

小股民最该避免的三个错误

□清华大学中国与世界经济研究中心主任 李稻葵

从3月底持续至今的这波行情，创下中国股市沉寂7年多的新高，似乎一个新的全民炒股时代又来了。大量新涌入的小股民，甚至广场舞大妈，没有相应的知识储备、技能训练，入市后患得患失、战战兢兢，经常犯一些基本错误。他们不同于基金经理，后者以投资为生，因为管的不是自己的钱，能够以更客观冷静的眼光来对待交易。但我相信在当下市场氛围，如果能把一些基本错误解决，小散也能够挣钱大钱。那么，小股民中最常见的错误有哪些呢？

第一个错误，不往前看，往后看，计较历史（沉没）成本。我们经常看到小股民被套，他们就开始死扛，坐等翻红。这是最低级的错误。因为一旦你买入，成本就跟你没有关系了，经济学家称之为“沉没成本”，你关心的应该是未来该股的市场价。如果看涨就继续持有；如果看跌，那么赶紧跑，这就是俗话说的“割肉”，实际上这已经是“贊肉”。同样地，如果你持股成本是1块钱/股，现在涨到2块，很多股民会觉得有了100%的收益，不贪心了，就走了。这也是错的。你应该考虑的是，未来是能涨到3块钱，还是又会跌回1块钱？

所有的操作应该永远往前看。职业操盘手往往是单股跌幅超过一定幅度，如10%，必须马上走。这当然不是最优选择，因为后市可能还涨回来，这是一个不得已的选择，因为职业投资面对的是资金的主人，他们害怕操盘手玩红了眼，总想把损失找补回来，这种“扳本”的赌徒心态是非常危险的。

第二个错误，过分理性，罔顾大势。经济学家最强调理性，但研究者越来越发现，金融市场不可能100%理性。市场有自己的走势，而走势往往是非理性的。所以我们经常看到当市场整体下行时，你喊破喉咙“我这只股票有价值！”也没用。那怎么做？熊市的信号一旦明确就应该马上跑，而当牛市已经启动，那就要一鼓作气，哪怕拼到头部形成后的下跌5%-10%再出，也算吃了



CFP图片

到了大半条鱼身子。

乔治·索罗斯就是玩这个游戏的大师。索罗斯曾经对我讲，他炒股从来不是斤斤计较于单只股票的涨涨跌跌。他是不断去跟踪研究股票市场上人的共同心态。当绝大部分人认为前景是好的时候，牛市就来了；当绝大部分人出现恐慌的时候，熊市就来了。索罗斯的功夫永远是花在提前判断牛熊的转折点。我自己也犯过过分理性的错误。几年前我就认定B股是有价值的，因为B股比A股价格低很多，而且外汇管制会逐步放松，我相信A、B股早晚会并轨，据此我选了十几只市盈率很低

的B股，组了一个私人小基金。今年4月中旬整个B股市场涨停了，但我的策略也算不上成功，因为我买早了，付出了太多的时间成本。在哈佛读书时，我的论文导师之一施莱法和他的导师萨默斯曾经写过一篇文章，称金融市场的参与者绝大部分是非理性的，他们是造势者，再聪明的人也变不了大势，必须跟着“非理性”走。

第三个错误，可能也是广场舞大妈们最常犯的错误：牛市来了入市，熊市来了跳舞。这样长远看一定是亏多赢少。老股民都知道这个道理，稳定的回报率比大起大落好得多！理财是马

拉松，即使熊市也有机遇。另外现在金融工具也多了，也可以适当学一点做空。许多散户最大的一个错误就是情绪主导。

如果说，第一条经验教训来自机构管理者给我们的启示，第二条是来自索罗斯的窍门，第三条则是专业对冲基金经理人的作风。对冲基金永远在坚持投资，不管熊市、牛市，他们的目标是都要赚钱，而且保持稳健的回报率。炒股票是一种生活方式，需要一种冷面杀手式的作风。这三条教训听起来很简单，但条条都是职业投资人的真功夫，是我观察到的他们多年来的法宝。

PPP与混合所有制改革内在联通

混合所有制与股份制的联通

□财政部财政科学研究所 贾康康 苏京春

透过PPP在新型城镇化中新融资模式层面的作用，继续向深处考察不难发现，PPP可实现与我国现阶段混合所有制改革的联通，从而帮助形成现代国家治理的系统化机制，这也使其当之无愧地成为制度供给的一项伟大创新。

理解混合所有制

“混合所有制”中的“所有制”，指的是生产资料所有制这个层面的含义，反映生产过程中人与人在生产资料占有方面的经济关系。“混合所有制”是“所有制”的一种，但其生产资料所有权并不单一归属于某一类特定个人或群体，其最基本的特征绝非简单的“多种经济成分并存”，而是在于出现“公”与“私”、“国”与“非国”的所有权在一个市场主体内的混合。

若“混合所有制”在某种社会形态下存在，则其在该社会形态下的所有制结构中必有不同于其他类别的一席之地。“混合”一词的字面意思就是“混在一起”，但也可从两方面进行认识：是否实现了混合？混合到怎样的程度？对是否实现混合的判断，有助于认识究竟是否可定性为“混合”所有制；而对混合程度的判断则有助于理解是否需要将“混合所有制”继续发展推进。

因此，“混合所有制”要求的是，不同所有权主体在一个企业体内真正实现“混在一起”，绝不是在某种社会形态中互为外体、他体的简单共存，是在某种社会生产关系具体形态下实现对生产资料的混同占有，可认为即是不同所有权主体实现对某一企业的生产资料既各自清晰又共同占有的所有制形式。

投资者、本企业员工、其他企业产业工人和大量社会上的普通劳动者。

股份制使资本的社会化特征不断提高，已明显地缓解着生产社会化与生产资料私人占有之间的矛盾，有利于生产力的发展。混合所有制取向的股份制深化改革空间，一定会冲破民营企业发展的“玻璃门”、“旋转门”、“弹簧门”，淡化争议不休、很容易走向贴标签但不可能取得共识结果的“国进民退”还是“国退民进”的纠结，打开进一步解放生产力、发展生产力的潜在空间，长远而深刻影响我国现代化进程。

PPP与混合所有制的天然贯通

十八届三中全会全面改革部署中，最重要的涉及几个关键概念的逻辑链接是：第一，确立“现代国家治理”理念，即明确按照现代国家要求来治理国家，提升国家治理体系和治理能力的现代化水平；第二，治理水平的“现代化”联通着“构建现代市场体系”，突破性地提出“使市场在资源配置中发挥决定性作用”；第三，充分发挥市场配置的“决定性”作用，被落实到一个非常关键的表述上，就是关于市场经济运行的基石——产权制度上的改革，主要推进明确表述的“混合所有制”，以股份制这种现代企业制度的标准代表形式，其容纳力和包容性完全可以是把“国”的、“非国”的，“公”的、“非公”的所有产权充分混合在一个个企业内部，从而以一个共赢的方式，在法治框架下无阻碍地实现相互合作与潜力释放，而PPP模式恰恰与之贯通。

一个PPP项目在产权方面没有任何选择上的局限，是一个在法治环境下形成的多产权主体间的契约。最典型的即以SPV的形式组成特殊项目公司来运营PPP项目，公司内所有股权都有清晰归属，每一份标准化的股权属于明确的股东，认定以后不会产生无法处置的纠纷（少数

纠纷可通过法律途径解决），大家可以在稳定的、可预期的、法治化的环境下，追求在共赢中目标利益回报的实现。而且，SPV的股权结构，在天然具有混合所有制特征的同时，又天然地倾向于不使国有权“一股独大”，因为政府股权参与的强烈动机是发挥“四两拨千斤”的乘数效应来拉动，以致民间资本大量跟进。乘数越大，相关工作的业绩评价会越好。社会资本、民营企业在PPP中，通常会成为股权结构中的“失头”，甚至是绝大多数。

因此，PPP这一创新的制度供给，成为现代化全面改革中，发展混合所有制以解放生产力的战略性选择。PPP模式的定位，也应从一开始着眼的满足融资需要，提升到制度供给创新的需要。如果仅停留在融资层面，机会会很功利，很短期地停留在缓解地方政府资金压力的层面，待资金压力不大的时候，就很可能又回过头来摆脱民间资本。事实上，民间资本的加入不但可以缓解政府资金困难，而且可以帮助其提升管理绩效水平，是从融资上升到管理模式创新的一种“升级”。这个升级再汇入以混合所有制为市场经济产权基石的全面改革，更是一种全局性的客观需要。

纵观百年历史，全球有近百个经济体步入中等收入阶段，但是真正跨越此阶段而步入高收入阶段的经济体却寥寥可数。中国如按照和平发展与崛起的愿景成功化解“中等收入陷阱”潜在威胁而实现“中国梦”，就一定要有各种因素合在一起攻坚克难化解矛盾的全面配套改革。其中PPP作为制度供给的创新，就是使市场资源配置作用实现各个方面更多认同，并与政府“更好发挥作用”的各种可操作机制匹配磨合的一个重要改革事项。应把PPP从融资视野提高到管理模式创新，再从管理模式创新提高到全面改革配套必备事项，即实现制度供给方面的重大创新这样的高度来认识。

投资形势趋向好转

□兰格经济研究中心首席分析师 陈克新

上半年经济下行压力有增无减。分析经济增速持续滑落因素，从国内需求来看，主要在于固定资产投资速度回落太多，由此对制造业产生很大拖累。受多方面影响，今年后三个季度全国固定资产投资水平将好于一季度，整体投资形势趋向好转，其中基础设施投资增速有可能达25%以上。

前4个月全国固定资产投资同比名义增长12%，为2000年12月以来最低水平。由于现阶段经济增长“三驾马车”中，外需难有明显提升，消费是个“慢工夫”，只能更多依靠固定资产投资利器。而大规模对国民经济短板领域投资，不仅能够为当前稳增长出力，还有利于经济的可持续、健康发展。为此近期决策层强调，要发挥投资在稳增长中的关键作用。国务院相继批准了各类经济带建设、中西部区域发展，以及“一带一路”规划等，以此作为新一轮固定资产投资的承载和着力点。国家发改委亦密集批复基础设施

投资项目，强调环境保护、水利工程、交通设施、地下管线、棚户区改造等方面建设。迄今为止，项目投资总额已经高达数万亿元。预计今后全国固定资产投资还将继续加码，一直到经济增速企稳、新的增长引擎（消费）发挥主导作用以后。

如此规模巨大的固定资产投资，如果能够迅速全面开工，势必产生同样规模巨大的金属、水泥、机械、能源等物资需求，譬如产生十数亿吨的钢材需求，化解相关行业产能过剩。由此可见，目前要稳定经济增速，首先必须稳住固定资产投资。而稳住固定资产投资的关键所在，就在于促使已经批复投资项目能够迅速全面开工，形成实实在在的工程量。如何保障已经批复的投资项目迅速全面开工？应首先要解决建设资金问题。从宏观层面来看，主要采取了四项措施。

首先，金融机构“双降”。从去年11月开始到今年5月，央行半年内连续三次降息，并且多次定向和全面下调存款准备金率。由于经济下行

压力依然很大，物价涨势温和，PPI持续30多个月负增长，以及世界主要国家高度宽松的货币政策，预计央行今后还会有数次降准和降息，并以其他措施向市场释放流动性。

其次，积极解决地方政府债务问题。包括采用定向承销方式发行地方债，地方政府债务置换，地方债纳入抵押品框架，不得对地方政府融资平台抽贷、压贷、停贷，以及放松对地方政府融资平台控制等，其中地方政府债务置换规模今年就将达到1万亿元。地方政府债务问题的有效解决或缓解，可以使地方政府获得资金，能够进行基础设施投资建设，再次担纲积极财政政策的重要角色，并由此产生对于金融机构贷款的巨大需求，使整个投资活跃起来。

再次，发行企业债券。对于承担重要建设任务的大型企业，可以发行巨大数额企业债券。比如按照国家发改委的批复，中国铁路总公司在2015年度内可以发行总额为1600亿元的铁路建设债券，加上多种方式筹措资金，中国铁路总公司今年发行债券额度将超过2000亿元。

最后，充分发挥股市繁荣积极作用，通过股市繁荣促进上市企业融资，筹措基础设施建设资金。

除了国家层面采取积极措施促进基础设施投资以外，稳定住房需求政策效应也得以显现。近段时间全国房地产市场出现价稳量升局面。国家统计局发布数据显示，在全国70个大中城市中，今年4月房价环比下降的城市继续减少，而一线城市及省会城市房价环比继续上涨。今年1-4月，全国商品房销售面积同比下降4.8%，降幅比1-2月大幅收窄近10个百分点。预计随着房地产基本面的持续改善，一段时期以来持续回落的房地产投资将触底，或带动固定资产投资回升。

受到上述多方面影响，今年后三个季度全国固定资产投资水平，将高出一季度，整体投资形势趋向好转，其中基础设施投资增速有可能达到25%以上。固定资产投资以更高水平增长，势必产生较大乘数效应和带动效应，带动国内需求，实现经济稳定增长。

煤电联动应是电价市场化改革起点

□厦门大学能源经济创新中心主任 林伯强

决策层去年提出还原能源的商品属性，形成主要由市场决定能源价格的机制，近期再次强调推动电力体制和电价改革。我国电价长期采用政府成本加成定价，消费者对电价调整十分敏感，受制于承受能力和支付意愿，电价改革虽有共识，但长期处于缓慢滞后的被动状态。

电价改革离不开对煤价和电价的讨论。中国电力过去、现在和可以预见的将来，基本上是火电系统。火电一直提供了超过75%的电力，用掉了将近50%的煤炭总消费，因此我国电价问题主要是煤价问题。国务院近日批转发展改革委《关于2015年深化经济体制改革重点工作意见》（简称《意见》），《意见》涵盖从经济和民生，受到广泛关注，其中明确提出完善煤电价格联动机制。

事实上，2012年12月国务院曾发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，推出煤电联动机制，规定当电煤价格波动幅度超过5%时，以年度为周期，相应调整上网电价。此后的2013年10月份和2014年9月份，由于煤价大幅度下跌，上网电价也曾两度下调，但销售电价并未下调，也没有明确规定是煤电联动。今年4月20日，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时降低约2分钱，工商业用电价格平均每千瓦时降低约1.8分钱，此次明确规定是按照煤电联动机制进行调整。

但是，也有观点对今年4月的这次煤电联动存有疑问。首先是煤电联动的时间点，如果是以年度为周期，这个联动的时间起始点是哪天？其次是电价调整幅度，这次调整是如何根据煤价变动计算的？

我国目前实施的成品油定价机制显然有进一步改革完善的空间，但是对于市场而言，成品油调价机制是透明的和可以预期的，具体反映在每次成品油调价之前，市场机构根据国际油价变动而测算的调价幅度和政府调整的幅度都大致差不多。

目前煤电联动机制的相对不透明和不可预期的弊端，主要在于：一是无法为电力行业提供一个稳定运营环境；二是不能为发电投资和民营进入电力行业提供可以预期的财务收益。因此，进一步完善煤电价格联动机制，主要是应严格按照煤电机制所规定的时间和幅度进行上网电价调整，以及进一步考虑如何向终端电价联动。

可以预见，电价市场化改革和电力体制改革密切相关，也受宏观经济的影响，因此将会是一个复杂的渐进过程。而煤电联动机制可以在整体能源体制和能源价格机制滞后的前提下进行。因此，应该将完善煤电联动机制作为目前电价改革的核心和抓手。相对于其他电价市场化改革，煤电联动机制不仅简便易行，而且还有成品油价格机制实施的经验积累。

煤电联动有利于政府以市场化方式管理电价。电力特性要求政府不能远离电力市场，但应尽可能选择市场化方式管理电力。在煤电联动机制下，应该严格让煤价波动与上网电价联动，尽可能将社会目标相关问题放在终端电价上解决。如果电网按照深圳改革，改变为成本加合理利润的盈利模式，政府还是可以通过设计直接补贴和税收来管理终端电价。具体地说，政府对电价的管理应该有两个重要方面内容：一是对电力企业进行严格的成本监管；二是如果政府认为有必要维持相对稳定的电价水平，可以对某个终端电价进行补贴。

那么，如何将煤电联动作为电价市场化改革的起点？煤电联动可以从开始时由政府按照机制决定联动幅度，逐渐过渡为由电力企业自主联动；从政府设定价格联动范围的企业自主联动，到由电力企业根据市场供需自主调价、政府价格监管。这就是一个价格市场化过程。能源价格改革的关键是建立一个合理透明，可以预期的价格机制。

完善煤电联动机制的好处很多，尤其是有利于消费者支持电价改革，电价改革和提价尽管是必须的，是为了提高能源效率，利于经济和电力行业的可持续发展。但是，由于电力企业基本是国企垄断，还有不透明的政府定价，对于公众来说，电力调价是很容易遭到误解和质疑。透明合理的煤电联动机制可以让公众理解电价调整和电价补贴。

完善煤电联动机制还有利于电力行业混合所有制改革，有益于鼓励民营资本参与电力投资。在目前国企一家独大和政府控制电价的情况下，电力投资对民营放开还不足以吸引民资进入。例如，我国电力发电侧已经对外资和民营开放了20多年，不仅没有看到外资和民营的大量进入，看到的反而是变现退出，使得电力行业国企一家独大，且越做越大。然而，电力行业的资金来源和需要提高行业效率，都需要有民资参与。

电价市场化改革虽有共识，但顺利改革是有条件的，主要是电价改革对社会经济的影响和公众接受程度，公众可能不在乎收费形式，比较在乎收费水平。因此，改革的时机应该是在煤炭供需宽松、煤炭价格低迷，而且可以预期今后一段时间煤炭价格仍将稳定。目前煤炭行业状况符合改革的条件，这个时机不能错过。