

第 一 篇

大势研判与投资策略

中国股市发展的转折与政策选择

李 军

2001 年留给中国股票市场的是，惨痛的大跌行情、愈发浓重的市场低迷气氛和市场发展过程中暴露出来的种种问题，特别是证券市场制度和上市公司本身的问题。而国有股减持又始终困扰市场的发展方向，原有的市场发展规律及其逻辑对市场当前的状况及其未来走向的解释和预测均不奏效，其典型的表现就是下跌以来股票行情走势的紊乱。

因此，在此低迷气氛弥漫的时刻（截至笔者写作之时，2002 年的中国股票市场终于在 3 月初走出了一轮强势整理行情），我们不应仅仅看到行情大跌及其带来的巨大损失，而必须重新认识我国股票市场发展的内在逻辑。笔者认为，2001 年股票行情大跌及其背后隐含的实质问题是，中国股票市场自建立以来持续性的短期局部均衡发展逻辑被打破，预示着中国股票市场开始向动态一般均衡演进。这就是国有股减持对中国证券市场发展最根本的经济学意义。

也正是从此意义上说，2001 年已成为中国股票市场发展过程中的分水岭，当前的股票市场正处于过渡时期，并将决定中国股票市场向长期动态一般均衡发展的起点和路径。

一、对 2001 年及其之前中国股票市场的总体判断：持续性的短期局部均衡被打破

中国股票市场在 2001 年及之前十年的发展是一种在封闭状

态下的发展。这种封闭有两种含义：一是对外封闭，其含义十分明显，不用作者在此赘述；二是股票市场的建立和发展基本奉行的是渐进式增量改革政策，是在“封闭”原有计划经济“存量”的基础上进行的。比如我国的股票发行采用的是增量发行方式，上市公司大多都是原国有企业，在剥离非经营性资产和不良资产之后，以优质“资产”为基础，再确定国有股和法人股的数量，之后通过发行新股票而上市，而且只有新发行的股票才能进入二级市场。这种发展本身是中国渐进式经济改革思想在证券市场上的实践和体现。但是，在这种封闭状况下，由于流通股持有人往往是居民和非国有机构，且相对国有股东而言，它们是小股东，因而我国国有企业的上市中就隐含着小股东对国有大股东的委托——即对国有大股东优良经营能力的信任委托，这种委托的背后就隐含着对国家信用的“委托”。从而给上市公司的治理结构留下诸多隐患，造成市场功能的缺损，并引发了一定的市场投机行为。

股票市场的基本功能定位是为国有企业改革服务，特别是提供融资功能。然而非政府的其他市场参与者的目标却并不完全如此，因而在渐进式增量改革政策下形成了一种特定的封闭条件下的市场均衡预期。这种预期并不完全由政府所左右，从而被一些具有信息优势或(和)资金优势的市场参与机构所利用，甚至由于对国有大股东的隐含委托的存在，市场风险最终被转嫁给国家，形成中国股市特有的“泡沫”——即典型的转型经济中市场短期局部均衡特征，这种局部市场均衡特征在股票市场发展的前十年得以延续的条件就是上述市场封闭状态的维持。这也就是笔者把这种持续性的局部均衡确定为短期均衡的原因。

2001年中国股市暴露出的诸多问题，笔者认为主要是以下三类。从经济学意义上说，它们改变了股票市场原有的封闭条件，打破了原有局部均衡，促使股票市场向长期动态均衡转移。

首先，国有股减持政策打破了原有的“存量”封闭状态或者条

件,市场局部均衡遭到破坏,局部均衡状态下高估的股价一路下跌就不可避免。而进入 WTO 意味着对外封闭的条件也将解除,在此预期下先行推出的市场规范化改革措施,如有关上市公司退市条例和推进上市公司治理结构建设等,必然要挤出局部均衡导致股价相对高估所产生的泡沫。股票行情大跌是原有局部均衡无法维持的市场第一反应和冲击。然而,政府忽视了,股票市场因高市盈率带来的融资功能的放大,是建立在局部均衡基础上的,封闭性和非流通股约束是维持这一局部均衡的基本要件。一旦流通股比例扩大,维持高市盈率的基础就会被破坏。也就是说,国有股减持直接打破了维持局部均衡的边界条件,市场积蓄的容量和人气并不足以消化这一政策,市场本身走向了与政府期望的相反方向。

其次,以上市公司、中介机构造假为代表所反映出的市场微观主体薄弱问题——上市公司相比原有的国有企业,其自我生存能力并未得到改善或提高,甚至在上市之前就丧失了自我生存能力,极大地破坏了公众对国有大股东的信任委托。我国证券市场上众所周知的‘上市后一年绩优、二年绩差、三年亏损、四年 ST’现象;大股东圈钱等再融资过程中的虚假现象;随意更改募股资金的用途等‘内部人’侵害全体股东利益的现象等等,都使得人们怀疑上市公司的真实性和市场的有效性。另一方面,上市公司亏损、预亏、预警的原因除了市场竞争激烈、产品价格大幅度下降、产销失衡、成本费用上升而业绩大幅度下降外,还包括不可抗力、执行新的会计制度、国际市场影响、设备大修理、打价格战、补贴收入未计入利润、税收调整、行政干预等等因素,理由五花八门。让投资者感到外部市场的小小变化都会导致上市公司无法生存,其现代化的企业制度结构并没有使其在竞争力方面优于一般企业,许多公司的资产收益率甚至远达不到银行利率水平。股票市场虽然为上市公司提供了融资,但是为企业改革服务的目的未能实现。这使得公众信心受到巨大打击,开始重新思考股票市场的功能定位及

其规范模式,客观上促使市场打破原有的局部均衡思维方式,向长期动态均衡靠拢。

第三,以‘坐庄’操纵市场和违规资金入市为代表所反映出的投机问题,对股票市场的监管体系及其运作提出了重大挑战。这促使公众重新思考并设定其投资理念,投资者教育就是这一潮流的集中反映。但是,在公众未寻找到新的投资理念和盈利模式之前,市场气氛在大跌之后持续低迷是必然的结果。

同时,退市机制的推出和市场监管的加强等其他市场规范化政策措施的同时推出使投机性的泡沫遭到迅速的挤压,股票市场多年积累的问题一并爆发出来,市场自身的发展规律与其维持局部均衡所需的边界约束条件发生了激烈的冲突。国有股减持方案的设计者曾试图避开这一矛盾,用较小的减持量换取较多的资金充实社保基金。但暴跌告诉我们,市场的发展已经要求人们正视非流通股问题,正视封闭状态下市场局部均衡的长期发展演变问题,以期找到一个彻底解决问题的办法。

综上所述,笔者认为,从长期来看,2001年已成为中国股票市场发展过程中的分水岭,中国股票市场的初创期或者说试点时期结束,推倒重来是不可能的,自此步入一个新的历史发展阶段——动态一般均衡发展时期。

二、对当前股票市场的看法：过渡时期与转折点

2001年6月底以来的市场急剧下跌表现为涉及绝大多数的个股的普跌行情,揭示了造成市场下跌的并不只是市场的内部结构性变化,更重要的是管理层的政策改变了市场原有的边界条件,即:前文所言市场局部均衡被打破,向长期动态一般均衡发展转移。

我们应该看到股市暴跌后的振荡行情是中国股票市场短期局

部均衡被打破后无方向性的表现,同时也预示着在中国成为 WTO 正式成员的前夕,中国股市局部均衡被打破之后的过渡时期开始,蕴含着市场长期发展的转折点。

首先,我们不妨重温中国的一句古语‘不破不立’。股票市场暴露出如此之多的问题,正好为政府和公众在 WTO 过渡期开始之初就充分揭示出中国股票市场的功能定位及其市场结构和微观基础方面存在根本问题,以及与国际惯例之间的巨大差距。这必然会促使政府在 WTO 过渡期内,从全面动态的长期均衡角度出发,解决我国股票市场的运行机制与规范问题,彻底打破‘政策市’桎梏,避免与国际接轨过程中可能产生的巨大冲击。

其次,公众对股票市场的功能定位和规范模式的重新思考,是我国股票市场向全面动态的长期均衡发展的内在要求和动力。可以说,市场最后的均衡是市场参与各方长期博弈的结果,各种投机心理必然得到修正,最终是各方制衡下‘俱荣’或‘俱损’的局面,而国家政策将决定走完这一长期动态均衡博弈过程的路径和社会福利损失。国有股减持叫停就是这一问题最好的例证。从中,我们也可以看到政府着眼全局和长期发展的气魄。公开征集国有股减持方案也使我们相信,政府将采取一个‘多赢’的政策,启动我国股票市场向长期动态均衡发展的步伐。

第三,包括上市公司、国有企业和私营企业在内的,中国经济微观主体的改造是构建一个健全的市场经济体系的基础,这一点在整个经济改革过程中是绕不过去的。在股票市场的基本架构初步完成之后,其本身在长期动态和全面开放条件下的规范和发展有着自身的内在逻辑和要求,为企业改革服务的‘历史使命’已经完成。各类上市公司都必须发展出自身的自我生存能力,才能面对残酷的市场竞争。在这一终极意义上,股票市场是帮不了他们的,相反,股票市场将成为他们的评判者和筛选器,全面促进企业的优胜劣汰。

目前的市场行情恰是,在新的市场均衡形成之前的过渡性阶段,呈现出混乱无方向性,市场走势表现出很大的随机性和不可测性,其主要的的原因在于新的市场边界条件的不确定性。所以我们认为,在国有股减持没有出现定论之前,市场的涨和跌都只有过渡性质,对后市的发展起不到影响和预测的意义。

但是,一旦政策面明朗化,新的市场均衡条件形成,市场的发展就跨越了一个新的起点,进入一个新的发展时期,具体表现为见底反转的行情走势。

三、未来中国股票市场的发展展望：寻求长期动态均衡演变过程中的政策选择与路径依赖

风物长宜放眼量。在面临全面经济开放的压力下,中国股票市场从短期局部均衡走向长期动态均衡是一个痛苦的过程,寻求完成这一过程的演变路径是关系到股票市场存亡、经济发展全局和改革大局的关键。

因此,在展望未来的时候,各方的信心、理性及其对未来的合理预期决定了股票市场长期动态均衡预期。从经济学意义上说,这种预期均衡就是长期动态均衡,长期动态均衡发展路径的选择也就取决于此。在这一过程中,政府的信心、理性及其对未来的合理预期是重中之重,公众的信心、理性及其对未来的合理预期则是根本基础。历史让我们有理由充分地相信中国共产党的政治智慧和中华民族的经世济国之才,中国股票市场定能找到从短期局部均衡走向长期动态均衡的成功演变路径,并最终实现之。

面对股市泡沫的快速破灭,可以预测短期行情有两种可能性:其一是暂停打破均衡的政策,重新回到原来的逻辑框架中,这样旧有的局部均衡得以暂时延续,但不可能长期维持;其二是彻底打破旧有均衡,向新的长期动态均衡转移。在这一过程中,旧有均衡打

破后的第一个短期均衡点是市场基于对未来长期均衡的预期而形成的,这个均衡点就成为市场发展的新起点。因此,政策出台的最佳时机也一定是在这个短期均衡点。由于国有股减持是导致均衡被打破的导火索,因此这个均衡点出现的时间和位置也取决于国有股减持的方式与定价。减持能从多大程度上实现市场多赢,关系到新的起点是否有利于市场的进一步发展和路径的选择。

从静态角度考虑,我们认为绝对的市场“多赢”是不存在的。以国有股减持为例,我们用下述简约模型来说明 假定流通股总额是 1000 亿股,国有股也是 1000 亿股。市场上追逐股票的存量资金为 10000 亿元,不发生任何资金逸出,而货币流通速度不变为 1,则流通市场上的股价平均为 $10000 \text{ 亿元} \div 1000 \text{ 亿股} = 10 \text{ (元)}$ 。

按对市场影响最小的老股东配售方式进行减持:

(1) 如果国家直接按市场价 10 元来减持所有国有股,则将抽掉市场中全部的存量资金。市场立即暴跌,产生崩盘。2001 年 6 月的减持方案使投资者产生了类似的预期,引起了持续 7 个月、沪市 800 余点的暴跌。

(2) 如果国家按预期的均衡价 5 元来减持,国家通过减持将抽掉 5000 亿元($5 \text{ 元} \times 1000 \text{ 亿股}$)存量资金,而这其中只有 40% 资金(2000 亿元)可以通过社保基金回流股市,这样存量资金剩下 7000 亿元,均衡价格变成 3.5 元($7000 \text{ 亿元} \div 2000 \text{ 亿股}$)。股民以 5 元价格买进国有股后马上就会被套,国有股减持仍将是困难的。

(3) 如果国家按平均净资产 1 元减持,抽掉 1000 亿元资金,按 40% 资金(400 亿元)回流,均衡价格为 4.70 元($9400 \text{ 亿元} \div 2000 \text{ 亿股}$)。股民原来持有成本为 10 元,现在成本为 5.5 元($11 \div 2$),仍有少许套牢。但从动态角度考虑,国有股流通后股价降低,吸引增量资金入场,解套是迟早的事情。

从静态分析可以看出,减持之所以没有绝对的多赢,是由于国有股的取得成本较低,减持成为一种利益的再分配。因此,国有股

减持所带来的市场成本应该由市场各方合理承担。如果成本分摊不公,将影响市场的发展前景。如果投资者利益得不到合理补偿,那么未来的发展路径必然是要经历一个调整阶段,以实现利益的再分配。因此,为实现向长期动态均衡的顺利过渡,减持应优先考虑对中小投资者的保护,他们是市场中最脆弱的群体但也是市场发展的基石,只有在他们受到保护的前提下,新的市场均衡才能合理建立。其次是完善市场机制,减少政府干预,把由制度缺陷引发的投机可能性降到最低,这样未来股市的发展道路才会较为平稳。

故大而言之,股市向长期动态一般均衡发展的路径选择只有两条:一是使股票市场价格趋向于一般均衡价格,比如国有股减持,一步到位。但是,根据前面的分析,从目前情况看,这似乎已经不可能。二是‘盯住’目前的股票市场价格,改造市场的微观基础,完善市场制度和运行机制使得均衡点逐步向价格靠拢。目前暂停国有股减持,给政府的政策选择留下了空间,但这只是股市向长期动态均衡过渡过程中的第一步博弈,以后的政策选择将存在路径依赖。

就第二条路径来说,表面上会延续原有的发展逻辑和路径,但是实质上会改变,符合中国古代所言‘事有渐变则民不惊’的道理,但是也存在很大的风险:(1)重回局部均衡老路的可能性,当然,这一点只要我们坚持就能避免。(2)微观基础的改革是我们改革的难点,我们一直试图用外部条件的改革和市场化的外部环境来促进企业改革,现在却需要用企业改革来促进市场的发展。从改革的终极意义上说,这是必然的,但是,从改革的过程来说,把难点一下子暴露出来,我们的时间准备不足。从此意义上说,国有股减持不是问题的关键,关键问题是微观基础的活力和制度的活力。

因此,第二条路径成功的关键在于具体的政策选择。笔者认为有以下几点值得关注:

首先,第二条路径‘盯住’股票价格/指数,不等于盯住一个具

体的价格,股市总是要交易的,交易就有波动,由于投资者,特别是机构投资者会预期政府的政策,而采取相应的对策。这是作出政策选择的最大的前提。

当投资者预期政府采用第二条路径时,必然会采用“逢低买进,逢高卖出”的策略,结果是在趋向新的均衡的过程中,股票价格的顶部不断降低或者上升。因此,政府的最优策略是盯住不断下降或者上升的股票价格/指数,当最终的“政策套利机会”消失之时,股市达到新的均衡,如果此时微观基础的改造成功,那么一般均衡实现,股市泡沫清除。从这个意义上说,不存在规范中发展还是发展中规范的问题,因为,股市总要发展变化,是一个连续过程,规范和发展是同时进行的,都是变化的一部分,关键是不断变化的动态均衡点在哪里?及政策调控时机的把握。

其次,这一过程中,必然存在一定的社会福利损失,这一福利损失的社会分担就必然是政府必须考虑的问题。由于在趋向一般均衡过程中,股票价格总体上是下降,社会福利损失不可避免,所以投资者之间的博弈实质是一种“囚徒困境”博弈,这也就是目前市场持续低迷的原因。由于大家一致预期政府采用第二条路径,所以大家的长期策略都是“减仓”;只是在政策套利过程中持仓,那么尽管共同持仓的成本比较低(与政府一道盯住动态的价格),但是投资者之间的不信任,特别是中小投资者与机构投资者之间,机构投资者与机构投资者之间的相互不信任,及套利策略的要求,双方只能是共同“减仓”;双方出现中等程度的损失,价格水平下移,这一过程换取时间和空间,改善微观基础,出现新均衡与微观基础相适应的均衡价格水平。当然微观基础只是一般均衡的一个方面,对其他因素如市场管理制度和运行机制等的分析也类似,以此已经可以说明问题,这里就不再赘述。

因此,笔者建议,在制定股市向长期动态一般均衡发展的政策时,考虑以下方面:

(1) 现有上市公司的国有股暂不减持,而是在企业完全改制成功之后再考虑,在适当的时机推出新上市公司所有股份全流通的政策,并对这些上市公司的发起人股限制上市时间。

企业完全改制成功有赖于内部治理和外部治理两个方面。上市公司的法人治理建设是一个重要内容,但是法人治理不是一个单纯孤立的企业内部制度建设,需要整个市场经济制度和涉及企业经营的其他外部市场的约束与配合。发展证券市场的目的是为了了解决国有企业的企业制度问题,但是,证券市场只是连接企业内部治理的环节,企业改制的根本还是企业经营问题——企业,特别是上市公司自我生存能力的提高,能够面对经济开放所带来的巨大冲击,在残酷的市场竞争中生存发展。

所以企业改制、国有股减持要实现的目标都是把国有企业改造成为有自我生存能力的独立法人组织,一旦这一点成功,国有股减持就自然不成问题了。

(2) 按动态均衡的思路重新确立市场功能定位与监管角色。股票市场的功能不应仅仅定位为为企业提供融资,甚至主要为国有企业改革/脱困服务,而应以资源的市场化配置为主。且不论目前实际经济生活中,资本市场的融资功能是否大于其资源配置功能,至少经济理论认为,资本市场作为一个重要的市场机制比其作为融资的渠道更为重要,因此,我们在向市场经济过渡过程中,政策的选择必须充分考虑各种改革政策所要实现的市场终极目标。

笔者以为,按照动态均衡的思路,市场功能的定位重新确立也是一个动态调整的过程,存在着相机抉择问题,融资功能是市场存在的基础,资源配置功能有赖于市场参与各方的成熟与制度的完善及对政策投机行为的防范,相应的监管角色变化必须以市场功能定位的转移为前提。

(3) 市场准入与投资者“教育”。市场准入的限制并不是防范风险的根本,相反要保持市场的活力必须逐步扩大市场准入。

要的是在市场准入扩大的过程中,要让各市场参与主体明确责任、自担风险,要让市场参与各方都认识到市场的最终风险是各方共同承担的。如果不能实现长期的社会整体国民财富的增长,那么个别“强势”市场主体的财富积累最终要面临整个市场的系统风险。同时,加大法律监管和惩罚力度。特别是在市场培育过程中,由于市场制度的不完善和道德氛围的缺乏,更必须加强法律监管和惩罚力度。要让市场参与各方都体会到任何过度投机行为都将付出代价并受到法律应有惩罚。

(4) 国有资产经营的职业经理人问题。国有股和其他一切国有资产及其合法的管理者如果不能承担风险,并承受相应损失,国有资产就不可能真正实现保值增值。政府和国有资产管理当局必须认识到,在市场经济下,任何事业都是有风险的,政府官员、国有企业的经理人员等都只是国有资产委托经营过程中的代理人,他们不是圣人,必然有机会主义倾向,必须加以防范。

四、短期局部均衡向长期动态均衡过渡过程中股票市场结构的演变

任何市场短期局部均衡向长期动态均衡过渡的主要特征都是市场结构的演变。在这一过渡过程中,股票市场的深度、广度与流动性得以扩展,真正的机构投资者得以培育,理性的公众投资人得以形成,监管体系得以真正成熟。

在新的市场条件下,我国的股票市场将会进入一个新的发展阶段,呈现出新的市场特征:

(1) 市场功能定位发生转变。由于历史的原因,融资功能与国企改革功能一直都是我国证券市场的主导功能,而其基本的资源配置功能则被相对弱化。随着股票发行的逐步市场化和股票由部分流通转向全部流通,上市公司的资源稀缺现象将会大大改

善,市场将不再是单一的融资工具,行业间资源配置作用将凸显出来,加强市场与宏观经济之间的联系,真正起到促进经济发展的作用。

(2) 市盈率水平和股价结构出现变化。股票资源的稀缺性问题得到解决后,二级市场的市盈率会随之出现大幅降低,市场价值理念出现转变。随着一级市场供不应求局面缓解之后,一二级市场之间的差价将会进一步缩小,有可能会直接采取向投资者销售的模式,消除一二级市场的巨大差价。股价结构会出现较大变化,重价值、重业绩的投资理念既可以起到降低投机气氛的作用,也可以间接影响到二级市场各板块之间的价格对比。

(3) 政府对市场行政干预弱化。国有股的流通将改变国有股一股独大的现象,使政府从市场投资者的身份中解脱出来,不再以股东的身份对上市公司和市场进行行政干预,而单纯发挥其市场管理者的作用,让市场能够按照其自身的规律在正常的轨道内运行,有助于市场快速正常发展。

(4) 上市公司价值将逐步体现。在新的市场条件下,尤其是在上市公司垄断资源丧失、信息披露规范化以后,很多以前可能影响股价变化的非基本面因素都将可能不再发生作用,上市公司自身的业绩与未来发展等基本面因素对股价的影响就会显得格外的重要,也就是说上市公司的价值在未来的市场环境中将会逐步得到体现。另一方面,上市公司价值的体现也可以起到促使上市公司将公司经营放在首位,提高上市公司的业绩水平。

(5) 投资者结构与投资理念的转变。当造成信息资源、政策资源差异的市场条件被逐步弱化或是打破以后,市场中所存在的投机机会就会大大减少,投机机会成本的提高与收益减少将会在一定程度上抑制投机的现象。尤其是随着上市公司价值的逐步体现和机构投资者比例的日益提高,价值型的投资理念将会越来越受到投资者的重视,从而影响二级市场股价水平与股价结构的变化。

新时期、新理念、新策略

郑伟刚

一、以 2001 年为界，中国股市进入了一个新的时期

2001 年的中国股票市场出现了许多明显的变化，归纳起来主要有以下几点：第一，市场定位从以筹资为主向资源优化配置转变。第二，监管的定位更加明显，市场参与各方的行为得到了有效规范，先后出台的政策法规也是历年来最多的。第三，投资者的结构继续向机构投资者转变，各类基金和机构投资者规模不断壮大。第四，市场的预期发生了变化，随着非流通股的流通问题提到议事日程，原先股票的定价方式被彻底打破，新的定价方式有待于市场的探索和磨合，因而，现阶段市场基本处于迷茫之中，这就造成大资金只能离场观望。第五，加入 WTO，证券市场日趋开放，投资者必须站在国际市场的角度去观察和思考问题。未来几年，具有中国特色的东西会越来越少，而与国际资本市场对接已是大势所趋。第六，投资理念开始发生转变，过去 10 年的中国股市，投资者只注重投资差价，以短期思维对待股市，对上市公司每年的分红回报不大关注，而现在，面对市场价格的不回归，投资思维逐步向中长期的回报转移，使得投资理念更加注重上市公司的基本面。上述所有因素，促成了中国股票市场在 2001 年出现了重大转变，并且这些变化对中国股市的中长期走势将产生重大影响，以 2001 年为界中国股市将进入一个新的时期，其重要标志一是中国加入

WTO,二是着手讨论非流通股的流通问题。

二、新的投资理念促使 2002 年成为股价结构调整年

传统股票投资,主要依据二个投资理论,一是“空中楼阁理论”;它比较注重心理价值,主要研究分析投资者在将来可能会如何行动,估计在何种投资形势下公众最宜建造空中楼阁,然后抢在众人之前买进股票,待股价上涨之后抛出,以获得差价收益;二是“企业基础理论”指股票投资主要取决于企业的基本面,通过仔细研究分析企业现在的情况和未来的前景,得出其内在的价值,当市场股价低于其内在价值时,买进股票。同时,必须指出的是股票价值的一个重要依据就是股息,因此,投资回报主要来自企业的不断成长所带来的股本扩张和红利分配。近 10 年来,中国股票市场的功能定位主要是解决企业的筹资功能,而资源优化配置功能未能充分发挥作用,这样就造成资金并没有有效流入那些在其所属行业占有重要支配性地位、业绩优良、发展稳定、股本规模大的优质公司,投资者的投资收益主要来自股价波动的差价,从而促使市场投资者的投资理念偏向于所谓的“空中楼阁理论”;股市齐涨齐跌现象较为明显。近年以来,这种旧的投资理念已经开始受到挑战,而国际市场上以企业基本面为基础的价值投资理念会逐步被我国的投资者所认同,未来股价对企业基本面的反映将更加有效。必须指出,这种变化是渐进的,根据目前的市场现状,这几年的投资理念会在“空中楼阁理论”和“企业基础理论”之间寻求一个均衡。一方面,2002 年政策导向依然主导市场走向;另一方面,以上市公司基本面为基础的股价结构性调整也将展开,并且将是 2002 年股票市场运行的主趋势。

基于这种判断的主要依据是因为中国加入 WTO 后所面临的内外部环境,中国资本市场在未来 5 年或更长的时间内的主要任

务就是要实现与国际资本市场的对接,故国际股票市场的现状对我国股票市场有一定的借鉴意义。下面我们不妨看看目前香港市场的股价结构,尽管也是一个中国市场,但是它是一个国际化的市场,它的股价结构也许能增加我们的感性认识。

表 1：香港市场股价结构情况（时间：2001 年 12 月 31 日）

股票价格区间(港元)	股票家数(家)	所占百分比(%)
0.01 ~ 0.10	130	16.90
0.10 ~ 1.00	396	51.70
1.00 ~ 5.00	179	23.30
5.00 ~ 10.00	29	3.80
10.00 ~ 100.00	25	3.30
100.00 以上	7	1.00

从上表中,我们可以发现香港市场的股票价格差距相当大,价格在 0.10 元以下的股票竟然有 130 家,这些股票大部分属于微利或亏损的企业,当然也有 100 元以上的股票,总之,股价能对企业的基本面有一个较为充分的体现,因而,香港市场的整体市盈率水平就相对较低,目前仅为 17.1 倍左右。

综上所述,并结合当前的股票市场,我们发现实际上我国的股票市场和国际市场股价最大的差距在中低价股,在国际市场上那些亏损、微利的股票股价相当低,这与我国市场的股价形成鲜明的差距,这就是为什么需要进行股价的结构性调整,主要的调整对象是哪些股票的原因所在。

三、政策趋向决定股价结构性调整将采取“软着陆”方式

2002 年第 1 季度,在政策暖风频吹的情况下,股票市场开始

逐步回暖。有人认为这次行情是下跌途中的反弹行情,也有人认为是政策让步行情,这都不错,但这只是一个现象,由于整个市场的内、外部环境正在发生巨变,市场不会简单地重回老路。如果说 2001 年管理层采取的是‘硬着陆’挤泡沫的政策的话,那么,2002 年政策明显有所改变,强调稳定是基础,发展是目标,规范是手段,“软着陆”方式已见雏型。所谓‘软着陆’,从政策的切入点来说,不是单向的从打压股价入手,而是在稳定市场的前提下,重点改善证券市场的微观基础,即上市公司的质量,渐进地减少市场的泡沫。这样的话,从政策的效率角度看,通过资产重组,改善上市公司的质量,可以说是短期内能见效的方式之一,因此,新一轮的资产重组热可能会兴起,但本轮重组不会是简单的债务重组,更多地会从经济增长的角度,通过有效的资源配置和产业结构的调整来完成。而上海、深圳本地股由于有两地强大的经济作支撑,必将从中受惠。

四、新时期的主要投资策略

(1) 价值尺度。

按照国际惯例,股票二级市场首日上市定价一般为发行价格上浮 25% ~ 30%,而我们目前发行市盈率为 17 ~ 19 倍,因此,实际二级市场一般可以参照的市盈率水平为 25 倍左右。这一点也可以从 2001 年第一份年度报告赣粤高速的市场定位中得到印证。该公司所属的行业为交通基础设施,2001 年度每股收益 0.51 元,拟分红为每股 0.20 元,年报公布当日市场收盘价为 13.36 元,市盈率为 26.1 倍。实际上市场已经清晰地告诉我们,在非流通股流通问题尚未解决的情况下,市场的一个合理的市盈率水平应在 25 ~ 30 倍,投资者心中要有投资的价值尺度,这是 2002 年投资的基础和出发点。