

第一部分

大是

关键词

【未来】

【矛盾】

【救市】

【国九条】

【关键词 未来】

最大的政策隐患是什么（一）

若干年前，水皮出过一套杂论文集，《中国股市政治批判系列》之一取名就叫《猴市》，这是水皮对中国特色股市本质的认识，没有真正意义上的牛市和熊市，只有政策折射下的猴市，那种上蹿下跳的猴市。

若干年后，中国股市迎来了农历猴年的最后几天，就在有人判断年尾猴尾要翘起来的时候，股指却再次围绕着 1300 点上蹿下跳，显出典型的猴市特征。

12 月 22 日，星期三，上证指数在这一天突然暴涨 30 多点 从 1275 点重新上攻至 1307 点，力度之大为近期少见。不过就在市场莫名其妙之时，第二天，12 月 23 日 星期四 上证指数又暴跌 20 多点 从 1307 点重新滑落到 1282 点 跌幅之大同样为近期罕见。

暴涨暴跌之间究竟有什么玄机呢？猴年之尾亦是政策多发之时。

12 月 10 日，沪深交易所和中国结算公司联合发布非流通股场内转让的办理规则。在水皮的眼中，这本来是一个迟到的市场操作文本，因为早在 2001 年 9 月，中国证监会就已经发出过类似的通知，要求规范上市公司非流通股的场外交易，不准搞场外拍卖，不准搞电脑撮合竞价。12 月 10 日的规范文本实际被整整耽误了四年。从时间上就可以看出，这个文件实际和国有股在二级市场减持和所谓的全流通是没有内在联系的。

但是，世界上的事就怕联想。

4 年之中，困扰中国股市最大的不确定因素是什么？中国股市有史以来最大的全民讨论又是什么？是全流通！

规范非流通股的场内交易让人联想到全流通也是正常的。一方面，都在一个市场中交易，另一方面非流通股出现了 1% 的零售交易类型，这和以往的整体协议转让的确不同，也的确在客观上形成了可能的竞价局面。人们担心的资金分流还在其次，关键的是，法人股市场的交易价会对 A 股市场的交易价格产生巨大的地心引力 牵引 A 股价格的价值中枢下移，对目前已经饱受“估值论”困扰的市场雪上加霜，这是一个难以回避的问题，又是一个不需回避的问题，因为不同的市场有不同的估值体系，股价表面上看和业绩预期紧密相关，但是实际

上真正起决定作用的是供求。供过于求，再好的业绩股票的价格也上不去；供不应求，再次的业绩股票的价格也落不下来。法人股市场的规范运作会出现场内的法人股价格，也会对 A 股价格产生影响，但是这种影响与 H 股和 B 股价格对 A 股的价格影响没有本质的区别。

因为法人股的流通规范对于 A 股市场而言影响是有限的，更多的在于心理。从指数上看，情况也是如此。消息见报当天，上证指数跳空低开仅 2 点以 1311 点开盘，盘中还摸高 1317 点，低收在 1305 点，跌 0.61%。当天大盘并没有跌破 1300 点。大盘的跌势是在第二个交易日和第三个交易日才显现的。周五跌破 1300 点报收 1290 点，接下来的周一暴跌 20 多点直探 1275 点。

全流通不但在投资者眼中，实际在管理层眼中也都成了惊弓之鸟。

12 月 20 日的黑色星期一换来的是沪深交易所和结算公司的澄清声明。声明指出四点：一是非流通股转让不通过交易所主机对转让双方价格进行撮合，不是变相流通，也不因转让改变其非流通性质；二是《规则》的发布与解决非流通股流通问题没有任何关系，更不意味着任何所谓交易市场的开通；三是公开转让信息服务的目的是使转让公开市场化，使股权出让方在更广泛的范围内寻找更为理想的转让对象；四是自然人受让非流通股后，股份仍然为非流通股，不能进入证券交易所交易系统进行流通交易。

管理层的声明价值几何？受声明的影响，上证指数以 1275 点开盘，盘中上摸 1285 点，下探 1271 点，报收 1275 点，下跌幅度为 0.02% 基本接近于零。乐观的看是止跌，悲观的看是拒涨，客观的看则是归零。因为事实上，黑色星期一并非是法人股流通规范造成的，管理层的声明本来就是多此一举，反而给人以“此地无银三百两”的感觉。

有人能据此得出利空，有人就能据此得出利好。如果法人股的流通不等于变相全流通，那么岂不意味着管理层放弃通过 A 股市场减持国有股的思路，岂不意味着全流通成为一个历史话题？不管是利空也好，还是利多也好，法人股市场的事实挂牌宣告了另一个事实，那就是宣告相当一部分人期盼的全流通补偿成为梦想。

张卫星是全流通补偿最强硬的坚持者。根据他的设想，在进行了补偿之后的全流通可以将中国股市的股指稳定在 1300~1500 点之间，而如果不这么做，那么中国股市的命运就会惨不忍睹，股指会深不见底。

刘纪鹏虽然对于全流通的补偿没有张卫星那么强硬，但是也是一个支持者。2003 年国资委出台“国有企业产权转让管理暂行办法”时，刘纪鹏对于规范国有股场外转让的行为就忧心忡忡。他担心的正是国有产权转让之后的补偿问题复杂化，如果我们承认国有股作为发起人在最初对流通股股东对价交易中有特权因而应当也必须进行补偿的话，那么在国有股成为普通法人股之后，我们又如何向普通法人股去追索这种补偿呢？不要说合不合理，就说操作，也存在着

大量的不切实际。

水皮呢？

水皮是个现实主义者。理论上，水皮站在张卫星一边，现实中，水皮知道这是一厢情愿。因此，从来不对补偿抱有任何的想法，这是中国的政体所决定的。生为中国人，就要讲国情，如果说有游戏规则的话，这就是潜规则，这就是吴思所谓的第二等公平，第一等公平是不存在的。

有人说，不对。尚福林主席也曾表态在解决股权分置问题中对投资者进行补偿，怎么能说补偿的希望落空呢？水皮手边正好有尚福林最近的讲话，尚福林是这样表述股权分置解决原则的，“尊重市场规律，有利于市场稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”这是国务院“国九条”的表述。保护公开投资者的合法权益和补偿是不是一个概念，每个人可以有自己的理解。

水皮的理解是这样的，法人股市场挂牌不等于解决股权分置，解决股权分置不等于全流通。如果这两个等式成立，那么显然，补偿之说在目前无从谈起，而目前如果无从谈起的，将来就更无从谈起了。刘纪鹏的担心不是杞人忧天，是现实。

“丢掉幻想 面对现实”是痛苦的 也是无奈的 但是不这样 只会自欺欺人。

2004-12-27 2:13:59

最大的政策隐患是什么（二）

中信证券的徐刚说，行情好的时候，大家坐在一起谈股票；行情不好的时候，大家坐在一起谈哲学。

徐刚是在北京电视台证券无限周刊的录制现场说这番话的，水皮当时就顺着徐刚的话头作了一番引申，大意就是行情好的时候，大家坐在一起谈股票；行情不好的时候，大家就坐在一起谈全流通。

在水皮的理解中，哲学就是玄学，是一种生命本源的学说，而全流通不就是具有中国特色的股权分置下人们对完美市场的一种本体诉求吗？

现在讨论全流通和谈哲学的区别并不大。

当然行情不好的时候 管理层既不会谈股票 也不会谈哲学 更不会谈全流通，而是谈政策。事实上，12月22日的突如其来的暴涨就是这种清淡的结果。

12月21日，北京大学举办“积极稳妥发展资本市场”高级论坛。会上，厉以宁教授直言不讳地指出，目前的市况低迷，惨不忍睹，问题出在人们对政策的预期不明朗，如果明确流通股是含权股，将来会做出补偿，那么行情马上就会逆转。新华社的记者没有报道厉以宁的演讲，但是却非常巧妙地把四位证监会主席的讲话做成一篇报道，有意无意之间制造了一个四位主席联手托市的重大利好。

分析四位主席的讲话是很有意思的，因为现实位置的不同，每个人的讲话虚实相间，信息含量各有侧重。

周正庆是中国证监会的第三任主席，1996年至1998年3月还担任过国务院证券委员会主任。周正庆的讲话最直接，当务之急就是采取有效措施，迅速让股市止跌。“首先要营造一个良好的发展环境，恢复广大投资者的信心。”

周正庆的建议有两条。之一是要充分考虑中国资本市场“新兴加转轨”的特点，采取经济的、法律的、行政的多种手段加以维护和扶植。各部门要同心协力、紧密配合，为资本市场稳定发展创造良好的环境。之二是要稳妥解决市场资金供求保持平衡的问题。在抽紧银根导致市场资金缺失的情况下，如果将来要发大盘股，为避免引起不必要的市场震动，一定要有相应合规资金进入股市。

如果周正庆还在台上，很难想象周正庆讲话会如此痛快。

相比之下，周道炯的讲话则有点虚。周道炯是周正庆的前任，第二任证监会主席，虽然周道炯主席的话有点虚，但是有高度。因为周道炯明确指出“我们有理由深信，中国证券市场的发展前景是光明的，绝不会‘山重水复疑无路’，黯淡无光也绝不会‘推倒重来’”。周道炯对中国股市的信心无疑对广大的投资者是

一种鼓舞 但是现在投资者要的不是“空头支票”而是实实在在的政策。周道炯也有具体的建议，比如提高上市公司质量，加强中介机构诚信，强化监管依法治市，这些建议在大家听来多少有点老生常谈的味道。

刘鸿儒是中国证监会的首任主席。刘主席的杰作是 1994 年 7 月底的“三不政策”救市。刘鸿儒在递交论坛的书面发言中有两点建议引人关注，其一是对有关市盈率的评价，这是对目前的“估值论”的一种批驳；其二则是对大型优质企业海外上市的评论，和一般的认识不一样的是，刘鸿儒认为这会造成国内上市公司结构得不到应有的改善，市场行情不好；反之又进一步促进优质大型企业到海外上市 国内市场进一步恶化 投资者信心减弱 形成恶性循环。刘鸿儒的讲话和不久前国资委主任李荣融的讲话形成鲜明的对比，李荣融在讲话中提出，国有大企业目前上市的首选地是海外市场，目的是要通过成熟市场的约束，让上市国有企业抓紧规范，然后再回内地市场，国有企业在海外市场表现得越好，内地的投资者对公司就越有信心，李荣融认为这样做是为国内股市的扩容减压。

李荣融的话有没有道理？也有。

怎么看待刘鸿儒和李荣融的悖论？徐刚认为问题在于我们大多数人错把投资产品当作了消费产品，而且是在以消费品的观念看待大盘股的发行，那样就陷入了供求关系的迷局。事实上，市场实践证明，任何一个大盘股的发行最终都成为市场领涨板块。水皮不否认这一点。但是需要指出的是，市场实践也证明，任何一个大盘股的发行都给市场带来过恐慌，市场都会出现阶段性底部，在熊市中，在没有新的场外资金进入的情况下，单位时间内，供求关系不可避免地会影响到整体市场的定价。而周正庆的第二条建议看上去就是针对刘鸿儒的说法而定制的。

实事求是地讲，中国股市存不存在估值偏低的股票？存在。无论按什么标准，都有一批大盘蓝筹股存在定价偏低的现象。那么，中国股市又存不存在估值偏高的股票呢？当然存在。这个当然指的不是别的，正是深圳的中小企业板。水皮一直搞不懂，刘鸿儒和周道炯这样的德高望重的前辈、专业人士难道不清楚中国上市公司的质量吗？难道他们会认为中国上市公司的投资风险还不偏高吗？难道他们真的认为中国股市上市的门槛太高了吗？或者中国的上市公司垃圾股太少了吗？如果不是，他们又如何那么热衷于中小企业板呢？又如何会在深圳发表那种引起大家反弹的言论呢？从这个论坛上两人的发言看，刘主席也好，周主席也好都是明白人，明白人有时说明白话，有时却说糊涂话。

一针见血也好，特立独行也好，刘鸿儒、周道炯和周正庆都是前主席，放言无忌是他们的优势，决策定夺则是现主席的优势。现主席尚福林认为中国的资本市场正面临着难得的发展机遇，尚福林的话和黄菊的话一模一样，保持了高度的一致。

中国股市面临的是怎样的难得机遇？是低位建仓的难得机遇？还是解决历

史遗留问题的难得机遇？或者是发行大盘股的难得机遇？尚主席没有明说，大家只有按照一种表述各自理解的原则深刻领会，领会的结果可能对，也可能错。

对于今后，尚福林的正式表达是“今后，我们将积极稳妥解决市场中存在的深层次矛盾和问题”。措施有 8 个方面。一是推进法制建设；二是深化发行改革；三是继续完善市场体系；四是完善产品结构；五是继续改善上市公司结构，完善公司治理机制，积极稳妥解决股权分置问题；六是继续发展机构投资者；七是建立化解市场风险的机制；八是稳步推进对外开放。

尚福林和前主席讲话的最大区别就是滴水不漏，只讲原则，不谈具体。上海复旦大学的谢百三教授公开对尚福林的讲话表示不满，认为在市场如此低迷的情况下，证监会主席还在谈扩容、谈中小企业板、谈对外开放，令人担心。谢百三的指责代表了相当部分投资者的情绪，不过，尚福林不这么说又能说什么呢？

中国证监会主席前后一共有 5 位，惟一缺席的是第四任主席，现任的央行行长周小川，讨论中国资本市场的发展，掌控着中国资金潮流的央行行长缺席，注定了这样的现场只是清谈。

2004-12-29 2:00:43

最大的政策隐患是什么（三）

2004 年就快过去了，水皮有个同学曾经说过“时间如钢刀，不磨也飞快”，看看案边各种各样的年终专稿，水皮的脖子边就有嗖嗖的凉风掠过。

2004 年是过去了，2005 年还要继续。困惑 2004 年中国股市的问题在 2005 年还要困惑中国股市。

从媒体整理的问题看，2005 年的中国股市面临的是十大困惑。

困惑之一是股市体制改革路在何方？主管和监管的职能分离是一项长期的工作，2005 年应有更大的突破。

困惑之二是股权分置如何突破？国九条明确要求“要积极稳妥解决股权分置问题，在解决这一问题时要尊重市场规律，要有利于市场稳定，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”。A 股能否变成含权股并不是尚福林说了算的，国资委接不接茬就是个悬念。

困惑之三是券商如何面对生死考验？136 家证券公司有多少能熬过 2005 年的早春？

困惑之四是“基金淘汰年”会不会一语成谶？郎咸平的预言会不会兑现。

困惑之五是“机构入市年”会有多少资金入市 企业年金、保险资金、社保资金之外，QFII 会不会出现扩容的新高潮。

困惑之六是“加息年”会加多少息，会加多少次息？加息的结果能像美联储一样给纽约股市带来涨升吗？

困惑之七是国企大盘上市会给市场带来多大的压力？

困惑之八是指数期货会不会有进展？

困惑之九是 QDII 会不会推出？

困惑之十是私募基金的生存空间会有多少？

中国人凡事不是归九就是称十，因此所谓的十大困惑其实分量的差异是很大的 与 2003 年底人们对于 2004 年的担忧一样，股权分置再次成为悬在这个市场上的达摩克利斯剑。这完全可以证明，股权分置问题的说法才是市场面临的最大的不确定因素。

股权分置是尚福林接任证监会主席后提出的概念，最早出自他在 2003 年 11 月发表的署名文章“积极推进资本市场改革开放和稳定发展”。但是最初并没有多少人领会尚福林的意思，人们还是习惯讨论全流通。一年以后，在高层关于落实国九条的座谈会上明确划出一条界线，解决股权分置不等于全流通。

谈股权分置的人越来越多，但是未必新概念带来新思维。

李青原是证监会规划委的主任，李主任是推进全流通的激进派。2003年10月30日李青原在“中国改革论坛”上发言表示，股权割裂、注意不是分置的制度设计严重影响了资本市场的发展，这个问题不解决，做任何事情都走不动。时隔两个月，在2004年1月10日中国人民大学金融研究所主办的第八届中国资本市场论坛上，李青原更是为全流通提出了明确的时间概念，这个时间就是2004年。

李青原为什么会认为2004年是解决全流通的好时机呢？“理由是目前市场取得了前所未有的共识，而且宏观经济好转，股市也在稳中向上”，在具体操作上，李青原倾向试点先行，选择没有严重历史问题、基础好、在国民经济中有代表性、和国民经济状况关联度较高，实施全流通后股价能稳中有升的企业。“这样能维持市场价格不过度波动，在试点过程中，逐步完善配套措施。

水皮在“经济学家扮演什么角色”的系列杂谈中为李青原博士的见解单辟一章，文章是这样评论的，“李青原提出全流通试点方案时，上证指数在1340点附近，此后的交易日中指数创出本轮大熊市的最低点1309点。李青原明确2004年解决全流通好时机的时间是在2004年1月10日，上证指数是在1581点，李青原所指股市稳中有升的大概就是这200多点的涨幅。显然，在李青原心目中，股指稳中有升是解决全流通的好时机。反过来，如果股指稳中有降呢？或者说2004年的股市先扬后抑或牛皮震荡呢？是不是未必就是解决全流通的好时机呢？”

2004年即将过去，李青原所谓的稳中有升昙花一现。市场的走势不幸被水皮言中，而且还屡破1300点，探低至1260点。事实证明，2004年不可能是全流通的解决时机，也没有成为解决的时机。

分析市场走势，判断未来趋势，既冒险又吃力不讨好。李青原错误判断市场不值得奇怪，问题在于能不能审时度势，修正自己的参照系。

2004年12月20日，中国证券报报道了李青原在“天则·华一——资本市场冬季交锋会”上的讲话。李青原在会上表示，资本市场需要根本性改革。她说：“今年的宏观调控已经显现出，资本市场与我国经济的发展严重脱节，如果能将资本市场作为调控手段之一，效果会更好，但我们的资本市场太弱了”。

李青原所谓的根本性改革，指的就是解决股权分置问题，李青原再一次明确一个时间概念，2005年又一次成为解决“这些问题”的良机。2004年是良机，2005年还是良机。事实证明，2004年不是良机，同样事实也会证明2005年也不是良机。

为什么？

道理水皮不想再重复，熊市不具备全流通的基本市场承受心理，“天时、地利、人和”这三样对于全流通而言都不具备。

但是李青原不是一般人，李青原是证监会的规划委主任，李主任力主 2005 年是良机，我们又怎么去理解尚福林的积极稳妥原则呢？管理层的这种不协调音注定 2005 年的中国股市和 2004 年一样会有各种各样的杂音。

朋友 Y 也是证监会的官员，Y 的电话提醒水皮想到了香港回归的往事，想到了香港人对邓小平先生的感恩戴德。1997 年中国政府要收回香港，但是香港搞的是资本主义的自由经济，中国大陆搞的是社会主义的商品经济，香港人害怕回归之后社会制度发生变迁，是邓小平提出的一国两制稳定了香港的民心。有的香港老人杞人忧天担心香港 50 年后怎么办？邓小平回答，50 年都不变你还担心什么 50 年之后？潜台词再清楚不过，50 年之后就没有必要变了，我们首先要确保的是 50 年不变。

Y 说，既然我们在全流通的解决上形不成共识，为什么不把这个问题留给后人解决？若干年后，无论是中国的经济实力，投资规模还是投资者的心理承受能力都和今天不可同日而语，也许全流通在那时候根本就不是一个问题，我们现在瞎讨论什么？越讨论，混乱就越大，市场就越不可能走出熊市的泥潭，这个道理不浅白吗？

如果尚福林能给市场一个承诺，一个 5 年或者 10 年，国有股不在二级市场减持、全流通的承诺，A 股市场就会和 H 股市场一样走出和国民经济发展态势相符合的新高行情。发展是硬道理，H 股已经给 A 股做出了榜样，为什么一定要钻牛角尖呢？

2004-12-30 4:15:10

从政策的量变到市场的质变（一）

11 月的北京，寒流频袭。初冬的凛冽和管理层释放的阵阵暖意形成了鲜明的对照，和大盘却相映成趣。

11 月 1 日，星期一。媒体报道保险资产管理公司筹建提速，华泰保险和中国再保险已经拿到了中国保监会的批文。根据规定，保险资产管理公司可直接获得证券投资资格，还可以接受委托从事股票投资，这是保险资金直接入市的一个必要保证。当天，上证指数跳空低开于 1317.66 点 摸高 1323 点 探低 1304 点 报收 1305 点；

11 月 2 日，星期二。上交所宣布在网上将公布上市公司董事、监事和董秘及高管人员任职情况，这项措施被认为力促高管尽职。当天上证指数又低开于 1303 点 仅摸高 1306 点 探低 1290 点 报收于 1301 点；

11 月 3 日，星期三。黄菊在深圳主持召开证券市场座谈会，提出资本市场迎来难得的发展机会，并透露多项政策意向。当天，上证指数跳空高开 1304 点 探低 1301 点 摸高 1327 点 报收次高点 1326 点；

11 月 4 日 星期四。媒体报道 法国巴黎银行获 QFII 额度 7300 万美元 成为中国第 21 家 QFII，QFII 的额度总数已达 30 亿美元。同时，比尔·盖茨基金会在上海汇丰银行开设 QFII 特殊人民币账户获批准，这意味着盖茨基金可以直接购买 A 股股票。当天，上证指数高开 1328 点 冲高 1338 点 探低 1301 点 报收 1304 点；

11 月 5 日 星期五。中国人民银行、银监会、证监会联合发布《证券公司股票质押贷款管理办法》。在这份修订过的办法中，删除了借款人上年未发生经营性亏损的限制，把贷款期限延长至一年，同时规定可以在数家银行办理股票质押 可转换债券可作质押物 利率可以按央行管理规定执行。同一天 央行、财政部、银监会、证监会联合制定并发布《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》。当天 上证指数跳空高开 1308 点 冲高 1315 点 探低 1298 点 报收 1305 点。

11 月的第一个交易周，利好消息每天都有，但是除中间摸高 1338 点之外，周一和周五的收盘点位居然一模一样，都是 1305 点，五天的交易日中居然有两天还刺破 1300 点，令人不可思议。

市场怎么会对利好如此“麻木不仁”呢？

为什么每天的走势都那么相像，冲高回落呢？

事实上，这个市场不但对利好是麻木的，对利空也不见得太敏感。

11 月的第一周，有一个恐怖的利空像幽灵一样在沪深股市上空徘徊。一份署名“中金策略组”的投资分析报告在网上流传，报告认为“季报业绩见顶，升值带来估值压力”，估计上证指数的调整位将至 1100~1140 点，而且不排除市场出现 2004 年 6 月~9 月那样的单边跌势，提请投资者注意风险控制。并非偶然的是，中金国际建国门营业部的字样出现在三只被恶意打至跌停的股票交易信息之中。显而易见，报告的撰稿人要提醒投资者的并不是什么单边下跌的风险，而是中金国际打压、唱空中国股市的印象。中金国际是摩根斯坦利和建设银行的合资企业，“千点论”的始作俑者就来自这家投行的研究部，难道中金国际又有所图？

答案当然是否定的。中金国际在给媒体的声明中严正指出，公司从未撰写和发表过该份研究报告，在至今发表的报告中也从未预测过大盘的具体点位。中金国际的态度有此前《上证报》的报道为证。《上证报》11 月 3 日的报道中称，中金国际的最新报告认为加息从长期看对股市是一个利好，因为与继续以行政的手段调控相比，它标志着市场手段受到更多的重视，中国经济平稳着陆的几率增大，同时可能会伴随着资金面的宽松。

有意思的是“千点论”重弹之际就是绩优蓝筹遭打压之时，上证指数也屡屡在 1290 点化险为夷，返身而上，这难道也是巧合吗？

一方面是利好消息不断，一方面却是利空的谎言不断。

11 月 8 日，又是一个星期一。网上挂上的是耸人听闻的报道，中石油将于月底上市，《信报》的记者向水皮求证真伪，水皮断言是谣言。为什么？因为违反常识。从 11 月 8 日起到月底，满打满算 20 天，在这 20 天中首先要国务院批复证监会新股询价制，然后要马上恢复发审会，接着要通知中石油报材料，就算一次性过会，中石油还要发行之后才能上市，可能吗？

事实上，来自深圳报纸的报道源自中国证券市场周刊的一篇猜测性分析。文章说“据一名资深投行人士透露，《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》已获国务院批准，将于近期公布。这名列居某实力券商的投行副总向记者表示，手头的 IPO 项目很可能于 11 月过会，过会的同时其他已经过会的新股就可以发行了”。

券商的投行副总不过一个公司的部门副总，信口雌黄的东西，记者信以为真也就罢了，偏偏记者还认真地写成了稿件，还认真地分析出中石油应拔头筹。因为如果 IPO 开闸，那么就有开闸第一家，谁可能性最大呢？“该人士认为很可能是中石油。”

中石油月底上市的报道就是这么产生的。

其实，年轻记者不知道，中石油前段时间已经辟过谣，早就声称没有 A 股上市的时间表，券商的投行副总不是信口开河就是居心不良。

当天，上证指数跳空 1303 点开盘，摸高 1307 点，刺穿 1292 点，报收 1304 点。

11 月 9 日，又是一个星期二。网上挂出的还是中石油的谣言，只不过，这一回变成了“中石油要特事特办”。因为，不特事特办不行，已经有消息正式披露证监会停止受理券商的发行报告，不特事特办中石油上市的消息就不攻自破了。

水皮这一次没有去查出处，对于造谣者的顽强反而心生可怜，不管是自欺欺人也好，还是浑水摸鱼也好，居然能想出“特事特办”的花招，已然是机关算尽，不究也罢。

当天，上证指数 1304 点平开，上冲 1313 点，下探仅至 1299 点，报收在 1307 点。

这个市场为什么会这样？利好不涨，利空不跌，围绕 1300 点上上下下已经有 8 个来回，难道就这么留恋 1300 点吗？难道真的像有人分析的那样“国九条”已经是“一而再，再而衰，衰而竭”了，再怎么打也不奏效了，难道 11 月财务结算的压力真的大到连 1300 点都摆脱不了的地步？

水皮对同事称，感觉目前的大盘极像历史上的某个阶段，也是利好不断没有反应，不过最终还是形成了突破，市场等待的是量变到质变的临界点和导火索。

11 月 10 日，又是一个星期三，劳动和社会保障部与中国证监会公布《关于企业年金基金证券投资有关问题的通知》。企业年金入市启动，这部分资金估计能有 500 亿。企业年金属于补充养老保险，实际应该归属保险资金范畴，属于长线资金。

当天，上证指数跳空高开 1310 点，探低 1302 点，中午拔高 1336 点，下午收盘暴涨 3.59% 报收 1354 点。

中午的时候，水皮想起来了，历史上的某个阶段不是别的，正是“5·19”之前。当然，今非昔比，“5·19”已经成为历史，而本周三收盘不过比上周三才高 16 点，大盘更不会像“5·19”之后那般波澜壮阔。

那么，大盘会何去何从呢？

从政策的量变到市场的质变（二）

股指对于 1300 点的“留恋”原因是多方面的。

早在 2004 年初‘国九条’出台之际 水皮在媒体上发表过“30 年牛市不是梦想”的谈话 杂谈中又发表过“前途是光明的 道路是曲折的”文章。

“政策面宽松 资金面偏紧 这就是 2004 年中国股市面临的大势；经济复苏持续可期，蓝筹龙头境遇不同，这是 2004 年中国股民面临的选择。因此，我们要有‘一颗红心 两手准备’ 要准备打持久战 更要准备打游击战 适度修正乐观预期 保持谨慎心态 解套为主 盈利为辅。不能动不动就搞‘百团大战’ 过早地暴露自己的实力，更不能因为有 30 年牛市可期 所以就盲目出击 被‘国九条’冲昏了头脑。”

这段话见报日期是 2 月 16 日 现在读来并不过时。

“国九条”是股市政策，基调积极向上，毋庸置疑。作为落实“国九条”的措施，各种各样的利好将会层出不穷，不光现在，就是在将来也是如此。作为“国九条”的反应，中国股市不可能不领情，现在没反应不等于以后没反应，只要时间到了，统统会反应。

问题是，什么时间？

这个时间其实并不以投资者的意志为转移，这个时间只以宏观调控的效果而划定。

贺强教授的研究表明，股市政策影响市场的短期走势，宏观政策影响市场的长期走势。

宏观政策是什么？是调控，是抑制经济的过热，是控制投资的冲动，是减少银行的信贷，是提高银行存款保证金率，是加息，而且可以预期的是绝不会只加一次息。

这就是我们面对的市场，一个股市政策和宏观政策扯皮的市场。

2004 年第三季度的季报显示，上交所 836 家上市公司加权平均每股收益达到 0.2248 元，同比增长 41.38%。三个季度，上交所的公司实现的净利润总额达到 1127.42 亿元，已经超过 2003 年全年的 948 亿元。毫无疑问，2004 年上市公司的整体业绩将大大高于 2003 年。

但是同样的数据，以不同的参照系来解读就会得出不同的结论。在那份所谓的‘中金策略报告’中认为 第三季度的漂亮数据完全可以解读为‘季报业绩见顶’。

可不可以推出这样的结论？

当然可以。因为如果以宏观调控为分析背景，不难得出加息周期一旦展开，上市公司面临的压力，而这些压力将反应到业绩上。这种推论不仅理论上成立，而且在现实中是可能的。

这样不可避免地就会对市场的估值产生影响。

而 A 股股价的估值正是近期困惑中国市场的一个焦点。

相当部分的基金经理认为，A 股股价存在着和 H 股接轨的潜在压力，A 股价值存在高估的可能。如果这种判断成立，那么，上证指数跌至“中金策略报告”的预测点位 1100~1140 点才能和国际接轨。

显然，“中金策略报告”的炮制者正是抓住了基金经理们的心思。借助中金国际的实力以鼓惑人心，而之所以借助中金国际，又和中金国际是“千点论”的发源地有关，和基金经理们公推“千点论”的始作俑者为中国最佳证券分析师有关。

“中金策略报告”实际上反映的是相当一部分基金经理的心态和认识。

“1700 点高谈价值投资，1300 点担忧估值偏高。”基金经理们的口碑和现在的经济学家非常相像，公信力构成严重危机。

“市场化”和“国际化”曾经是 2001 年之后中国股市的主旋律，这种主旋律在海归派的主导下差点实现中国股市的“推倒重来”，现在的所谓“估值论”其实是“千点论”的新版本而已，而信奉者又绝大多数是刚从海外回来的学子。

“估值论”主要参照的是香港股市，对比的是 A 股和 H 股的价格，事实上如果 A 股真的和 H 股看齐，那么的确 A 股至少有 30% 的下跌空间，但是，实际这是不可能的。

为什么不可能呢？

首先内地股市不能和香港股市比。

香港股市是一个熟透的市场，内地股市才是一个刚刚泛红的青苹果。如果我们承认股市的基础是上市公司的话，那么我们就知道，这两个市场的基石质地并不一样，两地的经济增长空间可比性就更小，反映到上市公司的成长性上差别是显而易见的。沪深股市 14 年的历程表明，指数的涨升并不来自业绩的增长而是来自股本的高速扩张，这是新兴市场的特点。

香港股市是一个国际化的市场，内地股市基本上是一个本土化的市场。香港人口才 600 万，不及京沪两地的一半，但是香港股市却是大陆融资的窗口，是国际资本进入中国的窗口，可以说香港股市现在越来越在扮演“过桥”的角色。沪深两市相加一共才 1350 多家上市公司，香港股市却也拥有 1100 家上市公司；沪深两地开户的股民有 7100 万，香港市民全民炒股也不到沪深股市的 10%。国际化市场和本地化市场的最大差异就在于投资者面对的上市公司是不同的，异地上市的公司业绩被低估是正常的，就是在沪深股市也有本地股的概念。巴菲特说自己不熟悉的行业不投资，投资者对于自己不熟悉的境外公司又怎么会像对身边的公司那样放心呢？

其次，市盈率的概念存在重大差异。

我们说沪深股市的市盈率一般是加权平均市盈率，目前大约是 24 倍左右。就市盈率而言的确比纽约的 18 倍高，比香港的恒指 18 倍高，也比 H 股的 15 倍高。但是纽约的道琼斯是 30 家大蓝筹组成的，恒指是由 33 家大公司组成的就是 38 家 H 股，也是国内优质大型国有企业构成的。如果统一标准，以上证 50 指数和深成指作样本，沪市市盈率只有 15 倍，深市只有 13 倍，也就是说沪深两市的市盈率已经低于成熟市场。

其实，就是成熟市场，市盈率也并非全如美国股市和香港股市，同样是成熟市场，日经 225 指数和法国巴黎 SBF 指数就高达 38 倍，欧洲股市的平均市盈率都在 40 倍左右。

再者，意识形态的偏见在股市估值中存在巨大的影响。

中国是什么国家？是社会主义国家。在一般西方投资者眼中这是一个洪水猛兽的地方。香港又是一个什么地区？是一个市场经济自由度最高的地区。早在年初的水皮杂谈“从实践中来到实践中去”中，水皮就为大家介绍了美国学者衡量新兴市场的一个“好政府指数”。

这个“好政府指数”有三项指标构成。

第一是政府的腐败指标；第二是政府征收私人财产的风险；第三是政府否认合同有效的风险。研究表明，这个指数在发达经济体中数值较高，在新兴市场中数值普遍较低。

毋庸讳言，以国有企业改制而来占绝大多数的上市公司，包括 H 股公司与身俱来就带有被人歧视的深深烙印。

中国股市的估值是否偏高可以有不同看法，但是如果这种看法在握有 3000 亿资金的基金经理中占据市场的话，股指就会变成牵在人们手中的风筝一样再也别想腾空，在流动性和投机资金越来越小的情况下，1300 点就会成为很多人的精神家园。

“如果你有 100 万美元，那么你去中国投资吧，不要买美国的股票！因为中国有巨大的潜力，而美国已经走到尽头。”说这话的是一个叫罗杰斯的美国人，一个号称投资游侠的美国人，一个和索罗斯共创量子基金的美国人，一个曾经抄了 B 股大底的美国人，一个坚信 21 世纪是中国世纪从而而要爱女从小学中文的美国人。2004 年 5 月份的时候，罗杰斯在中央电视台对话现场告诉水皮，4~10 个月以后是中国股市的最佳建仓时期，现在水皮再一次把罗杰斯的话转告给大家，同时水皮还要告诉大家，巴菲特的合伙人罗伯特在刚刚进行的中国之行中也持有近似的观点。

如果一定要外来的和尚念经，那么水皮宁愿相信罗杰斯和罗伯特对中国股市的估值。

2004-11-12 0:06:38