

中国证券市场国际化并轨研究

何诚颖 主编



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

中国证券市场国际化并轨研究

何诚颖 主编



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编辑 (CIP) 数据

中国证券市场国际化并轨研究/何诚颖主编

中国经济出版社, 2005.11

ISBN 7-5017-7002-8/F.5626

I. 证券 II. 何 III. 证券-国际化研究 IV. F279.1-52

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 043237 号

主编: 何诚颖

编委: 何诚颖 卢宗辉 李翔 陈东胜 陶鹏春,

统筹: 陈东胜

出版发行: 中国经济出版社

责任编辑: 侯 茗

地 址: 北京西城区百万庄北街 3 号

装帧设计: 渠怀英

邮 编: 10037

开 本: 185X230

印刷装订: 北京市地矿印刷厂

印 张: 15.5

版 次: 2005 年 12 月第 1 次

字 数: 330 千字

定 价: 68.00 元

版权所有, 侵权必究.

前言

(一)

无论是中国股市股权分置改革，还是中国股市从 2001 年起至今的下跌，其实质就是中国股市与国际股市的全面并轨。中国股市正处于向国际化股市全面并轨的过程，解决中国股市全流通的问题，其实质就是解决中国股市与国际化股市全面并轨的问题。而解决问题的科学方法是“帕累托改进”，其中的关键则是对受损者给予“适当的单方支付”。

经济效率的实现在经济学上依赖于两个概念：一是“帕累托改进”

(Pareto improvement)：指经济活动中存在的能够使至少一个人的境况改善（变好）而同时不使任何其它人受损（变坏）的经济行为。二是“潜在帕累托改进”（potential Pareto improvement）：指经济活动中存在的使总体受益者的获益大于受损者的损失的经济行为。伴随“适当的单方支付”——任何“潜在帕累托改进”能够变成“帕累托改进”。“适当的单方支付”使一个伤害到一些人的行为变成了不伤害任何人的“帕累托改进”，使经济行为具有了经济效率。

中国股市“参照系统”的改变所引起的一些可预见的后果是市场参与各方所不容忽视的。“股权分置”程序的启动，意味着政府承诺暂不流通的法人股和国有股终将全流通。但是，中国股市全流通或说解决“股权分置”曾被看成是悬在中国股市头上的“达摩克利斯之剑”。为什么称为“达摩克利斯之剑”？因为全流通使股市中股票供给增加并使中国股市与国际股市的内在结构与运行规律趋同，必然导致中国股市与国际股市股价并轨，使二级市场的投资者蒙受损失。

所谓“适当的单方支付”，是指获得全流通的上市公司的获利股东向蒙受损失的投资者给予一定的补偿。这也是为使中国资本市场的资源重新配置达至高效率的必由之路。排除了这个方法，经济运行中就存在被浪费掉的能够不损害其它人的前提下，使某些人得到改善的机会。“适当的单方支付”更是解开“股权分置”死结的关键点，它使市场参与各方长达几年的争论僵局面临“柳暗花明又一村”的局面。在商言商、论股谈金，经济行为应在经济的范畴内解决，任何离开经济范围的解决方法都将偏离正确的道路越来越远。

问题来了，确定了“适当的单方支付”后，多少才是“适当的”呢？为了中国资本市场的稳定和顺利发展，我们必须以严谨的科学态度，实事求是的原则求证出全流通的改革使二级市场的投资者到底蒙受多大的损失，掂量掂量这个被称为中国股市头上的“达摩克利斯之剑”的能量到底有多大。

（二）

我国的证券市场处在“新兴”加“转轨”时期，应该说，从“国九条”出台开始，我国证券市场才结束“实验期”，才开始真正由“边缘化”向资本市场主体的“市场化”转型。相比之下，我们证券市场还是一个相对封闭的市场，因此，A股市场总体定价明显高于H股市场。

我们知道，成熟股票市场的股价结构层次是分明的，同一市场内股价相差悬殊：注重流动性，对大市值的股票给予一定溢价，对小市值股票即使收益率可能很高也较少参与；优质优价，对于好公司给予较高的市场定价，但优秀的公司往往出现相对定价不高（即市盈率较低），但绝对价格很高的现象，而差公司则给予较低的市场定价。

即大盘蓝筹股普遍具有高绝对价格和低市盈率的双重特征，业绩差的中小盘股则普遍表现为低绝对价格和高市盈率；个股间绝对价格落差很大，高价股和低价股的绝对股价可以相差成百上千，甚至上万倍，如香港大型股指数成份股的最高价是小型股指数成份股最低价的770倍。而境内A股市场中，股价结构的高低落差仍然很小，不难看出股价结构性调整的必要性和长期性。

目前30家上市公司既有A股又有H股。入世后，随着香港与内地资本市场之间的相互渗透、相互融合、相互影响的进程将不断加快，同股同权的A股及H股差价大幅收窄：A股较同股同权的A股平均溢价从2001年中的3.74倍至目前的1.30倍。但相对境内A股，同股同权的香港H股二元结构明显：绩优股与绩劣股的差价悬殊。

就H股估值与香港本地上市公司比较分析而言，按市盈率、市净率、股息率标准来考察，H股按市盈率计算出的估值水平与香港市场相差无几。另一方面，H股与国内A股其实同根同宗，来自同一背景，而且都是比较优质的上市公司，如果与国内成分股比较，可比性就更加明显。

从绝对估值看，上证50与H股差距较小，但总体A股与H股比较仍显偏高。不过这是在“同股同权”的基础上的判断，但我们认为A股和H股，其实同股并不同权。2004年12月8日，中国证监会正式发布《关于加强社

会公众股股东权益保护的若干规定》，规定明确提出了上市公司重大事项社会公众股股东表决制度。这个分类表决制是解决全流通问题前的阶段性措施，阶段性地剥夺了非社会公众股在重大问题上的表决权，也就是承认了 A 股的含权性质。A 股和 H 股，其实同股并不同权，A 股有充分的理由要求一个合理的含权溢价，而 A 股与 H 股之间的价格差距，也将由其含权的价值量决定。

如果管理层推出 QDII，配合已经落实的 QFII 政策，在假定 A 股、H 股“同股同权”的前提下，最终市场的力量将使 A 股与 H 股实现接轨。现在的问题是，应该 A 股向 H 股靠拢还是 H 股向 A 股靠拢，还是双向而行。 尽早推出 QDII，使被过分低估的 H 股股价向上与 A 股接轨。

我们先来看 H 股的情况。H 股经历了十年的发展历程，最初因为被国际资本广泛看好，H 股指数最高曾到达过 9000 点的高峰。但随后暴露了诸多问题：业绩不良、信息披露不规范、投资回报率未能达到投资者要求等等原因，导致 H 股市场持续低迷不振。1997 年金融风暴之后，H 股指数一直徘徊在 2000 点的水平。但自 2003 年开始，随着中国宏观经济的出色表现和周期性行业的强劲复苏，H 股终于得到了国际资本的重新关注。其中最著名的事件是，有“股神”之称的巴菲特通过旗下伯克夏尔·哈萨韦公司斥资五亿美元，购入中石油 11.68 亿 H 股，成为中石油的第三大股东。巴菲特增持中石油的消息公布后，中资企业再次成为国际资本追捧的对象。

JP 摩根、摩根斯坦利、惠理基金、HSBC 等海外机构也开始重新审视 H 股的投资价值。H 股指数从 2003 年 11 月初的 1852 点低位徘徊起步，到 2004 年 12 月 1 日突破 4000 点大关，涨幅达 116%。统计资料表明，在此轮 H 股上涨中，有 A 股的 H 股升幅表现优于整体；低市盈率的个股升幅高于 H 股的平均涨幅；A、H 股股价折让大的，升幅也越大。H 股的这次升浪，既有经济基本面的支持，又有国际资金的策略性布局的影响，由此可以判断，H 股整体在经历了十年的国际市场洗礼后，重新焕发生机，而国际资本对其的重新估值，以及与 A 股的比价效应等，决定了 H 股正在经历一个价值发现的过程。

因而，尽早推出 QDII，让“自己人”可以买到“自己的股票”，可以消除歧视，加快 H 向上估值的过程，实现同向的良性接轨，以市场的力量扭转 A 股仍然高估的错误认识。

H 股经历的价值发现，对 A 股将形成倒逼。我们分析了同含 A 股和 H 股的 30 只股票后发现，A、H 股价比小于 1.4 的股票达到了 12 只，其中青岛啤酒，海螺水泥，兖州煤业，中兴通讯的 H 股价格已经接近甚至超过了 A 股的

价格。H 股的低价优势在将近一半的个股上已经表现不明显。但绩差股的折价率仍处于较大水平。换句话说，A 股股价仍然偏高的判断，只能部分成立。其实在所谓 H 股上出现的价值发现，主要是对价值型股票的重新评估定位，绩差股并不在其列，按照这样判断，绩差股仍有下跌的空间，而绩优股已基本接轨甚至出现了到挂。这个判断是有根据的，因为我们认为 A 股和 H 股事实上同股并不同权，而这个“权”的价值，必然在解决股权分置的过程中得到体现。

有分类表决制在前，非社会公众股的股权成了介于普通股和优先股之间的准优先股或准普通股，价值已经大打折扣。表面上，好的上市公司，大股东如果能得到稳定的股利分配，在条件不利时，会拒绝流通。只有差的公司，大股东既无股利，股权又几乎被废，有了流通机会恐怕会紧紧抓住。但长期看，股东被剥夺的表决权均涉及重大事项，将会影响当事方的长期利益，最后走向妥协是必然。

不过好的公司肯定会以较小的代价换得流通权，也容易被市场接受。但差的公司则景况堪忧。总之，如果解决股权分置问题确实本着价值规律的原则，流通股东得到补偿是应该的，换言之，A 股流通股含权。

（三）

中国证券市场正处于加速开放阶段，与海外金融市场存在越来越明显的关联性，A 股与香港中资股（包括 H 股和红筹股）、B 股三大市场之间的互动日益凸现。香港股市（国际化股市），这是一个全流通的，以股票的内在价值为依据的“股票定价参照体系”。即“价值推动型股市”。

一般来说，估值水平的决定因素可分为经济性与制度性两类，一个市场的合理定价水平取决与投资者要求的投资回报率与股票资产在给定价格下所能提供回报率之间的均衡。

而 A 股市场仍有其一些特殊性，估值的过程要考虑特征参数：1、是股权分置下的流通股含权预期所带来的估值溢价；2、是现有体制下的公司管治水平低下而导致的故值折价；3、是人民币升值预期下的估值溢价；4、是经济增长条件下的成长性溢价。

由此得知，市场五年的持续熊市，已经对诸如公司管治风险作了极大调整，世易时移，目前再过多地考虑这一折价因素而忽略其他溢价因素是不合理的，甚至是危险的，我们对此要有清醒的判断。

2001 年以来中国 A 股与香港 H 股的股价一直在进行着惨烈的并轨运动，而在不同阶段，这种并轨的方式有所不同。在 01 和 02 两年，这种并轨是以 A 股的单边下跌来实现的，而 2003 年这种并轨则是以 H 股的大幅上涨和 A 股的横盘来完成，2004、2005 年的并轨是由 H 股的横盘和 A 股的下跌来完成。虽然经过 4 年多的并轨，但 A 股和 H 股依然没有实现完全的股价并轨，二者之间依然存在明显的差价：

1、A 股与中资股比较：目前 H 股成份股 05 年预期市盈率为 9.5 倍。截至 2005 年 7 月 15 日，两地挂牌的 31 只 A 股对 H 股平均溢价 30%，其中：①蓝筹股平均溢价不到 10%。假设非流通股股东按 10 送 2 股支付对价，则蓝筹 A 股送股后的价格将低于 H 股约 10%。由于 H 股分红不征收红利税，而 A 股需征收 10% 的红利税，因此理论上 A 股价格亦应低于 H 股约 10%。由此可见，H 股与 A 股蓝筹股定价水平相当。②绩差股和小型股比 H 股平均溢价 100% 以上，A 股小型股和绩差股仍然严重高估。

中资股虽然在国际市场上交易，但并非市场主流品种，亦缺乏本地资金的依托，客观上存在被低估的可能，由于这一原因以及中资股在地区风险和管制风险下的估值下调，使其历史估值水平远在港股平均水平（市盈率 15 倍）之下。未来中资股估值水平有较大的上升空间。

2、A 股与深圳 B 股比较：同时于 A、B 股市场挂牌股票中，A 股蓝筹股比深圳 B 股溢价 20%，蓝筹股 A 股获得对价支付后，与 B 股价格相近。但 A 股中垃圾股价格仍远高于 B 股。

3、A 股与国外股市比较：目前美国标准普尔 500 指数市盈率为 19.5 倍，欧洲股市成份股平均市盈率 16 倍，日经 225 指数市盈率 18 倍，而深沪 300 指数市盈率 13 倍多，股权分置改革后深沪 300 指数市盈率将降到 10 倍，远低于欧美日股市估值水平。中国和发达国家股市的可比性应从两方面看，一方面地区和管制风险对中国股市估值水平构成一定负面影响，另一方面，中国 GDP 的高速增长在一定程度上抵消了这一不利影响。巴菲特 2003 年购买中石油 H 股时说：“如果股票的价格足够低，就可以抵偿地区风险和管制风险”。实际上欧美等证券市场也同样存在较大的风险，如美国的 9.11 和英国的袭击事件都令股市深受影响，单纯从地区风险角度来否定中国股市是片面的。

与中国可比性较高的新加坡、巴西、印度等新兴市场经济国家目前成分股平均市盈率约 11.5 倍，略高于中国股市。由于中国 GDP 增长速度高于这

些国家，而且中国资金的机会成本较低，股市的股权投资成本亦较低，其估值应有一定程度溢价，因此中国蓝筹股相对低估。

由以上分析可得出结论：A股、中资股、深圳B股三个市场蓝筹股估值水平趋同，而与国外股市相比，投资价值凸现。

（四）

人民币升值对三大股市影响正面，推动力度不同。二十世纪八十年代中期，以日本为代表的东亚经济体货币大幅升值，致使股市狂涨。日本股市从1983年日元/美元委员会成立后开始上涨，经过1985年的广场协议，至1990年日经指数共上涨8倍，韩国和台湾货币1985年升值后至1990年股市分别上涨7倍和18倍。德国股市在马克升值后也有类似表现。东亚各经济体在工业化和产业结构调整中都实行出口导向战略，其货币升值都发生在重化工业中后期，形成于拥有自主核心技术、产业集群化、高级化阶段。由于具备国家综合竞争优势，其货币升值并未对出口形成重大打击。

然而人民币升值很可能以贸易顺差持续缩小为代价，原因是我国的出口仍基于廉价土地和低劳动力成本优势。而且中国将会吸取日本泡沫经济教训，不会象日本那样大幅下调利率，对A股而言，由于外汇管制使外资难以大规模进入中国，因此人民币升值虽利好于股市，但绝不会象东亚经济体一样使股市狂涨十倍。

相对A股而言，人民币升值对中资股则有更为正面的影响：一是中资股是以人民币标价的资产，人民币升值意味着中资股升值；二是人民币升值使公司以港币计算的利润上升，而且人民币持续升值预期使中资股的业绩预期上升，从而提高股价；三是人民币升值使中国资产对国际资金有极大的吸引力，但中国外汇管制使境外资金进入内地不便，国际游资将会选择香港中资股进行炒作。大多数中资股股价在可预见的时间内将会超过A股，但外贸出口类和大宗原材料类股票由于与国际热钱炒作方向不相吻合，股价不一定能超过A股。

B股市场则受两方面因素影响，一方面B股投资主体仍为国内居民，投资者面临兑汇损失的负面影响；另一方面人民币升值使以港币标价的资产及业绩上升，利好B股，中资股上涨后也将对深圳B股市场形成估值支持。

从短期看，中资股和A股、深圳B股由于投资者结构和币种不同，市场走势会有一定的差异，但大方向仍将趋于一致。由于中国A股市场短期趋势投资者多于长期趋势投资者，近期经济发展趋势仍是股市走势最重大的影响

因素。从各省公布的数据看，中国 04 年 GDP 实际增幅超过国家公布数据，相比之下，05 年增幅会有相当程度的回落，特别是利润增幅回落较大。在国际国内经济景气周期双见顶的背景下，人民币升值未必能使 A 股大盘持续大幅上涨，但可以成为 A 股反转的契机。

在股票从严重高估到大幅低估惯性运行规律的作用下，股市还将震荡一段时间。但随着中国经济在 2005 年实现软着陆，并进入第二波景气周期，将预示着一轮大牛市的产生。中资股短期内走势则更多受人民币升值的影响，板块分化会比较激烈，大盘稳步向好。B 股市场受 A 股和中资股双重影响，走势存在较大的不确定性。

从长期看，除汇率外，中国股市发展趋势的主要影响因素是利率及 GDP 增长率。CPI 回落使利率大幅上调的可能性不大；中美每年贸易顺差都高达 1000 多亿美元（含香港转口贸易），导致人民币对美元有明显持续升值倾向；中国 GDP 持续增长，未来几年增长幅度 8% 左右，仍是世界上经济增长最快的国家之一，在低利率的环境下，企业利润没有理由不增长，如美国 2003 年 GDP 增长率不到 4%，而上市公司利润却增长了 13.8%。

目前中国市场蓝筹股的估值水平已经降到了国际市场的低端，为市场的长期发展奠定了坚实的基础。从财富角度看，中国经济已持续增长数十年，但国民并未完全分享到经济增长的成果，未来中国民间财富必定经历大幅增长阶段，作为财富高速增长的途径及其结果，中国也将产生巨型牛市。

股市用五年时间的下跌，来消化一个国有股减持压力，现在已经到了揭开谜底的时候了。当前股价结构的层次特征，说明投资者对全流通已经有了充分的预测和准备：绩优股股价在上，维持强势，垃圾股低位震荡持续走弱。而始于 2003 年的 H 股升浪，也表明国际资本开始重新关注国内企业的投资价值，QFII 以及推出 QDII 的政策，将帮助这一势头传导到国内，从另一个侧面帮助股权分置试点方案的顺利实施。

因此，我们的基本结论是：如果此时能抓住时机，尽快对含 H 股的 A 股进行股权分置改革，且同时实行 QDII，双管齐下，A、H 股股价自然接轨，而并没有以 A 股股价下跌作为代价，A 股市场的大底部可由此探明。

（五）

中国资本市场在“股权分置”之下发展了十多年之后，即将进入一段全流通公司与非全流通公司并存的时期。这段时期，也将成为我国“民族企

业”的发展壮大期，中国股市这个中国资本市场的“极点”，在启动解决股权分置程序的“大爆炸”之后，必将进入膨胀期。

中国资本市场的发展与改革是一项复杂的、长期的经济系统工程，这是一个新兴的资本市场，其成长为成熟资本市场的过程也必定不是一帆风顺的，而这也正是所有资本市场的历程。我们相信，以中国人民的智慧，中国资本市场的壮大及人类经济学在中国的发展必将有光明的前景。

何诚颖

2005 年 10 月于深圳

目 录

第一篇 中国证券市场规范化政策研究

- 2005 年证券市场的政策分析—探寻股权分置下的发展方向 (2)
 - 一、解决股权分置的预期是影响中国股市深层次和长期的原因——(2)
 - 二、2005 年政策重点是《国九条》的进一步细化与实施——(5)
 - 三、在中国股市制度变迁和创新中寻找投资机会——(8)
 - 四、结论与建议——(11)
- 货币政策适度紧缩与银行、证券资金的互动性研究——(13)
 - 一、引 言——(13)
 - 二、银行资金与证券市场关系：描述性分析——(14)
 - 三、银行资金与证券市场关系：互动性检验——(30)
 - 四、完善银行资金进入证券市场合规途径的政策建议——(38)
- 中国股市调控政策研究——历史、走向与市场影响——(45)
 - 一、引言——(45)
 - 二、我国调控股市政策的轨迹——(46)
 - 三、我国今后几年股市政策的基本取向—市场化、规范化、国际化(54)
 - 四、目前我国证券市场的现状及可能出台的具体政策措施与市场影响——(55)
- 中国证券市场制度变迁和创新路径研究——(83)
 - 一、引 言——(83)
 - 二、中国证券市场变迁动因和创新模式——(84)

三、 中国证券市场创新的五次强制性制度变迁路径	(85)
四、 中国证券市场制度变迁过程中的制度特征和创新路径	(93)
五、 结论与建议	(98)
● 深沪股价指数编制方法的比较分析	(101)
一、 深沪股价指数编制方法概述	(101)
二、 深沪指数编制方法的评析	(102)
三、 基本结论	(106)
● 宏观调控下的中国股价变动分析	(108)
一、 股价变动概述	(108)
二、 涨跌股票的投资价值及相关性分析	(110)
三、 涨跌股票的行业特征	(111)
四、 值得关注的个股	(114)
● 市场化背景下的新股首发询价制及其影响研究	(117)
1、 问题的提出	(117)
2、 海外市场新股发行方式变迁与累计投标询价制度	(118)
3、 市场化改革背景下我国新股发行方式变迁	(121)
4、 新股首发询价制方案评析	(133)
5、 询价制对市场及券商投行业务的影响	(143)
● 中国证券市场股权分置和非流通股流通改造模式研究	(148)
一、 研究文献综述	(148)
二、 现有研究中存在的不足	(149)
三、 国有股减持的原则和市场机制设计	(150)
四、 国有股全流通与减持方案的比较和选择	(153)
五、 国有股减持的定价及流通对股市的风险评	(169)
六、 结论	(175)

第二篇 中国证券业改革与创新研究

- 关于券商管理层持股的几个问题—— (177)
 - 一、意义和作用—— (177)
 - 二、操作方式—— (178)
 - 三、难点和误区—— (179)
 - 四、配套措施和应注意的问题—— (180)
- 证券公司组织管理架构创新与调整—— (181)
 - 一、证券公司组织架构的一般形式与创新原—— (181)
 - 二、国内外大型券商组织管理模式与创新发展—— (184)
 - 三、国内外金融控股集团的发展模式—— (190)
 - 四、我国证券公司的组织架构设计和风险防范—— (193)
- 证券营业部经营状况与网点布局对策—— (199)
 - 一、证券营业部经营收入与成交变化趋势—— (199)
 - 二、证券营业部的经营成本分析—— (205)
 - 三、证券营业网点布局原则与对策—— (207)
- 我国证券公司未来发展定位及其实现途径—— (211)
 - 一、我国证券公司经营形势日趋严峻—— (211)
 - 二、我国证券公司经营陷入困境的根本原因—— (212)
 - 三、美国投资银行业务模式演进及经验启示—— (217)
 - 四、我国证券公司未来发展定位—— (220)
 - 五、我国证券公司发展定位的实现途径—— (222)
- 我国保荐人制度的创新、影响及可能存在的问题—— (225)
 - 一、海外市场保荐人制度及其特点—— (225)

二、我国保荐制度的主要特点	(226)
三、我国保荐制度的创新之处及其影响	(228)
四、我国保荐人制度在具体实施过程中可能存在的一些问题	(229)
● 券商研究部门发展再探讨	(232)
一、研究部门的现状	(232)
二、研究部门存在的主要问题	(235)
三、研究部门是否要市场化	(236)
四、研究部门的发展趋势与定位	(237)
● 中国证券公司的现状与同业比较	(240)
一、中国证券公司基本情况	(240)
二、我国证券公司业务结构分析	(243)
三、我国证券公司赢利模式的缺陷及发展方向	(245)
四、我国证券公司同业比较	(251)
● 证券业职业经理人评价、估值及分配机制研究	(258)
一、研究文献综述和研究的重要性	(258)
二、西方国家证券业职业经理人的评价及分配方式比较	(260)
三、我国证券业职业经理人的评价及分配机制的变迁 及制度性缺陷	(264)
四、完善我国证券职业经理人考核及分配机制	(273)
五、证券业职业经理人的估值	(278)
六、结论与建议	(282)
● 我国证券公司激励机制分层次研究及方案设计	(285)
一、研究背景及问题的提出	(287)
二、国外证券公司分层次激励机制的设计及运作方式	(288)
三、我国证券公司分层次激励机制的现状及其存在的问题	(292)

四、我国证券公司分层次激励机制的方案设计	(297)
五、结论	(313)

第三篇 中国证券市场并轨时期的 投资策略与投资行为研究

● 股价结构深化下的投资策略	(316)
一、股价结构的变化是股市运行状况的集中体现	(316)
二、股价结构深化下的投资策略	(319)
● 当前形势下的机构投资者行为特征与投资策略	(326)
一、机构投资者的行为特征	(326)
二、当前形势下的投资策略	(328)
● 当前机构投资者投资行为解析	(332)
● 从股价变动看调整市道下的股市投资策略	(335)
一、盘整市道下的股价变动描述	(335)
二、涨跌股票的财务特征分析	(337)
三、涨跌股票的行业特征分析	(339)
四、主要结论及投资建议	(340)
● “一九现象”现象下的投资策略分析	(342)
一、“一九现象”在深化	(342)
二、“一九现象”下“生”股的特征分析	(343)
三、“一九现象”下的投资策略	(344)

● 我国保险资金入市规模与方式研究	(347)
一、前言	(347)
二、我国保险资金入市的总量分析	(348)
三、保险资金入市的实施方式	(358)
四、结束语：保险资金入市期盼股指期货	(364)
● 基金投资行为的实证分析	(366)
——以第4季度基金投资组合报告为例	
一、基金投资的行业偏好分析	(366)
二、基金选股模式探析	(370)
三、基金选股模式的实际效果考察	(372)
四、结论与建议	(374)
● 我国开放式基金的绩效评价	(376)
——风格尚需多样，业绩还需砥砺	
一、MAJ的DEA法：基金绩效评价的另类视角	(376)
二、我国开放式基金投资风格：趋同明显	(378)
三、我国开放式基金MAJ的DEA绩效评价：尚未看见耀眼的明星	(382)
四、基本结论	(387)
● 基金投资组合分析	(388)
一、基金资产配置	(388)
二、基金投资组合行业分布分析	(389)
三、结论要点	(393)

第四篇 中国证券市场国际比较研究