

第一篇：等你吃到的都是烂葡萄 关于投资与投机

证券市场实际上就是投资力量和投机力量较量的战场。在投资和投机之间，大多数人选择的是投机，道理和吃臭豆腐一样，闻着臭吃起来香。

中国人做事喜欢抢头彩，尤其是在证券市场，新生事物包赚不赔已经成为一种规律，抢的人多了就难免给人一哄而上的感觉。……一哄而上的结果往往是一哄而散。

在一个还不能靠企业盈利业绩作为投资回报的股市中，股民的回报只能来源于差价。

◎ 谁撕破了谁的皮

挤泡沫系列之一

国有股减持方案出台的那个晚上，财政部长项怀诚在央视新闻联播侃侃而谈，水皮的听力不是太好，也确实确实听到了关于利好的判断，虽然谈不上惊诧，毕竟有莫名的感觉。

那以后的情况就不用多啰嗦了。尽管有申奥成功的刺激，但是沪深两市的大盘依然像断了线的风筝直线而下，特别是昨天，也就是 2001 年 7 月 30 日，在上周连拉五根阴线的情况下，狂泻 100 多点，把中小散户残存的一点侥幸彻底击碎，活活上演了一幕多年不见的多杀多惨剧。

是谁这么不给项财长面子的呢？

不会是投资者。因为每一个投资证券市场的散户都抱着收获的心态，而目前的点位距高点近 300 多点，按比例算下跌已接近 15%，指数已跌破两年均线，这意味着两年来的持仓者被全线套牢。如果考虑到今年以来上涨指数中 B 股的巨大贡献，那么 A 股的股东就不仅是套牢的问题，而且是深度套牢。

不会是基金。因为资本性质不明的原因，水皮从不把基金看做投资者，事实上只能说他们是证券市场上用做稳定力量的御林军，但即使养这支御林军也是有成本的。但基金今年上半年的业绩令人大跌眼镜，亏损面接近 40%，想出货也出不去，指数跌得越狠，账面亏损越大。

不会是管理层。因为中国股市一直都是政策市，管理层往往把股市的涨跌自觉不自觉地和自己的业绩挂钩，骨子里把指数的点位看得比天还重，否则就不能理解为什么会有“5·19”这种行情的发动。

说来说去不给项财长面子的还是不争气的上市公司。

表现在三个方面。

表现之一是高居不下的市盈率。目前沪深两市的平均市盈率近 60 倍，其中为数不少的垃圾股起了很大抬升作用。李荣融说高市盈率将套牢整个中国社会并非空穴来风，事实上定位的偏差已经使中国股市成为相当部分企业脱贫解困的场所，企业、行业的风险事实上被转嫁给了全社会。

表现之二是不断扩大的亏损面。截至上周，中报预警预亏的已经多达 154 家，其中不乏所谓多年的绩优股，比如康佳、清华紫光 and 四川长虹。

表现之三就是利用国有股减持的由头肆无忌惮地增发新股圈钱。因为增发和配股不一样，本来就没有十分严格的条件制约，只要打着减持 10% 的旗号就能净收 90% 的银子，何乐而不为呢？至于国有股减持的价位合理不合理就没有人出来解释了。

上市公司是股市的基石，这是一句套话、老话、大实话，市况好的时候，谁都听不进去；暴跌了，也许还会有人听不进去，但是撕破市场面子的恰恰就是它。

◎ 不玩了，算你有种

挤泡沫系列之二

5000 万中国股民在新世纪品尝了第一个黑色星期一的滋味，多年不见的暴跌再一次印证了中国股市的猴市性格和不足 10 岁的心理年龄。

暴跌对谁也没有好处。

满仓的、重仓的欲哭无泪，除了惊恐便只有愤懑，因为覆巢之下没有完卵；

空仓的、轻仓的想乐也乐不起来，不敢抢反弹，不敢去抄底，因为不知道会不会步上套牢的后尘。

于是，便有多嘴多舌的股评家上纲上线，归纳为政府的信用发生了危机，理由就是管理层的重大方案和决策出尔反尔。例证之一是国有股减持的方案，传说中一直是存量减持，实施时变成增量减持；方案中规定减持价根据市场原则，实施中则和新股同股同价；实施细则原说 10 月份可望出台，但是 8 月份不到事实上已经开始减持；再结合近期新股的发行集中加速和央行查处违规信贷资金入市操作，更有惊世之语开始跃然报刊的版面之上，那就是中国股市的政策面已经发生了深刻的实质性的变化：一场挤压股市泡沫，实现理性回归的战斗正在打响。

什么叫风声鹤唳？水皮觉得这种现象就是。

其实，冷静地想一想，这种暴跌完全有其市场的内因。唯物

辩证法告诉我们，一切事物发生发展的决定因素就是内因，外因起的无非是刺激和催化作用。面对 60 多倍的市场平均市盈率，每一个理性的投资者相信都会感受到高处不胜寒的凉气，可以说沪深指数往上的空间事实上已经被巨大的风险所封杀，欲上不行，只有向下，这是市场规则所决定的。确定方向之后，投资者面临的无非是以时间换空间，还是以空间换时间的问题。从这个角度讲，暴跌比阴跌好，早跌比晚跌好。暴跌既是风险的释放，也是机会的选择。如果说挤泡沫的话，还是因为这个市场虚的成分太大、太重，以至“5·19”以来一直唱高调的管理层都觉得不能再坐视不管，装傻充愣。这不是好事又是什么？

更何况，事实上政策面并没有发生什么变化。我们且不说证监会主席周小川不久前关于中国股市发展空间的阐述，就看星期三国家统计局副局长邱晓华接受央视的专访也能得到印证。邱晓华强调股市的暴跌更多地是受传言和信息不对称的影响，和中国宏观经济基本面并没有必然的联系。暴跌的形式反映了投资者的信心不足和非理性色彩。

说实话，在水皮的印象中，中国股市出现暴跌，历史上还没有相当级别负责人出来说些宽慰民心的话。邱晓华虽然级别有限，但是话语的分量却是足够的，而市场也给足了邱副局长面子。就在星期三，沪深股市分别强劲反弹 3.47 % 和 2.82 %。

有句糙话叫“拉不出屎怪马桶”。话糙理却不糙，动不动把屎盆子往管理层头上扣，尽把委屈留给自己，不是中国股民应有的风度。

或者，不玩了，算你有种。

◎挤泡沫套住了养命钱

挤泡沫系列之三

2001年8月22日，中国股市的超级航母中石化在上市第二周之后终于遭遇了黑色星期三，股价一路下滑，跌破发行价近0.10元，航母触礁给大盘带来的是整整35个点的阴线。

当然，跌破发行价的不仅仅是中石化，此前春兰的股价跌破增发价格，而两天前上市的安阳钢铁则在上市首日仅微涨0.05元并在第二天就跌破了6.80元的发行价。但是这些都抵不上中石化的影响。

那么中石化跌破发行价到底对中国股市，特别是对调整中的中国股市有什么影响呢？

影响之一，就是对海外兵团回国圈钱拉响警报。就目前我们掌握的情况看，除中石化外，中石油、中移动、联通这些在海外募股的大蓝筹都有增发A股的计划，而中石化跌破发行价也就意味着国内圈不到钱。海外圈不到钱，国内也圈不到钱，成立股份公司看着玩吗？

影响之二，就是调低二级市场的整体预期，打击目前持股者的信心，把已经趋于崩溃的市场再往前推进一步。

影响之三，证券市场有面临成为死市的危险。融资功能面临丧失的危险，这一点从沪深两市的成交额只有80亿不到可以看得很清楚。相应地，印花税的大幅锐减意味着财政收入会有较大

缺口出现。

但是，所有这些危险在历史上都出现过，也都在相应的政策调控之后发生了巨大的质变，因为毕竟这个市场没有做空机制，只有做多才有收益。因此，局部的短期的打压和整体的长期的走强始终是贯穿中国证券市场发展过程中的一对矛盾，不仅反映了证券市场的一般规律，同时也是中国国情、中国特色的一种真实写照。

令人担忧的是中石化出现的一个新情况，一个我们必须正视而有意无意在忽略的新情况，那就是在中石化的预约机构认购中，社保基金一口气吃下了 3 亿股中石化，而中石化下跌 0.10 元也就意味着社保基金蒸发了 3000 万元人民币，我们只知道社保基金有着巨大的支付缺口，社保基金一方面通过减持国有股增加底数，一方面还希望像议论中的保险基金和养老基金入市一样来保值增值。面对现在的“套牢”，我们能够坦然面对吗？

水皮估计这种可能性不大，因为谁也不敢拍这个胸脯，社保基金保管的是大家的养命钱，是最不能承受风险的投资。

中石化套住养命钱的教训告诉我们，指望所谓的各种基金在这个原本就是解贫脱困的游戏场保值增值不是缘木求鱼就是一厢情愿；中石化套住养命钱的教训还告诉我们，急功近利的掠夺资本市场到头来套牢的是全社会，影响的是全局稳定。两害相权取其轻，从这个角度讲，挤泡沫的市场调整将被迫提前结束，市场又会人为进入新一轮的轮回。

◎ 宏观经济会吃瓜落吗？

挤泡沫系列之四

沪深股市暴跌一月有余，终于结束了长达两年之久的特立独行行情，开始和全球市场同呼吸共命运，调整时间之长，震荡幅度之大，上下震惊。

当然，同样是震惊，上有上的表现方式，比较含蓄，比较策略，比较内紧外松。而下则不同，因为利益中人多，所以反映出来的就比较夸张，比较过激，比较危言耸听。危言耸听的一个版本就是股市急跌可能把宏观经济拖下水。

怎么拖下水呢？

一版本说，“各种因素将导致下半年我国宏观经济走势不能令人乐观，而一段时间以来股市的大幅下挫将加重人们对于未来经济的忧虑，股市的暴跌引起居民金融资产的巨量缩水，从而将极大地改变居民的消费预期，使本来已不太乐观的宏观经济雪上加霜。”

有道理吗？看上去是的，而且这种道理事实上我们并不陌生，只不过是“财富效应”的逆推理。想当初正是这种似是而非的“财富效应”导致了管理层悍然发动令人百思不得其解的“5·19”行情，理论根据就是股市的上涨，推动投资者的财富增加，而投资者的资本利得极可能化为消费的动力，从而启动内需，带动经济增长。我们知道股市是经济的晴雨表，但是有人却告诉我

们经济还可能反过来是股市的晴雨表，只要略有逻辑常识的人都会明白并不是所有推理都能互逆的，更不用讲现实会作出怎样的回答，已被“5·19”行情的始作俑者早已抛弃的理论竟然在追随者中如此有市场，可见“财富效应”的确挠到了很多人的痒痒处，触及灵魂了，想忘都忘不掉。

其实，这种担心是多余的。

理由之一，中国股市本来就是一个异型的资本市场。常规的股市是一个资本优化配置的场所，而在中国则是一个资本劣化安置的场所，表现出来的是明显的逆调整规律；

理由之二，由于中国资本市场的劣化配置，所以尽管中国经济这几年保持了平均 8% 的高速增长，但是中国上市公司的业债却相反呈逐年递减的负相关；

理由之三，中国上市公司的股价和业绩并没有必然的正相关，相反，PT 和 ST 的股价要高于市场的平均价格，如果考虑到庄股横行的现实和平均 60 倍的市盈率，暴跌是释放风险的惟一选择；

理由之四，中国资本市场基本封闭，属于咱们自娱自乐的会所，呈资金推动型，典型的“政策市”，让你起，你不起也得起，不让你起，想起也起不来。

中国资本市场近年来的投机狂潮和持续暴利的确吸引了相当多的民间投资，甚至相当一部分上市公司的募集资金通过委托理财的方式又重新进入这个市场，即使在暴跌后，囤积在一级市场的资金仍然将近万亿，如果证券的获利空间得到压抑，能够挤迫部分资金回流实业投资，对于宏观经济来说不仅不是个利空，反而是个利好，因为说到底，股市本身不创造财富，玩的无非是重新分配的游戏。

在股市行情和宏观经济两者之间，如果硬要分出个子丑寅卯的话，拖人下水者也只可能是宏观经济，而决不会是股市行情。

宏观经济吃不着股市急跌的瓜落，也算是中国股市的德政吧！

◎ 将革命进行到底

挤泡沫系列之五

即使当初为周小川主席“市场的问题交给市场解决”宣言而欢呼的投资者也想不到，中国证监会在沪深股市的大暴跌面前会表现得如此冷静，大有泰山崩于前而面不改色的气魄，这在一年前简直就是匪夷所思。

沉不住气的投资者便开始呼吁政府救市，毕竟上海 600 多点的跌幅和深圳几近腰斩的指数太血淋淋，毕竟套中蒸发的市值都是大家的血汗钱，于是便有了复旦大学教授谢百三的檄文。

谢教授的文字并不长，但是却归纳了中国股市的十大误区。这十大误区分别是：一错把中国股市当美国股市，认为一切应以美国、香港股市的榜样为准；二错把中国上市公司当做美国上市公司；三错把指导理论中的萨缪尔森、凯恩斯当做科尔奈、兰格；四错把中国封闭股市当做美港开放式股市；五错把没有做空机制的中国股市当做成熟的美国股市；六错把中国开放式基金当做美国开放式基金；七错把无做空市商股市当成成熟的美国股市，不分青红皂白打庄家；八错把依靠对象看做机构；九错把中小散户当阿斗，提出什么“教育中小投资者”口号；十错把中国当美国，理论联系中国实际变成理论联系美国实际。

看得出，谢教授的文章带有强烈的感情色彩，矛头直指中国证监会。如果说本轮暴跌和证监会等管理层无关，那是睁眼说瞎

话，因为不管是银行清查违规资金作为导火索也好，还是此后不断公布的违规公司查处火上浇油也好，客观起到了助跌的作用。但是如果说本轮的暴跌要由证监会承担责任，那是昧着良心说昏话，因为谁都知道这个市场黑庄横行，造假成风潜在的风险有多大，而市盈率达到 60 倍的股市也必然选择暴跌的方式调整。

在水皮看来，中国股市把美国股市当榜样并没有什么错误，分不清红皂白地打庄家也不是什么错误，要求中国的上市公司向美国的上市公司看齐更不是什么错误。要说有错误的话，那就是中国证监会觉悟得太晚，下手得太晚，以至於一旦决心下定，剔除的“烂苹果”太多太滥，揭露的“垃圾股”太臭太黑，给市场造成的冲击太大太凶。

规范和发展始终是中国证券市场的一对矛盾，要规范就要讲法纪，讲法纪就要查违规，查违规就会打爆仓，一个两个被打爆仓不要紧，三个四个指数就会跌，五个六个就刹不住，七个八个就哗啦啦，九个十个就难免殃及无辜。所以中国证券市场的历次整顿无不以所谓的“救市”而告终，也正因为此，养痍遗患，后害无穷。难道我们希望中国证监会再一次心慈手软，自食其言吗？

事实上，我们谁都清楚，证监会现在的所作所为正是正本清源规范股市的真正“救市”，真正护盘，从打击黑庄到打击弄虚作假的上市公司再到打击违法乱纪的券商，最终获益的不就是被人玩弄、被人欺诈、被人鱼肉的散户吗？

水皮说的不是风凉话，因为他也全线套牢。但是，他希望这次套牢的学费白交，更希望证监会“宜将剩勇追穷寇，不可沽名学霸王”，将打假扫黑的股市革命进行到底！

◎ 政策是可以调整的

挤泡沫系列之六

周小川日前在深圳表示，中国证监会决不会因为指数的暴跌而放弃目前的监管力度。无独有偶，就在星期天的晚上，新华社播发了《关于规范面向公众开展的证券投资咨询业务行为若干问题的通知》，水皮为这个读来非常拗口的文件起了个标题，那就是证监会要清理“黑嘴”。

种种迹象表明，周小川这位主席是铁定了要见证中国股市的转折，中国证监会打完黑庄打黑户，打完黑户打黑商，打完黑商打黑嘴，绝不是心血来潮，完全是有备而来。但是这并不表示政策没有调整的空间。

毫不夸张地讲，当沪深两市市盈率高达 60 倍之时，高价增发和新发已成泛滥之势，闽东电力发行市盈率高达 88.69 倍，用友软件发行价开到 36.68 元。这种现象完全用市场的选择作解释是行不通的，作为监管当局有没有值得检讨的地方呢？

再比如那个现在已经成为不少人攻击对象的国有股减持方案。本来市场就一直把这种减持当做悬在中国股市上空的利剑，但是有觉悟的中国股民充分体谅政府建立社保基金的急迫愿望，事实上已经为消化这个有史以来最大的利空作了心理准备。但是，他们想不到的是会按市场价格的方式减持，而且不是什么存量减持，搞的还是增发或新发减持，做方案的人只想到同股同

价，只想到尽可能多地筹集社保资金，就是没想到同样的股权，持有的成本是完全不同的，其中巨大的落差足以让人产生与民争利的联想。为什么不能按高于净资产的价格出让给老股东呢？再说，既然存量都要减持，又为什么新股一开始国有股不能流动呢？至于增发减持，那更是骗人骗己，有给增发公司的 90% 筹资空间，为什么不能拿来给存量减持作回旋余地呢？国有股减持历史上是失败过的，为什么不吸取教训呢？

国有股按市场价高价减持是本轮暴跌的导火索，市场在以自己的方式对此作出回答，同样，大家也都睁大眼睛在看即将出台的那个方案细则，期望这个细则能够反映民情民意。

政策和监管是两个概念，不管何时何地，监管是永恒的、不能放松的，也是不可调节的、永远正确的；但是政策就不一样，政策的生命在于来自实践又指导实践，在于与时俱进，因地制宜，随时调整，调整得当就能减轻减小股市的震荡，创造更有利于管理层将监管进行到底的市场氛围和环境，推动中国股市顺利完成历史转折。

◎ 我们再也回不去了

挤泡沫系列之七

我们再也回不去了，对不对？这句旋律很熟的歌词，很多人都会唱，但是歌的名字是什么，前后又都是些什么内容，就很少有人知道了。

很多很多的歌之所以走红，可能就是那么一句撩动人心弦的旋律。唱歌是这样，中国股市的主旋律也是这样。很长很长的时间中，热衷于管理层慈父般呵护的股民也好，上市公司也好，券商也好，机构也好，都相信救市就是政策市中的重音符、每一次调控最后的休止符。

比如 1994 年的夏天，上海的股指从 1558 点的高位直扑 325 点的低谷，坐不住的管理层就推出了暂停新股发行，组建中外合资基金和给券商开拓融资渠道的“三大救市政策”，结果股指从此直线反弹，一个月中达到 1048 点的峰位，尽管接下来指数又跌回到 580 多点，但是那波短命行情还是给人留下了深刻的印象，此后，像 1995 年的“5·18”，1999 年的“5·19”行情都堪称救市的绝唱。

同样的旋律听多了，就难怪股民对“救市”有着强烈的心理依赖，所以当本轮大盘从 2240 多点的位置暴跌 700 多点之后到达 1999 年《人民日报》评论员文章所谓“恢复性行情”起点的时候，被套的股民们对于政策救市的期盼就更为强烈，怀着强烈

期盼的股民就开始从蛛丝马迹中寻找种种信号，问题股的去向就成了一个焦点。

焦点之一是郑百文。10月16日，郑百文公告零价位转让国有股获财政部同意，重组前途出现曙光，沪深股市一时PT、ST鸡犬升天。

焦点之二是银广夏。10月22日，银广夏公告大股东有可能易主，这意味着“垃圾王”有重组可能。周一开盘，所有问题股联袂走强，银广夏更是封住涨停。

郑百文和银广夏的重组是否意味着政策面有较大的调整，换句话说，监管的力度会不会因为市场的急跌而减小从而为股市提供喘息的机会呢？

水皮认为答案并不成立。因为同样在周一，深交所宣布PT中浩退市，尽管PT中浩向深交所提交了宽限申请，并且把合作协议签到了6月25日，同时还请国通证券提供了所谓的独立财务报告，但是这些亦不能妨碍中国证监会的核查和对虚假重组的揭露。

一边是银广夏的涨停，一边是PT中浩的退市，冷酷的现实，告诉我们过去熟悉的旋律可能再也听不到了。

2001年的10月22日，水皮翻开半年前，3月16日的报纸，找到了朱镕基总理回答法国《欧洲时报》记者关于今后五年证券市场监管重点的回答。

朱镕基的回答全文如下：“从今年开始，中国证券市场的任务，或者说中国证监会的任务，就是要加强监管，通过法制规范的办法，来实行公正、公平、公开。当然，它的监管重点是上市公司、证券公司和投资基金，这是一个长期的任务。但是今年要取得突出的或者说比较显著的成绩。”

我们再也回不去了，对不对。

◎ 历史有惊人的相似

挤泡沫系列之八

政策是什么？

政策是我们的生命，政策是中国证券市场的定海神针，政策还是决定股指股价涨跌的神奇魔杖。

2001年10月23日，沪深股市以指数涨停的宏伟气势再一次验证了政策的强大威力。

尽管这个政策只有一条，尽管这个政策仅仅涉及国有股减持方案中的一项，但是因为民心所向，所以还是成为积压已久的市场能量尽情宣泄的借口。

在这种时候，很少有人会想到，就在不久前的 APEC 会上，财政部副部长金立群还在谈论国有股减持的重大意义；就在此前的不久，证监会主席周小川在深圳高交会上回答提问时明确表示关于国有股减持的政策已经超出证监会的权力范围，证监会不会调控指数。人们看到的只是，中国证监会经报国务院，决定在具体操作办法出台之前，停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》第五条的执行；人们只能这样理解，那就是急跌的指数还是把证监会逼急了，逼急了的证监会也就顾不上是不是会冒犯财政部的尊严，不管不顾地发起了这场 1500 点保卫战。

水皮不愿意做事后诸葛亮，就在一周前的 10 月 16 日，他在《水皮杂谈》中写下了“政策是可以调整”的文字，建议管理层