

XIONGSHI
BUJU
JIAZHI
DIGUFA

熊市布局

——价值低估法

程超泽 © 著

- 只要买到一只价值被低估的股票，
你的下半生将无后顾之忧。
- 大熊市，为你创设了找到低估值股票的难得机会。

 中国金融出版社

熊市布局

——价值低估法

程超泽◎著

 中国金融出版社

策划编辑：张 莉 许振玲

责任编辑：张 铁

责任校对：李俊英

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

熊市布局 (Xiongshi Buju): 价值低估法/程超泽著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 2

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4958 - 5

I. 熊… II. 程… III. 股票—证券投资 IV. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 017206 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×220 毫米

印张 16. 5

字数 176 千

版次 2009 年 2 月第 1 版

印次 2009 年 2 月第 1 次印刷

定价 35. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4958 - 5/F. 4518

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序 评析程超泽教授对中国经济和股市的成功大预测

认识程超泽教授是1993年在汕头大学的一次国际年会上，与会中他对中国经济走势的乐天观点给我留下了深刻的印象。也从那时起，我开始关注他出版的每一本书。自20世纪90年代中期出版第一本争议性专著《走出山坳的中国》（海天出版社，1995年）以来，他关于中国经济的趋势预测分析成果累累。除了上述《走出山坳的中国》以外，他的著作《亚洲怎么了：亚洲金融风暴全景透视》（上海人民出版社，1998年）、《世纪之争——中国：一个经济大国的崛起》（新华出版社，1998年）、《中国经济：崩溃还是成长》（江苏人民出版社，2003年）、《告诉你一个真实的中国经济》（上海交通大学出版社，2004年）、《中国经济成长之谜》（上海交通大学出版社，2004年）、《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》（上海东方出版中心，2004年）、《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》（北京大学出版社，2007年），以及《警惕！中国股市虚拟大崩盘》（北京大学出版社，2007年）等，都是中国广大读者耳熟能详的图书。这些图书的出版，用白纸黑字为程教授在过去一些年里对



中外一系列经济大事件的正确预测作了有力的佐证。

——20世纪90年代初期，在有关中国经济未来走向的学术讨论中，著名的《河殇》、《山坳里的中国》曾经因为作者的悲观论点而在国内外“洛阳纸贵”。几乎就在同时，程教授写下了他那本著名的《走出山坳的中国》一书，驳斥悲观派对中国经济“盛世危言”式的描述。就在这本在国内有着影响的代表作里，他成功预言中国经济还将持续高速增长，中国经济这艘“航空母舰”非但不会像国内外那些悲观经济学家所说的那样“要下沉、要崩溃”，而且还会全速前进。他在书中写道：

“本书的作者则‘大胆假设，小心求证’地提出：21世纪将最终形成‘中国世纪’！1978年改革开放以来，中国经济增长率一直以平均9%以上速度发展，按照对中国和目前经济总量世界排名前九位的未来经济增长率、国内生产总值以及中国人均国内生产总值进行预测，我们得出以下基本结论：中国国内生产总值将于2005年超过法国，2006年超过英国，2012年超过德国，21世纪20年代超过日本，成为世界第二经济大国；21世纪50年代超过美国，成为世界第一经济大国，跃上世界之最，‘一览众山小’。”^①

自1995年《走出山坳的中国》出版以来，中国经济十多年的走势有力地验证了程教授当时孤独却非常前卫的观点。他在书中预测的中国经济总量的“赶超”进程甚至在年份上都和现实非常吻合。事实是，2005年中国国内生产总值超过法国，2006年超过英国。

^① 程超泽：《走出山坳的中国》，6页，深圳，海天出版社，1995。

2012年、21世纪20年代和50年代虽然还没有到，但时间将进一步证实他在书中描述的观点。

——1997年，亚洲金融危机全面爆发。危机是在该年7月最先在泰国发生的，然后迅速向周边国家及地区蔓延，危机波及之广、危害之惨烈，令全球震惊。由于是世界大题材，程教授很快就关注起亚洲金融危机来。1998年年初，他的《亚洲怎么了：亚洲金融风暴全景透视》一书在上海人民出版社出版。就在这本开全国分析亚洲金融危机之先河的图书里，他放言美国经济行将猛烈下挫。同年年中，他因为新书出版的缘故，应邀在上海东方电视台财经频道做客，表达了同样的观点。就在程教授上述图书出版不久，从2000年起美国经济危机便成为21世纪初世界最大的新闻主题之一，美国著名的“硅谷热”引发的21世纪初美国经济危机和倒退是其中最根本的原因。就是从这场危机开始，国际上开始流行起“美国打一个喷嚏，全球就伤风感冒”的说法。这一次美国经济和股市危机一直影响了21世纪最初5年的全球经济。

——2004年，就在中国股市处在最低迷的时候，程超泽教授的《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》一书在上海东方出版中心出版。他在书中鞭辟入里地预测道：

“本书的作者认为，中国经济增长内生性变量不断增加，要素生产率 and 全民发展指标稳步提高，重大经济结构性转型日渐突出。实施全面、协调、可持续发展战略，中国经济开始步入新一轮的成长周期。我们已经感到：中国经济正运行在增长性长波轨迹上，一轮



气势磅礴的股市反转大行情正向我们悄然逼近。”^①

“中国正在兴起新一轮的经济景气周期，如果你不知道中国已经，或正在兴起的大事，那你就等于坐失一次长期参与分享中国经济上升时期发展大红利的千载难逢的良机。”^②

“大牛市的到来不是一蹴而就的，牛市初期甚至非常折磨人，股市即使具备了所有牛市条件，也仍需要若干契机，这里面也有很多偶然因素和不确定因素。大盘在反复走高的过程中将伴随着市场主力的不断高位宽幅震荡，但每一次主力意图明显的高位洗盘都意味着诱空，其目的只有一个，那就是为了获取更多长期锁定的战略筹码。只要中国经济持续高速增长趋势不变，大盘震荡攀升的趋势将一直不会改变。因此，前进中的股指回抽所造成的短期背离在中长期走势中必将得到不断充分修复。中国股市在未来历程中也将发生各种大小波折，但这些波折将成为进一步推高中国股市健康规范发展的动力源泉。”^③

呐喊是需要勇气的。可在2004年中国股市还处在万马齐喑的当时，他却感到太势单力薄了，呐喊也因此被淹没在一片“中国股市崩溃”的嘈杂声浪中。连他的许多经济学同仁在当时也对他的“股市大拐点”观点大不以为然，说他是“痴人说梦话”。其实，《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》书稿于2004年5月已经完稿，在征求出版时因为出版社普遍不看好而几经周折。

① 程超泽：《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》，13页，上海，上海东方出版中心，2004。

② 同①，14页。

③ 同①，245页。

——开始写那本在全国影响很大的《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》是2005年年中的事。到10月中旬，书稿已进入“竣工”阶段，可出版却成了他最感头痛的事。他在专门经营书讯、书稿交易的网络bookb2b.com上刊登征询图书出版信息，可在很长一段时期里却乏人问津，也没有任何信息反馈，这从一个侧面反映了处在黎明前最黑暗时的中国股市的现状。没有股市行情，又何来感兴趣读《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》的读者？！没有读者，以营利为目的的出版社或出版公司又怎么愿意花血本来出版这样一本书呢？

他决定另辟蹊径，这才有了2005年12月22日在搜狐网自己的博客（<http://840924.blog.sohu.com>）上写下的《大繁荣：碎步走向超级长牛市》的博文。文章将业已完成的《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》书稿中最精华部分作了一次清晰的陈述。该文很快就被包括人民网、东方财富、中金论坛等各大著名网络相继转载。就在这篇博文里，他是这样描述行将到来的中国长牛市行情的：

“我们现正处在中国历史上，甚至是世界历史上经济增长和进步最快的一个五年，它的基础是由一些很简单的人口与经济统计学趋势所决定的。中国农村的城镇化趋势、农村劳动力向非农业转移、中部地区崛起、2008年北京奥运会、2010年上海世博会，以及2006~2010年由庞大人口消费及其引发的高生产效率等，都将使中国迎来世界历史上一次最长的经济景气周期。同时，我们现在看到的技术革命是自电力、汽车和电报电话发明以来最重大的一次，它



是一次由芯片产生的信息革命，这也许是自 15 世纪后期印刷术发明以来最为重大的一次全球性变革，它在未来五年的发展过程远没有达到应有的高度。而当前世界上重大新技术的出现，又无一不与中国庞大的人口生命周期相耦合，与中国产业改造相耦合，与中国‘十一五’规划相耦合。鉴于此，我们相信，在未来五年，人们将在中国看到世界历史上最大一次股市超级长牛市过程，当然在五年后我们也免不了亲眼目睹一次最大股市萧条期的到来。”

在同一篇博文里，程教授甚至为大财五年都预设了前提条件，他在博文中写道：

“对于未来五年为期的中国股市长牛市，我们的判断假设是：（1）没有战争或重大自然灾害；（2）没有全球性经济或金融危机；（3）中国股市的上涨是建立在证券制度建设有序推进的基础之上，投资人也是理性的。在此假设的基础上，如果我们充分了解了上述的经济趋势和周期，我们就能为行将到来的中国超级长牛市和随后的股市崩盘做好充分的思想、心理和物质准备。我们从现在起就要抓住买入股票的最佳机会，以迎接中国股市最长时间的一次大牛市。”

中国起自 2005 年年底的那场大牛市的进程在 2008 年戛然而止。再一次，我们不能不敬佩程教授的治学严谨和具穿透力的远见！他在文中的三个预测前提在 2008 年中国大牛市进程中都相继发生了，其间国内出现了年初的全国范围的大雪灾；5 月，四川发生了震惊世界的汶川大地震；进入下半年，世界资本市场情势急转直下，10 月，美国金融大海啸爆发，将国际金融危机推向一个前所未有的危

崖。就连第三个预测前提，也被他预设得那样天衣无缝：2008 年的中国大牛市进程同时受到到期的“大小非”^①的顽强狙击和沉重卖压。就在这三大假设的大事件的前后夹击下，中国股市想牛也难呀！

2007 年 1 月，程教授的图书——《大财五年，抓住你一生中最好的投资机会》在北京大学出版社出版。

——2008 年的世界金融和经济危机始料未及，令大多数人大跌眼镜。但对危机的预警再次可以用程教授的图书来加以佐证。早在 2007 年 1 月出版的《长捂不放：牛市震荡中的炒股策略》的图书里，他第一次提到了两个非常重要的观点：（1）中国股市没有近忧，却有远虑。（2）危机的可能性主要来自内生性和外生性两个方面。他在《长捂不放：牛市震荡中的炒股策略》一书中总结道：

“当前世界经济局势与 1997 年亚洲金融危机爆发前有惊人的相似之处。不同之处只是当前的国际资产泡沫形成的范围更广。正如股市行情总是结束于市场最乐观的时刻一样，其他资产的泡沫化为乌有也总是让人防不胜防：日本经济危机爆发于美国书店到处可见赞扬日本经济模式书籍的时候，亚洲金融危机则出现在世界银行发表了《东亚奇迹报告》的第二年。有专家认为，在当前的局势下，任何一个不大的冲击都可能会变成引发新一次危机的导火线。而一旦危机来临，亚洲将是重灾区，中国则是重灾区的中心。”^②

^① 指非流通股，即限售股。小非：股改前占比例（5%）较小的非流通股，在股改一年后方可流通。而相对较多的一部分（5%以上或更多）就是大非，股改后，对股改前占比例较大的非流通股在股改两年以上方可流通。随着“大小非”规定限售年限的解禁，上述大小非流通股完全变成了流通股，从而造成了对中国 A 股市场的冲击。

^② 程超泽：《长捂不放：牛市震荡中的炒股策略》，143 页，北京，北京大学出版社，2007。



这两个重要观点后来被作为他在 2007 年年中完稿、于同年 11 月在北京大学出版社出版的《警惕！中国股市虚拟大崩盘》一书的最重要的主题生发开来，以再次警示中国股市受内生、外生两个因素的夹击有可能引发大崩盘。值得特别指出的是，《警惕！中国股市虚拟大崩盘》一书出版后仅仅几个月，中国股市大崩盘便开始走上了不归路，上证综指从 2007 年 10 月的 6 124 点最高位，到 2008 年 10 月的 1 664 点的最低位，跌幅高达 73%，居全球股市跌幅之首。在这本开国内学界之先河的颇具前瞻性的学术论著中，程教授用仿真的研究方法模拟了中国股市崩盘的全过程。他在该书的序言里这样写道：

“撰写这本书的目的只有一个，那就是警示可能到来的中国股市危机，以及由此触发的金融危机，以此提醒广大投资者，尤其是经常处在信息不对称而后知后觉的广大中小股民，中国的证券市场在未来将如何发展。我要告诫广大股民，我们将会看到历史上最伟大的牛市，但也免不了要目睹股市最惨烈的暴跌。如果我们明白了股市的趋势和周期，我们就能为超级大牛市和随后到来的股市危机提前做好准备。”^①

“出现危机的成因绝不是—一个，也不是两个，它就像许许多多业已发生的历史事件一样，是无数相互交错的力量、无数个力的平行四边形产生合力的结果。但不管形成危机的因素有多少，危机反映的正是中国证券市场的内生性和外生性的急剧变化：内因是证券市

^① 程超泽：《警惕！中国股市虚拟大崩盘》，4 页，北京，北京大学出版社，2007。

场的股票价格严重背离公司内在价值，以及不可持续的经济失衡的日积月累触发了股市危机；外因是国际资本快速流动造成的资金流向的迅速逆转，或者是世界经济形势出现了突发性灾变。内生性或外生性的任何一种因素，甚至在内外因素的双重夹击下，市场信心丧失殆尽，于是，股市危机便以激烈的形式爆发出来了。”^①

“世界经济的最大风险来自美国经济的可能放缓。多数研究学者认为，作为世界经济动力之一的美国，其经济虽不会走向衰退，但美国经济增速趋缓、能源价格不稳和通胀阴霾，将成为今后几年全球经济图景上的主要阴影。”^②

“美国经济可能放缓的主要原因来自其房地产市场正在急速降温。美国房地产市场此轮快速增长缘于美联储 2001 年开始降低利率。据了解，美联储在不到两年时间里一共 13 次降息，将基准利率从 6.5% 减至 1%。低利率刺激了美国房地产市场的快速发展，也刺激房价连创历史新高。据联合国最新公布的统计数字，扣除通货膨胀因素，美国过去 5 年房价涨幅达到了 80%，远高于历史上的其他时期。为了控制房地产过热，美联储又连续 16 次加息。2006 年，美国房地产泡沫开始破裂：新建房屋减少，房价回落。受房地产降温、持续提息效应以及高油价三大因素影响，2007 年美国经济增速从 2006 年的 5.6% 降至 2.5%。”^③

今天，回过头来看，我们惊异地发现，中国股市 2008 年的大崩盘走

① 程超泽：《警惕！中国股市虚拟大崩盘》，7 页，北京，北京大学出版社，2007。

② 同①，101~102 页。

③ 同①，102 页。



势和他在《警惕！中国股市虚拟大崩盘》一书中描述和分析的何其相似乃尔，他的预测是如此的精准，又是如此的具前瞻性，如果广大股民读者能事先读到程教授的这本预警大崩盘的书，并相信书中预警的可能发生的事情，他们无疑将成为及早从大崩盘里脱身出来的大赢家。

预见是要冒信誉危机风险的，而正确预见更是非常非常难，但程超泽教授的几本经典之作——《走出山坳的中国》、《亚洲怎么了：亚洲金融风暴全景透视》、《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》、《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》，以及《警惕！中国股市虚拟大崩盘》却做到了。

中国股市走过2008年，走到今天，再一次来到了亟待经济学家站出来重新对中国未来股市走势进行盘点式再梳理的十字路口，以正确引导渴求这类趋势分析的广大投资者。我们欣喜地获悉，程教授的新书《熊市布局——价值低估法》已于近期杀青。我衷心地希望能看到他新书的出版，能再次从他新书的精辟论证中获益。就像时间将检验程教授关于过去一些中国和世界经济大事件的预测分析的应验力一样，时间也将检验他在现在这本新书中关于“守望价值投资”的重要观点。

盛天顺

澳大利亚莫乃须大学经济及管理学院教授

二〇〇八年十二月十八日

序 言

在世界现代经济史中从未发生过这样的情况，金融、能源和粮食这三大波及范围广泛的危机同时发生，但在 2008 年它们同时发生了，且相互影响、相互关联，每一种危机又都对其他两种危机产生叠加效应。于是，随着危机的加剧，世界实体经济遭遇了前所未有的巨大破坏。

这场危机最早爆发在美国，时间是 2007 年 8 月。最先明显感知这种变化的当数不动产的房地产部门。2007 年第二季度，美国的住房销售额下降了 29%，将近 200 万套公寓和别墅找不到买主。地价进一步下滑。抵押利息的提高和对经济倒退的恐惧让地产部门陷入了螺旋式下降中，给整个建筑行业造成了可怕的影响。所有与之相关的企业现在都处于“飓风眼”当中，失业率随之上升。美国住房抵押贷款市场的日渐疲软迅速波及全世界。这场危机借助金融机构的转化和蔓延能力，使得它越来越像一种无法得到控制的突发性流行病。

在这样的恐慌中，产生了第三次石油冲击，原油价格飙升至每桶 140 多美元。价格的不合理上涨（1998 年每桶原油价格仅为 10 美



元)不仅是因为不理智需求的增加以及石油的供不应求,它更是国际石油炒家疯狂炒作投机的结果。投资者逃离了房地产泡沫,转移大量资金,因为他们打赌似地认为,原油每桶价格可升至200美元。于是,他们的行为造成了石油金融化。

以下便是我们看到的结果:燃油价格疯狂上涨;渔民、卡车司机、农民、出租车司机和上班族的愤怒之情一触即发。许多国家爆发了大规模示威游行,从事这些职业的人群要求政府提供援助和补贴,并削减税收。

似乎这样的局面给人们造成的阴影还不够,粮食危机也突然而至。据联合国匡算,饥饿正威胁着世界上近10亿人的生活。目前,粮食短缺已经在全世界大约40个国家引发了民众抗议。联合国粮农组织于2008年6月5日在罗马召开峰会,讨论粮食安全,但会议并未就重振全球粮食生产达成一致意见。从金融灾难中脱身的投机者也要为粮食问题负责,因为他们再一次打赌粮食价格将在下一个收获季时上涨。于是,金融化波及了农业。

华尔街,是一条位于纽约曼哈顿的仅500米长的小街。然而在现代社会,它的意义早已超越了一条街道。这里发生的任何波动,都会被高度发达的经济网络和媒体传递到各行各业乃至世界各地。2008年,起源于华尔街的一场金融危机,让美国房地产和汽车两大支柱产业为之变色,也令世界主要经济体风声鹤唳。

在美国老电影《华尔街》中,男主角查理·辛在经历了华尔街金融洗礼后,想起父亲曾经告诉他的一句话:要踏踏实实工作,切实地创造财富。而在现实生活中,很显然,华尔街的金融家们并没

有记住这一点。

华尔街上最出名的，莫过于美国五大投资银行——高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟和贝尔斯登。在五大投资银行主导的近75年间，华尔街创造了美国一个又一个金融神话。

2008年年初，贝尔斯登公司董事长兼CEO凯恩提出辞职。批评者认为，凯恩在信贷危机中未能果断采取措施，有“不作为”之嫌。3月14日，美联储宣布，对陷入困境的贝尔斯登提供紧急贷款。但贝尔斯登最终没能“挺”下去。两天后，在美联储的极力撮合下，贝尔斯登以每股2美元的“跳楼价”卖给了摩根大通。美联储则为此笔购并案提供了大约300亿美元的担保。

而后，金融危机的蔓延速度超出了外界的预料，并在9月集中爆发。2008年9月15日，雷曼兄弟宣布破产，雷曼兄弟CEO理查德·富尔德成为千夫所指。《纽约时报》的文章说，从2007年夏天以来，富尔德就曾抱着和普通投资者一样的“抄底”心理，大量购进与次贷相关的金融产品。这使得雷曼兄弟的危机到后来一发不可收拾。直到2008年6月，富尔德仍然对外宣称雷曼兄弟状况良好。当富尔德在最后时刻打电话给他能想到的所有对象寻求被收购时，美国银行、摩根士丹利……没人对雷曼兄弟出手相救。在雷曼兄弟破产的同一天，美林由于出手及时，幸运地找到了一个好买家——美国银行。美林CEO约翰·塞恩亲手将这家有着94年历史的投资银行送进了历史。9月21日，高盛和摩根大通转型为银行控股公司。对于以牺牲更大经营自由而换来的转型，高盛CEO布兰克费恩和摩根大通CEO麦晋桁都认为，这有利于公司在金融市场经历巨变的情



况下开拓新的业务。至此，美国五大投资银行不复存在。

金融危机从来就不会止步于金融业，美国的汽车业随之受到前所未有的重创：股价暴跌，市值极度缩水；资金紧缺，财务状况告急；高度依赖信贷支持的消费模式四面楚歌。金融危机最终导致引发全球性多米诺骨牌倒塌的金融大海啸。

现在，欧美发达国家经济衰退已成不争的事实，人们越来越担心的是出现全球范围的制度危机，担心全球经济出现全面崩塌现象。虽然我们无法预见危机在未来的冲击将有多深远，但有一点可以肯定的是，这已颇有点像 1929 年的那场世界经济大危机了。

在世界多重危机的集合冲击下，中国经济能独善其身吗？2008 年 8 月 1 日，胡锦涛在接受外国记者采访时第一次用“中国发展中的矛盾和问题世所罕见”的话来形容中国面临的任务，表明了中国经济当下的困境和危机。^① 12 月 12 日，国家发展和改革委员会主任张平在全国发展和改革工作会议上对国内经济形势作出判断，认为当前中国经济下行风险比预想的要严重，经济增速下滑已经成为当前和明年经济运行中的主要矛盾。他认为中国经济减速及其影响表现在四个方面：第一，投资增速下滑，投资后劲不足；第二，工业生产增长放慢，能源、原材料和运输需求下降；第三，房地产和汽车市场低迷，消费热点降温；第四，部分企业经营困难，财政收入形势严峻。

金融大海啸使原本非常脆弱的中国股市更是雪上加霜，出现了

^① 《胡锦涛：中国发展中的矛盾和问题世所罕见》，中国新闻网，2008-08-01。