

中国股市低迷症结到底在哪？

只为融资者的利益，而漠视、侵害投资者的利益

名家看盘

本周股市以单边大跌，将上周五连阳成果一举吞没，回到了起点，2100点再度岌岌可危。中国股市低迷的症结到底在哪里？毛泽东曾经说过：“为什么人的问题，这是一个首要的问题，根本的立场问题，原则问题。”把这话用到当今股市，无疑是一把犀利的解剖刀直刺中国股市症结：只为融资者的利益，而漠视、侵害投资者的利益。



投资论坛

美国大牛股排行榜的启示

在西格尔教授的研究中，曾发现自1957年3月至2003年12月的46年中，占据美国股市回报率排行榜前几十名的，居然绝大多数都是消费类、医药类企业。那么，从中我们又可以得到什么启示呢？我们可以注意到，这个排行榜的关键词有两个：长期，收益率。也就是说，消费以及医药的胜出者的特性必然延伸出两方面的问题：第一，为何这些企业可以存活那么长的时间？第二，为何在这么长的时间内可以持续获得那么高的收益率？

疾病领域内的优势更加难以动摇。这其中，美国市场FDA的高额认证费用，对于低劣药品以及事故的高额惩罚，以及对于新药审批的严格准入限制（新药不光是疗效达到以前药品就可以，还需要在性价比等方面有明显的优势，否则也可能否决），客观上对于先发优势的医药企业的进一步做大制造了有利条件。因此，这一方面为“企业存续期长”奠定了第二个有利条件，也为“企业的长期收益保障”制造了第一个有利条件。

首先一个原因在于他们所处的行业都是人类最基础的需求且其持续性接近于永恒，另外这种需求对于经济变化波动的敏感性较低。这对于“企业存续期足够长”制造了第一个有利条件。

第三个原因是这两个行业的“生意属性”都属于上佳。无论是消费品牌企业，还是优秀的研发型药品企业的生意属性，基本上都是很高的利润率，不俗的周转率，较低的资本性支出。这样的企业，不但活得长（由于需求稳定永固，且形成竞争优势后颠覆的难度很大），且活的质量相当的高（企业在优势成长期间内的现金创造能力非常优秀），实际上这已经高度符合了DCF所隐含的高价值企业的基因。另外比较容易忽视的一点，就是这类现金创造能力强悍的企业，其分红派息的能力更高。而长期来看，较高的分红派息率之后的红利再投资，将创造出令人惊讶的投资复利。而这正是“企业的长期收益得以保障”的第二个有利条件。

第二个原因是消费以及医药行业更容易产生差异化的竞争优势，而且这种优势更容易不断积累而更加强大。比如消费行业的品牌认知度，不仅仅与产品的品质有关，其在形成过程中甚至有某种历史性的或者偶然性的因素促成的，比如国家几代领导人都爱喝茅台，比如法国理肤泉曾在二战时期被用来恢复烧伤士兵的皮肤康复等，这些几乎都是不可重现的口碑。因此一些消费品，一旦确立了类似“行业代名词”性质的品牌认知度后，其在这个“接近永恒，而且需求硬度非常高”的行业内的地位越来越不可撼动。

由此我们可以审视，特别是中国医药行业的改革带来的影响到底是什么，以及在什么情况下中国才能诞生真正的医药大市值企业。但是可能特别值得重视的，是这个统计可能让大众容易对消费、医药产生某种错觉，就是随便买一个就是大牛股——其实恰恰相反，这两个行业频出大牛股，是在这两个行业竞争极其惨烈，无数个公司的消失为代价的。作为投资者，我个人认为从中的启示有助于我们理解投资上的某种长期规律，但不应将此形成某种概念化的理解。

医药行业实际上也具有类似的特征，但竞争优势的类别不同。研发作为医药企业的一个核心能力，实际上却有很高的进入壁垒，特别是在美国市场。这一方面来自于新药研发的知识密集，但更重要的可能来自于药品研发、认证、推广领域的高额资金和时间壁垒。这客观上阻止了大量的进入者，使得首先获得了新药成功的企业，将具有更多的资源来进行持续的研发，甚至收购等行为，而这一循环带来了更多的研发资源，进而使得其在相应

和讯



股市为国企扭亏埋下了后遗症

1998年政府为了实现国企三年扭亏的目标，要求一家优质企业捆绑一家亏损企业一起上市，通过业绩包装、作假，在大规模圈

钱后，大股东再掏空上市公司，为股市制度缺陷埋下祸根，造成了许多大盘股沦为垃圾股、ST股。如中国远洋从68.4元跌到4.14元，

广大投资者在这些老大盘股里蒙受了巨大损失，还要遭到现在的管理层和舆论对绩差股的严厉训斥、羞辱。

大小非减持限制规定不了了之

股改前，流通市值仅8900亿，总市值仅28万亿。此时，非流通大股东仅付出10送3的极小对价（2700亿元），就换来了最高时27万亿市值的流通权，至今流通市值仍高达16.8万亿，总市值23万亿。问题是，原非流通股东

的成本只有一元，经多年的送股分红，已变成了零成本，而原先国资委的“国有股三年内减持5%须报请国资委批准”的规定已不了了之，国企困难时就加大了减持力度，它们在任何股价上兑现都收益巨大。而股改后新上市的非

流通股的锁定期更短，兑现后的机会成本更高。这几年股指和股价之所以飞流直泻，广大投资者之所以亏损累累，除了IPO和再融资以高溢价抽血外，更主要的是持股的高成本输给了大股东的低成本或零成本。

扩容大跃进把投资者推向深渊

仅20年历史、人均GDP刚刚达到5000美元的中国股市，而机构仅占市值7.4%、85%的投资者资金仅10万元以下，却把股市搞成20多万亿市值，世界第二，这本身就是不切实际

的大跃进所导致的恶果。更可笑的是，某交易所的总经理竟然放出了“8年后中国股市市值将达80万亿、年交易量达100万亿（即每天4000亿元以上）、成为世界第一股市”的

“卫星”，令整个市场目瞪口呆。多年来，银行股、石油股、资源股、煤炭股上市时都盲目追求规模做大、争世界第一，致使超大盘股如今成为“僵尸股”。

不重视投资者利益股市没希望

美国欧洲股市之所以积极走高，绝大多数投资者都能赚钱，是因为他们的管理层把投资者的利益看得高于一切，而将融资者利益放在其次。哪怕是金融危机爆发，股市也很少扩容，却通过振兴股市，来带动信心恢复、消费拉动

和经济复苏。而中国股市管理层从来没有去正视银行股为何破产，估值为何全球最低？没有认真研究股市的资金还剩多少，投资者的亏损有多少，新增资金进来了多少？为什么国外的富人都乐意买股票，而中国的富人都不

愿意进股市，只想投房地产或将资金转移到国外。中国股市无赚钱效应，只有亏钱效应的局面何时能改变？养老基金、住房公积金何时进股市，中国机构投资者何时占到50%以上，这是衡量的试金石。

大盘蓝筹股和上证指数将长期低迷

在为什么人的问题没有解决之前，再加上经济减速、30多年以投资拉动为中心的经济增长模式已经终结，政府实施“调结构转方式”战略、银行股的成长性大幅下

降、政府调控房地产不动摇、央企已做好3~5年过冬准备，以沪深300指数为标的的股指期货做空已成定势、市场资金严重匮乏、扩容和大小非减持不断等因素，上证综

指很可能会步日经指数8500~9500点10年徘徊的后尘，呈长期低迷状况，在10%的范围里窄幅波动，成交量极度萎缩。对此，人们务必要有充分的思想准备。

抓住熊市中结构性牛市的机会

2012年股市，与前两年指数单边下跌、个股全军覆没不同，而是存在着许多结构性的机会。因为，政府已把战略重心转移到新兴产业和消费上，因为指数低，系统性风险相对减小。于

是，市场的聪明资金就进行了战略转移，在新一代信息技术、节能环保、白酒、医药、农业和并购重组这些板块中，将大约800多只股票，即占股票总数三分之一的绩优、高成长、相对低估值的

中小盘股，跑赢了大盘30%以上，甚至涨几倍，呈现了中国股市历史上罕见的熊市中结构性牛市的机会。

华东师范大学企业与经济发展研究所所长 李志林