

中国股市的深层思考

2005年2月1日

高潮生

+1 312 384 4018

晨星中国指数数据支持

晨星中国研究中心

赵云阳

+86 755 82910081

Yunyang.zhao@morningstar.com

晨星资讯（深圳）有限公司

<http://cn.morningstar.com>

概要

股市的整体化趋势

- 中国股市 14 年来的整体表现并不落后于全球主要市场。其 11.2% 的年化收益率远在道琼斯指数、标准普尔 500 指数以及 MSCI 全球指数的同期表现之上，只是低于香港的恒生指数和美国的纳斯达克指数。
- 中国股市呈现层次分明的阶梯式运动，与全球股市的和缓渐进式延伸迥然不同。从 1991 到 2001 年，中国股市主要靠七波上涨浪潮成就十年牛市辉煌。它们短则两个月，长不过十一个月，涨幅从 53% 到 458%。除却这七波上涨浪潮，其余时间内平淡无奇。
- 中国股市自诞生之日起就展现了鲜明的个性和强劲的势头。总收益指数在头两年中分别狂涨了 115% 和 94%；最初的 24 个月中总共增长了 316%；在头 26 个月中更是飙升了 494%，相当于年化收益率 125%！
- 中国股市的波动性远高于其他主要市场。而且暴涨天数多于暴跌天数，最大涨幅也超过了最大跌幅，这两点与国际股市的普遍规律大相径庭。不过这一波动性主要来源于 1995 年之前。随着市场在低价位上不断调整和成熟，中国股市的波动性目前已经得到了显著改善。
- 中国股市在过去 14 年中的年平均总收益率接近 15%。就国际水准来看，15% 的年回报率能够持续 14 年之久，这会是一个可望而不可及的曼妙数字。但奇特之处在于，中国股市在最初的 26 个月中已经以跳跃的步幅和明快的节奏，大踏步地走完了 14 年的漫长征程。

股票规模类别差异

- 中国的大中小盘指数在 1993 年底时破土而出。从 1993 年底到 1997 年底，三者的走势基本一致。但从 1998 年开始，三者开始分道扬镳。

小盘和中盘股票遥遥领先，而大盘股票却始终低迷不振。这一差异日渐扩大，在 2001 年 6 月底时达到顶峰。

- 中国小盘股最扣人心弦的一波涨潮始于 2000 年初，恰巧也是美国股市小盘股开始大踏步前进之时。但美国小盘股的领先乃大小盘板块反转所致，而中国股市自 1993 年底大中小股票诞生以来，还从未出现过大盘股独领风骚的景致，因此绝非板块逆转所能解释。
- 中国大中小盘指数的换股率明显高于国际平均水准，但目前已经比 90 年代中期有了显著改善。指数换股率的高低与市场波动性关系密切，频繁和大幅度的股价变化必然导致换股率升高。随着市场波动性的降低，中国指数的换股率也开始有所下降。
- 中国大盘股的数目在 2002 年以前超过了中盘和小盘股，这与发达国家的股市格局迥然不一。但这一情况在过去三年中已经有所改善，大盘股的比重已经从 2001 年中期的 51% 降低到了 2004 年底的 28%，显示“大盘越大”的趋势已经展现，标志着股市结构正在重塑。
- 中国大中小盘指数的股息收益率依次递减，与国际普遍趋势完全一致。但中国股市的股息率普遍偏低，美国相应股票指数的股息率会比中国指数高出 50% 左右，并且美国股市目前的股息率还处于历史平均值的最低端。

股市产业行业差异

- 中国股市自 2001 年 7 月以来始终处于泡沫过后的修正期，12 个行业中只有能源、公用事业、电讯业三个指数出现上升，尤其是能源股还取得了 8.1% 的年化收益率。其中表现最差的当数软件业和硬件业股票，五年的下跌幅度均在 30% 以上。
- 在所有 12 个行业指数中，只有能源、公用事业、商业服务三个行业在过去五年的业绩表现超过了整个大市，尤其是能源和公用事业股票。而且这一领先趋势先后在 2004 年春季时到达顶峰。
- 像世界所有其他股市一样，中国股市在过去五年中也存在着明显的行业转换现象，即不同的产业行业交替领先。始终保持中游的只有工业材料，五年来从未进入过最佳或最差名单。此外中国股市中也反复出现过物极

必反、否极泰来的行业逆转情况。

- 中国股市存在着明显的制造业偏向。制造业在三大产业中的比重持续保持在 60% 以上，而且包括了两个比重最大的行业，工业材料和消费品。特别是工业材料股票的比重一直超过了整个股市的三分之一。
- 中国的公用事业和能源行业在过去五年间具有最高的股息收益率，这与国际市场上的现状和普遍趋势完全吻合。在股市低迷时，投资者会将注意力放在稳定的股息收入上，因而使得这两个行业会在过去五年内表现优异。

股市的泡沫化历程

- 客观数据显示中国股市在 1994 年 8 月到 2001 年 6 月期间经历了一次空前的泡沫化历程，历时近七年。在全球股市泡沫的历史上，美国股市在 20 年代和 90 年代分别暴涨了 2.5 倍和将近 3 倍；日本股市狂飚了几乎 4 倍；而中国股市的飙升幅度则在 6 倍以上。
- 中国股市泡沫的另一特色是它与众不同的突发性和爆发力。以往美国和日本的股市泡沫都是在不知不觉的和风细雨中悄然成形，而中国的股市泡沫却是在愈演愈烈的疾风暴雨中横空出世。
- 凡是泡沫就必然会破灭，此为股市运行规律使然。在中国，人们还可以把股市泡沫的破灭归咎于全流通问题和市盈率过高，怪罪于公司资质太差、管理水平太次、赢利能力太差，但在美国和日本，根本就无需为泡沫的破裂找寻任何冠冕堂皇的理由。
- 虽然股市泡沫会给社会发展和国民经济带来四大后遗症，但也给人们留下了有益的经验 and 启示。第一是它唤醒了人们的理性思维。第二是它发出了法规完善和政府监管的呐喊。泡沫过后的调整期何时会完结，要取决于多重因素和条件，无人能够准确预估。
- 虽然目前中国股市还面临着四大挑战，但经济的持续高速增长，基金业与企业年金的发展，都会有利于股市东山再起。股市立法在完善，监管力度在加强，股市结构在改善，交易机制在成熟，投资理念在更新。这些都说明中国股市正在告别浮躁与喧嚣，走向理性和从容。

中国股市的 14 年之路奇崛繁丽，同时也坎坷艰辛。它一方面展现了令人激赏的辉煌，如上市公司数目的快速增长、股市资产规模的急剧膨胀、市场投资民众的不断增加、金融投资产品的层出不穷。一方面也刻录了动人心魄的记忆，从泡沫的来势汹汹到最近的人心惶惶，从股市的大起大落、大风大浪到股民的大悲大喜、大彻大悟。但在这些令人头晕目眩的表象背后，是否藏匿着一些不为人们所知的股市奥妙？是否隐含了某些股市结构的特点和股市运行的规律？是否留下了若干宝贵的启示和教训可供深思和借鉴？这正是本文的关注之处。

2004 年 12 月 8 日，美国晨星公司正式推出了中国股市指数系列。目前的 16 只指数中包括市场指数、大中小盘指数和 12 只行业指数。它具有五个主要特点。第一是指数历史的长期性。市场指数始于 1990 年 12 月 19 日；大中小盘指数始于 1993 年 12 月 31 日；行业指数始于 1999 年 12 月 31 日。第二是市场板块的覆盖率。所有指数都包括上交所和深交所交易的股票，并且从 2001 年 6 月 1 日起同时涵盖 A 股和 B 股股票。第三是计算方式的完整性。所有指数都具有价格收益与总收益两套收盘数据，而且二者的历史期限完全相同。第四是划分标准的一致性。无论是大中小盘股票的定义，还是产业行业标准的界定，都与国际准则和晨星全球指数系列相一致。第五是编制方法的透明度。所有指数的编制都采用公开和量化的选股与计算方式，并保存指数季度调整结果的全部历史档案。

诚如华尔街所云：指数是股票市场的编年史与里程碑。它是一部经济史，一部社会史，世世代代翻卷着。指数有如一支纤柔的笔，刻划了股市山川剧变的滚滚风云，并为我们提供了一个审视和探究股市沧桑历程的视角和切入点。晨星中国指数系列的这五个基本特点，有助于我们深入探索和逐步揭示中国股市在过去 14 年中的结构特点和运行轨迹。本文将分四个部分来分析和介绍中国股市的整体化趋势、股票规模类比差异、股票产业行业差异、以及股市的泡沫化历程。

一．股市的整体化趋势

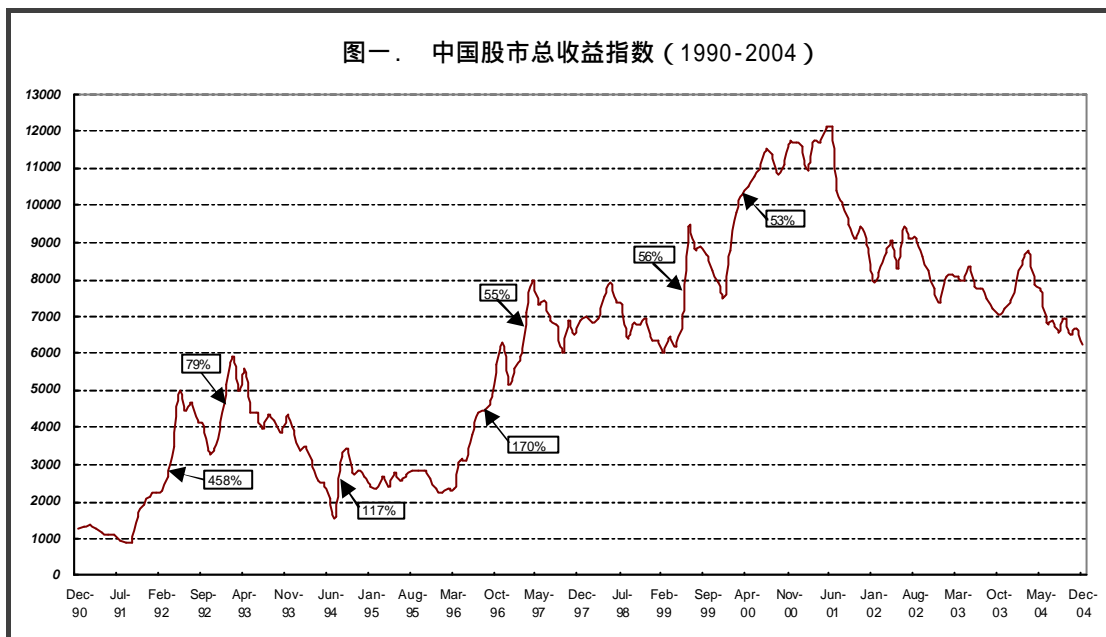
回顾中国股市十四年的发展历史，我们可以得到五点有益的启示。第一是中国股市在整个国际市场中的表现定位问题。表一总结对比了晨星中国股指和世界若干主要股市指数、以及 MSCI 全球指数自 1990 年底以来的价格指数收益表现和风险波动情况。

表一．中国与世界主要股市的价格指数表现（1990.12.19 - 2004.12.31）

	晨星股指	道琼斯指数	标准普尔 500	纳斯达克综合	日经 225	恒生指数	MSCI 全球指数
累计收益 (%)	344.0	309.4	267.0	481.9	-51.8	370.5	234.3
年化收益 (%)	11.2	10.6	9.7	13.4	-5.1	11.7	9.0
风险波动 (%)	50.0	14.6	14.4	25.7	21.0	28.0	13.9
收益风险比	0.2240	0.7260	0.6736	0.5214	—	0.4179	0.6475

资料来源：美国晨星公司（Morningstar, Inc.）。

从表一中可以看出，中国股市的整体表现并不落后于全球主要市场。除日本股市因经济衰退和结构调整等原因而应另当别论之外，中国股市十四年来的收益率远在道琼斯指数、标准普尔 500 指数以及 MSCI 全球指数之上，只是低于香港的恒生指数和美国的纳斯达克指数。尤其值得一提的是年化收益率（Annualized Return），美国道琼斯指数自 1896 年以来仅有 5.3%，标准普尔 500 指数自 1927 年以来也只有 5.6%，都远远低于中国股市的 11.2%。只是中国股市的风险波动性过高，从而使其收益风险比大大落后于其他主要股市指数。



资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

第二是中国股市呈现出层次分明、棱角清晰的阶梯式运动，与全球股市、尤其是发达股市通常所展现出来的和缓渐进式延伸大为不同。图一以晨星中国总收益指数为标尺，展示了中国股市过去十四年的演进历史。从中可以看出，从 1991 年中到 2001 年中，中国股市主要是靠七波宏阔、豪洒的上涨浪潮成就了十年的牛市辉煌。它们短则两个月，长不过 11 个月，涨幅从 53% 延展到 458%。除却这七波上涨浪潮，中国股市就只剩得一身憔悴、两袖清风。

第三是中国股市的波动性特点。从表一中可以看到，中国股市的波动性要远远高于世界其他主要市场。譬如晨星中国股指 50% 的风险波动性是 MSCI 国际指数的将近四倍。美国道琼斯指数和标准普尔 500 指数自 1896 年和 1927 年以来的风险波动性也才不过 19.1% 和 19.5%。诚然，就股市结构、交易机制、投资理念、运作规程、市场监管等各方面而言，新兴市场的波动性肯定会超过发达市场。这一点不足为奇，也无可厚非。

以下表二和表三总结了我国股市按月和按交易日的涨幅与跌幅对比情况。它凸现了中国股市在波动性上有别于世界股市的两大显著之处。首先是如表二所示，无论按月还是按交易日而言，中国股市的最大涨幅都超过了最大跌幅，而且超出幅度之大令人瞠目结舌。这也从另一方面再度印证了前述的中国股市的“七波浪潮”理论，即牛市全凭几波暴涨来推动。然而在全球股市中，普遍和正常的规律是和缓的上涨与乖戾的暴跌。股市上扬通常是平铺直叙、慢条斯理，而下挫则有可能风卷残云、势如破竹。换言之，股市的涨幅绝对无法与跌幅相提并论。投资者出于深思熟虑或“井绳效应”，可能会在股市暴涨时从容淡定、作壁上观；但他们却会毫不犹豫地加入股票抛售的队伍，因其无法忍受股市暴跌时财富蒸发所带来的心理压力。就像华尔街一句著名格言所云：地球引力对于股票市场同样适用，因而股价上涨较慢，下跌较快。

表二. 中国股市的最大涨幅与跌幅

	按月统计		按日统计	
最大涨幅	103.4%	1994.8	34.6%	1994.8.1
最大跌幅	-23.8%	1994.7	-17.2%	1995.5.23

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

其次，在过去的 169 个月、或 3663 个交易日中，大幅暴涨的天数和月数显著多于大幅暴跌。例如单日涨幅超过 20% 的就有 4 天，超过 5% 的有 78 天，超过 3% 的竟高达 237 天！换言之，中国股市不是像发达市场中的普遍和正常情况那样，在不知不觉中缓慢地积蓄力量、积累财富，而是靠着个别交易日的突飞猛进来实现量子化般的跳跃式行进。如此频繁的大幅度涨跌，就使得投资组合在管理中，很难取得与市场间的较低跟踪误差。错失个别大幅上涨日也可能会带来十分惨烈的投资后果。

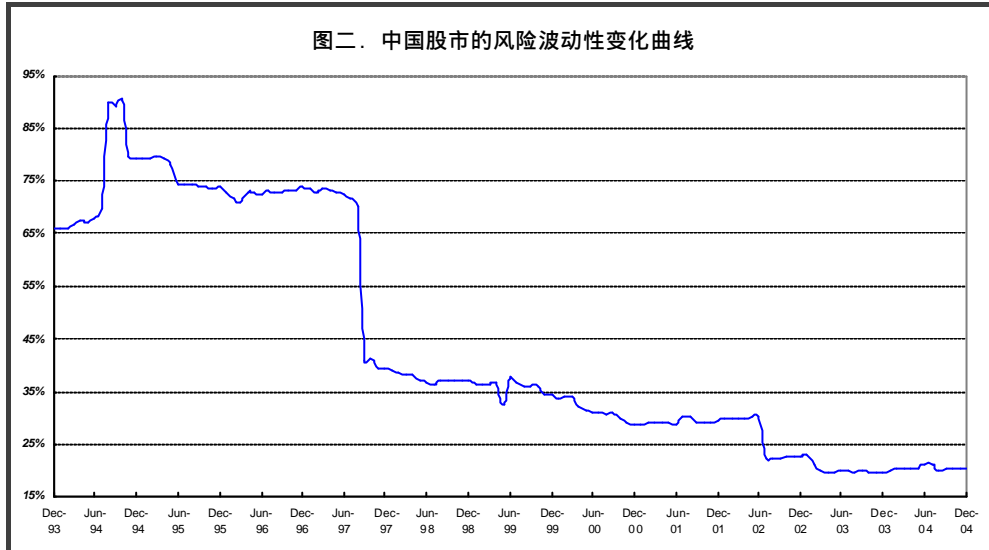
表三. 中国股市的波动性分析 (1990.12.19 - 2004.12.31)

涨幅	月数	跌幅	月数	涨幅	日数	跌幅	日数
> 100%	1	> -20%	2	> 30%	1	> -15%	2
> 40%	3	> -15%	8	> 20%	4	> -10%	7
> 30%	6	> -10%	23	> 10%	16	> -8%	18
> 20%	11	> -7%	34	> 7%	42	> -7%	7
> 10%	26	> -5%	48	> 5%	78	> -5%	68
> 5%	47	> -3%	64	> 3%	237	> -3%	187
> 3%	61	> -2%	69	> 2%	422	> -2%	379
总月数：	169			总交易日：	3663		

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

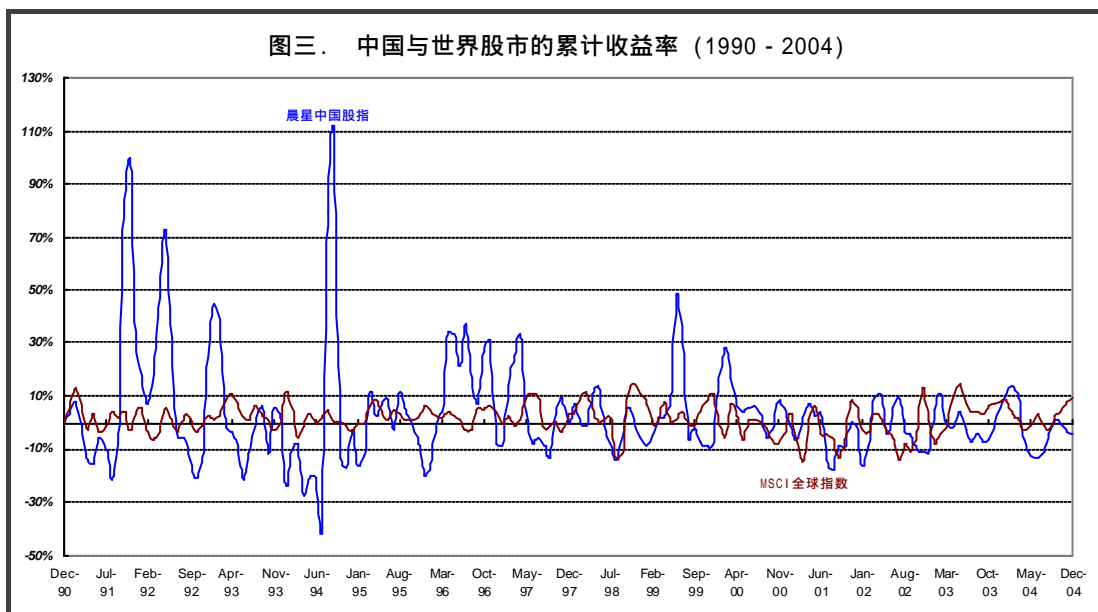
不过令人欣慰的是，中国股市的波动性随着市场在低价位上不断调整和成熟，目前已经得到了显著的改善。图二描述了晨星中国股指 36 个月的风险波动性移动曲线。从中不难看出，虽然十年前的股市波动性曾一度高达 95%，但自 2003 年以来已经稳定在 20% 左右的水平，与国际水准和发达市场

相去不远（参见表一）。当然，导致波动性降低的内在机制还有待于进一步的深入探讨。究竟是因为市场监管力度不断加强，机构投资者队伍逐步壮大，从而弘扬了理性的投资理念，抑止了市场投机的泛滥；还是由于市场的纷繁与孱弱迫使投资者退避三舍、远离尘世，这还需要时间的考验和证明。



资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

中国股市波动性的降低也可从图三中得到印证。以指数的累计收益率作为对比参考，我们可以发现中国股市的剧烈波动性主要发生在 1995 年之前，而且自 2000 年以来已经得到了显著改善。相形之下，反倒是 MSCI 全球指数自 2000 年以来显示出波动性有所增加的趋势。随着二者涨跌趋势的反向逆行，目前中国股市与全球股市的风险波动性已经相差无几。



资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

第四，中国股市是在天时、地利、人和的清新环境和祥和气氛中喷薄而出。它自 1990 年 12 月 19 日诞生之日起就展示了鲜明的个性和强劲的势头。如图一所示，股市总收益指数在头两年中分别狂涨了 115% 和 94%，令全球投资者目瞪口呆、胆战心惊。曾记否，道琼斯指数在最初两年中总共上涨了不到 30%（当时它也只有 12 家成分股而已）。在日本和香港，虽然投资者也曾展开双臂，以炽热的激情去拥抱这一新生事物，但日经 225 指数和恒生指数在其最初两年中也仅上涨了 85% 和 81%。相形之下，中国股指在头 24 个月中却急剧攀升了 316%；在头 26 个月中更是飙涨了 494%，相当于年化收益率 125%！这种异常和畸形的火爆行情为投资者灌注了不切实际的市场预期，催生了股市躁动和投机行为，也为后来的泡沫化结局植入了心理和资本基因。

从图一中可以看出，目前中国股市正在滑向 6000 点的边缘，而这恰巧正是股市在最初 26 个月时的收盘价格，这不能不说是一种充斥戏剧性和幽默感的巧合。不过即便如此，股市在过去 14 年中的年化收益率仍然高达 14.9%，即每年的平均回报率将近 15%。也就是说，中国股市在最初的 26 个月中已经以跳跃的步幅和明快的节奏，大踏步走完了 14 年的漫长征程。就国际水准来看，15% 的年投资回报率能够持续 14 年之久，这会是一个可望而不可及的曼妙数字。它既超过了中国国民生产总值的增长速度，也会成为国际股市历史上的里程碑事件。倘若没有后来股市的进一步涌动和飙升，投资者肯定会为这一股市回报率而感到心安理得、心满意足。只不过后来股市的“非理性繁荣”彻底颠覆了投资者中原有的坐标系和度量仪。

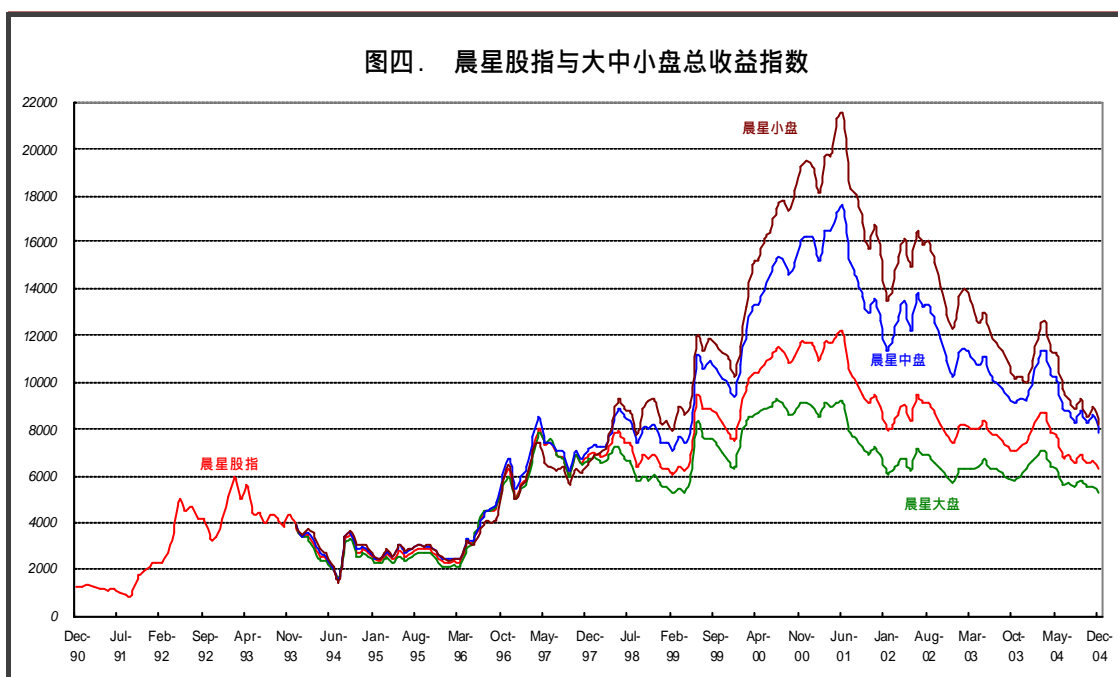
第五是中国股市目前仍然处于泡沫破灭后的修正期，并且尚无转危为安、东山再起的显著迹象。这也导致投资者怨声载道、义愤满腔，早已忘却了股市泡沫时的繁华与喧嚣。从图一可以看出，对于中国股市总收益指数来讲，6000 点是一个十分重要的技术性关口，因其在股市历史上曾经具有阻抗线和支撑点的双重功能，而且股市如今又再度逼近这一要塞。中国股市在 1993 年 2 月 8 日首次突破了 6000 年大关，收盘于 6069 点。但该点也铸成了市场的阻抗线，直到四年后的 1997 年 3 月 6 日才最终得以突破。在此之后的 1997 年 9 月底和 1999 年 5 月中，指数又两度在 6000 点时得到了市场支撑，没有最终跌破。不过指数在 2004 年底时的收盘价为 6230 点，可以说已是岌岌可危，正在掉头返回 1993 年 2 月初的水平。

此外，晨星中国股市总收益指数的 5000 点也具有重要的指标性含义，同时扮演过阻抗线（1992 年 5 月底）和支撑点（1997 年 1 月初）的双重角色。如果股市 6000 点不幸失守，指数将会进一步下探 5000 点关口。不过即便股市回到了 13 年前 5000 点的水平，14 年来的股市年化收益率也仍然会有 13.7%，数倍于美国道琼斯工业平均指数自 1896 年以来 5.31% 的年化收益率水平。关于中国股市的泡沫化历程，本文稍后还会详细分析。

二．股票规模类别差异

1981年，美国学术界通过实证研究，发现并验证了股票的“规模效应”（Size Effect），即不同规模的公司股票具有不同的业绩表现和运行规律，而且在股市历史上会呈现出“十年河东，十年河西”的交替领先局面。之后这一效应很快就在全球不同股市中纷纷得到了应验。那么在中国股市中是否也存在着这一普遍现象呢？这一命题理所当然为投资者所关注。

早期的中国股市只有“老八股”，没必要也不可能将整个股市进一步按规模类别划分为大、中、小盘股票。所以当股票数目和资产规模达到一定水平之后，美国晨星公司才从1993年12月31日起开始，根据国际指数的统一标准和原则，编制和发布了中国股市的大中小盘指数。其编制方法是将上交所和深交所中交易的所有A股股票汇总（2001年6月1日起又加入B股股票）；按总市值降序排列，然后扣除占总市值3%的那些排名最后的微型股票（Micro）。所有剩下的股票占股市总市值的97%，它们也就是晨星中国股市指数的成分股。在股票排序中占中国股指总市值70%的股票被定义为大型股票，其后的20%为中型股票，剩余的10%为小型股票。这一划分标准符合世界所有的股票市场，而且与晨星公司的美国指数和国际指数相一致。



资料来源：美国晨星公司（Morningstar, Inc.）。

图四描述了晨星中国股指和大中小盘总收益指数在过去十年中的相对表现。从中可以看出，从1993年底到1997年底，大中小盘指数基本走势一致，并无任何显著差异。但从1998年开始，三者

开始分道扬镳。小盘和中盘股票遥遥领先，而大盘股票却始终低迷不振，成为整个股市的落伍者和绊脚石。并且这一差异日渐扩大，在 2001 年 6 月底时达到了顶峰。大盘股收盘在 9100 点，而中盘股和小盘股则分别收盘于 17500 点和 21500 点。

中国小盘股最扣人心弦的一波涨潮始于 2000 年初，这恰巧也是美国股市小盘股开始大踏步前进的时刻。这究竟是一种偶然巧合，还是有着某种必然联系，人们不得而知。但至少有一点中国股市与美国股市截然不同。那就是美国小盘股的领先乃板块反转所致。在此之前，大盘股已经独领风骚七八年，导致相对价位越来越高，投资魅力所剩无几。因此小盘股的翻转乃大势所趋、势在必行，只是时间早晚的问题。而中国股市自 1993 年底大中小股票裂变分家以来，还从未出现过大盘股分外妖娆的景致，只有小盘股一路天马行空、笑傲江湖。

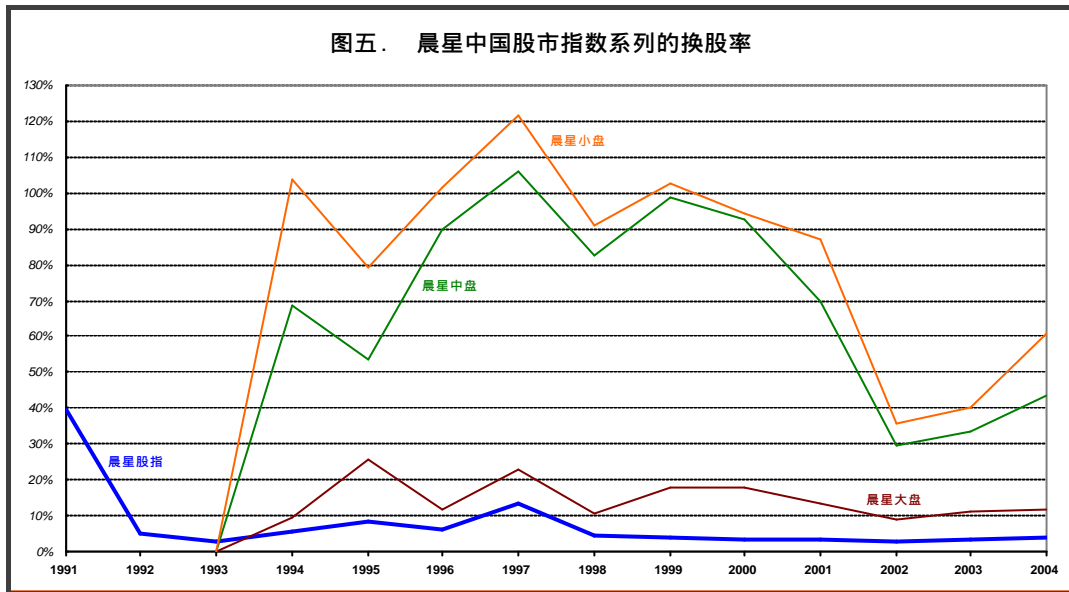
这一现象在表四中也得到了生动的体现。虽然小盘股和中盘股的风险波动性要略高于大盘股和整个市场，但它们出色的收益率足以补偿这一缺憾，使它们获得更高的收益风险比。小盘股何以会有如此优异的表现？初始股的发行不会是主要因素。因为初始股只有在指数季度调整时才会加入指数；即便是市值很高、影响力很大的初始股票，也只能在上市五天之后才进入指数。所以初始股价格暴涨所带来的影响应当十分有限。小型股票通常具有流动性差、换手率高、持有人少、易被操纵等特点，因此持续不断的短期市场投机应当说是导致中小型股票轮番上涨、此起彼伏的主要诱因，它使得小盘股指数总能源源不断得到持续攀升所需要的动量和推力。

表四. 晨星股指与大中小盘总收益指数的业绩表现

	1990 - 2004	1993 - 2004			
	晨星股指	晨星股指	晨星大盘	晨星中盘	晨星小盘
累计收益	397.7%	59.7%	34.4%	102.2%	110.5%
年化收益	12.1%	4.3%	2.7%	6.6%	7.0%
风险波动	50.0%	44.6%	41.9%	48.5%	49.6%
收益风险比	0.2420	0.0964	0.0644	0.1361	0.1411

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

就指数换股率而言，国际上的平均水平为整体指数 2.5% 左右，大中小盘指数分别为 6-8%、16-20%、32-35%。从图五中可以看出，中国大中小盘指数的换股率明显高于国际指数的平均水准，但是目前已经比 90 年代中期有了显著改善。指数换股率的高低与市场波动性有着千丝万缕的联系，频繁和大幅度的股价变化是致使换股率升高的主要原因。因此伴随着市场波动性的降低（参见图二及图三），中国指数的换股率也有所下降。



资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

表五. 晨星中国股市指数系列的成分股数目

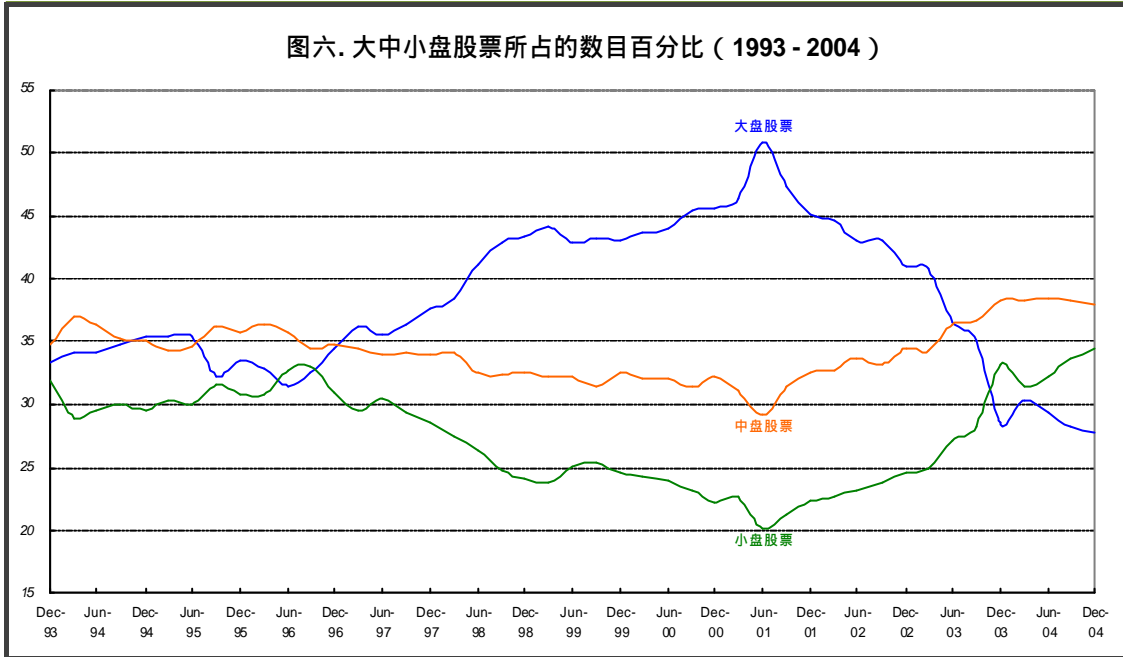
	晨星股指	晨星大盘	晨星中盘	晨星小盘
2004	1211	335	459	417
2003	1157	330	443	384
2002	1171	480	404	287
2001	1127	509	367	251
2000	945	431	304	210
1999	826	355	268	203
1998	741	321	241	179
1997	628	236	213	179
1996	427	147	148	132
1995	269	90	96	83
1994	254	90	89	75
1993	150	50	52	48

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

就大中小盘指数的成分股数目来讲，如表五所示，大盘股票的数目在 2002 年以前基本上超过了中盘股票和小盘股票。这与发达国家的股市格局迥然不一。说明中国股市中还缺少真正意义上的蓝筹股，也就是说股市中还没有多少能够成为中流砥柱的股票，它们从市场交易的角度来讲具有规模庞大、流动性好、波动性低、持有人多的特点。由于市场缺乏中坚力量作为骨架支撑，因而导致股市结构松散，而不是像发达国家那样仅靠少数蓝筹股就能搭建起大型股指数的构架。

不过这一情况在过去三年中已经有了局部性的改善。如图六所示，大盘指数虽然仍占整个市场的 70% 左右，但组成这 70% 股市总值的股票数目已经显著下降。就股票总数的百分比而言，大盘股的比重已经从 2001 年中期的 51% 急速降低到了 2004 年底的 28%，说明“大盘越大”的趋势已经开始展

现。这无疑是标志着股市结构正在重塑的重要信号。如果这一趋势能够持之以恒，我们将会看到大盘股比重的进一步下降，而且中盘股的比重也会逐步降低到小盘股之下，最终使大中小盘股票的相对数量比重贴近【1-3-6】的格局。



资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

从四个指数间的相关系数来看，中盘指数显得十分突出（参见以下表六）。首先是它对晨星股指的相关性和影响力最大，甚至超过了大盘指数。说明在不同规模的股票之中，只有中盘股才是名副其实的股市核心与权威。其次是它与小盘指数的亲和力要胜过与大盘指数。这点也可以在图四的指数业绩曲线中得到诠释。

表六. 晨星中国股市指数间的相关系数

	晨星股指	晨星大盘	晨星中盘	晨星小盘
晨星股指	1.0000			
晨星大盘	0.9903	1.0000		
晨星中盘	0.9930	0.9682	1.0000	
晨星小盘	0.9714	0.9318	0.9873	1.0000

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

至于指数间的跟踪误差，并无任何令人惊奇之处。各指数间的跟踪误差与它们在图四曲线中的距离完全一致，例如大盘指数与晨星股指、中盘指数、小盘指数的跟踪误差随曲线距离的加大而递增。与相关系数不同，跟踪误差用以衡量不同指数间收益之差的波动性。

表七. 晨星中国股市指数的跟踪误差

	晨星股指	晨星大盘	晨星中盘	晨星小盘
晨星股指	0			
晨星大盘	6.57%	0		
晨星中盘	6.76%	13.14%	0	
晨星小盘	12.34%	18.53%	7.91%	0

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

晨星中国指数系列的一大特色，就是所有指数从诞生之日起，就同时包括价格收益与总收益指数。由于二者间计算方式的主要区别在于股息的重新投资与否，所以它们的收益之差就间接反映了指数在某一特定时段内的平均年股息收益率 (Dividend Yield)。如表八所示，中国大中小盘指数的股息收益率依次递减，这与国际市场上的普遍情况和趋势完全一致。

表八. 晨星中国总收益指数与平均股息率

	1990 - 2004	1993 - 2004			
	晨星股指	晨星大盘	晨星中盘	晨星小盘	晨星股指
总收益指数	12.15%	4.34%	2.72%	6.61%	7.00%
价格收益指数	11.24%	3.34%	1.56%	5.78%	6.39%
二者之差	0.91%	1.00%	1.16%	0.83%	0.61%

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

但是中国股市中存在着股息率偏低的现象。例如根据晨星公司美国股票全市场指数的当前资料，美国大中小盘指数的股息率依次为 1.62%、1.23% 和 0.97%，比中国股市高出 50% 左右。美国大市的股息率 1.49% 也比中国股市的 1% 高出近 50%。并且美国股市目前的股息率还处于历史平均值的最低端。譬如从 1802 年到 1870 年，美国经济腾飞期的平均股息率为 6.4%；从 1871 年到 1925 年，美国经济稳定期的平均股息率为 5.2%；1926 年到 1999 年美国成熟期的平均股息率为 4.6%。此外，标准普尔 500 指数自 1927 年以来的平均股息率也将近为 4%。

三．股市产业行业差异

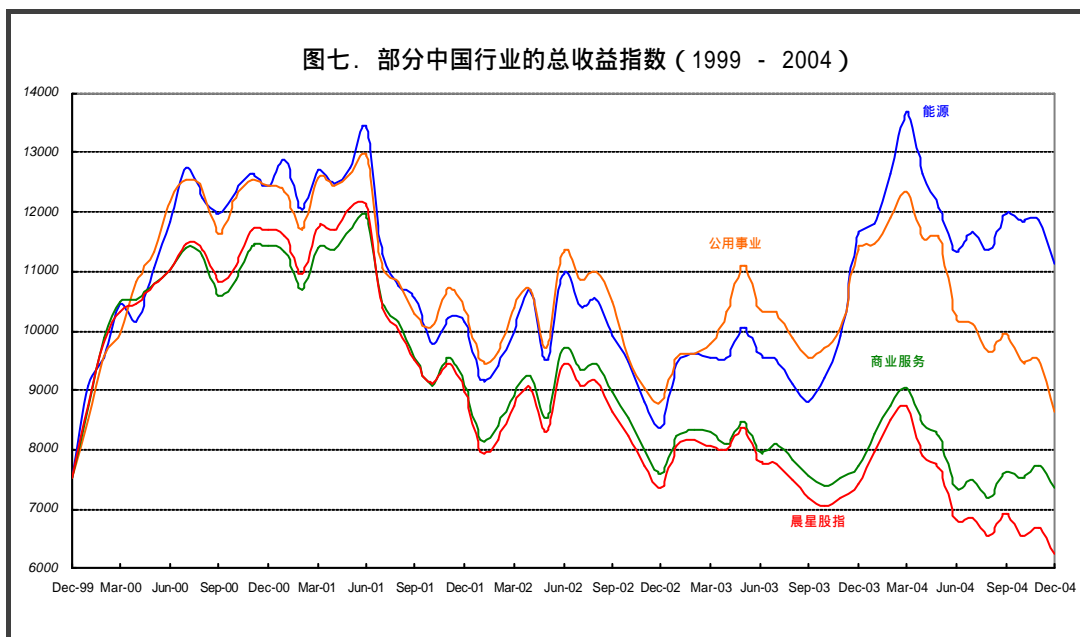
股票的产业行业差异是与股票的规模类别差异相似的另外一类股市现象。从 90 年底末期开始，“行业取向”已经开始取代“国家取向”成为国际投资的一种主要方式。不同产业行业的股票可能会在不同的市场环境和投资气氛中有着截然不同的表现。晨星中国行业指数的基期为 1999 年 12 月 31 日，价格指数与总收益指数同时计算。采用美国晨星公司的国际行业划分标准，中国股票被分为信息、服务、制造三大产业，每个产业中又各自包括四个行业，所以一共为 12 个行业。

表九列出了这 12 个行业总收益指数在过去五年中的业绩表现。由于中国股市自 2001 年 7 月以来始终处于泡沫过后的修正期，所以 12 个行业中只有能源、公用事业、电讯业三个指数出现上升，尤其是能源股还取得了 8.1% 的年化收益率。其中表现最差的当数软件业和硬件业股票，五年的下跌幅度均在 30% 以上。

表九. 中国行业总收益指数的业绩表现 (1999 - 2004)

	信息业				服务业				制造业			
	软件	硬件	传媒	电讯	医疗保健	消费者服务	商业服务	金融服务	消费品	工业材料	能源	公用事业
累计收益 (%)	-41.0	-32.5	-10.3	7.9	-22.8	-29.4	-2.4	-24.9	-27.7	-17.3	47.9	14.8
年化收益 (%)	-10.0	-7.6	-2.2	1.5	-5.0	-6.7	-0.5	-5.6	-6.3	-3.7	8.1	2.8
风险波动 (%)	26.9	26.1	30.7	39.9	21.3	24.7	20.1	22.5	20.0	21.8	24.0	22.0
收益风险比	——	——	——	0.0383	——	——	——	——	——	——	0.3394	0.1274

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。



资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

图七展示了能源、公用事业、商业服务在过去五年中的业绩曲线。在所有 12 个行业指数中，它们的五年表现超过了整个大市，尤其是能源和公用事业股票。而且这一领先趋势先后在 2004 年春季时登峰造极。尽管电讯和传媒业指数的五年表现也同样优于中国股指，但考虑到它们只有 3 家和 7 家成分股，缺乏足够的行业代表性，所以没有包括在内。

像世界所有股市一样，中国股市在这五年中也存在着明显的行业转换现象。表十列出了每年表现最佳和最差的三个行业。在五个年度最佳名单之中，能源和公用事业分别出现了四次和三次，商业服务和医疗保健出现了两次。在五个年度最差名单中，软件业连续三年榜上有名，硬件、传媒、医疗保健、消费者服务则出现两次，而能源业从未上榜。始终保持中游的只有工业材料，五年来从未进入过最佳或最差名单。此外中国股市中也反复出现过物极必反、否极泰来的行业转换情况，即今年的较差行业成为来年的较佳行业，或正好相反。类似的例子在五年中出现过四次。

表十. 中国股市中的行业转换

	2004	2003	2002	2001	2000
最佳行业	传媒	电讯	医疗保健	金融服务	医疗保健
次佳行业	能源	能源	公用事业	公用事业	软件
再佳行业	商业服务	公用事业	商业服务	能源	能源
再差行业	医疗保健	医疗保健	消费者服务	传媒	商业服务
次差行业	消费品	软件	硬件	硬件	传媒
最差行业	公用事业	消费者服务	软件	软件	金融服务

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

表十一. 中国股市行业股票间的相关系数 (1999 - 2004)

	软件	硬件	传媒	电讯	医疗保健	消费者服务	商业服务	金融服务	消费品	工业材料	能源	公用事业
硬件	0.90											
传媒	0.77	0.82										
电讯	0.56	0.68	0.67									
医疗保健	0.82	0.84	0.70	0.64								
消费者服务	0.90	0.90	0.80	0.67	0.89							
商业服务	0.85	0.91	0.80	0.69	0.91	0.94						
金融服务	0.75	0.84	0.70	0.66	0.86	0.89	0.93					
消费品	0.84	0.88	0.72	0.60	0.91	0.93	0.96	0.92				
工业材料	0.82	0.88	0.75	0.70	0.92	0.94	0.98	0.92	0.97			
能源	0.74	0.74	0.67	0.50	0.77	0.78	0.86	0.80	0.83	0.85		
公用事业	0.73	0.77	0.61	0.65	0.84	0.81	0.89	0.87	0.87	0.88	0.87	
中国股指	0.85	0.91	0.78	0.69	0.93	0.95	0.99	0.94	0.98	0.99	0.87	0.90

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

再来看中国股市各行业间的相关系数。首先是信息业的股票与其他行业乃至整个大市的相关性都很低，而且产业内部各行业之间的相关系数也很低，尤其是电讯业股票。这说明信息业具有离群索居的倾向，对市场的影响力也无足轻重。其次是能源和公用事业这两个表现最好的行业，与其他行业之

间的相关性也很低，说明它们经常游离在股市之外，我行我素、独往独来。最后，与其他行业普遍关系紧密的只有工业材料和商业服务，它们同时也与整个股市保持最高的相关性。

表十二描述了中国股票按行业的分布状态，使中国股市的制造业偏向一览无遗。制造业在三大产业中的比重持续保持在 60% 以上，而且包括了两个比重最大的行业，工业材料和消费品。特别是工业材料股票的比重一直超过了整个股市的三分之一。这也是为什么它会与整个股市保持最高的相关性。相形之下，信息业则显得格外单薄和脆弱，所占比重从未超过 8.7%。这也导致了它独行者的孤僻个性。最后必须强调的是，目前在中国内地的电讯和传媒业指数中只分别有 3 家和 7 家成分股，因此严重扭曲了指数的行业代表性，也低估了整个行业在国民经济中的地位和作用。

表十二. 中国上市公司中的股票数目行业分布

年份	晨星股指 股票数目	信息业 (%)				服务业 (%)				制造业 (%)			
		软件	硬件	传媒	电讯	医疗保健	消费者服务	商业服务	金融服务	消费品	工业材料	能源	公用事业
2004 年底	1211	1.7	6.0	0.6	0.2	6.6	5.3	11.9	7.2	16.6	36.3	2.6	5.0
2003 年底	1157	1.7	6.1	0.6	0.3	5.6	5.3	12.4	7.3	16.6	36.7	2.6	4.7
2002 年底	1171	1.6	6.1	0.6	0.3	5.9	6.3	11.9	7.3	16.5	36.0	2.5	4.4
2001 年底	1127	1.4	5.9	0.7	0.2	5.9	6.2	11.4	6.8	17.5	36.0	2.6	4.3
2000 年底	945	1.0	5.5	0.6	0.2	5.4	7.0	11.2	6.8	17.2	36.7	2.5	4.3
1999 年底	826	0.6	5.6	0.6	0.2	4.7	8.2	10.9	6.8	17.4	36.2	2.7	4.1

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

与大中小盘指数相类似，行业指数也存在着总收益指数和价格指数之间的差异。这就是行业的平均股息率。如表十三所示，公用事业和能源行业在过去五年间具有最高的股息收益率，这与国际市场上的现状和普遍趋势完全吻合。同时也部分解释了这两个行业何以会在过去五年内表现优异。在股市低迷颓弛时，投资者会将注意力放在稳定的股息收入上，从而导致高股息股票和行业会在强烈市场需求的推动下价格持续攀升。

表十三. 中国股市中各行业的平均股息率 (1999 - 2004)

	信息业				服务业				制造业			
	软件	硬件	传媒	电讯	医疗保健	消费者服务	商业服务	金融服务	消费品	工业材料	能源	公用事业
总收益 (%)	-10.0	-7.6	-2.2	1.5	-5.0	-6.7	-0.5	-5.6	-6.3	-3.7	8.1	2.8
价格收益 (%)	-10.6	-8.0	-2.9	0.9	-5.7	-7.3	-1.3	-6.1	-7.1	-4.5	7.0	1.4
二者之差 (%)	0.6	0.5	0.8	0.6	0.7	0.6	0.8	0.5	0.8	0.8	1.2	1.5

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

表十四汇总了晨星中国行业指数在过去五年中的换股率。绝大多数行业的换股率并不很高，说明多数行业中公司的主营业务基本稳定。这反映了公司的跨行业并购与多元体裂解并未在中国经济生活中成为主要潮流之一，并因此而导致行业指数的扭曲或失真。不过消费者服务行业却表现出了一贯性的高换股率，显示该行业中公司的稳定性较差。电讯业一度换股率较高，这是由于在国内上市的电讯业公司屈指可数，加入或删除一家成分股会带来震撼性的影响。

表十四. 晨星中国行业指数的换股率比较 (%)

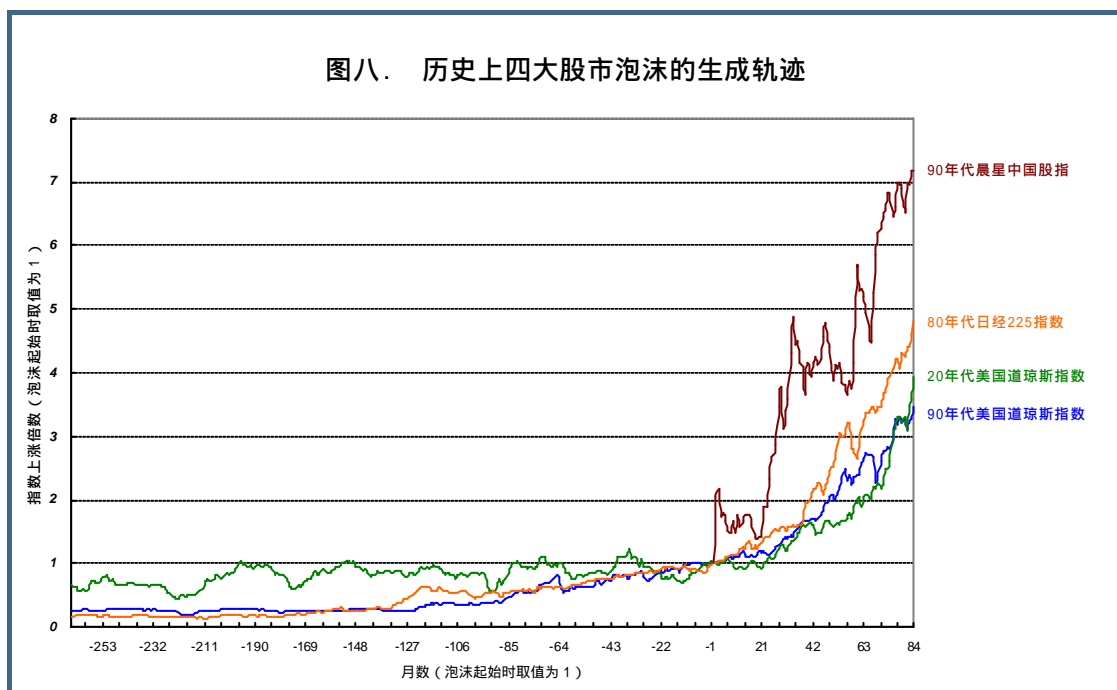
	信息业				服务业				制造业			
	软件	硬件	传媒	电讯	医疗保健	消费者服务	商业服务	金融服务	消费品	工业材料	能源	公用事业
2004 年底	3.7	7.3	0.0	0.0	6.4	18.8	4.8	3.7	7.7	4.6	0.0	0.9
2003 年底	13.9	2.6	0.0	0.0	4.6	5.8	2.0	3.5	6.0	4.1	1.2	1.1
2002 年底	9.6	2.4	0.0	31.9	7.8	10.0	0.6	2.1	3.6	6.2	0.0	2.3
2001 年底	0.0	1.9	4.5	0.0	3.3	16.8	1.2	4.0	7.4	6.1	0.0	2.9
2000 年底	0.0	1.3	0.0	0.0	1.0	10.1	3.5	1.4	3.9	4.9	0.0	1.1

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

四．股市的泡沫化历程

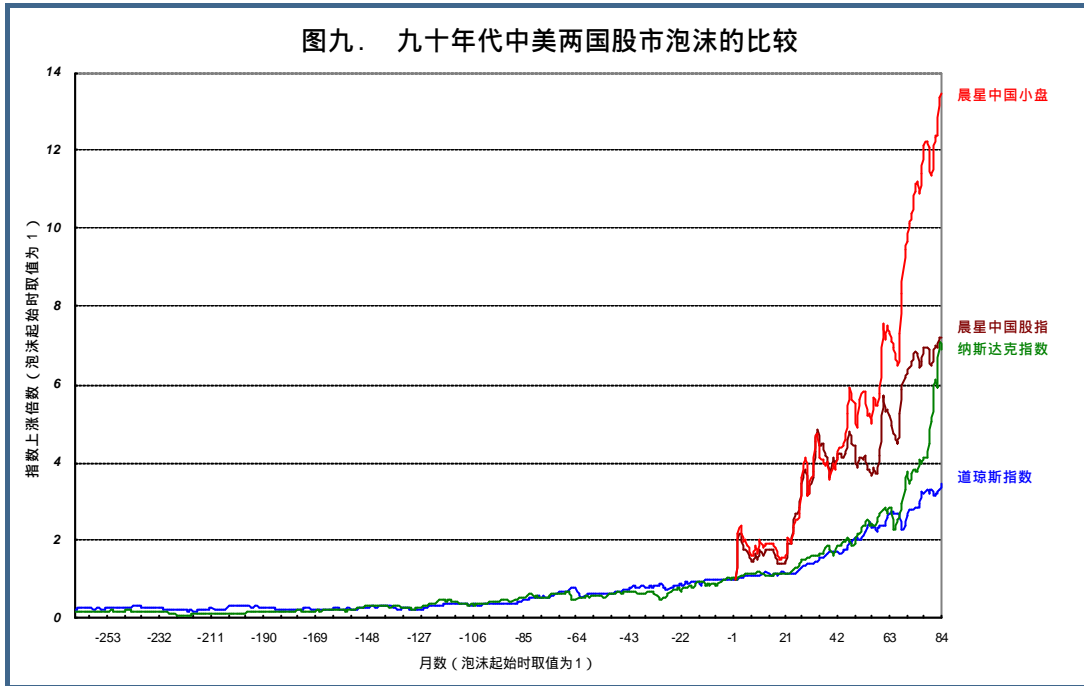
无论投资者同意与否，客观数据显示中国股市在 1994 年 8 月到 2001 年 6 月期间经历了一次空前的泡沫化历程，历时将近七年。目前世界上对于股市泡沫并无统一的标准和严格的定义。有人着眼于股市价格的短期飙升幅度；也有人侧重于股市价位与公司赢利间的相对水平；还有人关注于股市价值与国民生产总值之间的相对比例。但市场普遍公认的一个准则是，如果股市价格能够在四、五年内翻上一番，那就属于股市泡沫的范畴。例如标准普尔 500 指数在 1995 年到 1999 年期间连续五年的年度总收益率保持在 20% 以上；日经 225 指数在 1985 年到 1989 年五年期间的上涨幅度为 237%；道琼斯指数从 1924 年到 1929 年总共上涨了 262%。

世界股市历史上最著名的三大泡沫堪称 20 年代的美国股市、80 年代的日本股市、以及 90 年代的美国股市。以下图八栩栩如生地刻划了这三大泡沫的演生轨迹，有助于投资者来爽然解读股市的玄妙与迷茫。从中可以看出，在 90 年代中国股市泡沫的面前，它们又是显得何等渺小和卑微，仿佛是小巫见老巫。在泡沫膨胀抵达顶峰的七年、即 84 个月内，道琼斯指数在 20 年代和 90 年代分别暴涨了 2.5 倍和将近 3 倍；日经 225 指数狂飚了几乎 4 倍；而中国股市指数的飙升幅度则赫然达到了 6 倍以上。



倘若这一对比还不够触目惊心的话，我们还可以再来看看中国小盘股票的泡沫化程度。图九比较

了 90 年代中美两国股市泡沫的演进历程，给读者留下了一幅清丽的股市剪影。在所有四个指数中，道琼斯指数的泡沫化程度可以说微不足道。纳斯达克指数的涨幅虽然令全球投资者瞠目结舌，至今依然心有余悸，但充其量也只不过是与中国股指并驾齐驱。然而所有这些股市泡沫在中国小盘股指数的辉映下，都显得黯然失色、相形见绌。中国小盘股在这七年中的丰沛激情与磅礴气势，可谓是惊天地、泣鬼神。



资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

这一结论在表十五中也得到了进一步的印证和诠释。美国和日本市场所经受的历次股市泡沫，没有一个可以与中国股市的泡沫化程度等量齐观、相提并论。也就是说中国股市曾经在 90 年代中缔造了世界股市历史上最绚丽夺目、最恢弘壮阔的泡沫化景观，宛若是一出如歌如诉的慷慨壮歌和辉煌史诗。中国股指在七年中平均每年上涨 32.5%，小盘股指数的年增长率更是高达 45%。试想，一个指数连续七年，年年上涨 45%，这会是一幅何等令人心醉、也令人胆寒的壮美景象！

表十五. 世界历史上的四大股市泡沫比较

	晨星股指	晨星小盘	道琼斯指数	日经 225 指数	道琼斯指数	纳斯达克综合
起始时间	1994 年 7 月	1994 年 7 月	1922 年 9 月	1983 年 1 月	1993 年 1 月	1993 年 4 月
顶峰时间	2001 年 6 月	2001 年 6 月	1929 年 8 月	1989 年 12 月	1999 年 12 月	2000 年 3 月
指数增长率	618%	1247%	295%	380%	247%	591%
年化增长率	32.5%	45.0%	21.7%	25.1%	19.5%	31.8%

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

此外，我们还可以用另外一种方式来表述和刻划中国股市的泡沫化程度。道琼斯指数和纳斯达克指数分别在 2000 年 1 月 14 日和 3 月 10 日创下了 11723 点和 5049 点的历史最高点。如果它们当年的泡沫化程度与中国的小盘股相当，那么它们当年的历史记录将会改写为 45000 点和 8900 点，又会在地球上多缔造出几百万个亿万富翁。

图八和图九还同时刻录了中国股市泡沫的另一个主要特色，即它与众不同的突发性和爆发力。无论是在美国还是在日本，股市泡沫都是在不知不觉的和风细雨中悄然成形，而中国的股市泡沫却是在愈演愈烈的疾风暴雨中横空出世。也就是说在中国股市中，噪音不仅干扰了信号，而且淹没了市场。泡沫激活的是那般神奇、激越、而富于戏剧性，尽情展现了股市的摇滚情怀。

1994 年 8 月不仅会在中国股市、而且也会在世界股市发展的史册上留下浓重的一抹印迹。股市指数在一个月内就暴涨了 123%。总共的 23 个交易日中有 4 天的涨幅在 10% 以上，有 11 天超过了 3%。8 月 1 日仅一天就上涨了近 35%，那才是真正的“度日如年”。大、中、小盘指数也分别在 8 月份里狂飙了 133%、123% 和 102%，为无数投资人编织了一串串瑰丽、繁华的仲夏夜之梦。这种彪悍狂野的上涨浪潮汹涌澎湃、气势如虹，在世界股市的历史上可谓是“前不见古人，后不见来者”。

无须为泡沫的最终破灭找寻任何理由和籍口。凡是泡沫，就不会长盛不衰、万古不灭。当它无法承受市场之重而筋疲力竭之日，也就是曲终人散、冰消瓦解之时。殊不知，股市辉煌的极致也就是她最后的温柔。股市泡沫必然会步向灭寂的历史归宿，重归理性的严峻和冷漠，让万千投资者浸染在昔日的璀璨中流连忘返。股市泡沫历来就是一部辉煌与消亡并驾齐驱的历史，谁都不愿、也不会想到，股市宏阔的架构竟会在欢声笑语中。坍塌的如此凄凉、无奈。因此，全流通问题就像是压死骆驼的最后那根稻草。即便没有这一顾虑和威胁，其它一些莫名因素也会在某一时刻触发崩盘，为股市的昔日辉煌立造墓碑，让一场风风火火、轰轰烈烈在悄然间被碾作历史尘迹。

香港的可流通股比例尚不足 49%，虽然高于中国的 35%，但却远远低于欧美股市 90% 左右的平均水平。可是国际投资者从未把香港很低的流通股比例视作潜在威胁，担心私人机构和机构持有股有朝一日突然上市会导致股市消化不良。他们也不会仅仅因为如此而改变自己的投资决定或组合结构。在中国，庞大的国有股固然是一个独特的影响因素，可能会干扰股市的供需平衡，但它在 90 年代中并未阻碍股市的上涨和泡沫的膨胀。况且全流通问题至今仍然停留在探讨阶段，并未付诸实施，导致股市因庞大国有股的持续涌入而难堪重负。因此，与其将全流通问题斥为导致当前股市低迷的罪魁祸首，毋宁说中国股市仍然处于泡沫后的调整期，即便没有全流通问题的争议也无济于事。

同样，认为中国股市的持续低迷乃因市盈率过高的说法也未必准确恰当。诚然，以国际标准来

看，目前中国股市的市盈率确实偏高。然而这已是历史一贯制，并不是泡沫过后的这三年才意外上升。而且如今的股市市盈率已经远远低于 90 年代末期时的天价水平。既然当年令人困惑的市盈率都未曾阻碍股市行进的步伐，何以今天更为合理的市盈率反而会成为束缚股市上扬的缰索？更重要的是，中国国内股市的准封闭性使大多数股民无法染指市盈率确实更低的海外市场。尽管大坝内外确实存在着水位落差，但内外水位的高低并无直接关联，也缺乏可比性。坝外水位再低也无碍于库内水位的高度。

另外，是否应当把目前中国股市的艰难归咎于公司资质太差、管理水平太次、赢利能力太差呢？第一，中国股市的起点并不低。想当年道琼斯工业指数于 1896 年 5 月 26 日创建时，12 家成分股中充斥着蔗糖、棉油、皮革、橡胶、烟草、酿造、煤气、煤矿等农工混合式企业，连像样的制造业都称不上，只有一副资本主义初级阶段的窘态。从企业规模、行业布局、资产水平、公司治理上讲都远不如 1990 年中国股市诞生之时。

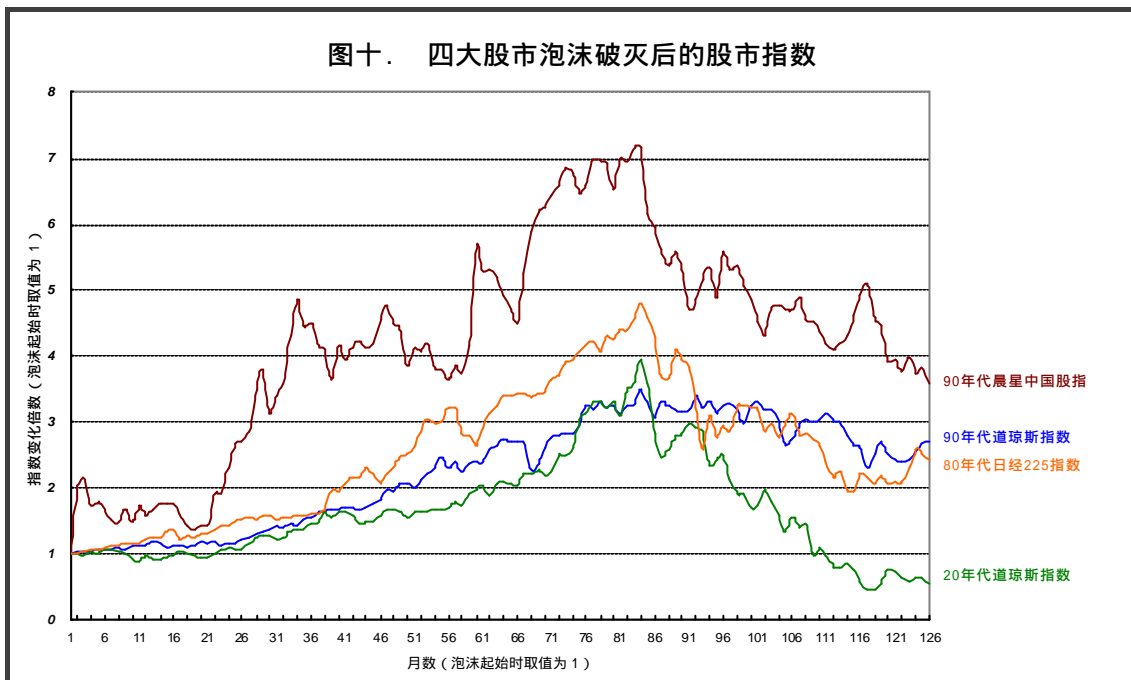
第二，股市从无到有、从小到大，需要时间的培育和岁月的洗礼。美国第一家股票交易所于 1790 年 12 月 19 日诞生在费城，比上海证券交易所早了整整 200 年。而中国走向市场经济才不过 20 多年的历史。因此中国公司确实需要时间来熟知国际标准，消化国际准则，达到国际水平，走向国际舞台。

第三，目前大多数中国公司就国际水平来讲，确实存在着资质上的差距。不过从整体上讲仍处于改善和进步之中。如果说是公司资质与赢利能力的缺陷导致了今天股市的低迷，难道说 90 年代中国股市高涨时，公司的管理水平和获利能力比今天还强么？它们当时为什么就没有成为桎梏股市上扬的枷锁？第四，中国的法规建设和监管能力近年来有了显著改善，这也促进了公司资质和管理水平的提高。就美国和日本股市的经验来看，股市泡沫破灭之后通常都会引发有关政府监管责任的争议，进而导致监管的系统化和严格化。所以政府监管的加强是股市泡沫破灭之后的结果，而不是诱发泡沫破灭的缘由。

如果说在中国，还有全流通问题可以成为众矢之的，还有市盈率过高可以成为怪罪之事，还有公司资质差可以成为责问之人，那么在美国和日本，股市泡沫何以会骤然破灭，尤其是在日本破灭于 80 年代的最后一个交易日，至今成因不详，根本就没有始作俑者可以声讨。同理，泡沫之后多久才是隧道尽头的光点，也不会有人预测绝对准确。所以，泡沫的膨胀需要不断有新故事和新主题去激活、去刺激、去演绎，但泡沫的破裂则无需任何冠冕堂皇的理由。一切皆为股市运行规律使然。正如华尔街格言所云，股市是一艘没有归宿的船帆，百年来浸染了风和雨的洗礼、赚与赔的沧桑。

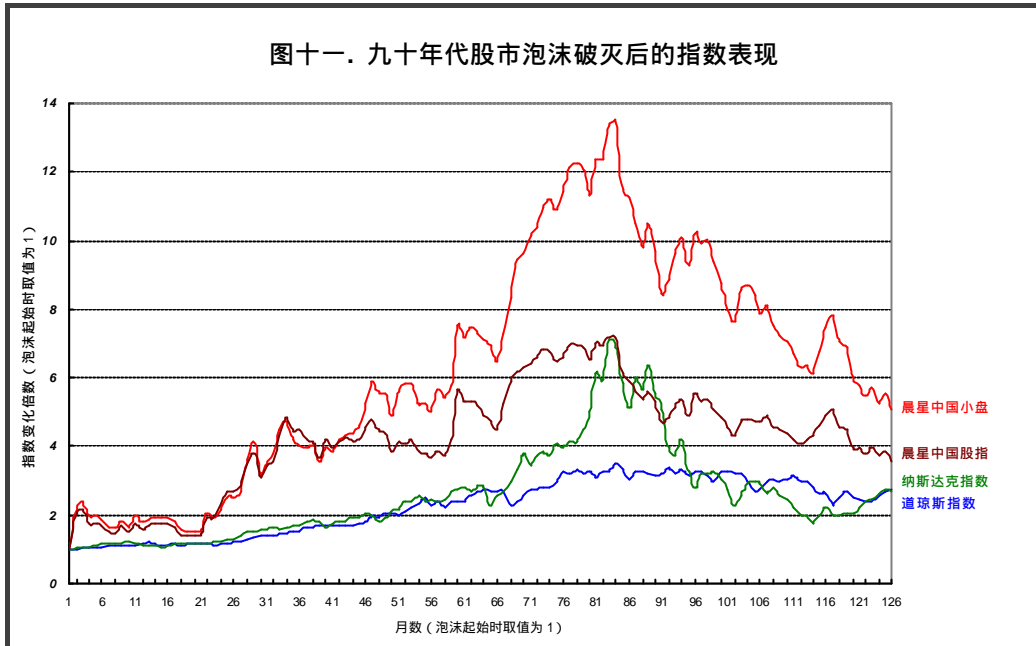
图十刻录了股市泡沫破灭三年半、即 42 个月之后的股市伤痛，其中尤以日本股市的风烛残年、

油尽灯枯为甚。正可谓“所有的股市泡沫都是相似的，但破灭之后却各有各的悲凉”。股市可以创造神话，也可以终结神话；股票可以孕育梦想，也可以葬送梦想。泡沫破灭后，是愤懑和忧伤把投资人凋零的激情和窒闷的哀怨串在了一起。埋藏在心底的只有温馨的追忆、惆怅的缅怀和莫名的恐惧。股市已经从财富和天使的象征堕落成为悲哀和幽怨的代名词。



虽然在不同的市场中，泡沫的激活与爆发可能源于不同的背景和主题，但有一点却是异曲同工、殊途同归。那就是梦醒时分，只剩得一枕苍凉。泡沫迟早会破灭，而且破灭后将会是一个股市白堊纪的降临，人们将在漫长的黑暗中期冀着复活与重生。图十一就显示了 90 年代中美两国股市泡沫后一泻千里的悲壮景象，映照股市的苍然暮色。尤其值得注意的是，虽然中国股指和纳斯达克指数在泡沫期间的绚丽多姿相差无几（见表十五），但纳斯达克指数在泡沫之后的惨烈与苍凉要远胜过中国股指。换言之，如果以纳斯达克指数作为标的物，就暗示着中国股市目前仍然遗留着泡沫内的残存能量，市场仍有继续下行和持续修正的空间。

这一点也可以通过表十六来剖析和解读。自 2001 年 6 月底泡沫顶峰以来，中国股指虽然在其后的三年半内已经下挫了 48.5%，但远优于纳斯达克指数 2000 年狂泻和道琼斯指数 20 年代崩盘后的痛感指数。另外一个值得关注的指标是，尽管中国股指已经自泡沫顶峰急剧下挫，但仍比泡沫形成时的股市价位高出了 293%，小盘股指数更是高出了 436%。这一幅度也远远优于其它股市泡沫破灭后的惨烈景象。



资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)。

表十六. 泡沫之后股市指数的相对表现

	晨星股指	晨星小盘	道琼斯指数	日经 225 指数	道琼斯指数	纳斯达克综合
顶峰时间	2001年 6月	2001年 6月	1929年 8月	1989年 12月	1999年 12月	2000年 3月
顶峰三年半后	-48.5%	-61.8%	-86.5%	-49.7%	-21.8%	-60.9%
起始时间	1994年 7月	1994年 7月	1922年 9月	1983年 1月	1993年 1月	1993年 4月
顶峰三年半后	293.0%	436.0%	-46.6%	141.7%	171.5%	170.2%

资料来源：美国晨星公司 (Morningstar, Inc.)

不要求全责备初出茅庐、意气风发的中国股市。股市泡沫并非是新市场的独特景观。如果说 20 年代的美国股市被叫做发达市场尚且称之有愧的话，那么 80 年代的日本和 90 年代的美国作为全世界规模最大的两大股市，也曾有过股市放浪形骸的时刻，也同样烙有股市泡沫的深刻印记，并留下了一些发人深省的至理名言。像股市中周而复始、轮回不止的三步曲：在诚惶诚恐中萌发，在不知不觉中成长，在尽善尽美中崩坍。这一精辟论述一针见血地点破了股票投资的玄机。既勾勒了股市上百年来荣辱兴衰的脉络，凝结了盛极必衰、否极泰来的精髓，也浸透了中国人福祸相倚的深刻哲理，更揭示了人性中贪与怕的错综纠结。难得华尔街能用一句话就把投资者在股市炼狱中陶冶、升华的历程描绘的入木三分，把股市风云和投资沧桑刻划的如此淋漓尽致。

股市泡沫之后会给社会留下繁多的综合后遗症，也给投资者心中带来了撕裂的记忆和刻骨铭心之痛。第一是它无情葬送了宝贵而可观的社会财富，尤其是那些随泡沫升腾而蜂拥而至的后续资本。例如从 2000 年初到 2002 年底，仅是美国股市泡沫的破灭就使得 6 万亿美元资产灰飞烟灭，超过了美国国民生产总值的一半以上。无怪乎许多人一提到股市投资，便是爱恨情仇的全方位降临。今天的中

国股市还仍然在承接昔日泡沫所残留下来的历史积淀。对众多投资者来说，伤痛仍在持续，记忆依旧鲜活。

第二是它使金融投资公司处于水深火热之中。在美国，每次股市泡沫的破灭都会给华尔街以致命一击，使他们痛失往日的风采和魅力。从投资银行到资产管理，从经纪业务到共同基金，几乎无一幸免。在阴霾的笼罩下，一切都可能受到质疑和挑战。股民失去了投资信心，公司失去了上市愿望，市场失去了交易动力。如今中国券商所受到的巨大生存压力也就是对这一残酷现实和严重恶果的真实写照。

第三是无形之中造成了市场投资心态的扭曲和变形。泡沫的膨胀先是萌发了人们对投资回报率不切实际的憧憬和希冀，把他们一步步导入误区；继而泡沫的破灭又使他们堕入深渊、万念俱尽，尽情领略了股市的诡秘和乖戾，只能在愤懑与忧郁中斩断与股市的万缕情丝。正是这一从“请君入瓮”到“无力自拔”的轮回过程，使得泡沫之后的股市通常会濒临失血和贫血的危机，要经历漫长的岁月才能够东山再起、卷土重来。

第四是股市泡沫的破灭会给国民经济的成长带来巨大压力。从历史上来看，虽然经济衰退并非皆为股市泡沫破灭所引发，但股市泡沫最终都会导致经济衰退。80年代日本的股市泡沫如此，20年代和90年代美国的股市泡沫也同样如此。所幸之事是这一惨痛局面并未在中国出现。这并非是由于中国的股市泡沫还不够大，而主要是源于中国股市与整体国民经济的相对比重还太小，股市在经济发展所需的资本供应链中所扮演的角色并不重要，因此股市风暴还不足以撼动经济成长的步伐。例如中国的流通股总市值在2001年时还只有国民生产总值的20%左右，而且股市也还未成为公司企业主要的融资方式。所以股市的震荡与抽搐没有直接影响到大多数企业的发展与成长。

泡沫演生于股市的寒武纪，终结于股市的白垩纪，但它毕竟记载着股市的演进历程，也给人们留下了有益的经验 and 启示。第一是它唤醒了人们的理性思维。尽管少数投资者依然会一枕残梦未醒，但大多数投资者都会在灾变之后，成熟于炼狱中的磨难，成熟于幽寂后的重生。通过追忆股市的颠簸历程，他们会沉静下来梳理一下散乱的感悟和思绪，体会到股市投资的真谛，进而反省自己的投资理念，修正自己的投资目标，更新自己的投资原则。股市投资是一个无穷无尽的漫长历程，只有不为贪婪和恐惧所扭曲的才是大师，只有笑到最后的人才享有胜利者的从容和安详。

第二是它发出了法规完善和政府监管的呐喊。美国20年代股市泡沫破灭之后产生了证监会（SEC），催生了1933年的证券法、1934年的证券交易法以及1940年的投资公司法。90年代泡沫破灭后孕育了2002年7月的【萨欧法案】（Sarbanes-Oxley Act of 2002），并触发了政府机构的一连串调查和整肃风潮，从券商分析师到公司董事长，从共同基金到保险公司。在今天的中国市场中也

同样如是，政府的监管水平和能力近年来有了显著提高。这就使股市能够从炽热走向温煦，由狂放渐入沉着，为它今后的长期健康与平稳发展奠定基础，创造条件，正所谓“亡羊补牢，犹未为晚”。

至于说泡沫过后的调整期何时会完结，这取决于多重因素和条件，不同市场之间很难直接类比。道琼斯指数历经了 25 年的时间，直到 1954 年 11 月 23 日才收复了 1929 年 9 月 3 日以来的全部失地；日本日经 225 指数目前仍比 1989 年股市顶峰时下跌了 71%，这已是泡沫破灭后的第 16 个年头；纳斯达克指数估计也还要等上 10 年左右才能重新回到 2000 年 3 月 10 日 5049 点的水平（假设指数每年上涨 9.5%）；道琼斯指数目前的情况尽管略好一些，但想要再创 2000 年 1 月 14 日的历史新纪录也仍是遥遥无期。

虽然无人能够准确预估中国股市东山再起的时间，但我们深信应当不会也等的那么久、那么苦。其一，美国经济在 30 年代、日本经济在 90 年代都经受了股市泡沫的摧残，经济的长期萧条不可避免地风化了股市架构，使它有行无市、有气无力。这与今天中国经济的如火如荼不可同日而语。从长期趋势来看，如果说公司赢利是驱动股市上扬的发动机，那么经济成长就是发动机运转所必需的燃料。

其二，中国基金业和企业年金的蓬勃发展将会声援和辅佐股票市场。在投资者争先恐后、夺门而逃之时，庞大的退休资本出于法律的规定和限制，自然会挺身而出，成为股市的中流砥柱和定海神针。90 年代美国股市泡沫后的重创之所以会远逊于 30 年代，总额达 10 万亿美元的各种退休基金在股市中所发挥的“凝聚效应”就起到了不可忽视的作用。这一数额大体相当于美国当前的国民生产总值。

因此就长期而言，中国股市的远景是光明的，是充满希望和活力的。但就短期来看，中国股市的道路又将是曲折的。首先，泡沫过后的寂苦消磨了投资者的信心和热情。其次，房地产的炽热又为股市造就了强劲的资金竞争对手，使股市受到排挤和冷落。同时，股市近来的持续下探显示股市反弹所需要的坚实基底仍还尚未构建。最后，同时也是最重要的，就是上市公司的资质和赢利能力仍有待于整体性和大幅度的提高。

过去 14 年的中国股市，既有豪洒和丰饶，也有困顿和落寞。这就是股市独特的禀赋与神韵。经过股市泡沫化的淬炼和洗礼，股市立法正在完善，监管力度正在加强，股市结构正在改善，交易机制正在成熟，投资理念正在更新。这标志着中国股市正在告别浮躁与喧嚣，走向理性和从容。虽然眼下市场依然笼罩在当年股市泡沫的阴影中，但随着立法监管审核的改善、股市基础结构的改善、上市公司资质的改善，中国股市一定会以更洒脱的气质、更自信的神态，傲然挺立在世界金融投资舞台上，营造更多的辉煌，演绎更新的传奇。相信这一天已是不太久远。

（关于美国晨星公司中国股市指数系列，请登录网址：<http://cn.morningstar.com>）