% 收取。与此同时 ,上交所还分批推出促进 B 股市场健康发展的其他措施。这些措施包括 :推行 B 股无形席位 ,提高交易效率 ,B 股境内券商可在场内保留一个有形席位的前提下 ,将其余 B 股席位改为无形席位 ,B 股海外代理商可自行决定是否采用无形席位。 B 股无形席位将在认真测试的基础上自即日起分批试运行 全面开通 B 股即时成交回报 ,自即日起 B 股券商可根据自身业务的需要 ,提出开通 B 股即时成交回报

的申请；缩小申报价位的最小变动单位，提高成交率。自 2001 年 1 月 1 日起，B 股申报价位的最小变动幅度将由目前的 0.002 美元调整为 0.001 美元。改进资讯，强化 B 股市场信息与宣传。上交所将在现有外部网中，增加 B 股市场业务指南、B 股市场信息等内容，改进投资者服务栏目，尽快推出英文版，并做好 B 股市场的海外推介等。

推动本阶段 B 股市场由弱转强有五个主要因素：一是物极必反的运行规律；二是‘A、B 股并轨说’解除了 B 股市场上长期以来有关存续问题的系统性风险；三是转配股这一历史遗留问题的妥善解决，使投资者看到了政府在处理历史遗留问题时，会充分考虑市场参与者利益；四是 B 股市场运行机制的改革，提高了 B 股市场的运行效率；五是 B 股市场中的制度创新，如允许 B 股公司的法人股流通，允许 B 股公司增发新股，解决了 B 股公司的融资问题等。

由于中国大陆 B 股市场持续发烧，四年前受到亚洲金融危机影响，撤离 B 股市场的外资，大呈再度重回中国大陆股市趋势。近日上海证券交易所外资券商的席位出现明显买单，外资资金不断加码进入股市：如里昂证券已汇入五千万美元，针对 B 股市场进行操作，另二千万美元的外资资金，也已透过大陆本土券商进行买卖；而华东、华南的台商则紧跟在后，撤离台湾股市大量资金转战大陆 B 股市场。由于近几个月来，台湾股市表现不佳，许多华东、华南的台商纷纷将在台湾股市的资金撤离，转战投入到上海、深圳 B 股市场，准备好好好大赚一把。据了解，不少近日组团到大陆访问的台湾工商团体，频频向当地券商询问 B 股市场最新动态与个股，这些台湾股市大户也纷纷表示要投入大陆股市。

据了解,2000 年以来,上海 B 股市场指数涨幅已高达八成,深圳 B 股也达五成。近四年来,大陆的投资者通过各种方式反而成为专供外资交易的 B 股市场上的主力。不过,B 股市场出现明显的外资买单,并非出自“假外资”之手,而是来自真外资。

B 股市场特征

总的来讲,B 股市场是一个小规模市场或者说是“蚊形”市场。这种小规模包括两个方面:第一,市场规模小;第二,投资者数量少,而且基础狭窄。

一级市场

发行速度十分缓慢。B 股发行大致经历了由额度配给制到申报审批制、由深沪两市分头审批到证监会集中审批的过程,发行监管力度日益加强。但是,发行情况总的来讲不如人意。目前深沪两市共发行 B 股 114 家,相当每年平均只有 14 家左右,其中 1994 年最少,仅为 5 家。原国务院证券委曾于 1997 年 1 月 8 日和 1998 年 2 月 10 日先后公布了 33 家和 18 家 B 股预选企业的名单,表明了政府进一步扩大 B 股市场规模的决心,但由于市场过于低迷,发行速度十分缓慢,至今仍有相当数量的预选企业未能完成工作,部分企业已明确表示放弃发行 B 股的计划。

发行市盈率总体偏低。92 年初创时期,B 股市场的发行市盈率在 10 倍以上;1994~1995 年只有 6 倍左右;1997 年略有提高,在 7~11 倍左右;1998 年上半年发行的 5 只 B 股中有 4 只发行市盈率在 7 倍以下,均明显低于 A 股市场水平。

发行市盈率偏低不仅影响了发行企业的合理定价，而且也使二级市场的投资风险凸现。

B 股投资者地区分布狭窄、类型固定单一。从种类上看，B 股投资者大致可分为四类：第一类是专门投资 H 股、红筹股以及 B 股基金的机构投资者。这类投资者的数量和规模都有限。目前，只有英国商联保险集团于 1997 年底设立了专门投资于中国 B 股市场的中国指数基金，启动资金仅为 1 300 亿美元。第二类是境外券商的长期客户。这类客户认购 B 股并不是专做 B 股买卖，一般是为了保持其投资组合的平衡。第三类是港澳地区的广大中资企业。第四类则是无法统计的零星散户，这些散户投资额一般都较小。

境内券商逐渐成为 B 股承销配售的主力。B 股发行过程中，往往由境内券商充当主承销商和上市推荐人，由境外券商担任国际协调人，并由他们邀请一些境内外券商共同组成一个承销团。在承销团内，境内与境外券商的包销比例为 6:4 而且在 B 股市场起步初期，境外券商包销的比率更高。但是从 1998 年已发行的 5 只 B 股的承销情况来看这一状况发生了较大的变化：第一，境内券商已逐渐成为 B 股承销配售的主力，表一的内容显然说明了这一点；第二，活跃于 B 股市场的境外券商的规模趋小，主要是日本、台湾及香港本地的券商。

基于以上几个方面的特点，我们可以看到，B 股市场的筹资能力是十分有限的。这不仅表现在与 A 股市场相比之中，即使与 H 股和红筹股市场相比，其筹资能力也稍逊一筹，B 股的上市公司数量比 H 股和红筹股之和还多，但 B 股的筹资额、股本规模都远远低于 H 股和红筹股。同时 B 股市场与 A

股市场或香港股市相比，无论是上市公司数量、上市股份总额 还是流通市值、市价总值 其份额都很小 只能算是一个“袖珍”市场。

二级市场

股价总体水平长期低估。在向境内居民开放前，B 股市场的平均市盈率为 20 倍左右，A 股平均市盈率为 60 倍，香港和纽约股市的平均市盈率为 15~18 倍，新加坡和泰国的平均市盈率为 20~30 倍，B 股市场已成为世界上市盈率较低的市场。在 A 股市场波澜壮阔的 1997 年，深沪 B 股市值几乎下跌了一半，几乎所有 B 股股票一上市便跌破发行价。进入 1998 年后，情况更糟。有资料表明，境外券商向其客户所推荐卖出的 B 股家数远大于其推荐买入的家数。

市场走势总体是急涨阴跌的熊市形态。急涨阴跌是所有小规模市场的共性。在这样一个市场中，当行情看好时，投资者积极购买。由于股票稀缺，行情上涨异常迅速，数天之内股指急速上升。比如，深市 B 股指数 1996 年 6 月 12 日~18 日上升 63.6%，当年的 11 月 15 日~12 月 9 日更是上升 127.9%。由于从 1996 年 12 月起实行了 10% 的涨跌停板制，1997 年 8 月 14 日沪深 B 股市场所有股票，仅两个小时的交易，均告涨停。而当市场中卖方为主导时，行情走势以阴跌为主，表现为下跌时间长，成交量稀少。就整个市场周期而言，涨的时间少，跌的时间多。

低换手率。换手率越高，意味着市场的流动性越高，股票被套牢风险越小，反之亦然。一般而言，A 股市场的周平均换手率在 10% 左右，而 B 股市场则只有 0.05% 左右，显然偏

低。在此状况下，股指只要上涨一点，投资者就会因畏高而抛售 股价又会持续下跌 成交量也持续下降。

上市公司质量低下。上市公司的经营业绩和未来发展潜质是决定股价走势最关键的。然而大多数 B 股企业经营业绩滑坡，财务指标欠佳，企业并没有显示未来增长的潜力。据 2000 年中期上海 56 家 B 股上市公司的中报显示，每股收益的算术平均值约为 0.056 元，二纺 B、中纺 B、轮胎 B、永久 B、钢管 B、水仙 B 均为负收益。

价值被严重低估。仅仅用上市公司质量低下来解释 B 股的价格严重低于股票自身的价值的理由显然是不充分的。应该说，B 股市场的这种现象实质上是在特定的市场上理性投资者对风险和收益的选择的结果。现代证券投资理论揭示，证券的投资收益率是由证券的不可分散化风险决定的。相对于境内投资者，境外投资者不得不承受更多的系统性风险。正是由于境外投资者对 B 股市场存在的较高的风险意识 使得 B 股股价在留有较大收益空间处达到均衡。

开放,意味着什么?

大量新增资金入市

沪深大盘 2001 年 2 月 20 日午市突然宣布 B 股停盘的同时，中国证监会公布了关于允许境内居民参与 B 股交易的决定 这引起了投资者的关注。

长期以来 境内投资者对投资 B 股抱以希望。A、B 股之间一直有非常大的关联性，这一消息会大大刺激 B 股 促使行情上扬。我国居民外汇储蓄存款余额达 749.3 亿美元 而

B 股当时的总市值只有 60 亿美元 并且 B 股的市盈率平均只有 15 倍，因此无论股价与市值都有相当大的落差。允许境内居民交易 B 股的决定公布，将会产生很大的牛市行情，连续出现几个 B 股涨停也是可能的 因此这一消息对 B 股来说是强劲利好。另外 B 股市场本身总市值很小，需要的资金相当有限。

在信心与预期利润的刺激下 B 股资金流入在短期内有较大增加，且增量资金的来源以境外资金为主，境内外汇资金的进入将是一个较为缓慢的过程，而且资金量有限。主要原因是，我国人民币尚不能自由兑换，居民个人合法获得外汇收入的途径非常有限，资金量不会很大。虽然截止 2001 年 1 月份，我国居民外汇储蓄存款余额已达 749.3 亿美元 但其中的定期存款占到了 94% 活期存款不到 50 亿美元 资金运用的灵活性受到限制，尤其是规定 2001 年 2 月 19 日前存入境内商业银行的现汇存款和外币现钞存款可以用于 B 股交易 2 月 19 日后的存款则须等 6 月 1 日后才能入市 这更加限制了国内增量资金的较快进入，虽不排除一些境内外汇资金继续经过原有的途径变相进入 B 股市场，但其资金量是很有限的。相对应的，近几日境外投资者的开户热情高涨，新开 B 股账户急剧增多。所以，短期内进入 B 股市场的增量资金将主要以境外资金为主，境内资金的进入相对平稳，原来变相进入市场的境内资金的合法化反倒将成为最重要的变化了。

在台湾岛内，由于大陆宣布对内开放 B 股市场和台湾股市当时的下跌形成鲜明对比，不少客户间接投资大陆股市的热情空前高涨。保守估计，几家在香港设有据点的大、中型

证券商最近受托间接投资大陆股市的金额都在新台币数千万元以上 并已有投资者准备汇出。

国内外券商欲分蛋糕

国内券商面对 B 股市场这块“大蛋糕”兴奋不已自是一回事 港台方面的反应更是有过之而无不及。

台湾券商积极抢进大陆 B 股市场。大陆 B 股效应近期在台湾掀起一股热潮，岛内券商积极抢进祖国大陆市场。包括无富证券、京华山一证券、元大证券等多家券商 或早已布局 或积极评估、申请 或计划开立“台湾接单、大陆下单”的模式 开拓为台湾投资人投资大陆股市的业务。

虽然台湾尚未开放证券业直接赴大陆从事证券业务，不过不少证券公司自去年起就频频派遣内部高级主管赴大陆考察。台元大京华证券公司总裁马志玲今年初就亲自和其他财团大老板赴上海了解当地证券市场的发展情况，并表示，一旦台湾“法令”准许 元大京华将以直接投资大陆证券公司的方式，以取代先前设立的办事处直接抢占大陆未来庞大而具潜力的股市商机。元富证券上海代表处首席代表翁基能则表示，由于大陆加快资本市场的脚步，同时也将加入 WTO，B 股市场在 A、B 股合并题材等多重利多刺激下，吸引外资近日加码买进。近日各券商 B 股席位境外单子相当多，B 股成交量不断放大，外资预期大陆股市未来有二至三年的好光景。类似元大京华、元富证券公司一样，台湾多家证券公司早先已前往大陆布局、设立办事处 进行资料搜集、评估的工作，或是透过在香港子公司申请 B 股席位 从事经纪或随销业务。