

第一章

中国证券市场的两大主题

投资股票必须对那个特定的投资场所有一个深入、准确、全面的认识，这是投资决策的最基本的前提。其实，一种理念的形
成与获得，也是建筑在对市场正确或歪曲的理解基础之上的。由于凭偶然的机运寻求一夜暴富的时代已成过去，以博弈的心态加盟股市的投资者也愈来愈少，现在人们正在倡导用心力与慧力、理念与理性实现个人在股市中的稳健发展。如果要在沪深股市有所作为，那就得对这个市场不断加深了解。

于光远说：

“股市是一

所大学校”。

第一节 中国股市的阶段性及其特征

一、中国股市依然处于初兴阶段

自1990年12月以来，中国股市的运行已有7年多。在这期间，包括管理层在内，绝少有人集中地论述中国股市目前究竟处于发展中的何种阶段。事实上，对“阶段”的探讨，涉及对形势的总体判断，进而可以决定其未来的发展取向，并根据情势的转化采取不同的因应策略，作为投资者，也可以在这一“特定的阶段”设计保全和发展自我的思路。

对于“阶段”的认识，有人用“形态开发”和“功能开发”来描述，以为现在是由形态开发向功能开发转化的关键时期。我以为是妥当的。形态开发是一项基础工程，功能开发是基础工程铸就后作用的发挥，它通常是前后相继的两个阶段，而且一般适用于楼宇、道路工程、市场建设等有形的载体。就股市而言，当然也存在形态开发的问题，如网点的开辟、卫星传输线路的设置、法规的健全、人员的配备等，但这些在股市发展的最初几年就已到达一个较高的水准。同时，就股市功能的发挥情况看，其融资功能、投资功能、纳税功能、就业功能及利益调节功能等，在股市开辟伊始即已存在，而非在“形态开发”之后才出现。尽管几年来股市功能愈益明显，作用愈益增大，但这都是在过程中逐步显现的。

也有人说目前进入了结束“试验阶段”后的新阶段。这一观点不无道理，却未能指出现在究竟处于何种阶段。中国股份制改革和中国股市的开辟，是在“姓资”与“姓社”、“姓私”与“姓

公”的反复争论中走过来的，92年小平同志发表著名的南方谈话时还在极力倡导“大胆地试”，直到十五大报告才正式表明了我党的鲜明态度：“股份制是现代企业的一种资本组织形式，有利于所有权和经营权的分离，有利于提高企业和资本的运作效率，资本主义可以用，社会主义也可以用。这一论断标志着长达十三年的股份制改造试点和近十一年（从86年柜台交易算起）的股市运作试验阶段结束。试验期结束了，是放开手脚的全面推进，还是巩固、完善基础上的有序发展，却是费思量的。

还有人喜欢用“成熟的”与“不成熟的”，或“发达的”与“发展中的”这些字眼来评价、揭示一个市场的性质，并以此来证明一个市场的阶段性特征。毋庸讳言，中国股市目前仍是发展中的、不成熟的。但是，一个市场的成熟与否并不与市场的规模、发展周期的长短具有内在的必然联系。规模列全球三甲的东京股市80年代末扬起无穷“泡沫”并于90年代初无情“捅破”后，迄今仍饱受其苦；各大股市从80年代中期以后，丑闻迭出，动荡迭现，数不胜数。在游资急增，经济一体化及对投机纵容的大背景下，股市成熟的进程大大延缓，从某种意义上说，不成熟是绝对的，而成熟是相对的。既然这样，用成熟性来描述市场就显得意义不大了。

究竟怎样准确地描述当前中国股市所处的发展阶段呢？关于这一点，我们要结合我国的国情和世界股市发展的历程与现状来加以分析。首先，我们现在处于并将长时期处于社会主义初级阶段。在目前，依然是农业人口占很大比重；自然经济半自然经济占主导地位；科技教育文化落后；人民生活水平比较低，还有相当的贫困人口；地区经济文化发展很不平衡；与世界先进水平还

有较大差距……这种对自我的“解剖”，才能寻求一个准确的“定位”，激昂起强大的发展动力。毫无疑问，发展股市也应与我们的基本国情相适应，与生产力水平、国民素质、经济结构、产业布局等保持协调，既不逾越这个阶段，也不滞后于这个阶段，围绕发展社会生产力这个根本任务，推进国企改革，同时保持稳定的社会秩序。其次，世界股市现在处于并将长时期处于不断变革、调整、动荡之中。中国股市尚处于幼稚时代，经验少、时间短、阅历浅，世界股市的成长史正好可以成为一面镜子。不少知名股市已是几起几落，有的生而复灭，有的死而复活。目前新生股市如雨后春笋，全球股市已进入“战国时代”，在不断分化、瓦解中求得整合。放眼世界，可以明是非、知兴替，扬长避短，最主要的是找到自己的恰当位置。

在 97 年下半年由南而北席卷除中国内地以外太平洋沿岸国家或地区的金融风暴发生的大背景下，中共中央和国务院在 11 月中旬联合召开了全国金融工作会议，规格之高、形式之庄严，为历史所未见。会议要求，力争用三年左右时间，大体建立与社会主义市场经济发展相适应的金融机构体系、金融市场体系和金融调控监管体系，基本实现全国金融秩序明显好转，化解金融隐患，增强防范和抵御金融风险能力。金融市场中最重要的是货币和资本市场，相比之下，在目前这一阶段，资本市场更活跃、影响更大。所以，这次具有历史意义的金融工作会议实际上为中国股市指明了现状和趋势。概而言之，中国股市目前依然处于初兴或萌芽阶段，还只是整个初级阶段的前一部分，而这一部分的结束大约要到 2000 年前后。这不单纯是从时间意义来考察的，更在于是从市场规模、投资意识、法律环境、监管能力，与国民经

济关联度、市场发展潜力的实际状况来研判的。

二、初兴阶段的十个特征

1. 市场规模的扩张性。在事物新生或其最初发展阶段，必然具有强烈的扩张性，中国股市表现尤甚。自有额度控制以来，93年 50 亿、94 年 55 亿、96 年 150 亿（其中 50 亿为临时追加）、97 年 300 亿，呈不断增大之势，至 97 年底，96 年的额度尚未使用完毕。中国股市扩张驱动力源于三个方面：一是政府驱动，以此促进国企改革，使国企走出困境；二是上市公司驱动，以此融资寻求外延扩张；三是券商驱动，以此承揽发行业务，发展自我。

2. 市场运作的不平衡性。在发展的初期，必然带有试验的性质，即寻求点的突破，最后面上推广。尽管沪深股市已实现了由地方性，到区域性，再到全国性市场的转化，但就全国而言，发展是不平衡的，特别是上市公司的分布、券商总部的设立和证券市场的建设方面，东南沿海快于中西部，其中沪深双雄比肩并立。同时，投资者队伍虽然增长迅速，但结构极为复杂，总体参差不齐，其中以中小散户居多，存在结构性失衡问题。

3. 政策杠杆运用的随意性。中国股市不是自发生成的，而是在政府的推动和扶植下成长起来的，在发展之初往往较多地受到政策的暗示、鞭策与驱动。由于管理股市的经验不足，政策杠杆的运用往往以市场冷暖、股价高低为依据，而非遵从市场机理，颇多调控意味，则政策常处于忽隐忽现、忽强忽弱、忽左忽右之中，摇摆不定，令人无所适从。同时，初兴阶段管理多元化、政令多渠道化，也将使政策杠杆的运用表现出相当的随意

性。

4. 法律法规建设的滞后性。中国股市发展至今，条例、办法、通知倒有不少，但证券法制建设依然十分落后，已阻碍了市场的进一步发展。比如发展证券投资基金 94 年 7 月作为救市政策之一提出来，直到 97 年 11 月才出台有关法规，而转配股 94 年 4 月就形成了，其流通要等“国家有关规定”，一些公司已三度转配了，却依然搁浅。至于证券法，92 年就开始起草，迄今仍在腹中，这个“马拉松”历程是极为鲜见的。

5. 股价波动的震荡性。任何股市在任何时期都存在震荡的可能，但在发展的初期表现更激烈、更频繁，跌宕起伏，具有极为明显的波段特征。沪市 7 年运行中，年震幅最大为 1137 点，最小为 404 点，至于个股震荡更是十分频繁。在 K 线图上，“高峰”与“深壑”迭现，时有“井喷”或“俯冲”，急起直落，于是，绝望与极乐此起彼伏。

6. 投资的盲目性。在初兴的市场中，投资者的经验是十分局促的，这就决定了他们中的多数人很难形成独立的、正确的判断，必然广泛地吸收、参考、模仿他人的观点。这当然是必要的，问题在于学习而不能迷信，模仿而不能刻板。对他人观点的囫囵吞枣，交叉感染基础上的跟风追涨杀跌，都是自身认识能力不足的结果，而这种能力的提高需要在一个过程中得以实现。

7. 市场监管的疲软性。这也是初兴阶段的必然现象，原因在于法律法规建设滞后，“无法可依”；管理体制不顺，“有法难依”；为保护新生事物，同时监管体系不健全、监管力量薄弱、监管手段落后，又很难做到“违法必究”和“执法必严”。股市是一个特殊的竞逐利益的赛场，参与主体庞杂、运作时效迅捷、

互动影响深远，违法违规案具有数量多和隐匿性、群体性、智能性等特点，也使市场监管增添了不少难度。

8. 投机行为的广泛性。在市场发展的初期，投机为主要的表现形式，上市公司、券商及大众投资人大多怀着近利动机，寻求短期厚利。于是，纷纷发掘、制造、宣扬一系列可资炒作的“题材”。当然，在程度上有些区别，少数属于恶性投机，大多为一般或良性的。股市发展之初频繁的震荡所形成的“一夜暴富”效应，容易诱惑人们加入到投机的行列中来。相形之下，投资作为辅助的形式，大多数情况下又只是深刻套牢之后的无奈之举。

9. 市场发育的闭锁性。一个市场的发展，总是在不断开放中逐步成长起来的。然而，在其最初阶段，却是相对闭锁的。只有在积累了相当的经验，形成和积聚了一定的抗波动能力，构筑了相应的风险防范和化解机制后，才会稳步开放市场。初始的阶段，还只是打基础、作辅垫的阶段，掩而不露便不言而喻了。沪深股市只是在 96 年后才真正对内开放的，而 A 股向境外投资者开放和 B 股向境内投资者开放，还未提到议事日程上来。

10. 晴雨表功能的模糊性。总体来看，股指与宏观经济运行的方向大体一致，但是，常常走向极端，运行曲线不一致。同时，由于系统内诸多要素的交互作用，往往形成剧烈的上下震荡，从而干扰了股市晴雨表功能的体现。另一个重要原因是，在发展的初期，规模相对较小，在国民经济中的地位还不高。

三、当前中国股市十大关系

中国股市终将获得蓬勃的发展，在现实的基点上得以延伸。当前有不少问题亟待清理，主要表现为十重关系应确立新的架

构。

1. 原初功能与终极目的。股市有着其他市场难以替代的社会和经济功能，其中最为明显的莫过于资金筹措、资本评价、资源配置、增加税收、提供就业等几个方面。从总体来看，股市不能带来资本增生，而只是作为一种中介的流通场所而存在。这决定了它从一开始就服从和服务于其它因素。股市发展当然有其自身的理想和目标，但又不能单纯地囿于市场本身的建设，还应在更高的层面运作，使之与股份经济的健康发展，甚至整体的经济建设结合起来。

2. 股票市场与债券市场。作为证券市场的两大板块，股市与债市性质各异而功能类同，彼此相辉相映。若避重就轻，作为综合性市场的复合功能就难于体现。两相比较，股票市场似嫌过热，主要表现为不少企业纷纷易帜，竞走“股”道，导致发行规模过于膨胀和二级市场容量增幅急骤放大。而企业债券市场不论发行市场，抑或交易市场，均显沉寂。对此应予以扭转。

3. 一级市场和二级市场。发行与交易市场的关系恰如唇齿，荣损相随，任何过份的偏废从长远看都将影响两个市场的健康发展。几年来，股票发行高溢价的弊端已露端倪，超高的附加认购成本更是社会资源的无端浪费，而集中的大规模发行使资金短期内捉襟见肘，从而在根本上也制约了二级市场的活跃程度。可以想见，二级市场的长期低迷态势又将使一级市场的发行受阻，股票和债券莫不如此。

4. 发展的横断面与纵剖面。我们强调股市的发展，应该是市场宽度与市场深度的双重发展，前者如辐射域、规模、交易位、投资者数量等；后者包括效率、公平性、规范化、决策有效

性、上市公司绩效等。可以说，市场深度是确立市场形象的根本，也是开拓市场宽度的保证。

5. 理想与现实。中国股市要走向未来，志当存高远。但是，这种美好的冀望必须建筑在现实的基础之上。否则，只能是不切实际的“乌托邦”空想。新中国证券市场是在一个特殊背景下政府推动而成长起来的，历史遗留的现实问题是很多的，由于包袱沉重已非市场本身便可解决。为此，我们不能对现实不屑一顾，更不能在各种关系尚未有效梳理之前使一些关系更加复杂化。既然市场经济模式在中国的移植不能一蹴而就，我们还得本着“求是”的精神，保持“求实”的作风，不要人为地精心设计出一幅与现实遥相隔离的所谓理想模式。

6. 市场化进程与行政性调控。市场经济就是一种法治经济，因而应树立法律的权威，任何人都只能在法律范围内活动，股市中确立一定的原则是必不可少的，但不能成为框框和教条，否则易演化为一种束缚。我国证券市场体系尚属初创阶段，还需要“培育”，就不能有不加区别的一刀切做法。正因为这一市场对国人而言还较陌生，需要一些政策性规定，但这种调控应侧重于宏观，而非微观，不然就会出现激而不活的局面。对于市场决策，不能超然于市场之上抑或超脱于市场之外，应尊重市场发展的内在规律，通过深入细致的调查研究以取得发言权，并贯彻我党倡导的“从群众中来，到群众中去”的群众路线。

7. 理论探索与实际运用。中国证券事业的发展应有与之相伴，能揭示中国证券事业特殊规律性的理论。这种理论不应简化为几条抽象的原则，目前应以解决问题为根本要旨；不应做国外证券理论的现成移植或嫁接，而应融汇贯通，为我所用。总之，

不应在深院孤斋作无谓的空谈，而应针对现实将其中带普遍意义的东西揭示出来，提出对策，用以解决难点、疑点、热点问题。

8. 接轨与创制。由于中国证券市场方兴未艾，许多领域尚处摸索阶段，为了少走弯路，大胆吸收国外的一些成功经验、运作方法及其他“合理内核”不无裨益。但是，国际证券业并非固体一块，存在多种模式，而且本身也处在不断地扬弃之中，那么该如何接轨呢？这显然是难以自解的。中国建国后近五十年的发展过程已经反复证明一味地生搬硬套、囫圇吞枣会贻误自身的发展空间。因而，中国证券市场首先应该是中国的，最终才可能是世界的。

9. 供给与需求。任何市场都是供给与需求的矛盾统一体，对于需求方来说，主要取决于购买能力和购买欲望两个方面，前者侧重资金层面，后者侧重心理层面。供求关系的变化是一个从不平衡到平衡的动态循环过程，一旦极度倾斜，就应立即予以调整。中国股市规模的现状较之海外发达市场不免狭小，但相对居民资金储量以及较长时期内的潜在增量又嫌过大。因而，市场容量放大时，不仅要考虑资金包容度，还要正视心理包容度。

10. 发展与稳定。邓小平同志一再告诫我们，“压倒一切的是稳定”。同样，股市的发展，一定要有宽松的环境，二要有稳定的局面。而股市本身是否稳定也会影响到改革大局。我们理解市场稳定与否，不能等同于表象上的价格变动状况，而是指市场的根基。事实上，市场存在凝聚力高低的问题，倘若这种凝聚力一蹶而难以复振，无疑会出现一些预先难以逆料的负效应。

不要把
权力的意志
凌驾于股市
的意志之上，
否则是
徒劳的。

第二节 规范与发展中的中国股市

一、继续发展是主旋律

发展证券市场对于现代企业制度的试点，推进国企改革是具有积极意义的：通过资产的清查与评估，进一步明晰产权，实现产权的界定；促进企业发展的市场化进程；筹集宝贵的建设发展资金；建立更为广泛的社会监督和制约的市场机制，促进企业内部管理的科学化。同时，我们还应获得这样一种共识：对于一个有近 13 亿人口、经济增长潜力仍然十分巨大的政治经济大国来说，应该有与其实力和潜力相匹配的证券市场。这应该成为义不容辞的责任和使命。基于这一思路，中国至少应有一个集中的证券市场能够挤进世界各大证券市场的前六名。这当然不可能一蹴而就，但是，如果不坚持继续发展的方针，则这一目标就不可能最终实现。所以，发展是“硬道理”，也是中国股市的必然选择。

进一步推进股市全面发展，具有如下有利条件：

1. 政府及社会各界关注并有信心搞好股市。七年多来，股市发展到今天的规模，已引起金融界、企业界、理论界，乃至社会各界的极大关注，政府也寄予了很高的期望，明确指出是社会主义市场经济的重要组成部分，同时表示有信心、有能力建设好。这是中国股市能够继续发展的根本的精神动力。

2. 社会主义制度是根本保障。在社会主义中国建立股市一度被称为奇迹，现在看来最为平凡不过。同样，在社会主义制度下能够继续发展股市，也不应引起人们的怀疑。首先，我们强调公有制的主导地位，有强大的物质基础作后盾；其二，我们能够

实现最大限度的资源配置；第三，我们有一整套宏观驾驭的体系和有效的宏观调控手段。所以，在社会主义制度不动摇的前提下，只要坚持大胆探索、小心试验的原则，是能够推进我国股市更加健康发展的。

3. 随着各项改革的深入和宏观调控取得成效，为股市发展奠定了良好的市场背景。1996 年我国进入“九五”时期，这一时期是我国经济和社会发展承前启后、继往开来的时期。随着金融、财税、价格、外贸、劳动等体制改革的深入，现代企业制度试点的深入，产业结构的合理化调整以及宏观调控取得明显成效，我国经济仍能在一个较长时期内保持持续、快速、健康发展。这将为我国股市的继续发展提供较好的市场背景。

4. 地区经济协调发展，为沪深股市“中华牌”格局的形成找到了发展契机。十四届五中全会上提出在 2010 年前采取有力措施，扶植中西部地区的发展，逐步缩小东西部地区的差距。随着中西部地区经济发展力度的增强，并在产业结构上重点向农业、水利、能源、通信、交通等倾斜，则发展空间十分巨大。几年来，沪深股市扩容不断向异地倾斜，“中华牌”格局已经形成。

5. 七年试点的宝贵经验教训可资借鉴。1990 年 12 月开市的时候我们还只是一张“白纸”，到今天已积累了相当的经验和教训。这几年中，经历了许多事，纵有万言也不可尽述。历几番艰辛，经几度浮沉，经验也好，教训也罢，对于后来者都是一笔精神财富。通过总结，可以使我们在继续发展的道路上少走弯路，在一个更高的起点上更稳妥地轻装上阵。当然，并不是说中国股市所面临的一切问题均已暴露，还会出现新问题、新现象，需要深入研究，逐步解决。

6. 市场容量逐步增大，为继续发展奠定了良好的市场条件。经过 7 年的发展，沪市上市公司已由最初的 8 家发展到 1997 年底的近 400 家，至于上市总额更是今非昔比。市场容量增强了，一般的新股就不足以左右大市，因为尽管绝对值较大，但相对意义一般。另外，市场容量的增大还表现为投资者心理承受力增强，很多风雨都经历了，这对继续发展是有益处的。

7. 更为完善的监管网络能为继续发展保驾护航。近年来，中央和地方政府对股市的积极作用和巨大发展予以充分肯定的同时，又为市场的规范化建设提出了更高的要求。为此，逐步加大了监管力度，充实了监管队伍，完善了监管网络，并取得了一定的成效。只要常抓不懈，就一定能够促进证券市场由不成熟走向成熟，从而可以减少或避免在继续发展中少走弯路、不走歧路，起到保驾护航的作用。

8. 机构投资者力量正在逐步壮大。一个发展中的股市，依赖于投资者队伍的不断壮大及其整体素质的提升。其中应特别注意机构投资者的力量。我们注意到了这样几点：券商力量迅速增长，且正朝多极化方向发展；机构投资者队伍逐渐壮大，数量和实力上都有了较大发展，将来必然有更大发展；投资基金管理办法及细则终于在 1997 年底出台，必将成为一支重要的稳定力量；而中外合资基金在不久的将来得以组建，可以进一步拓宽资金扩容的渠道。这也是继续发展的大背景之一。

二、世纪之交的监管大任

在本世纪末的最后几年和下世纪的最初几年，投资股票还应了解另一个基本背景，即在相当长时期内，市场监管将不断得到

强化。上海证交所成立五周年之际，朱镕基同志为证券市场提出了“法制、监管、自律、规范”的八字方针。在 1997 年 11 月召开的全国金融工作会议上，中央和国务院进一步强调了加强金融监管的重要意义。股市作为一个重要领域，也受到高度关注、严密监控。目前来看，在市场监管方面正经历一些明显的变化。

1. 对加强监管的认识在不断升华。有部分人存在一些误解，归纳起来就是：发展是硬道理，监管则可有可无的“片面论”；先发展，监管问题慢慢来的“补课论”；发展与监管是矛盾的，若强调监管，将抑制发展的“排斥论”。这三种代表性观点的共同实质，就是把监管与发展人为地割裂开来，从而主张走“双轨制”的道路。这在理论上是不科学的，在实践中也是十分有害的。把发展视为“硬道理”，无疑是正确的，因为没发展，便失去了继续前进的动力，然而，发展又体现为一个不间断的过程，而过程本身不能保证其必然走向成熟，这就需要一系列的手段使之按照正确的导向运行。市场监管工作旨在市场运行规范化、法制化、制度化和程序化，从根本上说是证券业精神文明建设的重要内容之一。监管与发展貌似割裂开来的“两张皮”，其实是合在一起的一项工作的两个侧面。浓厚的“发展欲”，固然有酣畅淋漓的一时快感，却每每为无尽的后遗症而烦恼。正确的态度是全面发展、均衡发展、协调发展，做到既快又好。现在这种认识正逐步内化为多数人的一种信念。

2. 监管客体趋于多元化，已覆盖所有市场参与者群体。七年来，市场监管从无到有，由弱而强，在监管对象上也逐步扩大，目前几乎所有的市场参与群体都成为监管对象。不仅上市公司、券商、会计师事务所、传媒等违规案受到查处并曝光，就连

证交所、银行、地方证券交易中心出现问题，也一视同仁。当然，监管客体覆盖了所有市场参与群体，是从类别而言，而非指每一个市场参与者。

3. 主动监管有所增强。管总比不管好，然而，在主动监管与被动监管之间，正确的态度是加强前者，原因在于主动监管是积极的、能动的、富有成效的；而被动监管则是消极的、后动的、成效并不明显的。简单地说，被动监管发生在事情暴露或败露之后，至于“不告不理”则是被动监管的极端形式。长虹转配股的悄然入市；宝安大量持有延中股票，一步跨过 16%；厦门国泰随意更换配股主承销商；山东渤海大量吞吐本公司发行在外的股票……这些事件均已结案，一定程度上达到了以儆效尤的效果，但属于被动式监管。显然，被动式监管只是应急的措施，显得相当局促、简陋，有着较大局限性。若坐等问题的暴露，则问题将绵延不绝，也很难被发现，很可能此起彼伏、欲灭还生，使整个工作处于疲于应付的局面。鉴于此，有关部门在认识上有所转变，主动监管力度开始增强，如设立预警系统、配置举报专线电话，不定期开展“飞行检查”等，形成了一定的威慑力。

4. 市场监管正在汇成合力。对股市加以监控的方式和手段主要有四种：其一，行政监督。主体是中央和地方证券管理机构，此外还有监察机关、国资局、财政部、央行、审计机关、体改委等也分别行使部分监督职能。其二，工作监督。具体指证券交易场所对上市公司、会员及投资者的系统内监督；各市场参与主体的内部监督；承销商在辅导期对上市公司的监督。其三，舆论监督。这是一种社会性、群众性的精神监督形式，是最为广泛的公众化监督。其四，司法监督。不仅指公、检、法等国家机关