

中国股民
最适合的
秘籍手册

听听 投资主力 说什么

震荡牛市中的股票、基金投资策略

程超泽 / 编著

这是一本由众多中外投资基金之口，全面回应中国股市震荡与盘升的图书。

数百位海内外投资专家揭示震荡牛市中的股票与基金投资策略

东方出版社

F830.9/195

2007

听听 投资主力 说什么

震荡牛市中的股票、基金投资策略

程超泽 / 编著

东方出版社

图书在版编目(CIP)数据

听听投资主力说什么——牛市震荡中的股票、基金投资策略
程超泽 编著. 北京:东方出版社,2007. 7

ISBN 978-7-5060-2820-2

I. 听... II. 程... III. 证券投资—基本知识—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 079623 号

听听投资主力说什么——牛市震荡中的股票、基金投资策略

作 者: 程超泽

责任编辑: 王 喆 钱 星 叶芝蕙

出 版: 东方出版社

发 行: 东方出版社 东方音像电子出版社

地 址: 北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码: 100706

印 刷: 北京智力达印刷有限公司

版 次: 2007 年 7 月 1 版

印 次: 2007 年 7 月 1 次

开 本: 787 毫米×1092 毫米 1/16

印 张: 13.25

书 号: ISBN 978-7-5060-2820-2

定 价: 28.00 元

发行部电话: (010) 65257256 65230553

版权所有, 违者必究

本书观点并不代表本社立场

序 言

始自 2005 年年底 998 点的中国大牛市，在不到两年的时间里上涨幅度超过了 300%。A 股的持续上涨令国人的入市激情空前高涨，广大投资者蜂拥跑步入场，日新开账户数迭创新高。迄今为止，沪深两市账户总数已突破 1 亿元人民币大关。

沪深交易所近期的数据显示，沪市总市值已达到 13.9 万亿元人民币，流通市值 4 万亿元人民币，平均市盈率 43.83 倍；深市总市值则首次突破 4 万亿元人民币，达到 4.19 万亿元人民币，流通市值为 2.1 万亿元人民币，深市 5 月 22 日的平均市盈率达到 53.37 倍。

同时，沪深总市值增加的速度令人惊叹。有历史资料显示，2006 年 12 月 20 日，沪深总市值首次突破 8 万亿元人民币大关，在半年时间中，沪深总市值增加了 1.25 倍。及至 2007 年 1 月份，沪深总市值曾连续突破了 9、10、11 万亿元人民币大关；4 月份又连续突破 13、14、15、16 万亿元人民币大关；5 月份，则连续突破了 17、18 万亿元人民币大关，沪指在 5 月底一度冲上 4 300 点高位，两市总市值也一度突破 19 万亿元人民币。

随着中国股市步入新一轮大牛市，关于它是否存在泡沫，已有很大的争论。特别是自 2007 年以来，显然已成为市场多空的重点问题。以美国著名投资家吉姆·罗杰斯，中国经济学家谢国忠、左小蕾等为首的一派认为，中国股市只是基于流动性过剩主题而炒作的所谓价值重估，因此存在泡沫，乃至危险。而另一派以中外基金显居市场主流地位的代表性观点则认为，过去一年多来中国股市的上涨只是恢复性的，以价值重估为首要主题的大牛市、长牛市行情还刚刚来开了一个序幕，潜在上涨空间仍然非常巨大。

此外，对市场估值所出现的意见纷呈、莫衷一是的不确定性，成为自 2005 年 6 月发轫的本轮牛市行情于 2007 年以来频频出现了大震荡，其中以“1.31”、“2.27”、“4.19”和“5.30”四次最为突出。但牛市没有丝毫止步的



迹象，大盘就这样战战兢兢地前行着，大成交、大震荡，伴随着巨大的多空分歧而不断出现。由于处在这种敏感点位，投资者心态的矛盾是巨大的。迷茫的不仅仅是散户，从基金季报、券商的研究报告中，我们也可发现，投资机构对大盘处于4000点之上的市场走势抱有极高的警惕性：一方面，股价处在历史的高位，一有风吹草动，抛盘就会如潮水般涌出；另一方面，牛市的车轮滚滚向前，虽然震荡在加剧，但仍看不到牛步停歇迹象。

正是在这一背景下，本书汇集了当前市场主力的观点，并就中国股市未来的一般走势进行了广泛深入的阐述和预测。所谓市场主力，在本书中是一个以投资基金和基金经理人为主的泛宽概念，包括券商、社会保险管理者、私募基金经营者，也包括财经投资方面的专家学者。通过他们之口，书中试图集中阐述以下一些重要观点：

(1) 市场的短线震荡不会结束行情的长牛市格局，趋势力量将主导行情的发展。本轮牛市经过一轮恢复性行情，尚处在增长的前期。后市行情的发展将演化为不断向上攀升的温和震荡的格局。如果没有外生性因素或力量的阻断，中国股市的长牛市格局将可延续几年。（第一章）

(2) 中国股市的长牛市格局是一系列重要因素合力作用的结果。从宏观面上看，当前宏观调控已初见成效，后续将以温和市场化手段为主。宏观经济的持续快速增长及上市公司业绩的逐步改善，已经为股市走牛的趋势奠定了坚实基础。而资本市场的重大制度变革，人民币升值带来的国际、国内流动性资金的充裕，以及还在延续的中国特有的人口大红利政策，都将为A股步入一轮波澜壮阔的长牛市提供重要动力。（第二章）

(3) 按照长牛市以及股价还将被不断推升的格局来判断，现在还在采取不投资的策略或者因为畏高心理而早早退出股市的想法，将无疑是长牛市时期最大的投资禁忌。经过2006年全年及2007年上半年的考验，相当多的股票已经大幅上涨，市场将进入对所有个股再次梳理并重新选择的阶段，并且价值挖掘将在今后几年里继续深化。其中，人民币升值、消费升级和产业升级仍然是未来中国经济最重要的特征，同时也是未来几年最重要和长期的投资主题。（第三章）

(4) 投资者除了自行投资股票之外，将全部或部分资金用来投资目前在

中国长牛市中颇为盛行的偏股型投资基金，不失为是一个明智的投资选择。因为基金及其投资经理人的动向在很大程度上决定了未来中国股市长牛市格局的风向标，并且投资经理还掌握着对中国长牛市走势的话语权。因此，选择基金更重要的是懂得选择什么样的股票，何时买进股票，又在什么时候出手。在未来股市不断创出新高、震荡明显加剧的情况下，投资股票型基金对于投资股票来说绝对是一种风险相对较低的投资方式。投资基金最根本的理由是对基金公司投研实力的信任，而投资基金最优的策略就是“选择绩优基金+长期持有”。（第四章）

（5）股市在繁荣，风险在累积，而且随着股市不断被推升上涨，风险将越积越大。吹大的泡沫总有一天会破灭。汹涌而至的国际热钱加剧了泡沫破灭的危险性。更需要关注的是，它们在拉高中国股市的同时，正在累积着一个巨大的金融风险。应对国际热钱已成为未来中国经济一个全局性问题。为此，中国政府必须早着手、早防范，以避免亚洲金融危机的悲剧在中国重演。（第五章）

（6）在涉及真金白银的大牛市里，无数单个投资人动辄情绪化的表现和不符合逻辑思维方式的投资决策，将形成恐惧、贪婪和非理性的市场集合行为，从而造成对中国长牛市格局的破坏，甚至引发金融风暴。因此，在中国大牛市里需要倡导巴菲特的价值投资法则：第一，在大众疯狂买进时卖出，在大众疯狂卖出时买进，甚至在局面似乎越来越好的时候保持一种怀疑的态度；第二，用平常心来看待长期盘升途中的短暂回调，因为每一次回调，就是果断逢低吸纳的好机会；第三，集中投资于最优秀的几家企业，一旦买入，就要保持投资组合至少五年不变；第四，做好充分的心理准备，不论短期股市如何震荡，都对自己所持有的股票充满信心，长抱不放。在这方面，不仅是巴菲特，而且已进入中国资本市场的 QFII、中国基金，以及一些私募基金及其代理人，都为价值投资做了有效的注解。（第六章）

本书之所以采用以投资基金及其经理人作为主要解读中国未来股市走势的一个重要且不可替代的聚焦点，是因为：

（1）作为中国证券市场中举足轻重的角色——基金经理人，他们手中掌管着几亿、几十亿元人民币的资金，他们的一举一动犹如四两拨千斤，牵扯



着中国股市未来的神经。

(2) 过去一些年，特别是2006年，作为中国A股大牛市的一个重要嘉年华，在规范中发展的基金业正遇好时机。他们拥有严明的价值投资理念，有令人敬畏的投资绩效，以及击败大盘的操作技巧和手法。

(3) 2006年的大牛市大大增加了基金经理人的雄厚底气，他们挟持8500亿元人民币之巨的资产规模进入了2007年。现在，他们正志在高远，再一次憧憬更为宏大的发展蓝图。那些投资基金的经理们在想什么，他们又是如何看待未来的中国证券市场，这些对他们来说也是生死攸关的问题。因此，可以这么说，基金就是中国股市未来的风向标，它掌握着中国这一轮千载一遇的超级长牛市的绝对话语权。了解基金经理人在想什么，跟着他们一起买入股票，并和他们一起共舞，彼此分享超级长牛市的大红利，是策划撰写本书的主要目的。

为了书中的内容尽可能客观、公正，本书对市场主力，特别是对投资基金样本抽取这一部分的论述，采用了统计学意义上随机抽样的方法。这样做的目的，是为避免在观点上的“一面倒”之嫌。同时，我们在书稿中展示了各类证券、基金管理人，专家学者，甚至政府官员对中国股市未来走势的不同问题的风格各异的看法。结果表明，有一些看法是惊人的一致，有一些却存在着分野，甚至在意见上大相径庭。如果说，在笔者于2007年1月出版的《大财五年：你一生中最好的投资机会》以及同年4月出版的《长捂不放：大震荡中的炒股策略》这两本书中集中反映的是笔者个人对未来五年中国股市预测观点的话，那么，现在这本书则是集当前正在投资于中国A股的中外投资基金及其经理人对中国未来股市趋势观点之大成。笔者对他们的观点进行必要的汇总、分类、综合和编排，其目的就是为广大市场投资者提供一个中外投资基金及其经理人的视野角度。毫无疑问，本书也因此构成了一些区别于目前市场上业已出版的相关图书的重要特征：

(1) 本书将中外投资基金及其经理人对中国未来股市分析预测作为切入点，从而极大地开阔了广大投资者看待当前正在向纵深发展的中国长牛市的视野。

(2) 本书展示了各类投资基金经理人对中国未来长牛市过程中可能出现



的种种问题的风格各异的看法，给广大投资者留下了集思广益的思考空间。

(3) 本书是目前中国图书市场上的一本从内容、风格和体例上都很独特的股市财经投资类著作。同时，笔者可以确定无疑地说，中国图书市场上还没有一本能像此书这样结集如此众多投资高手和投资理财专家的观点，来全面回应在中国大牛市的上涨和震荡中大量亟待解答的问题的书籍，也从未有过仅仅用一二十万的字数结集、浓缩如此众多的投资高手和专家的投资睿智的相关著作。这些投资高手和专家将在此书中预测中国股市的未来走势，畅谈亲身投资、选股心得，告诫投资陷阱和泡沫，提供有效击败大盘、分享纵横市场的成功法则。

内容简介

大牛市的车轮滚滚向前，震荡在加剧，但看不到牛步停歇的迹象。这是一本假众多中外投资基金和专家之口，全面回应中国超级长牛市震荡与盘升的书。它试图告诉读者：

(1) 将思维不失时机地矫正到“中国超级长牛市”的正确轨道上来；

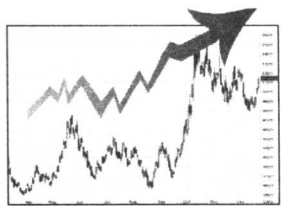
(2) 用平常心看待长牛市途中的涨涨跌跌，但股市的震荡和调整是保证中国股市长牛市健康、有序发展的一个必要条件；

(3) 坚决摒弃因为惧怕输钱而轻率做出放弃或提早退出对中国长牛市的投资决策，因为这将使你坐失一生中最好的历史性投资机遇；

(4) 一旦认定中国这一长牛市格局，就坚决做一个价值投资的麦田守望者，用巴菲特的投资眼光和选股原则：逢低买进，一旦买入，长期持有；

(5) 本轮长牛市的主轴线是人民币升值概念，除了以人民币计价的上市公司概念之外，还应特别看好“银行股”和“地产股”概念。

(6) 长牛市终有“盛宴结束的一天”，而人性的贪婪和市场的非理性有可能形成金融大危机的导火索，从而引发股市泡沫破裂。为此，广大投资者要牢牢地紧绷一根投资忧患意识的弦。



目 录



序 言

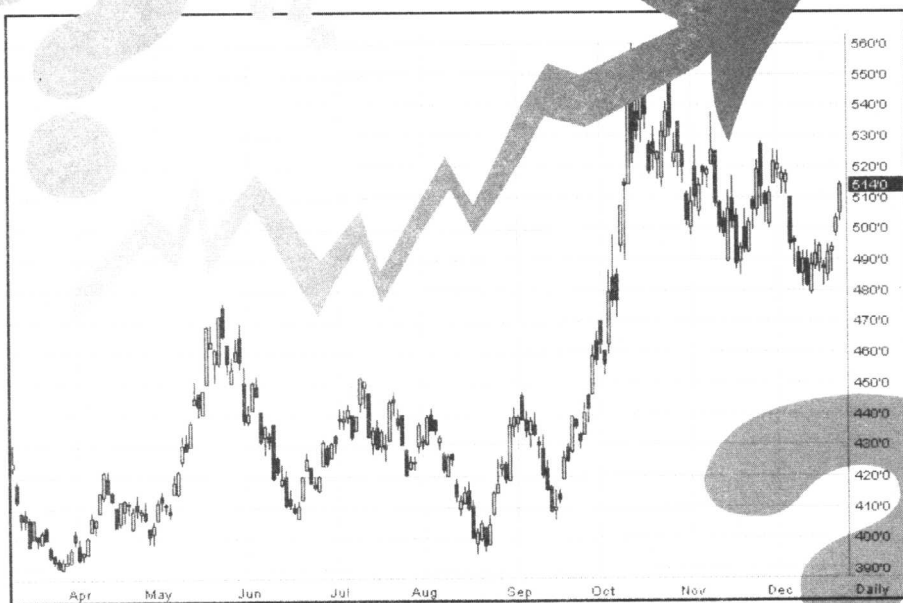
| | | |
|------------|-------------------|-----------|
| 第一章 | A 股遭遇估值之惑 | 1 |
| | “靴子终于落地”的如释重负 /7 | |
| | 震荡究竟意味着什么 /9 | |
| | 牛市性质没有任何改变 /10 | |
| | 走向价值挖掘 /14 | |
| | 解读市场主力的重仓股 /20 | |
| | 调整都是买入的好机会 /25 | |
| 第二章 | 激情仍在燃烧的长牛市 | 29 |
| | 大行情的始作俑者 /34 | |
| | 对两个流动性的理解 /37 | |
| | 新注了 3 万亿低价资产 /39 | |
| | 人口大红利的贡献 /40 | |
| | 股市盛行十大理由 /44 | |
| | 长牛市里不轻言顶 /47 | |
| 第三章 | 长牛市的选股术 | 55 |
| | 精选个股的逻辑前提 /57 | |
| | 盯住中国的伟大企业 /62 | |
| | 紧紧抓住人民币升值这个主轴 /64 | |
| | 看好消费行业 /65 | |
| | 投资于稳定的分红股票 /66 | |
| | 大牛股在科技创新中诞生 /67 | |
| | 垄断：经济学意义的“稀缺” /69 | |
| | 选择优质资产长期持有 /70 | |
| | 并购潮中有大机会 /72 | |
| | “奥林匹克景气”主题投资 /74 | |

在主力股票池里翻寻大牛股 /75

| | |
|------------------------|------------|
| 第四章 做个偏股型基民 | 93 |
| 证券投资基金知多少 /96 | |
| 一个老美投资基金的故事 /98 | |
| 构建你的核心组合 /105 | |
| 做一个理性成功的基民 /109 | |
| 投资基金的认知盲区 /114 | |
| “鸡蛋”与“篮子”之困 /117 | |
| 买基金的风险 /119 | |
| | |
| 第五章 疯狂的股市 | 123 |
| 疯狂才刚刚开始 /126 | |
| 在流动性泛滥的漩涡中心 /130 | |
| 吹大的泡沫终有破灭时 /134 | |
| 给狂热的股民泼一瓢凉水 /137 | |
| 非理性繁荣的理性对策 /141 | |
| | |
| 第六章 价值投资革命 | 151 |
| 巴菲特的示范效应 /153 | |
| QFII：伴随“价值投资”光环而来 /159 | |
| 2006：基金价值投资迎来盛世辉煌 /164 | |
| 价值投资：孤独的“麦田守望者” /170 | |
| 再一次重温投资大师 /181 | |
| | |
| 结 语 | 191 |

第一章

A 股遭遇估值之惑



一鼓作气从千点附近涨起来的 A 股遭遇估值之感，A 股市场是否已经出现泡沫正被各方热烈争论。忧心者表示当前股市呈现一种非理性繁荣，泡沫泛起。乐观者则认为当前仅属股市“黄金十年”的开始，牛市之路漫长。“A 股市场泡沫论”到底是属于盛世危言，还是逆耳忠言？在上证综指从 3 000 点位至 4 300 点位的上涨过程中，人们似乎一直在寻找着正确的答案。

东方证券认为，市场泡沫化难以避免。目前 A 股仍处在基本面驱动阶段，但 2007 年 A 股泡沫化难以避免。如果考虑到 A 股高达 20% 以上的盈利性增长，以及税制改革、人民币升值等因素，当前 30 倍左右的全市场市盈率还属可接受的合理范围，但部分行业和板块的估值已经明显偏高，市场开始出现结构性的局部泡沫。另一方面，随着全球资金对 A 股的集中关注和 2007 年贸易顺差的进一步扩大，流动性过剩的现象会进一步加剧，股票市场财富效应所带来的投资情绪也会进一步高涨，出现全市场泡沫的局面将不可避免。

国泰君安认为，金牌难以拉回牛头，泡沫破裂为时尚早。我们不否认大盘短期内确实存在较大的调整压力，不管是从大盘的换手率还是涨幅来看，它都面临着短期出现阵痛的可能，但是这种阵痛却难以撼动牛市根基。这主要有三方面的原因：其一，市场流动性增速。目前 M1（狭义货币供应量）增速大于 M2（广义货币供应量），表明市场流动性增长依然迅速。其二，人民币持续升值。虽然前期人民币对美元出现了升值现象，而其对其他货币却是贬值的，但不可否认的是，目前人民币出现了全面升值的趋势，因此这将导致更多的外围资金流入市场，而且就人民币升值的原因来看，主要是内部的不均衡，也就是储蓄大于投资。如果扩大投资，那么必然会提高企业的业绩，因此，要想解决内部不均衡，就必须把储蓄引向消费和股市。从长远来看，市场的资金面依然不太成问题。其三，2006 年发行的新基金最集中的时间基本上是在 11 月~12 月，而基金建仓期为 3~6 个月，因此，上半年的市场仍是资金充沛，大盘如果下跌，那么就会成为资金逢低吸纳的好机会。另一方面，虽然目前市场上存在泡沫，但是其中还是有大量没有泡沫的板块，如高速公路、电力、煤炭、科技等板块。它们总还是有上涨空间的，并且垃圾股

方面也并没有出现鸡犬升天的局面。因此，如果说大盘现在就要泡沫破裂，是否还为时尚早呢？

银河证券认为，大级别的调整条件并不成熟。2006年12月以来，由于工商银行、中国银行等超级大盘股大幅上涨，以及2007年元旦以来个股的全面、快速补涨，整个市场的静态市盈率已经达到33倍，而2007年预测市盈率为26倍，因此比较显示，市场估值水平已经偏高，推动大盘上涨的动力减弱，局部蓝筹泡沫和结构性成长透支十分明显。如果今后上市公司的业绩不能同步大幅提升的话，那么这种估值水平是很难长期维系的。要知道再优秀的企业也需要实质性的业绩以及在年底向股东送出实实在在的高额回报作为支撑。

融通动力先锋基金认为，中国股市不可能再次经历像2001年那样的痛苦调整。经理陈晓生认为，由于2005年以来的行情与2001年前的牛市存在本质上的区别，因而2001年历史重演的概率极低，甚至可以认为是不可能的。股票市场的牛市有两种，一是加息背景下由基本面推动的牛市；另一种是降息周期下由资金推动的牛市。前一种牛市结束后，市场的调整将是温和的横向调整为主，而后一种牛市结束后，市场将以暴跌告终，而且跌幅往往超过50%。中国股票市场在1996~2001年期间曾经历了一次降息周期下的资金推动型牛市，那波牛市由于缺乏基本面的支持，所以在2001年见顶后市场进入长期调整阶段，而且跌幅超过50%。进入2005年，中国迎来一波加息背景下由基本面推动的牛市，上市公司盈利水平和成长性的增速给股价提供了强有力的支持，使得2005年以来的行情与1996~2001年的牛市出现了本质上的区别。尽管目前市场上可能存在获利回吐的压力，但要出现类似2001年后的大调整，概率极低，甚至可以认为是不可能发生的。

中国宏观经济学会秘书长王建认为，衡量股市是否存在泡沫的一个主要标准是，股市市值和国内生产总值（GDP）的比例关系。一般来说，发展中国家的证券化率达到八成。欧洲的证券化率在100%上下，日本达到140%到160%，美国则高达220%。而中国现在的证券化率才五成，因此，如果说现在在中国股市有泡沫，还为时尚早。

中金认为，在目前股价下，中金覆盖的205家蓝筹股（占A股总市值的

70%)对应2007年的PE(即“私募股权”,下同。)有25倍,对应2008年预测盈利的PE只有21倍。因此,泡沫并不严重,短期回调有利于更好地上涨。中金曾在2007年初的报告中,预计全年的股指增幅在20%~30%之间,但截至5月25日,上证综指已经大涨46%。

中国股市的火爆也引起全球的高度关注。

瑞银投资认为,A股行情可否持续要看三个方面:一是要考虑股权分置以后,会有大约70%的A股流通,因而增加了供应;二是H股的回归以及新股的发行,其规模相当可观,对提高A股质量有很大的帮助;三是随着股指的上升,投资者对于盈利方面也有一定的预期,万一企业的盈利再达不到投资的预期,或者企业的盈利预期比较低,就会带来股票的抛售压力,市场就会越来越波动。虽然目前的A股市场还不是泡沫,并且瑞银投资出示的数据显示,其QFII^①的投资在最近的交易卖出中比较活跃。但瑞银投资的相关人士表示,在一些股票累计涨幅已经很高的情况下,应做出结构性的调整,交投有卖有买,而不是整体卖出。

富国基金认为,股市难现大调整。富国基金在最近发布的2007年策略报告中指出,尽管A股经过2006年从头到尾、冠绝全球的强劲上涨,但是2007年资本市场不会出现类似于1993年和1996年牛市后的大幅调整,因为现在资本市场的基础已经是今非昔比,资本市场已经能够实现可持续发展。上市公司盈利的强劲增长、股权分置后上市公司估值水平的上升、人民币升值这三大因素将推动A股市场继续向上,预计2007年市场中枢将比2006年提高40%左右。在上市公司盈利强劲增长方面,截至2006年第三季度,上市公司盈利同比增长20%左右,预计2006年全年盈利增长30%左右;市场普遍预计,2007年上市公司盈利整体增长25%左右。估值水平的上升将沿着两条线索展开:行业线索和公司治理结构线索。二者的共同点是,业绩的可预见性越强,市场能接受的估值水平就越高。行业线索主要在于持续增长类行业,市盈率水平将越来越高,如银行、食品饮料、商业贸易、餐饮旅游,市场能接受的市盈率应该在30倍以上;而周期类、低增长类行业,其估值水平应该在20倍市盈率以下。治理结构线索在于实施了完备的股权激励措施的公

^① QFII:合格境外机构投资者。

司，其估值水平应该提高 30% 以上。人民币升值有助于进一步提高 A 股的估值水平，并且还可以直接提高 A 股对于 QFII 的吸引力，各种各样的外资会通过各种渠道加大对 A 股的投资力度。

近期在中国访问的美国史带投资集团董事长格林伯格认为，中国股市虽然屡创新高，但这并不说明其中存在泡沫。中国股市的繁荣从根本上来说是因为中国经济的增长。格林伯格先生已经 82 岁了，这位美国金融界赫赫有名的人物，曾执掌全球第一大金融机构——美国国际集团长达 37 年。集团旗下的友邦保险还于 1992 年成为首家在华开业的外资保险机构。格林伯格认为，中国的资本市场正处于高速增长阶段，中国股市不存在泡沫。他说：“前一段中国 A 股有所下降，其实下降的幅度和速度不如上升的幅度和速度快，我不认为这是一个泡沫，我认为这只是一个波动性的问题。投资股市并不是投资于赌场。”^①

在格林伯格先生看来，投资股市要有长远眼光，而不能只在乎一朝一夕的变化。他说：“股票市场不可能永远上涨，就像一棵树一样，不可能无止境地生长，一定会有一个限度，任何一个股市都会有一定的波动性，但是从长远来讲，只要中国经济表现好，中国股票市场的表现也一定会是好的。”

随着沪深股指不断创出新高，国内外对于中国股市未来走势与发展的看法也出现了严重的分歧。但近期，来自全国政协、中央政研室、国务院研究室、国家发改委、国资委、财政部、人民银行、证监会、国研中心、中国社科院等部委及部分在京高校、金融业界近 50 名专家、学者对当前股市发展的现状予以了肯定，并一致认为，目前市场运行仍基本正常，当前股市发展主流是健康的。

^① “3 000 点起步开始新的启程”，和讯网，2007 年 4 月 16 日。