

每日资讯

今日要闻2

中国企业 500 强出炉，中石化位居榜首

财经新闻3

部分肥料特别出口关税 9 月起再上调

基金快讯5

证监会召开基金产品创新会议不涉救市”

A 股市场6

二季度 A 股持股集中度下降机构增仓

港股市场8

恒指创十八周以来最高周涨幅

其他市场8

前 8 月期货市场成交额突破 48 万亿

期货市场价格一览10

财富生活10

人民日报专访：用制度破解大小非难题

今天是 2008 年 9 月 1 日

今日要闻

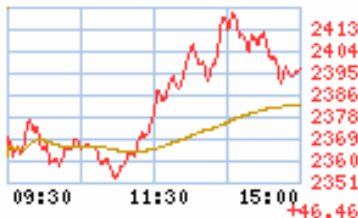
旗下基金 最近更新: 2008-08-29

名称	净值	累计	涨跌
东方龙	0.5336	2.2951	+1.8126%
东方精选	0.6000	2.2142	+2.3716%
东方策略	0.9534	0.9534	+1.9679%
东方金账簿	每万份收益 七日年化收益率		
20080829	0.8637		3.5140%

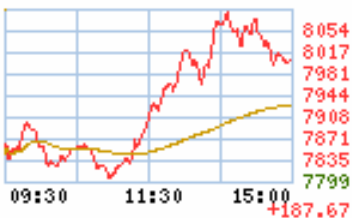
昨日大盘

名称	指数	涨跌
上证综指	2397.369	2.01%
深证成指	8004.244	2.39%
沪深300	2391.64	2.39%
上证50	1975.453	1.89%

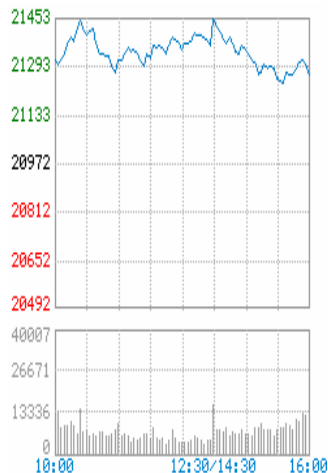
上证



深成



港股



上证深证图片数据取自 SOHU,

恒指图片取自 SINA

中国企业 500 强出炉，中石化位居榜首

8 月 30 日，由中国企业联合会和中国企业家协会评选的 2008 中国企业 500 强发布。中国石化集团以营业收入超过 1.2 万亿元的业绩，再次稳居综合榜榜首。国家电网、中国石油集团分别名列综合榜第二名和第三名。根据评选结果，宝钢集团、一汽集团、鸿富锦精密工业深圳分别名列制造业企业 500 强的前 3 名。服务业企业 500 强的前 3 名则归于国家电网、工商银行、中国移动通信集团名下。此次 500 强的入围门槛为 93.1 亿元，与上年相比提高了 21 亿元。其中制造业 500 强的入围门槛为 43.9 亿元，比上年提高 14.1 亿元；服务业企业 500 强的入围门槛为 9.8 亿元，比上年提高 2.6 亿元。此次排行榜还反映出以下问题：1. 国企比重下降。500 强中，国有及国有控股企业共有 331 家，较去年减少 18 家；私营及私营控股企业 98 家，较上年增加 9 家。2. 跨国经营不强。500 强平均研发费用为 5.68 亿元，研发费用占营业收入的比例平均为 1.32%，远低于世界 500 强大企业研发费用占营业收入平均 3%-5% 的水平；企业海外销售收入占所有销售收入的比例超过 30% 的只有 39 家，显示大企业国际化经营能力不强。3. 冶金最抢风头。500 强分布在 74 个行业中，冶金及延压加工业、建筑业与煤炭采掘及采选业进入 500 强的企业最多，共 100 多家；此外，房地产业有 11 家，计算机有 12 家，化学有 12 家，物流、仓储有 7 家入榜。4. 烟草最为赚钱。制造业 500 强实现利润总额为 5074.3 亿元，比去年提高 86.73%。行业之间盈利能力差异较大。其中，烟草加工业的行业平均收入利润率最高，为 12.71%。

国资委推进房产央企重组只留 15 家

央企地产业务重组启动 4 年，几乎停滞 4 年，而今年，在房地产市场形势萎靡，房企面临大浪淘沙之际，国资委高调表示将主动推进地产央企的重组进程，其中以房地产业作为过渡的中央企业将会逐步退出，这意味着僵持 4 年之久的央企房地产业务组合将有松动。国资委一内部人

名称	指数	涨跌
港股指数	21261.89	1.38%
国企指数	11664.43	1.45%
红筹指数	4175.3	0.15%

数据来源于新浪网

名称	指数	涨跌
道琼斯工业指数	11543.55	-1.47%
纳斯达克指数	2367.52	-1.83%
标普500指数	1282.83	-1.37%
日经225指数	13072.87	2.39%

数据来源于路透社

沪深300行业指数涨幅前5名	
行业	幅度
信息	3.25%
工业	3.04%
消费	2.69%
可选	2.67%
材料	2.63%
沪深300行业指数跌幅前5名	
行业	幅度

数据来源于WIND资讯系统

人民币外汇牌价		
2008年9月1日07:06:47		
货币名称	现汇买入价	卖出价
英镑	1232.23	1242.13
港币	87.39	87.73
美元	682.08	684.82
瑞士法郎	619.54	624.51
新加坡元	480.46	484.32
瑞典克朗	105.56	106.41
丹麦克朗	134.1	135.17
挪威克朗	125.67	126.68
日元	6.275	6.3254
加拿大元	640.73	645.88
澳大利亚元	583.03	587.72
欧元	999.97	1008
澳门元	84.8	85.12
菲律宾比索	14.82	14.94
泰国铢	19.89	20.05
新西兰元	475.82	479.64
韩国元		0.6401

数据来源于中国银行外汇牌价

士透露，“目前还没有更进一步的详细方案，但企业改革局在与一些地产央企接触，暂定房地产作为主业的央企保留 14-15 家，企业主业之外的辅业资产都须进行主辅分离改制。因房地产是央企最大的辅业资产，央企房地产业务的重组，是国资委主辅分离改制最先推进的。”但接近国资委的内部人士表示，虽国资委试图高调介入央企地产业务重组，但目前暂时没有更好的推进方法，准备采取的方式仍是“拉郎配”。尽管国资委试图从央企重组的“协调人”变身为“操盘手”，但目前央企房地产业务的混乱着实让国资委头痛不已。实际上，随着国内房地产行业近两年不断遭遇政府宏观调控，已经有数家地产企业被淘汰，许多央企旗下地产企业业绩下滑严重，甚至早已经变成负资产。因此有专家认为，目前面临的最大难题就是对被整合的房地产资产进行评估。中国海外一人士认为，如果评估合理，重组方觉得合适，重组自然就会变得容易。

财经新闻

➤ 部分肥料特别出口关税 9 月起再上调

财政部消息，经国务院关税税则委员会第二次全体会议审议通过，并经国务院批准，从 9 月 1 日起，氮肥及合成氨的特别出口关税上调至 150%，并实施至 12 月 31 日。从 10 月 1 日至 12 月 31 日，对除上述两种产品外的其他化肥及化肥原料继续征收 100%特别出口关税。另外，从 9 月 1 日起至 12 月 31 日，对除鸟粪外的动物或植物肥料征收 460 元/吨的出口暂定关税。据了解，今年以来，为了抑制化肥产品出口过快增长，满足国内市场需求，有关部门已多次调整化肥类商品出口关税。4 月份，国务院关税税则委员会作出决定，在 4 月 20 日至 9 月 30 日国内用肥旺季内，对所有贸易形式、地区、企业出口的所有化肥及部分化肥原料在现有出口税率基础上，加征 100%的特别出口关税。根据这次调整，化肥特别出口关税政策至少会延续到年底，同时还抬高了氮肥类商品的出口门槛。此前，发改委在“7 月份外贸形势分析”中特别提及，

1-6月矿物肥料及化肥出口778万吨，增长71%，其中尿素出口378万吨，增长206.9%。业内专家认为，此次对化肥类商品关税政策的调整，正是对此作出的反应。

➤ 成本上涨推高风险，煤制油新项目暂停审批

国家发改委近日发布《关于加强煤制油项目管理有关问题的通知》要求各地区加强煤制油项目的管理。目前中国煤制油仍处于示范工程建设阶段，应坚持通过煤制油示范工程建设，确定适合国情的煤制油技术发展主导路线，在总结成功经验的基础上再确定下一步工作。值得注意的是，经发改委报请国务院批准，除继续开展神华集团煤炭直接液化项目和神华宁夏煤业集团与南非萨索尔公司合作的宁东煤炭间接液化项目这两个示范项目外，一律停止实施其他煤制油项目。徐矿集团的煤化工技术专家表示：“我们曾也做过一个年产300万吨煤制油项目的规划（仅是规划而已），如果按现在的情况计算投资要500多个亿，所以由此推算一个年产100万吨的项目投资至少在160-170个亿。由此一些现有项目的投资可能需要调整。”事实上，由于煤制油项目启动之初，煤炭、钢材、人员成本都相对低廉，而目前这些因素都发生变化，因此煤制油的投资风险加剧了。对煤制油有深入研究的平安证券煤炭研究员陈亮说：“由于缺乏大规模商业化运行经验，神华集团、潞安集团、伊泰的煤制油示范项目的投资成本比预算要高。”陈亮表示，即使上述某煤制油项目在2008年建成后，仍需一段时间进行调试磨合，迅速达到设计产能并正常运行的可能性较小。2010年之前，煤制油对相关公司的盈利贡献非常有限。

国际新闻

➤ 美国银行业倒闭风潮持续延烧

次贷危机对美国银行业的冲击还看不到停歇的迹象。美国联邦存款保险公司（FDIC）数据显示，截至二季度末，在全美约8500家商业银行和吸储机构中，二季度有117家被列入“问题银行”名单，这一数量比第一季度的90家上涨了30%，为2003年中期以来最高点。FDIC预测，随着信贷问题的持续恶化，相信将有越来越多的银行会被列入到“问题银行”名单中。最新消息是，乔治亚州Integrity Bank在8月29日被FDIC和乔治亚州银行业与金融局接管，成为美国今年第10家破产倒闭的银行，该行拥有11亿美元资产和9.74亿美元存款，其股价已从去年最高的14美元跌至4美分。美国今年的银行破产倒闭频率已经创下近14年来之最。由于赔付破产银行的支出大大增加，FDIC此前表示考虑在10月推出一项

提高银行保险费的计划，以补充存款保险基金的不足。分析人士认为，此举将令本已不堪重压的银行资金吃紧局面更加紧张，美国的银行业特别是地区性银行将持续成为金融市场乃至经济的风险引爆点。

➤ 英国经济面临 60 年来最糟糕状况

受经济放缓，通胀居高不下等多种利空打压，英国财政大臣达林日前表示，英国经济正在面临 60 年来最糟糕的状况，其程度将超乎人们的预料。据悉，英国二季度经过调整的 GDP 与一季度持平，为 1990 年英国上次经济衰退以来首次出现增长停滞；英国 8 月住宅销量及价格双双下滑，全国房价指数因而较 7 月下降 1.9%，为连续第 10 个月下降，而同比 10.5% 的降幅更是有记录以来之最大降幅。与此同时，英国最大买房租赁贷款供应商 B&B 银行上周五宣布，由于坏账不断增加导致减记资产 1.55 亿英镑，该行上半年亏损 2670 万英镑。此外，该行上半年到期未付款超过 3 个月或以上的抵押贷款比例增至 2.29%，预计下半年这种情况还将继续。标普报告也显示，英国二季度“不合规”住宅抵押贷款违约率高达 23.31%，为 2004 年以来最高。基于上述情况，英国银行业本期望政府宣布一揽子措施来拯救房地产市场，但这一建议却被英国财政部予以拒绝。值得注意的是，上周五，英国两大能源巨头苏格兰电力公司和 Npower 电力公司先后宣布，从 9 月 1 日起大幅提高天然气和电的零售价格。其中，前者将天然气和电的零售价格分别提高 34% 和 9%，后者的涨价幅度则分别为 24% 和 14%。至此，英国六大能源巨头全都实施了今年第二轮涨价行动。另据了解，截至 7 月，英国月度失业申请人数连续 6 个月上升，增幅创 1992 年 9 月以来最高水平。最近一家宣布裁员的英国企业是因受次贷危机严重冲击而在今年 2 月被收归国有的诺森罗克银行，其裁员人数为 2000 人。

基金快讯

➤ 证监会召开基金产品创新会议不涉救市”

8 月 28 日、29 日，证监会召集部分基金公司召开为期两天的业务探讨会，会议主要内容为基金产品创新，由证监会基金部主管产品业务的副主任杨秋梅召集并主持，参会的基金公司人士中，有的是产品总监，有的是主管产品的副总经理，也有 QDII（合格境内机构投资者）的基金经理或境外投资业务总监。一位参会者表示，与之前传闻的不同，会议未涉及

“救市”，只是探讨了各类基金创新，尤其是 QDII 产品和专户理财的产品设计，“这只是一次基金产品业务线的业务会议”。此前基金公司希望监管层能在 QDII、专户理财等产品设计方面放开更多限制，如扩大 QDII 投资范围等。但知情人士指出，放开更多限制还不到时候，一是产品投资范围、产品类型等业务开拓需要相关监管体系、制度的先行和保障，二是新业务领域的开放需要基金公司相应业务能力的同步提高。然而在全球股市调整、A 股下跌的背景下，自去年开始实质性开拓的 QDII、专户理财两大创新业务一年多来规模并未取得较大发展。

➤ 业绩连续领跑两个季度基金仅 20 只

Wind 资讯统计，上半年连续两个季度均列于前三分之一的股票型基金仅有 20 只。从公司看，华夏基金公司的股票型基金保持了较为持续的业绩领先，该公司的 6 只股票型基金中就有 5 只连续两个季度位列前五名。另外，富国天益价值、长城久富核心成长也保持了相当稳定的业绩。从业绩排名来看，一二季度封闭式基金的持续发挥能力相当优越，基金开元、基金科翔、基金兴和、基金汉兴等都连续两届位于 50 名之内。特别是在二季度，基金前 20 名内就有 8 只封闭式基金。封闭式基金存在折价率因素，加上众所周知的分红利好，今年一季度是封闭式基金史上最大的分红季，封闭式基金的投资者在一季度实际获利比开基更加丰厚。为什么基金的业绩持续性难以保持？华泰证券基金分析师认为，这与基金的选股能力有很大关系，如近来备受市场关注的东吴价值成长双动力业绩表现十分出色，荣获了本年度上半年抗跌冠军，“难能可贵的是，该基金的仓位并不低，半年的平均仓位为 83.92%，凸显了基金经理超越常人的选股能力”。排名第二的富兰克林国海弹性市值也毫不逊色，以高达 87.20% 的仓位夺得第二。

A 股市场

➤ 二季度 A 股持股集中度下降机构增仓

截至 8 月 30 日，A 股 1619 家上市公司发布了中期报告。截至二季度末，上市公司持股集中度持续降低，A 股股东户数季度环比增加 3.06%，较去年年终增加了 7.64%；平均户均持股数达到 12166 股，比一季度末的平均户均持股数 11946 股增加了 1.83%。可以统计的 1559 家上市公司中，前十大股东今年中期末相比去年同期持股比例下降的公司有 958 家，

占比达到 61.4%，前十大股东今年中期末相比去年同期持股比例上升的有 537 家。二季度基金、券商、保险公司、社保基金等机构投资者持股均有增加。基金共计持有 956 家上市公司股权，合计持有 825 亿股，一季度末投资基金仅持有 899 家上市公司股权，合计持股数量为 499 亿股；二季度末 QFII 持有 152 只 A 股，持股数量合计 20.21 亿股，而一季度末 QFII 共计持股数量为 14.99 亿股，在考虑二季度股本变动的情况下，二季度末 QFII 持股数量环比增加了 3.78 亿股，增幅为 23.03%；保险公司出现在 199 家上市公司的十大流通股东名单中，持股数量合计为 76.20 亿股，考虑股本变动后，持股数量环比增加了 18.64 亿股；二季度末券商持有 172 只 A 股，持股数量合计 13.83 亿股，而一季度末券商共计持股数量为 14.50 亿股，考虑股本变动，二季度末券商持股数量环比减少了 1.51 亿股，降幅为 9.86%。

➤ 大宗交易反常溢价揭示大小非过桥减持真相

大宗交易溢价现象近期在 A 股大宗交易市场上大行其道。统计，8 月截至 27 日，沪深两市共成交大宗交易 67 笔，其中 17 笔大宗交易出现溢价，即成交价格高于当天的收盘价，所占比例为 25.4%，其中 ST 长信的溢价高达 10.67%，攀钢钢钒、山西汾酒、金德发展等几只股票的溢价也都超过 9%。据业内人士透露，这和大小非“过桥”减持有关。现在很多私募或者信托公司都在从事这一业务。通常情况是，信托或私募会主动与大小非联系，将他们手中的股票接过来，一般是以前一天收盘价的跌停板价格接手，第二天，就开始在二级市场抛售。这种过桥，是折价交易，而溢价交易，则有更多隐情。“溢价一般是大小非先卖后买。”该人士表示，另一种过桥是来“洗掉”大小非的性质，机构不需要卖股票：首先大小非找一个机构，以一个较低的价格将自己的股权转让给这个机构，几天之后，该机构再以一个较高的价格将这部分股权转回给大小非，两次转让的差价，就是这个机构的过桥利润，大小非的好处是，这样两次转让之后，这部分股票已经没有受限股的性质了，完全可以自由流通，大小非可以再根据市场的情况在二级市场上随意减持。大小非作为卖方的溢价减持，同样可能存在过桥的可能。通常的情况是，交易买卖双方很可能有某种联系，如属于同一控制人，只不过是“左手倒右手”，自己并没有损失，而大宗交易的高价则可以给二级市场的其他投资者以暗示，抬高二级市场的价格。

➤ 两央企首试大股东增持“先斩后奏”

“大股东增持不超过 2% 股份豁免要约收购的申请由事前调整到事后”的新规刚刚正式实

施，两家中央企业就已率先“尝鲜”。有研硅股 8 月 30 日刊登公告说，接公司控股股东北京有色金属研究总院通知，有研总院通过在二级市场买入的方式，增持公司股份 22.724 万股。本次增持前，有研总院持有公司的股份数量为 8587.5 万股，占公司总股本的比例为 39.48%，增持后持有公司的股份数量为 8618.224 万股，占公司总股本的比例为 39.59%。新兴铸管同日刊登公告说，公司控股股东新兴铸管集团有限公司 8 月 29 日通过深交所交易系统增持公司股份 769.6163 万股，占公司股份总额的 0.66%，平均价格 5.68 元/股。铸管集团原持有公司 47.35% 的股份，增持后增至 48%。有研硅股表示，有研总院拟在未来一个月内投入不超过 500 万元（含已增持金额）从二级市场上以不超过每股 8 元的价格继续增持公司股份；铸管集团拟在 1 年内继续增持新兴铸管 1579.4169 万股，占其股份的比例为 1.34%，未设定其他增持实施条件。

港股市场

➤ 恒指创十八周以来最高周涨幅

受美股前夜大涨推动，上周五恒生指数最多上涨 491.36 点，之后受中银香港业绩倒退、中国移动被集体唱空影响涨幅缩减，收市仍涨 289.60 点，报 21261.89 点，成交 634.44 亿港元，较前一交易日略有萎缩；红筹指数收市报 4175.30 点，涨 6.38 点或 0.15%；国企指数收市报 11664.43 点，涨 166.75 点或 1.45%。当周恒生指数累计上涨 869.83 点或 4.27%，创十八周以来最大周涨幅，但 8 月累计仍下跌 6.46%。自今年年初以来，恒生指数累计下跌了 25%。红筹指数累计上涨 64.55 点或 1.57%；国企指数累计上涨 747.93 点或 6.85%。上周港股市场日均成交 584 亿港元，较前一周放大逾一成。

其他市场

期货

➤ 前 8 月期货市场成交额突破 48 万亿

中国期货业协会最新统计资料表明，1-8 月份，全国期货市场累计成交期货合约 814106654 手，成交金额为 481338.74 亿元，同比分别增长 119.86% 和 116.72%。其中，8 月份共成交期货合约 124556516 手，成交金额为 66795.27 亿元，同比分别增长了 54.29% 和 64.95%，环比分别增长了 10.93% 和 3.56%。其中，白糖、大豆、豆粕和铜等品种成交相对活

跃。上海期货交易所 8 月份成交量为 19945714 手，成交额为 24518.34 亿元，分别占全国市场的 16.01% 和 36.71%，同比分别增长了 50.60% 和 24.39%，环比减少 11.43% 和 9.28%。1-8 月份，上期所累计成交量为 141007680 手，累计成交额为 191732.63 亿元，同比分别增长了 28.23% 和 29.91%。8 月份月末持仓总量为 651614 手，较上月末减少了 9.87%。郑州商品交易所 8 月份成交量为 40324966 手，成交额为 13557.07 亿元，分别占全国市场的 32.37% 和 20.30%，同比分别增长了 75.04% 和 84.99%，环比分别增长了 12.23% 和 6.99%。郑商所 1-8 月份累计成交量 269714714 手，累计成交额 101113.26 亿元，同比分别增长了 213.10% 和 312.19%。8 月份月末市场持仓总量为 1343104 手，较上月末减少了 5.07%。大连商品交易所 8 月份成交量为 64285836 手，成交额 28719.86 亿元，分别占全国市场的 51.61% 和 43%，同比分别增长了 44.63% 和 113.46%，环比分别增长了 19.42% 和 15.79%。大商所 1-8 月份累计成交量为 403384260 手，累计成交额 188492.85 亿元，同比分别增长了 131.60% 和 277.09%。8 月份月末市场持仓总量为 1476906 手，较上月末减少了 18.60%。

黄金

➤ 纽约期金 8 月跌幅达 8.5%

上周五，纽约商品期货交易所 (COMEX) 期金收低，COMEX-12 月期金下跌 2 美元至每盎司 835.20 美元，当日交投区间介于 834.00-844.20 美元。该合约上周小涨 0.2%，8 月份则下跌约 8.5%。交易员分析，投资者趁美国周末三天长假之前获利了结而回吐涨幅，导致期金下跌；金价目前在找寻其底部，800 美元上方的技术支撑位可能为金价确立长期走势。COMEX 现货金当天收报 830.35/832.35 美元；伦敦金午后定盘价为 832.50 美元。9 月白银期货收高 0.3 美分报 13.607 美元，交投区间在 13.530-13.890 美元；现货银报 13.58/13.68 美元。10 月铂金期货收高 5.60 美元至每盎司 1,489.80 美元，现货铂金报 1474.50/1494.50 美元。9 月钯金期货收高 10.70 美元或 3.7%，至每盎司 303.80 美元，现货钯金报 303.00/341.00 美元。

期货市场价格一览

期货品种	前收盘	收盘价	涨跌 (%)
纽约 WTI 原油	115.59	115.92	0.29
伦敦布伦特原油	11417	11405	-0.11
上海期铜	60350	59910	-0.73
上海期铝	17585	17400	-1.05
国际黄金	833.25	829.8	-0.41
国际白银	13.63	13.58	-0.37
伦敦铜	7593	7552	-0.54
伦敦铝	2680	2664.25	-0.59
伦敦锡	20180	20060	-0.59
伦敦镍	20430	20165	-1.30
纽约期糖	13.23	12.76	-3.55
芝加哥大豆	1332.5	1332	-0.04
芝加哥玉米	570	568.25	-0.31
纽约棉花期货	67.16	115.92	72.60

数据来源路透社，截至为 2008 年 9 月 1 日

财富生活

➤ 人民日报专访：用制度破解大小非难题

目前股票市场的问题主要是制度因素引起的，不是凭市场运行之力能够解决的，也不是仅仅靠投入资金所能“救”的。尽快建立规范的大宗交易平台和对“大小非”征收暴利税，应是推进股票市场健康发展的有力抓手。

① “大小非”减持是市场持续调整的重要原因

记者：今年以来，虽然我国经济高增长态势依然，股票市场却一路下跌。您认为市场一步步陷入低迷的原因在哪里？

李琨：诚然，美国次贷危机、全球经济放缓、石油价格上涨等都会对股市运行产生不利影响，但这些因素综合起来，仍然无法解释如此深幅的持续下跌。市场不稳定的根源究竟在哪里？显然不是广大中小投资者，因为在不少股票已经跌破发行价的情况下，他们的卖出多数意味着亏损；也不会是公募或私募基金，他们可以不买，但在这样的低位也很难再继续亏

损卖出。然而，市场的确存在强而持续的做空动能，存在着在低价位上卖出依然能够获利的群体——“大小非”。

我这里有两组数据：一是截至今年7月底，“大小非”已累计减持258.56亿股，套现资金保守估计应不低于3000亿元；二是截至7月21日，已发布成立公告的基金共有56只，募集资金总量不足1300亿元。由此看出，即便不考虑老基金的赎回情况，同时假定所有中小投资者的买卖能够保持均衡，以“大小非”为主体的净卖出力量也远远大于以基金为主体的买入力量，这是股指之所以持续调整的一个重要原因。

不仅如此，“大小非”解禁并不是一个暂时的一次性事件，根据股改安排，上市公司“大小非”解禁都有一个具体的时间表，总解禁数量达1.2万亿股。这意味着“大小非”解禁有一个很长的释放过程。在股票市场上，所有的正面和负面的信息都会被放大，何况“大小非”是在实质性地抛售，这必然对二级市场投资者形成强烈的心理压力。

②“大小非”所持股权与二级市场流通股不同质

记者：解决股市的股权割裂问题，实现上市公司股份的全流通，是资本市场基础建设的一个突破。“大小非”持股的上市，为什么会带来剧烈的“阵痛”呢？

李琨：应当说，作为一项基础性的改革和制度安排，解禁“大小非”，让全部股权具有流动性，是股市完全市场化运行的基本规则和条件，基本方向是对的，否则，我国股市将永远不是一个完整的市场。但是在具体改革过程中，我们却忽略了一个重要问题，即由于历史的原因，“大小非”所持股权与二级市场上普通投资者的股权其实是不同质的：

首先是每股的含金量不同。“大小非”所持的股份一般只有1—2元的成本（这个区间包括了股改过程的送股成本），而二级市场流通股的发行价格则是10倍以上的市盈率。近20年正值我国上市公司快速发展期，不同的股份为上市公司贡献的资金量有如此大的差距，每份股票对企业发展所起作用自然也有很大不同。

其次是股权内在价值的获得渠道不同。“大小非”所持股权，是传统计划经济体制下资源配置的结果，没有经过市场交易环节。这种情况与市场经济条件下企业通过竞争获得原始股溢价权有着本质的不同，理论上并不具有在二级市场上进一步获得股票溢价所得的权力。

三是投资性质的区别。在市场化运行的股市上，任何参与主体都需要承担风险，但“大小非”所持股权不仅成本低廉，而且经过上市公司多年的分红，非常低廉的成本也早已收回。

显然，这种由制度因素形成的只有纯收益而无风险的股权并不具有市场化特征，与二级市场投资者购买的风险股权在投资性质上是全然不同的。

由此可以看出，“大小非”所持股份与二级市场的流通股是“不同股”的，因而也就不能“同权”，尤其不能同价，两种股票根本就不具备平等交易的基本条件。现在“大小非”可以在二级市场出售，意味着将这两种不同质的股权放在了同一个交易平台上。

③股市长期非正常运行，可能在某一时期给经济运行造成不应有的“内伤”

记者：股市与经济不仅仅表现为是一种简单的“晴雨表”关系，它对经济也会有反作用。您认为目前股市的状况，可能会给经济运行带来哪些影响？

李琨：目前，“大小非”解禁对市场的冲击使投资者信心受到很大损伤，股市因此出现非理性运行，由此带来的问题需要引起高度重视：

一是市场公信力受到挑战。2007年以来，大多数中小投资者尤其是基金投资者，是带着对中国经济前景的信心和长期价值投资的信念入场的。然而，目前两种不同质的股票在同一交易平台上形成的不公平交易，使普通投资者在任何价位上购买股票都没有安全感。

二是居民消费升级和产业结构升级的步伐可能延缓。应当看到，当今的股市已是容纳着10多万亿资本的巨大“资金池”。它的一端连接着数千万中小投资者的钱袋，另一端关系着国家产业核心竞争力的形成。资金池里的水有序流动，缓缓上升，两端都能双赢；反之，如果任由“大小非”通过减持吮吸资金，两端都会“双输”。一方面，百姓财富缩水的同时必然缩减消费，刚刚开始消费升级进程被迫延缓；另一方面，企业由于融资困难，创新脚步也被迫放缓，突出的表现是创业板的推迟。

三是在我国经济已融入全球化进程和资本全球化的背景下，股市下跌不仅仅是投资者的损失，更关系国家总体利益。正因为此，许多国家股市出现动荡后，政府都有救市行为，有些国家甚至只许涨不许跌，这种情况是以前从未出现过的。新的形势要求我们必须及时更新观念，从国家利益角度审视金融市场和资本市场的运行情况。否则股市长期非正常运行的结果，很可能会在某一时期给经济运行造成不应有的“内伤”。

④股改在形成上市公司业绩激励机制方面已初见成效，今后重点应是形成稳定的市场机制

记者：对于如何解决“大小非”问题，市场各方给出了很多建议。要从根本上化解这一

难题，您认为应从哪些方面入手？

李琨:在股权分置的状态下，由于割裂了股价波动与大股东利益的联系，使其不仅不致力于提升公司业绩，还常常恶意圈钱。这次股改在相当程度上纠正了以往的痼疾，但由于未能兼顾“大小非”与流通股东的利益，使得“大小非”客观上成为市场不稳定的根源。如果说前一时期的股权分置改革在形成上市公司业绩激励机制方面已经初见成效的话，那么，今后的重点就应是如何形成稳定的市场机制了。

首先，区分股票性质，明确地为两类股票“正名”。即:将“大小非”所持股份与二级市场投资者所持股份区分为两类性质不同的股票，前者根据其实际情况可考虑界定为控股权，后者为普通股权。

其次，分离交易平台。“大小非”所持控股权主要通过大宗交易股权平台流通，在这个系统中交易的股票是不能无条件地转入流通股市场的。大宗股权交易平台的主要功能是企业间的兼并重组提供方便。需要注意的是，由于流通股在含金量和投资风险等方面都高于“大小非”的原始股权，企业在二级市场购买的流通股在控股权益上完全可以等同于控股权，因此，除大宗交易平台外，普通流通股市场仍然可以为企业提供要约收购的便利，发挥其资源配置的功能。

事实上，真正能够对“大小非”的原始股权有一个市场定价的还应是大宗股权交易市场。一些已经被收购的上市公司如珠海中富、苏泊尔、三联商社等，其大宗股权的价格都远远高于目前二级市场流通股的价格。上市公司只要不急功近利，在长期内，其公允价值会在大宗股权交易市场得到体现的，大宗交易市场的控股权价格未必比流通股市场低。

再次，通过征收暴利税搭建两类股票在不同市场之间的转换流通渠道。“大小非”所持股份要进入二级流通市场，必须经过登记程序，就像高速公路要设收费关卡，暴利税就起到这样一个关卡的作用。征税可以提高“大小非”的减持成本，间接地缩小“大小非”所持股票与流通股在含金量上的差别。暴利税的税率原则上宜高不宜低，以让“大小非”感到减持不如分享红利划算为宜。此外，已经减持的，不论发生在何时均应悉数追缴，不留政策漏洞。

最后还需要注意的是，上市公司用于股权激励的股份应无条件允许在两个市场之间自由选择流通，这部分股权不多，但却是上市公司价值创造力的集中体现，只有业绩创造者所持的激励股份获得了最大限度的流通权，二级市场的投资者与上市公司的利益才能真正得到链

接并实现双赢。

应当看到，目前市场的问题既然主要是制度因素引起的，就不是凭市场运行之力能够解决的，也不是仅仅靠投入资金所能“救”的，因为暂时买卖的均衡并不能改变“大小非”的减持套利冲动，也就很难改变市场的趋势。目前，尽快建立规范的大宗交易平台和对“大小非”征收暴利税，应是推进股票市场健康发展的有力抓手。

记者:根据您的建议，对两类股票建立相对分离的交易平台，并通过暴利税限制两个平台间的流通，这样会不会形成新的“股权分置”？

李琨:根据实际情况创设相应的交易平台和流通方式，与双轨制时期冻结“大小非”的“股权分置”有本质区别，因为后者是根本不流通的。“全流通”并不意味着“大小非”全部在二级市场上减持，也不意味着全部股权都时时处于流动状态，资本不同于商品，大部分都要沉淀下来，才能有利于实体经济产出的形成。所以全流通只是一种制度设计，尤其“大小非”这样的持股者，本应90%以上是持股不动的。

而且，股票市场原本就是多层次的，比如有场外交易与场内交易之分，有创业板、中小板和主板之分等等。由于股权的性质不同，所以需要不同的市场和交易方式，对其市场和交易进行分离或分割只是为了使流通更加有秩序和有效率。“大小非”是我国独有的问题，完全可以有自己的解决方式。

大宗交易交投趋向活跃(延伸阅读)

自监管部门4月下旬出台《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》以来，大宗交易的交投趋向活跃，并呈现出交易量逐月增加的趋势。据统计，截至8月21日沪深两市共通过大宗交易系统成交了111亿元。交易品种中，金融股担当主角，机构交易以权重股和基金重仓股为主。

在解禁新规出台的第一个月，两市A股一共通过大宗交易系统成交了1.1亿股；第二个月成交了2.2亿股；第三个月增加到2.8亿股，最近一个月则放大至3.6亿股。与此同时，竞价交易系统近几个月来却持续缩量。

统计显示，4个月来，两市A股通过大宗交易系统合计成交了300笔买卖，成交量为9亿多股。业内人士指出，并不是所有交易均为“大小非”解禁后的减持。8月20日股市大幅反弹，两市成交了11笔大宗交易，为解禁新规出台以来，单日成交笔数最多的一日。

(本资讯所有文字信息均选自“WIND 资讯”)

风险提示:

基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产，但不保证最低收益，投资有风险，过往业绩并不代表将来业绩。

免责声明

本报告由东方基金管理有限责任公司制作，仅供中华人民共和国境内的专业投资者使用。本公司在中华人民共和国证券监督管理委员会的监督管理下进行日常投资运作，受中华人民共和国法律所管辖，遵守中华人民共和国各项法律。任何人不得以本报告为基础从事违背中华人民共和国法律之行为。

未经本公司明确的书面许可，任何人不得对本报告及其部分内容进行任何形式的复制、引用、发布、传播。本文提供的所有信息仅作为传播用处，决非建议以此信息作为任何特别的交易策略。本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管本报告所载信息来源于本公司认为可靠的渠道，但是我们并不对其准确性或完整性提供声明或保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。本公司也不对任何人因使用本文提供信息而引致的损失承担任何责任。