——大国崛起与资本市场的繁荣

《新财富书系》

流金岁月

滕泰 著

上海财经大学出版社

月光照耀深海

[illegible]

新财富书系

流金岁月

——大国崛起与资本市场的繁荣

滕　泰　著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

流金岁月:大国崛起与资本市场的繁荣/滕泰著. —上海:上海财经大学出版社,2007.8
(新财富书系)
ISBN 978-7-81098-977-0/F·931

Ⅰ.流… Ⅱ.滕… Ⅲ.资本市场-研究-中国 Ⅳ.F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 123365 号

□ 责任编辑 王永长
□ 封面设计 周卫民
□ 版式设计 刘 军

LIU JIN SUI YUE
流 金 岁 月
——大国崛起与资本市场的繁荣

滕 泰 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster@sufep.com
全国新华书店经销
上海竟成印务有限公司印刷装订
2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月第 1 次印刷

710mm×1 000mm 1/16 20 印张(插页:1) 369 千字
印数:0 001—5 000 定价:32.00 元

用正确的价值观和方法论认识中国经济和金融现象

（代序）

在中国的资本市场2001年开始的漫长熊市中，几乎所有的海外经济学家、评论家都主张政府不能干预市场，应该发挥自由市场经济的作用，让市场这个“无形的手”来解决这个市场的合理价格。一直到市场信心崩溃，走进“价值陷阱”，上证综合指数下跌到1 000点以下，按照所有的估值标准都低于国际成熟市场，这些人还主张政府不能干预。可是在2007年以来，从上证综合指数2 000多点开始，很多海外的经济学家们就开始呼吁中国政府应该用行政措施打压市场，否则认为中国资本市场就会形成泡沫——且不论关于泡沫的观点是否正确，这些人还是以前那些主张“自由市场经济”、“不干预”的人吗？为什么下跌的时候政府不能干预，上涨的时候就必须干预呢？

很多人批评说这些海外经济学家前些年希望股票跌是因为他们还没有进入中国股票市场，2007年以后再度唱空并希望政府干预是因为他们背后的机构“踏空”了，所以才希望股票跌——这样的议论和批评是否过激，我不敢妄加定论，但是每一种发言者的背后都有他所代表的商业利益，即使是某些比较天真的理论家不是为了商业利益而说话，他的观点和评论至少也反映了某种价值观和方法论。

事实上，因为人是社会性的动物，任何人都不可能脱离具体的社会背景认识问题，历史上脱离中国具体国情来看待问题的人并不是没有社会背景，而是从其他国家的社会背景出发来认识中国的问题——具体地说，是带着从其他国家学来的价值观，来认识中国的问题。可是，谁都知道，脱离了具体社会背景的经济科学不是科学，而是教条。如果想正确地认识经济和金融现象，不仅要了解经济学国际化、通用无差异的一面，也需要把握特定的经济背景以及对制度、文化和历史背景有全面地理解。

改革开放以来，面对市场经济和金融资本市场，我们没有别的理论可以选择，只能认真学习西方市场经济国家的经济理论和经济管理的经验。但是，西方经济学经过几百年的发展，博大精深，而我们的教科书里往往只概括了一些

试读结束：需要全本请在线购买： www.ertongbook.com

经典的皮毛。对于工业化早期、城市化过程、经济起飞过程、经济开放过程、体制转轨过程、经济多元化背景、政府主导背景、国有经济为主的背景、儒家文化背景等等，西方经济学教科书大部分没有涉及，即便有涉及也被我们忽略了。正因为如此，中国的经济学理论大部分都不了解几十年前、上百年前西方经济值得我们借鉴的历史经验。而从西方经济学教科书里，我们直接就学会了发达国家、成熟市场经济的主流理论。这些理论放到中国特定的历史阶段和现实背景下，往往并不适用。

就是这些未必适用的西方经济学主流理论十多年来陆续在中国发挥着重要的影响。自从20世纪90年代初第一代经济学专业的大学毕业生陆续走上工作岗位，这个影响就开始了。90年代中期开始的所谓"宏观调控"提高了西方经济学的主流教条在中国经济政策中的分量。然后，一批一批企业管理者、政府官员、政策制定者开始走进大学校园学习简单的经济学课程；更多的大学教书先生也开始走出来到企业和政府部门传授类似的知识。到了21世纪的最近几年，凯恩斯主义的周期性调控理论几乎路人皆知了。

所以，当前阶段的中国，必然是受西方经济学传统教条影响最深、甚至毒害最深的时代。再加某些人崇洋媚外的心理、读书人特有的迂腐，更加助长了那些洋教条对中国经济理论和经济调控政策的不良影响。

笔者也是学习西方经济学出身，硕士、博士期间都攻读世界经济专业，不同的是，我花了更多的精力学习世界经济史——结果我发现，很多人现在学习、崇拜的教条，在西方市场经济国家曾经走过的类似历史阶段都并不如此，即使在西方的现实经济中，有时候也不是他们想象的那样。

比如，很多国家经济起飞阶段、工业化和城市化阶段的各项经济指标比中国高得多，而我们却把当前很多健康的经济指标通过与成熟国家比较当作"过热"来治理。

又如，西方经济学教科书里说，升利率会增加储蓄，减少消费；降低利息则会减少储蓄、刺激消费和投资；而日本人90年代按着这个策略不停地降息，经济并没有刺激起来，近几年一加息，经济反而活了。为什么呢？其实，西方经济学的鼻祖亚当·斯密在其《国富论》里早就概括了利息变化的两种效应。加息对于穷人而言，也许应该增加些储蓄，而对于那些已经有1 000万元的富人而言，加息也许意味着只要存800万元就有足够的利息收入可供每月消费和防老了，其余的200万元都可以拿来花掉。反之，如果一个富人在利息率是3%的情况下，存够了800万元，每年消费24万元的利息，在利息率降低到2.4%的情况下，他必须再存200万元才能够维持原来的消费水平和养老保障。因此，日本在90年代越是降息，居民存款反而增加，消费就越起不来。西方经济学教科书

的办法完全搞反了——搞反了就搞反了吧，还解释成什么流动性偏好陷阱。那么，中国呢？中国人的财富结构和储蓄心理决定了居民和国有企业对利率的反应是怎样的呢？如果没搞清楚这个问题，就学习格林斯潘的办法翻来覆去对中国经济进行所谓周期性管理，结果自然是滑稽得很。

翻阅本书收集的主要评论文章，不仅在每个阶段阐述自己的观点，宣传科学的研究和分析方法，同时也在同各色各样教条主义和唱衰中国的观点在争论——争论中国经济的前景，争论汇率的走向和政策调控的价值趋向，争论资本市场和大宗商品的方向以及中国资本市场的投资理念、估值方法、改革方向和发展战略等，也有对“食洋不化”的正统宏观经济学的批判，以及对资本市场上各种教条主义的批判。

为了证明自己的这种批判是否过于民族主义，是否过于“土鳖”，我于 2007 年 7 月来到美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院作访问学者，沃顿商学院不仅有着悠久的历史，而且最近已经连续 6 年在美国商学院中排名第一，尤其在金融方面，其学术地位和影响力是无可匹敌的。有人说“走进了沃顿，就走进了华尔街”。

没想到刚到美国，我就被上了两“课”。

首先是美国朋友非常真诚地告诉我，一定不要只阅读《华尔街日报》，而且同时要阅读《纽约时报》——因为这两个媒体一个是民主党控制，一个是共和党控制，反映的观点和倾向不一样，同时阅读才能全面客观地认识美国。为了进一步阐述这个问题，他又特别介绍了美国公共媒体为了摆脱赞助者和商业集团的影响而诞生的过程。关于媒体观点和商业集团及价值观的关系，在中国从来没有听过这么直接的、现实的评论。

然后是中国证券市场给我上了一课：在遥远的美国远观中国资本市场，很容易看明白那里钱太多、居民投资渠道过少对股票市场和房地产市场的影响。因此，在 7 月底看到中央政治局开会定调经济“从偏快转向过热”之后，预期会有紧缩政策出台，我谨慎地对国内的朋友表示了对中国股票市场短期走势的忧虑。没想到上证综指不但没有下跌，而且迅速从4 300点涨到4 600点。天哪，回顾本书收录的文章，在过去 5 年的时间里，我的基本观点和分析方法都被事实证明是正确的，难道刚到美国一个月，我就不理解中国资本市场了吗？还是中国资本市场所孕育的短期风险开始增加了呢？

所有这些困惑和心得，读者在阅读本书时一定会有自己的判断和思考。由于本书收集了笔者最近几年发表的关于证券市场、大宗商品、汇率以及宏观经济政策等方面的代表性的文章，读者不仅可以学习其中关于金融、资本市场的研究方法，还可以看出中国资本市场从 2002 年至今一个金融研究工作者的思

想历程，同时也从一个侧面反映出了中国资本市场一个“熊牛”转换的轮回。希望更多的朋友不仅能够了解股票涨跌，更要了解支持股票价格变化背后的经济驱动力和投资者行为理念的变化。

最后，我要特别感谢上海财经大学出版社的曹均伟先生敏锐地把握出版热点的能力，邀我整理本书并命题为《流金岁月——大国崛起与资本市场的繁荣》，使我能够系统地向读者展现近几年的研究精华。感谢王永长先生为本书出版加班加点地工作。还要感谢《上海证券报》、《中国证券报》、《金融时报》、《21 世纪经济报道》、《中国企业家》杂志、和讯网、新华网等媒体朋友的关爱，记录并传播着每一篇文字。

滕　泰
2007 年 8 月 6 日
于美国费城

目录

Contents

用正确的价值观和方法论认识中国经济和金融现象(代序) …… 1

资本市场篇(一):牛市来临前的理性思考和投资理念转型

过渡时期的机构投资策略 …… 3
后“庄股”时代的证券投资研究方法 …… 10
中国证券市场投资心得 …… 18

资本市场篇(二):走出价值陷阱——艰难的战斗历程

拿什么拯救你,中国证券市场 …… 31
价值投资已沦为泡沫论
——我们需要怎样的投资理念 …… 34
什么是成长性投资 …… 37
谁来主导中国证券市场定价权 …… 39
A股估值标准之辩:市场本土化与视野国际化 …… 42
当前中国证券市场理论认识上的三大误区 …… 47
资本市场的繁荣与富国强国战略 …… 57
走出理论陷阱 发挥资本市场战略作用 …… 67

证券公司篇:全行业亏损背景下的券商转型

券商战略转型 …… 73
券商低技术含量枉谈创新 …… 78
资本市场要警惕“拉美化”风险 …… 81

大宗商品篇："买进中国"背景下的全球大宗商品市场

人民币与黄金为最具升值潜力资产 …… 87
再论人民币和黄金为最具升值潜力资产 …… 90
商品价格狂舞　牛市前所未见 …… 93
铜价的崩溃即将来临 …… 97

资本市场篇(三)：走出负泡沫时代，迈向理性繁荣

落实配套措施　稳定当前市场 …… 103
以股市成长阶段论研判当前市场 …… 105
中国股市应有三个溢价 …… 111
走出负泡沫时代 …… 113
牛市试金石：优势行业价值重估 …… 117
负泡沫背景下的价值回归 …… 120
股权分置改革带给中国资本市场三大红利 …… 123
三驾马车　十年牛市
——制度变革、经济长周期、流动性充裕催生资本市场繁荣 …… 133
QFII 还是 QDII？两难的政策选择 …… 148
中国资本市场的理性之路 …… 151
从牛市整固年迈向理性繁荣时代 …… 153
要珍惜有限的货币政策资源 …… 173
应把 B 股市场建成中国美元市场 …… 177
从历史和全局的高度看待当前股市 …… 181

宏观政策篇：新财富论与富国强国战略

中国得到了什么？ …… 187
凯恩斯主义调控政策只摸到了"象臀" …… 192
我思故我富 …… 195
扩大内需：以收入与汇率政策为核心 …… 199
重估人民币国际角色
——升值背景下的人民币国际化和国家财富战略选择 …… 203
重估对外经济政策　避免国家财富流失
——关于"科学发展观"与"新对外开放观"的对话 …… 211

GDP 事件反思：政府应该执行少干预政策 …… 216
货币流动性、汇率弹性与经济政策的独立性 …… 220
人民币汇率弹性不足将带来严重经济代价 …… 226
宏观管理的大国经济思维 …… 230
新财富论与富国强国战略 …… 235
人民币渐进式升值战略 …… 249
经济失衡加剧 汇改势在必行 …… 253

对话与采访篇：资本市场永恒的争吵

附录一：国企海外上市造成资产流失了吗？ …… 259
附录二：牛市前奏？还是泡沫序曲？ …… 270
附录三：A 股定价权之争 …… 279
附录四：重归千八：不确定的原动力？ …… 286
附录五：股市推手：重估价？蓝筹泡沫？ …… 294
附录六：央企整体上市棋局 …… 303

试读结束：需要全本请在线购买： www.ertongbook.com

资本市场篇（一）

牛市来临前的理性思考和投资理念转型

2001年以来股市漫长的下跌让许多中国投资者永生难忘。由于监管环境和投资者结构的变化，股市上的“庄家”操纵行为越来越困难；在开放与国际接轨趋势下，A股的估值也开始更多地参考国外资本市场；以价值投资为主的基本分析方法开始取代技术分析……真正需要中国投资者记住的不仅是下跌本身，而是资本市场转型背景下的市场理念变化。

过渡时期的机构投资策略[1]

[导读] 5年时间过去了，回头看看这篇当初发表在《人民日报》海外版的文章，心中既感到骄傲，又感慨不已。骄傲的是文中谈的几个过渡都一一变为现实，感慨的是没有料到这种过渡实际上是以熊市和崩溃的方式完成的。事实上，尽管文中谈的理念现在看来都是正确的，但是在过渡期的4年时间里无论机构投资者按着什么理念投资，都不如不投资——“我猜对了一半，却没有猜对另一半。”

“过渡期”的内涵主要体现在以下三个方面：集中投资到分散投资的过渡（伴随着证券投资机构盈利模式的缺失）；上市公司股权部分流通向全流通过渡，以及A、B、H股价长期趋向统一（伴随着上市公司价值评估体系的缺失）；保护、管制向国内市场的深度开放过渡（伴随着WTO的冲击与上市公司的沉浮）。

一、集中投资到分散投资的过渡，以及机构投资者盈利模式的缺失

机构投资者由集中投资到分散投资的过渡，主要是由证券市场环境和投资者机构变化界定的。确切地说，由于中国证券市场已经从散户为主的过度投机市场过渡到机构投资者队伍为主的适度投机市场，投资主体由机构与散户之间的非均衡博弈过渡到机构之间的均衡博弈为主，因此机构投资者习惯采用的传统的集中投资模式（坐庄）必须进行改变。

以散户为主体的证券投资时代，证券投资与投机表现出以下特点：机构投资者之间较多的共谋行为、机构与散户博弈的非均衡性质、机构投资者同上市公司联手导致信息的极端非对称性、机构投资者可以利用虚假股东账号、虚假买卖等手段控制某股票的价格，机构投资者和上市公司之间“一个萝卜一个坑”的对应关系和“坐庄”行为，以及散户在“羊群心理”影响下的频繁进出。

---

① 本文发表在《人民日报》海外版，2002年4月13日。

以机构为主体的证券投资时代，证券投资与投机的特点表现为：机构投资者之间筹码竞争关系、筹码接力关系和机构之间的均衡博弈。尽管信息非对称性仍然普遍存在，但是这种非对称性往往成为机构之间相互推介自己持有股票的客观基础。机构同上市公司的对应关系变为“几个萝卜一个坑”的关系——即每家机构锁定一部分筹码，从而使任何一家机构都不能随意操纵股票的价格。

目前我国证券市场的投资者结构已经完成了以上过渡，但是同新的证券投资时代相适应的投资手段还未产生。10 年来推动股价一轮一轮上涨的“坐庄”者无法获利，这意味着市场缺乏推动股票价格上涨的动力。新的动力毫无疑问应该是研究为主导、证券资产价值发现为推动力，但是，这种过渡需要较长的时间，在没有完成上述过渡之前，“缺乏有效的盈利模式”将成为长期困扰机构投资者的问题。

二、上市公司股权部分流通向全流通过渡，A、B、H 股价长期趋向统一，以及中国证券市场上市公司价值评估体系的危机

国际上常用的企业内在价值评估方法很难在中国适用。由于中国上市公司股权结构的特殊性：很大一部分股权不能流通，可流通部分的股权成倍溢价，并且存在 A 股、H 股、B 股的分割，所以，国际上常用的企业内在价值评估方法，甚至企业并购价值折算出来的价格都无法解释股权分割的现状。除此之外，还有上市公司现金分红少、现金流可预期性比较差的问题，不可能套用国际上的现金流量贴现模型及相关工具。

而多年来，我国证券市场流行的市盈率指标，实际上是依托于机构操纵股价的行为来支撑市场的，是机构选股的基本依据和用来虚估股票价格的手段。因为市盈率作为一种价值判断指标的意义，来源于虚拟资本或贴现的概念。在不考虑其他因素影响的前提下，一个封闭的证券市场的平均市盈率应该等于该国利息率的倒数，它反映的是资产未来收益流量的贴现价格。进一步说，市盈率的概念只适用于可转让的、有稳定现金收入预期的资产价值的评估。但是，我国上市公司股票并不具备上述资产的特征，因此一旦机构无法按其理想影响市场，整个市场上市公司价值评估体系的真空马上就暴露出来，“市盈率”指标对市场信心的支撑作用实际上相当脆弱。

从国际证券市场的运行规律来看，每一次泡沫破裂之后，市场的主流投资理念会迅速转移到低市盈率蓝筹股，因为持有这一类股票的分红所得同银行存款等其他资产的持有收益是可以比较的，同泡沫的难以衡量有很大的区别。可是在中国，低市盈率蓝筹股在整个市场泡沫破裂之后并没有很快成为投资者的

一致的选择,这显然是因为中国上市公司没有稳定的分红预期造成的。

总之,中国的非流通股不管通过什么方式进入证券市场,也不管其整个过程需要多长的时间,全流通的大方向是不可逆转的;同时 A、B、H 等类别股票的成倍价差格局也会最终被消灭,在完成这个长期的过渡之前,中国上市公司价值评估的问题实际上无法得到彻底解决。正因为如此,在下一个具有号召力的增长点和可以吹得起来的泡沫到来之前,缺乏价值评估体系支撑的中国 A 股市场,将非常彷徨地受到同股同权的其他类型证券价格的牵制。

三、保护、管制向国内市场的深度开放过渡,以及加入 WTO 的冲击与上市公司的沉浮

在具体时间表约束下的逐步市场准入和关税下调,以及最终的全面开放的冲击效应将逐渐显现出来。由于必须执行国民待遇和最惠国待遇原则,我国企业在加入 WTO 的早期所获得利益实际上远远小于他们经受的损失,因为熟悉国际规则的海外公司会很快地进来,而我国的大部分企业即便拥有比较优势,也需要时间学会走出去,况且在利用比较优势走向世界市场的过程中,我国企业还涉及外汇管制和海外国有资产管理等很多问题。

因此,WTO 带给中国的冲击和机会至少在时间分布上是不均衡的,而从部分开放到深度开放的过程中必然伴随着产业结构的调整和上市公司的沉浮。虽然从个案分析看,正是冲击与沉浮带来股市涨涨跌跌的投资机会,但是从证券市场整体来看,绝对不能忽视在国际市场需求基本过剩的情况下,中国上市公司本国市场份额的损失和由此带来的股票价格调整需求。

四、过渡期的市场理念冲突

1. 机构投资者盈利模式的发展方向:积极的组合投资策略

习惯于集中投资(坐庄)的机构投资者很难接受组合投资的理念,因为多年以来集中投资的高额利润和操纵者特有的安全感和其他利益,令机构投资者即使在坐庄不断亏钱的情况下仍然难以接受组合投资的操作模式。另一方面大盘弱势情况下,组合投资的实战效果的确更多地体现为亏钱效应。

但是,对国际成熟的基金管理人来讲,组合投资早已经是一种成熟的模式。因此,在新的市场环境和投资者结构下,我国的证券公司和基金管理公司将逐步接受组合投资的理念并建立起完善的操作模式。

我国机构投资者组合投资的尝试之所以不成功,除了大盘下跌原因之外,还有以下原因:

(1)缺乏同指数挂钩的资产种类控制的理念、仓位控制随意性较强。可选

择的资产种类少、股票、债券、现金比例的变化没有中长期同指数成反比的计划性，较少受操作纪律的限制，具有较多的随意性，没有对冲工具。

(2)组合品种零乱、缺乏长期的行业和长短线的资产比例配置理念。短期业绩的内在驱动，使基金管理人和其他机构投资者无法追求中长期的业绩增长行业，而热衷于让资产追逐短期的热点，随波逐流，很容易踏在行情后面。但是，2002年10月下旬以来，那些敢于买跌、在获得较小的目标收益率后果断卖出的机构投资者实际上都成功了，而且在这近两个月的行情里只有这些不随波逐流、"买跌不买涨"的组合投资的实践者能够赚钱，并且在行情回落之前迅速撤离。综观全年的热点也是这样，每一次热点的形成都只不过是卖出的机会，只有那些之前等在里面的人可以获利。

(3)缺少同市场情况相符合的目标收益率和止损点。不管目标收益率是否合理，大部分机构投资者在决定买股票之前，实际上心中都有一个预期；但是谈到止损点就不一样了，很多中国的机构投资者实际上根本没有止损点：在趋势走坏时不及时止损，而是急躁地补仓摊薄成本；在进一步走坏时反而不敢买进，连尝试做差价的勇气都没有了——坐以待毙。

(4)没有严格的操作纪律，更谈不上遵守纪律。在这种情况下，在该买进和该卖出时很容易受到短期氛围的影响而手软——从而使超过目标收益率的股票没有及时减仓：该止损的下不了手；该买进时因恐惧而买得少。

(5)硬件上缺乏系统支持。目前国内大部分机构投资者仍然采用逐笔下单的操作模式，这实际上是来自于集中投资(坐庄)时，连续买卖、操纵股价的老习惯。这种模式显然不能满足大资金做组合投资的需要。国外的大基金管理者和证券公司已经采用电子化的批量下单的模式(PORTFOLIOTRADING)：包含几十种股票、金额高达上千万元的交易命令都可以通过交易系统瞬间分配到不同的席位、价位、具体时间上，并且能够迅速回报交易质量，以便重新修改交易命令的要素(价格、数量等)。通过这样的交易系统，大大提高了组合投资的效率。而我国机构投资者所采用的集中投资时代的报单模式，根本不可能管理很多股票，更谈不上组合投资的效率。

因此，在存在上述问题的情况下，短期内组合投资不可能成为我国机构投资者的主流投资策略。但是，在面临着集中投资(坐庄)策略已经不适应我国证券市场实际情况的前提下，大部分机构将采用一种中间策略：即保持对股票价格的一定的影响力和发言权，但是不追求完全操纵、不过分背离上市公司基本面，不持有过多筹码以至于影响股票交易活跃性，以追求波段性差价为主的积极组合投资策略。随着对组合投资策略的探索和熟悉，我国的机构投资者也将逐渐建立起完善的操作程序、严格的操作纪律、科学的资产配置、合理的资产管

试读结束：需要全本请在线购买： www.ertongbook.com