



您的位置：首页 - 2004科研成果

文章：改善股市生态应均衡发展投资者(尹中立等；12月4日)

文章作者：洪正华

大多数中国股市的所有参与者一直认为，只要有充裕的资金供给，股市行情就会活跃。于是，发展机构投资者，甚至是“超常规”发展证券投资基金就成为做大股市规模的首选工具。但结果却事与愿违：在基金规模迅速壮大的同时，股票指数却逐渐滑落，行情越来越不活跃。2001年以后，基金规模越来越大，由当初的100亿元左右增加到2004年6月份的2500多亿元，而上海股票综合指数则从2001年6月的2200多点，下跌到2004年6月的1360点，二者呈现明显的反相关关系。

当然，2001年以来的股市下跌是很多因素决定的，不能简单地把股市下跌归结为基金规模的扩大。但有一点是可以肯定的，基金规模的扩大并没有起到推高股市的作用。最有力的证据是2004年的基金规模增长了1000多亿元，政策利好不断，但股市却不见多大起色。

更为重要的是，以前非常有效的救市方法，现在全部失灵，从年初的国九条出台到最近的高频率的利好政策发布，股市似乎对政策越来越不敏感。把现在的情况和1999年的5·19行情进行比较我们发现，主要有两个方面发生了较大的变化，一是投资者结构的变化，二是资本市场的国际化步伐加快（在此不讨论）。因此，我们认为导致股市对政策不敏感的主要原因之一就是股市投资者结构的变化。

搞清楚投资者结构和股市行情之间的内在逻辑关系，对今后的股市发展政策的制订有很强的指导意义。为了更好地说明问题，我们提出“股市生态”的概念。

一般而言，在股市里投资，最重要的是寻找被市场低估的股票，这是成熟市场的盈利模式。但中国股市的最基本的特点是“股价高”，也就是说，被低估的股票很少。因此，对于机构投资者而言，盈利模式是与国外成熟市场是有区别的。

我国股票市场股价“高”的依据是投资者按照市场价格买到的股票无法得到应有的回报。所谓“应有的回报”，最低的标准是不低于长期国债投资的回报水平，从正常的标准看，应该再加上风险溢价，风险溢价应该3.5%（这是美国的数据，中国是一个新兴市场，风险溢价应该超过成熟市场），现阶段我国长期国债的收益率在4%左右，所以，股市投资者“应有的回报”的标准应该在7.5%上下，而上市公司无法给予股市投资者如此高的分红回报。我们作过一个计算，以2003年度报告的数据计算，股价以2004年6月底的最后一个交易日的收盘价格为准，基金集中持有的50只“核心资产”的红利回报率是1.53%，与4%的底线相差甚远，更不用说7.5%的“应有的回报”了。从总体看，投资者得到的上市公司红利不足以支付交易费用。到2003年底，证券市场上缴印花税1965亿元，但上市公司分红仅有1844亿元，流通股东只分红600多亿元，还要缴纳20%的分红所得税，实际有500多亿元。

不难看出，到目前为止，我国股票市场不是一个投资市场，它只能称得上是一个投机市场。如果不承认这个前提，后面的讨论也就没有必要。

在一个投机市场，必须有一个吸引投机者广泛参与的动机，或者说，这个市场要给投资者提供一个盈利模式。我国股票市场的投资者可以分为散户投资者和机构投资者（包括基金、私募基金、证券公司等）两大类，机构依靠资金优势和信息优势来操纵股价，吸引散户跟风，赚散户的钱；而散户企图“跟庄”，和机构博弈，赚机构的钱。这两类投资者是相互依存的，它们在这个市场里相生相克，使股市生生不息。这好比是一个大海，有浮游生物，有小鱼、大鱼等，它们共同构成了一个生态环境，我们把散户和机构投资者之间的关系称之为“股市生态”。

在生物界描绘生态环境和生态平衡的视角主要从食物链，我们对股市生态的分析也从股市的“食物链”——盈利模式入手。

在自然界中，一个生态环境中的食物链越长，生物多样性越复杂，生态环境就越稳定。股市生态也一样，投资者结构越复杂，“食物链”也越长，股市就越稳定。

我国股市中，机构投资者盈利的主要方式是“坐庄模式”。所谓“坐庄模式”是机构或个人大户投资者利用资金的优势操纵股价，利用散户投资者追涨杀跌的心理，从中渔利。用生态学的语言来说，就是机构依靠“吃”散户来维持“生命”的。坐庄是2001年以前的中国股市中机构投资者最主要的盈利模式。

该盈利模式需要具备两个条件：一是监管环境宽松；二是散户投资者的资金所占的比重要足够大，或者说需要信息的不对称。第一个条件很好理解，因为操纵股价的行为是违法的，如果政府严格执法，庄家就无法坐庄了。难以理解的是第二点，为什么需要足够多的散户？其实原因很简单，因为只有散户投资者才具有特殊的心理特征，他们整天忙于追涨杀跌，乐此不疲。

正是散户投资者存在特殊的心理规律或心理现象，才能让机构投资者可以通过操纵股市来获取超额利润。

可见，股市中机构投资者与散户之间的关系就是自然界中大鱼和小鱼之间的关系，“食物链”非常简单。要使“大鱼”能够维持正常生存，就应该使“小鱼”保持足够多的数量，否则，“小鱼”被吃光，“大鱼”也无法生存。

这和美国的股票市场有很大的差别。美国的股票市场有大量的国外投资者，有对冲基金，有养老基金，有保险资金，有做市商，有各种私募基金等，这些投资者的口味都是不一样的。美国股市生态和我国股市生态最大的不同在于它们有丰富的“水草”——上市公司红利，“大鱼”不一定要靠吃“小鱼”来维持生命，而且可以直接吃丰富的“水草”。而我国上市公司的分红几乎可以忽略不计，股票分红对投资者

没有吸引力。也就是说，美国的股市生态的食物链比中国长而复杂，而我国股市生态是一个非常脆弱的系统。

总结我国股市十几年的发展的历史，我们可以按2000年为界，划为两个时期。2000年以前的股票市场的生态构成主要是散户、证券公司、私募基金等。证券投资基金在2000年之前规模很小，不到200亿元。对于机构投资者来说，证券公司的资金规模比较大，有1000亿元至2000亿元左右，其余的市场参与者主要是散户和私募基金。需要说明的是，私募基金一般也是依赖个人的投资经验，很少有自己的研究队伍，因此它们的行为方式和组织方式与个人投资者之间没有本质的区别。从资金数量看，2000年以前的机构投资者的比重不超过30%，散户占70%以上。也就是说，2000年以前的中国股市生态中，“大鱼”少，“小鱼”多。所以，“大鱼”能够很好地生存发展，而“小鱼”也越来越多。它们之间构成了比较稳定的平衡。

但2000年以后，我国股市的生态平衡被打破。主要的原因是政府开始着力发展机构投资者，使投资者结构逐渐发生变化，以基金为主的机构投资者所占的比重越来越大。到2004年10月为止，基金的总规模已经接近3000亿元，投资股票的基金也接近2000亿元规模，加上证券公司的委托理财和自营业务的3000亿元，机构投资者持有的股票占股票流通市值的比重超过了50%，在资金份额上，散户退居次要地位。股市生态环境发生了较大的变化：“大鱼”越来越多，而“小鱼”越来越少。

当市场发生了这样变化之后，坐庄盈利的难度开始增加，在拉抬股价的过程中，跟风盘越来越少。我们可以用股市换手率的统计数据来反映这个问题，2000年以后，股市年换手率从400%减少到200%左右。而且，质地较好的上市公司的股票都被基金入驻。坐庄模式不再显灵。大庄家新疆德隆的崩盘背景就在于此。

如同自然界的生态平衡遭到破坏会导致自然灾害一样，股市生态破坏以后，股灾的频率必然增加。我国股市在2000年以前的十年间，发生过一次“危机”时刻和两次“紧张”时刻。但我国股市在2000年以后的3—4年间，已发生过两次“危机”时刻和两次“紧张”时刻。比较而言，我国股市危机的发生频率有了明显提高，股市危机的发生烈度也有了明显提高（波涛，2004）。

在2000年以前，我国股市主要低点之间的间隔通常至少都在1年以上，大部分时间可在2年以上。而在2000年以后，我国股市主要低点之间的时间间隔已缩短至8—9个月，我国股市的安全性已显著下降，我国股市越来越缺乏依靠自身力量实现景气循环的能力。

在2000年以前，我国股市的下跌幅度与上涨幅度之比，大体处于30%—60%之间，平均处于40%—50%之间。而到2000年之后，我国股市的下跌幅度与上涨幅度之比，已平均超过100%，即平均跌幅大于涨幅。

有没有什么办法改变我国股市生态脆弱的现状？答案是肯定的。

在前面，我们将我国的股市生态和美国股市作过一番比较，结论是美国故事生态比我国股市生态稳定，原因是美国的股市生态链比我国股市生态链长，本质的区别是上市公司的分红为股市生态提供了充足的初始养分。要使我国股市生态也进入美国股市生态的状态，有两条途径，一是股市的持续下跌，使股价不断降低，；二是通过国有股法人股低价配售给流通股，实现全流通，大幅度降低平均股价。这两种途径都可以降低股价，使投资者通过上市公司的分红得到“应有的回报”。

目前，我们选择的显然是第一种途径。股市下跌的本质就是股市生态系统在原有的平衡遭到破坏后企图找到自己新的平衡状态，是从一种股市生态过度到另外一种股市生态的过程中。当然，这个过程是一个痛苦的，有很多机构和散户会在股市生态巨变中“死掉”。

值得注意的是，机构投资者一改从前抵制国有股减持或全流通的态度，呼吁政府尽快落实全流通方案，其本质就是希望市场通过除权的方式而不是下跌的方式回归到“投资市场”状态，使股市生态系统进入一个稳定的状态。它们希望选择第二种途径实现股市生态的变迁。

但我们认为，第二种途径不一定比第一种途径好，原因在于目前的法治环境下，如果实现股票市场的全流通，小股东的利益会受到更大的侵害（不在此详细论述）。也就是说，股市生态要从现在的状态过度到稳定的状态，都要付出痛苦的代价，采取适当的措施恢复我国股市原有的脆弱的平衡状态也许才是次优的选择。

从我们的分析可以看出，导致目前股市一蹶不振的根本原因是机构投资者发展的步伐太快。因此，缓解股市危机的有效措施就是暂缓机构投资者的发展速度，采取鼓励散户投资者的股市发展政策。使机构投资者和散户投资者均衡发展。同时，扭转片面发展证券投资基金，而抑制其他机构投资者的做法。否则，股市生态将进一步遭到破坏。

文章出处：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所