

全球金融危机中国股市何去何从？
股改究竟给证券市场带来什么？中国的政策市欲行多远？
谁是中国股市的赢家？

高 上 / 著



中国 股市 十八年

Back to China
Stock Market

东方出版中心

高上 / 著

中国
股市
十八年

東方出版中心

图书在版编目(CIP)数据

中国股市十八年 / 高上著. — 上海: 东方出版中心,
2008. 12

ISBN 978-7-80186-925-8

I. 中… II. 高… III. 股票—资本市场—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 176132 号

中国股市十八年

出版发行: 东方出版中心

地 址: 上海市仙霞路 345 号

电 话: 021-62417400

邮政编码: 200336

经 销: 全国新华书店

印 刷: 上海锦佳装璜印刷发展公司

开 本: 710×1020 毫米 1/16

字 数: 260 千

印 张: 18.75

插 页: 2

版 次: 2008 年 12 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-80186-925-8

定 价: 32.00 元

版权所有,侵权必究

序

在改革中接受洗礼,在发展中经受锤炼,从争议中起航,从弱小到壮大,中国证券市场历经风雨,伴随着制度的改革与完善,一直在顽强地前行。无论市场跌宕起伏,无论股改的功过得失,证券市场逐渐成为中国经济的“晴雨表”已成不争的事实。

大浪淘沙,在证券市场的发展历程中,国内不少企业借助证券市场完成了脱困改制与产业重组,有些企业过去鲜为人知,得益于证券市场而一跃成为行业翘楚,与此同时,二级市场中也不乏通过市场投资,完成了个人财富原始积累的投资者。

值得一提的是,由于市场经济的竞争是公正的也是残酷的,少数企业因违规造假,导致企业决策失误、管理不善,甚至盈利下降、回报不济或者严重亏损而遭到市场唾弃。同样,由于投资机会变幻莫测,吸引着投资者像飞蛾扑火般地投身市场,不少投资者因不谙市场规律在跌宕起伏的股海中葬身。

中国证券市场尽管建设时间短、出现问题多,但发展速度快、取得成就大、预期前景好,在经历了 2005 年以来的股改和 2008 年市场的洗礼之后,落实科学发展观,推动资本市场改革,鼓舞士气与坚定信心显得尤为

重要,投资者迫切需要全面、完整与客观地认识我国证券市场发展规律,重新评价投资环境的变迁,坚持长期理性的价值投资理念不动摇。

历史告诉未来,当前中国证券市场正经历全流通的痛苦转型时期,也处在资本大国崛起的时代,挑战与机遇共存,只有充分了解股市,才能理解中国的经济,了解改革开放 30 年的历程,也才能真正理解我们这个时代。

现在,我们有幸借助资深证券研究人士高上博士撰写的这本书,重温中国股市的曲折发展历程,探索股市的内在规律,更好地研判证券市场的未来发展趋势。本书是在作者长期研究、深度思考的基本上撰写而成,分析问题客观到位,对中国证券市场发展规律见解独到,尽管以专业的视角分析观察市场,但全书语言流畅、生动活泼,相信对投资未来、投资中国有兴趣的读者,无论是证券从业人员还是普通的投资者,阅读该书都应会获益匪浅。



2008 年 9 月

引言

2008年5月12日14时35分左右，同事闯入我的办公室，“可能有地震，大家都在撤离，快下楼吧！”不一会，笔者工作的商务广场传来室内广播：“各位工作人员请注意，刚才大楼发生轻微晃动，请大家尽快撤离到楼下空旷地带。”

由于与编辑约好下午见面，笔者还是驾车沿上海浦东新区的世纪大道一直向浦西开去，沿途看到世纪大道的街道两旁，挂着工作牌的上班白领族三五成群，随处可见。

这时，车内105赫兹调频交通台传来播音员略显紧张的声音：“刚才有四川的听众打来电话，成都发生了强烈地震，人员伤亡情况、震级与震源中心尚不清楚，我们随时跟踪事态发展情况。”

14点55分，四川地震发生仅20多分钟，中央电视台播出震后首条新闻：“来自国家地震局的最新消息，14点28分四川省汶川县，距离成都100公里西北处，发生7.6级强烈地震。”紧接着，坏消息接踵而至。更糟糕的是震后震源中心的汶川与外界失去了联络，一时名不见经传的汶川县突然成为全世界关注的焦点。巧合的是，刚刚转播完珠峰奥运火炬的庞大中央电视台采访团队刚好抵达成都，立即投入了地震采访直播报道。央视的报道为政府实施

“72小时”生命的黄金救援赢得了宝贵时间。

震后第二天,5月13日,沪深交易所51家上市公司紧急停牌。随后,国务院将5月19~21日,定为“国哀日”,5月19日下午2时28分,沪深证券交易所、全国期货交易所同时停止交易3分钟。地震造成的破坏程度让世界为之震惊。汶川地震遇难人数超过8万人,经济损失8451亿元。

祸不单行的是,中国证券市场2008年发生的一场股灾。2007年10月中旬以来,上证综指从6124点下跌至2008年9月5日的2202点,11个月暴跌64%,近20万亿元市值灰飞烟灭。

中国股市的跌幅超过正经历次贷危机的美国股市,令人不可思议。毕竟次贷发生在美国,但股灾却出现在中国。美国道·琼斯工业平均指数从2007年10月最高14279点跌至2008年9月5日的11220点,跌幅21%;和香港股市相比,恒生指数从2007年10月最高31958点跌至2008年9月5日的19708点,跌幅25%。

这场股灾带给投资者不仅仅是财富的损失,但同时也带来了对中国证券市场的全面反思。覆巢之下安有完卵,市场各参与方都成为市场暴跌的受害者,尤其是二级市场,这里深度被套的多数是“5·30”前后入市的投资者。

在不少人眼里,投资是件很简单的事。办理完股票开户后,就意味着你可以在股市里驰骋天下了。可是,这并不表明你已经成为了合格的投资者,具备驾驭“市场”的能力。就如同买了一辆新车,你还没有接受过驾校的正规培训,如果把车开上了路,会面临多大的风险——你极有可能成为马路杀手,害人害己。

在证券市场上,伴随着牛市的到来,尤其是2007年“5·30”之前,高峰时期,每天约有30万新股民冲进市场,甚至有部分投资者把全部储蓄投进了股市,还有的通过借贷甚至变卖房产,筹集资金,准备在市场里大干一场。在多数股民的眼里,股票市场就是赚快钱的地方,同开车一样简单,会踩油门和打方向盘,就能把车开起来,在股市懂得买卖就行了,炒股就是那么简单的几招。

2007年以来,在经历了“5·30”行情、攀上了6124点顶峰后,估值高企、

大小非解禁以及内忧外困的经济形势，导致市场发生了意想不到的逆转，截止到 2008 年 9 月 3 日，上演了惊心动魄的过山车行情，投资者眼睁睁地看见财富被市场无情地吞噬了，由此也对风险有了切肤之痛的体验。仿佛股市就是让人出丑的地方，投资者永远不知道市场下一步的走势。此轮暴跌已成为股民心中永远的痛，难道中国股市真成了投资者的地狱？

首先，投资并不简单。不少股民入市，并不了解自己所处的投资环境，也不了解市场所处的阶段，甚至不知道投资该关注些什么，更重要的是，不懂得如何控制风险以保护他的本金安全。很常见的情况是，听信了熟人的建议或股评的推荐，生怕错过行情而贸然入市了。毕竟，除了名称与代码，他对公司基本面所知甚少。

由于只关心股价的跌宕起伏，受到情绪的影响，市场暴涨迭创新高时，可能满仓杀入，奉行“死了都不卖”的惜售策略，而在市场大幅震荡下挫后，受恐慌性情绪影响，不顾该股的估值水平是否处于合理水平，依然狠心割肉，仓皇出逃。最后导致经历了股改后的一轮牛市行情，多数仍然亏损累累，让人无不扼腕叹息。期间，不少股民在只顾追求绝对收益的情况下，漠视投资风险，最终沦为“买者自负”的牺牲品，而惨遭市场淘汰。

投资成功要考虑的因素太多了，投资理念与方法千差万别。诸如价值投资还是趋势投资，长期投资还是短期博弈，是集中投资还是采用分散的组合投资，基本面研究还是技术面分析，是追逐热点题材还是甘于蓝筹的寂寞？此外，作为投资者，还要反问自己，究竟你了解股市多少，什么是决定股价的最终因素？其次，你的投资风格是怎样的，风险容忍度是多少，如何控制投资风险？最后，你是怎样研究股票的，你有投资组合吗，你能读到专业研究报告吗，等等。你需要为投身证券市场做好充分的准备，毕竟，你的身家性命以及未来就掌握在你的手中。

即便是有了好的投资理念与方法，而在具体投资时，所持的理念是一回事，选股、操作过程常常又是另外一回事。诸如采用技术分析方法选股，却长期持股，导致风险剧增，或采用基本面选股却无法忍受市值一时缩水，短线频繁交易，最终很难获取应有的收益。

投资成功不仅依赖正确的投资理念与投资方法，还需要研究宏观政策



走向、产业景气度变化,特别是要关注上市公司盈利的变化趋势,最后,是遵守言行一致的操作纪律。

其次,投资需要控制风险。在股市生存是首位的,大家比的是谁的“气”长。机构博弈的是谁能在市场中长期生存,而不是计较一时一地的收益。机构追求的是长期稳定的回报。强调在风险可控的情况下,获取相应的收益,这恐怕是股市长期生存的真谛。

就像一名老司机驾车,不会刻意追求车速,他会把安全行驶放在首位。他的驾车技术达到炉火纯青的程度,反映在他对车况和路况的熟悉程度,特别是遇见各种突发事件的处置能力,而这一切都基于他的长期驾驶经验,简单地说,完全是依赖他“烧”了多少汽油。

类似地,一名优秀的投资经理,应该经受过长期的牛熊市场的考验,尤其是有过投资失败的教训,华尔街流行一句话:“没有失败过的投资经理是无法相信的。”比如经历了牛市,才能知道牛市的初期,资金会追逐什么投资品种,牛市的成长过程市场会关注什么,如何识别顶部出现的风险等等。同样也需要经历熊市考验,他才会处置各种市场的突发事件,这样才能学会如何控制投资风险。比如遇见市场突如其来的变化时,是增减仓位,还是持股观察,是规避风险,还是借助利空消息大胆加仓,通过几轮牛熊周期,才能游刃有余地应对市场的各种变化。

应该说,与大鱼吃小鱼、小鱼吃虾米的自然法则相类似,在证券市场环境中,优胜劣汰,无论机构还是个人投资者,在选好投资品种的同时,最重要的莫过于风险控制能力的提升,显然,这需要市场知识与投资经验的长期积累。

第三,成为长期的价值投资者。在股市存在大量的短线交易者,既不想错过每一次似乎能把握的机会,但又是风险厌恶者,无法忍受市值哪怕是一点点缩水局面出现,于是短线的“追涨杀跌”成为其主要盈利模式。

尽管短线交易者换股频繁,但多数投资者不会只交易几个月,从此就离开市场。应该说,无论长期机构投资者还是短线交易者,一旦踏入证券市场,大多数人实际都成为“长期”投资者。所以,需要从长计议,依赖基本面研究,掌握股市的发展规律,摸索出一套稳健的、适合自身的价值投资方法

才是股市生存之道。

所谓价值投资,就是建立在基本面研究上的长期投资方法。基本面分析方法体现了以价值分析理论为基础、以统计方法和现值计算方法为主要分析手段的基本特征。它将上市公司内在价值作为衡量股价合理与否的主要标准,简单说就是当股票价格低于内在价值,即股票被低估时才进行投资。价值投资的要素有三点:一是寻找折价交易的机会;二是衡量折价交易的股票是否便宜;三是买入足够的数量并坚持长期持有。价值投资的典型特征是低市盈率、高股息与低负债率。

长期投资方可觅得真金。中国股市 18 年的历程证明,长期持有稳健的公司股票,回报是巨大的。仅从上证综合指数简单来看,从当初的 100 点开盘,到 2008 年 5 月 1 日的 3600 点左右,平均来看已有 36 倍涨幅。我们从股价涨幅的排名来看,位列前茅的公司因长期分红派息,尤其是转送股,其复权后股价涨幅是惊人的,远远超过同期银行储蓄收益。而排名在后多数公司是 S*ST 公司,几乎都是因公司盈利能力的衰退,长期亏损,无法分红派息,股改搁置,最终被*ST 而遭市场抛弃。

如今,全球金融格局变迁下,中国资本大国崛起的时代向我们走来。每天,股市里都可能出现涨停的上市公司,也经常有跳水跌停的个股,期间创出的巨大成交量,都表明财富在一买一卖之间不断演绎着重新分配的游戏,既能让投资者一夜暴富,也能把投资者扫地出门,吸引着股民飞蛾扑火般地投身市场。只要基于中国经济未来长期增长的发展趋势,秉承长期价值投资理念,理性投资绩优公司,其长期收益必然是可观的。

2008 年市场暴跌,引发了投资者对证券市场地位与作用、监管政策、上市公司治理,尤其是投资理念与方法的全面反思。股市为谁而设,股改究竟给证券市场带来什么,我们挣了谁的钱,证券市场是零和游戏吗,投资风险是否可控,如何衡量公司价值,谁是中国股市的赢家等等。为此,本书作者经历了 2001 年的牛市顶峰,也挨过了四年痛苦的熊市,再次体验 2005 年因股改启动的这轮牛市,并经过 2008 年市场暴跌的洗礼,在研究与思考市场发展规律的基础上,围绕影响投资的核心问题,阐述了如何把握政策脉络、甄别上市公司治理状况以及理解专业机构的估值方法等,全书以务实的手法,

在理性分析与研究证券市场发展的基础上,为你揭开中国股市的面纱,以帮助读者把握股市投资机遇,叩响财富大门。

通过对本书前两章的阅读,读者会对股市的本质有初步的感性认识,对中国股市 18 年历程会有整体的了解。第一章“资本逐鹿时代”,触及了股市的本质。该部分介绍了股市带来的财富革命,点出了资本市场虚拟经济的本质,它比实体经济更具放大性、敏感性和风险性。通过股市寻根,介绍了新中国股市建立,主要是为满足改革开放背景下国企脱困与改制的需要。此外,通过零和游戏的分析进一步揭示了股市的本质。

让历史告诉未来,第二章“中国股市 18 年”,向读者展现了 18 年的中国股市风雨路程。这部分将中国股市分成四个阶段:第一阶段,1990 年 12 月到 1996 年 7 月,风高浪急中起航;第二阶段,1996 年 7 月到 2001 年 6 月,柳暗花明又一村;第三阶段,2001 年 6 月到 2005 年 7 月,推倒重来;第四阶段,从 2005 年 7 月开始,沉疴渐去龙抬头。通过这章,读者可以对股市发展历程有全面完整的了解,为后续各章节的阅读奠定基础。

证券市场是由监管机构、上市公司、证券中介机构、投资者等四方组成。从第三章开始,本书以证券市场的组成部分为主线,重点分析了政策脉络、上市公司治理、基金发展现状及估值方法,此外,第六章和第八章分别阐述了股改历程与投资环境的变化,帮助读者把握股市的演绎规律。

其中,第三章“寻找政策脉络”,通过分析政策脉络,进一步理清监管思路,在新兴加转轨的现阶段下,证券市场的稳定发展仍然离不开政策扶持,研究政策是博取超额收益的手段之一。第四章“公司治理道高一尺魔高一丈”,讨论了上市公司治理水平的三个死穴,对关联交易、内幕信息及财务操纵等问题进行了深度解析,有助于投资者避开问题上市公司的财务陷阱、选择稳健的投资品种长期投资。第五章“机构博弈与证券研究”,介绍了基金发展历程以及机构的研究方法,重点分析了量化的公司估值方法及其优劣,有助于理解估值方法的核心内容。第六章“股改风起云涌”,介绍了 2005 年股改启动历程,以加深读者对后股改效应的理解。第七章“全球视野下的中国股市”,重点介绍了资本项目逐渐开放场合下,QFII 与 QDII 发展现状以及资本市场的接轨趋势。第八章“A 股投资环境悄然改变”,在内忧外困经

济背景下,分析了投资环境悄然改变的主要原因,最后分析了谁是中国股市的赢家。

在社会经济急剧变革的中国,股市是经济“晴雨表”已成不争的事实,也逐渐成为居民不可或缺的长期投资渠道。尽管 2008 年股市出现了大幅调整,但并没有改变投资者对中国经济长期看好的预期,更没有浇灭股民探索股市运行规律的强烈欲望。

2005 年股改以来,市场从“5·30”的亢奋,在经历了 6124 的高点后,2008 年市场暴跌,落到了合理估值区间,投资疯狂阶段逐渐退潮,投资者也开始冷静反省,理性审视自己的投资得失。本书是在作者长期研究、深度思考中国证券市场曲折历程的基本上撰写而成的,力求以公正客观与独立的专业视角评价市场,全书通俗易懂,对长期关注与投资中国有兴趣的读者,无论是证券从业人员还是普通的投资者,希望阅读该书都会有所收获。

目录

Contents

序 / 1

引言 / 1

第一章 资本逐鹿时代 / 1

股市带给中国什么 / 1

一半海水一半火焰 / 4

股市寻根 / 7

小平一语定乾坤 / 13

中国股市渊源 / 14

改革开放催生股市 / 16

股市融资为哪般 / 18

零和游戏的背后 / 20

股市与“卖烧饼” / 23

第二章 中国股市历程 / 27

第一阶段：风高浪急中起航(1990.12~1996.7) / 33

1990 一飞冲天 / 33

1991 冷热不均 / 34

1992 跌宕起伏 / 35

- 1993 扬汤止沸 / 37
1994 三大政策救市 / 38
1995 从严治市 / 39
第二阶段：柳暗花明又一村(1996.7~2001.6) / 40
1996 十二道金牌与社论 / 40
1997 调控加强与金融危机 / 46
1998 震荡寻底 / 48
1999 否极泰来“5·19” / 49
2000 龙年重拾升势 / 50
第三阶段：推倒重来(2001.6~2005.7) / 52
2001 股市黑幕 / 52
2002 减持叫停引发“6·24” / 55
2003 刮骨疗毒 / 56
2004“国九条”出台 / 57
第四阶段：沉疴渐去龙欲抬头(2005.7~) / 61
2005 股改背水一战 / 61
2006 A 股似火牛年 / 66
2007 估值泡沫 / 69
2008 内忧外患 / 73

第三章 寻找政策脉络 / 80

- 博取政策性收益 / 80
政策事件影响几何 / 84
火山口上的证监会主席 / 90
刘鸿儒——开山辟路受命危难(1992 年 10 月~
1995 年 3 月) / 91
周道炯——救火队长(1995 年 3 月~1997 年 5 月) / 94
周正庆——清理整顿再铸牛市(1997 年 6 月~
2000 年 2 月) / 97

周小川——舞动市场化双刃剑(2000年2月～
2002年12月) / 98

尚福林——启动股改力扭乾坤(2002年
12月～) / 104

政策市欲行多远 / 110

第四章 公司治理道高一尺魔高一丈 / 114

公司治理的三个死穴 / 114

关联交易,天使还是魔鬼 / 120

挥之不去的内幕交易 / 126

公开谴责管用吗 / 127

信披,监管重中之重 / 130

信披违规为何屡禁不止 / 132

财务操纵何其多 / 134

造假技巧 / 135

会计利润如何失真 / 140

慧眼识假 / 142

第五章 机构博弈与证券研究 / 148

机构时代来临 / 148

基金十年磨一剑 / 150

基金溯源 / 151

演绎马太效应 / 157

规模爆炸下的隐忧 / 159

基金经理弃公奔私 / 160

私募基金崛起 / 165

揭开估值的面纱 / 169

思维决定估值方法 / 170

自由的现金才是回报 / 178

现金流估值法的局限 / 180

证券研究的阳光时代 / 182

重塑研究理念 / 185

分析师的魔力 / 187

研究引发人才走俏 / 189

研究报告价几何 / 192

第六章 股改风起云涌 / 195

破釜沉舟 / 196

开弓没有回头箭 / 202

对价之争 / 203

谁在践踏国有资产 / 206

H 股难题破解 / 207

云开日出还看京西会议 / 209

IPO 开闸, 股改快马加鞭 / 211

限售股冲击波 / 214

第七章 全球视野下的中国股市 / 217

“2·27”震源中心在哪里 / 218

经济全球化漩涡力几何 / 221

金融对外大门徐徐开启 / 227

资本双渠道, QFII 与 QDII / 229

QFII 制度快马加鞭 / 229

QDII 逆市起航 / 235

“港股直通车”开向哪里 / 238

接轨不期而至 / 241

跨境资本暗流涌动 / 243

次贷危机下的中国金融 / 247

第八章 A 股投资环境悄然改变 / 253

机构预测缘何失灵 / 253

股市在内忧外患中突围 / 256

中国式股市 / 259

谁是中国股市的赢家 / 262

中国股市 18 年回望 / 267

附录 中国股市大事记 / 272

主要参考资料 / 280