

和讯网 编



和讯丛书
hexun.com

动荡

中国股市高端访谈录



世纪出版集团 上海人民出版社

F832.51/64

2007

和讯网 编

动荡

中国股市高端访谈录

世纪出版集团 上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

动荡：中国股市高端访谈录 / 和讯网编. — 上海：上海
人民出版社，2007

ISBN 978-7-208-07370-8

I. 动… II. 和… 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 (2007) 第 138490 号

出品人 施宏俊
责任编辑 郑 嫵
装帧设计 海云书装



动荡：中国股市高端访谈录
和讯网 编

出 版 世纪出版集团 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)
出 品 世纪出版集团 北京世纪文景文化传播有限公司
(100027 北京朝阳区幸福一村甲 55 号 4 层)
发 行 世纪出版集团发行中心
印 刷 北京中科印刷有限公司
开 本 700 × 1020 毫米 1/16
印 张 18
插 页 1
字 数 231,000
版 次 2007 年 10 月第 1 版
印 次 2007 年 10 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-208-07370-8/F · 1670
定 价 28.00 元

目 录 contents

3 序言：用权威的声音破解股市谜局（章知方）

5 第一章 2007，动荡的股市

动荡，从“2·27”开始 /7

现象：中国处在金融大爆炸的漩涡中心 左小蕾 /10

分析：索罗斯所说的非均衡崛起已在中国出现 杨帆 /21

反思：千点震荡背后，尊重市场本身的定价 张长虹 /31

43 第二章 中国进入全民炒股时代？

从全民炒股到全民持股 /45

政策：政府没必要干预全民炒股 陈继武 /47

问题：泡沫是股价问题 不是股民问题 黄湘源 /56

批评：股市火爆源于过时政策拴住了市场之手 华生 /68

结论：全民炒股与崩盘无关 桂浩明 /78

91 第三章 机构、散户、热钱：股市大博弈

大博弈没有绝对的胜者 /93

危机：制度缺陷不克服，暴跌或将重现 巴曙松 /94

基金：加速推动股市生态多样化，避免基金业

一基独大 胡立峰 /105

热钱：如何防范境外热钱进入 A 股 梅新育 /117

129 第四章 宏观调控：牛市会被打下去吗？

政策风险和市场风险 /131

警告：2007，A股历史上最奇特的宏观调控 谢百三 /133

呐喊：不能重演2001年人为打压股市的悲剧

刘纪鹏 /149

171 第五章 行情：牛市还能走多远？

未来选择向上还是向下？ /173

行情：中国股市第一次走出牛市五浪 贺强 /175

危言：中国资产泡沫将比当年的日本更严重

周天勇 /193

信心：暴跌不改牛市 市场比政府聪明 李振宁 /207

指南：高位震荡中布局下半年投资 仇彦英 /221

231 第六章 警惕幽灵——中国经济的风险与防范

股市是中国经济整体的反映 /233

假相：金融改革滞后造成流动性过剩假相 刘尚希 /235

失衡：资源要素价格扭曲使内部经济结构失衡

刘煜辉 /246

风险：中国经济面临“大国崛起”的风险 沈明高 /256

展望：四大中国经济变量影响全球经济格局

丁志杰 /268

281 附录：2007年上半年中国股市历程表

序言： 用权威的声音破解股市谜局

和讯网总裁 章知方

2007年以来，中国股市继续保持着牛气冲天的魅力姿势，“牛市”、“新高”等令人激情澎湃的主题词贯穿始终。中国宏观经济保持快速增长；人民币长期升值的预期依然存在；上市公司业绩将保持快速增长；股改完成之后，上市公司大股东、投资者利益趋于一致……一系列的背景因素支撑着2007年的牛市。

但是2007年的牛市也并非一帆风顺，甚至可以用惊心动魄来形容，“2·27”、“5·30”，这些日子也成为经历过2007年股市动荡的人们挥之不去的记忆。

另一方面，全民炒股、储蓄搬家，这些从前人们从未经历过的社会现象，也开始成为股市中人或非股市中人津津乐道的话题。

值得期待的是，中国经济的持续发展和转型、实体经济的高速膨胀和内外结构失衡、过剩劳动力和过剩资本并存，使得当前的中国比任何时候都需要一个高效率的金融市场来加快资本化的进程。

然而，不得不提的是，中国证券市场还存在很多问题，这是客观现实，对管理层而言，必须要有清晰的战略考量才能准确定位市场调控的正道。

而对众多投资者来说，如何以理性的思维面对风险四伏的资本市场？如何更健康地分享中国企业的成长收益，也许是摆在广大股民面前的功课。

2007年上半年A股的运行给人留下了太多的疑惑，“黄金十年”的运行轨迹是否有了新的变化？这轮牛市的节奏和进程又将如何演绎？2007年频

频出现的宏观调控如何左右 A 股格局？下半年或者更远的将来，A 股的投资机会出现在哪儿？……一系列问题困扰着市场，也困扰着投资者。为了给自己、也给网友一个满意的答案，十余年来一直关注中国资本市场的和讯网，利用自己独特的专业优势和网络媒体优势，特别策划了“和讯争鸣”大型系列访谈活动，邀请左小蕾、谢百三、巴曙松、杨帆、周天勇、沈明高等国内外 20 余位著名经济学家和市场人士来共同探讨中国的 A 股市场。而随着访谈的深入，讨论的话题也不再囿于二级市场，流动性过剩、中国资本市场的完善、中国经济的风险与防范、“中国因素”对全球经济的影响等等，都成了此次系列访谈所讨论的话题。

系列访谈在和讯网一经推出，立刻受到了广大网友的强烈关注，网友们的大量跟帖更是坚定了我们这一系列访谈做下去的决心和信心。坦率地讲，在许多问题上我们并不能给大家提供一个最终的结论，各位专家的观点也是见仁见智。我们能够做的，只是通过这样一个系列访谈，展示事件的来龙去脉，展示各位专家对此事件的思考，从而引发公众对这些问题的关注。毕竟，我们所讨论的这些话题，是与每一个中国人都息息相关的。

随着中国经济的持续快速发展，随着股权分置改革的逐步完成，随着各项法规、制度的逐渐完善，中国资本市场正面临着前所未有的发展机遇和挑战。我们深深感到，记录中国资本市场在这样一个历史阶段的前进步伐，记录相关人士对这样一个重大历史阶段的所感、所思，既是总结过去的需要，更是开创未来的需要。正是基于这一原因，我们决定将和讯网进行的这一系列访谈结集出版，希望能借此为中国的资本市场建设贡献一份绵薄之力。倘若本书能受到中国资本市场的参与者和关心者的关注，能引发读者的诸多思考，我们也就深感欣慰了。

最后，我们要感谢在百忙之中抽出时间来参与这次讨论的专家学者，正是他们的深入思考才让本书有了出版的价值；我们也要感谢和讯网与世纪文景的相关编辑，正是他们的辛勤工作才让本书能及时出现在读者面前；我们还要感谢热情关注此次讨论的和讯网友，正是他们的积极参与才让我们更加体会到了这一讨论的重要意义。

动荡

第一章

2007，

动荡的股市

动荡，从“2·27”开始

把股票当成是投资才买来
一涨一跌都不会害怕掉下来
不理睬大盘是看好或看坏
只要你翻倍我才卖

我不听别人安排
凭感觉就买入赚钱就会很愉快
享受现在别一套牢就怕受失败
许多奇迹中国股市永远存在

死了都不卖
不给我翻倍不痛快
我们散户只有这样才不被打败
死了都不卖
不涨到心慌不痛快
投资中国心永在

就算深套也不卖
不等到暴涨不痛快
你会明白卖会责怪
心态会变坏
到顶部都不卖

做股民就要不摇摆
不怕套牢或摘牌
股票终究有未来

——《死了都不卖》

《死了都不卖》，这首 2007 年在网络迅速蹿红的股市新曲，曾经唱出了 2007 年沉迷于股市的千万投资者的心声，然而时至今日，可能大多数投资者已难有这样的激情。2007 年，动荡的股市在投资者的心中留下了太多的回忆。

2007 年 2 月 16 日，在农历新年将至之际，沪指盘中突破了 3000 点大关，虽然尾市有所回落，但凭借这历史性的一跃，中国证券市场的历史被重新改写。

天有不测风云，在春节后开盘的第二个交易日，即 2007 年 2 月 27 日，在没有实质性利空的情况下，沪深两市突然遭遇暴跌，上证综指较前一交易日下跌 268.81 点，跌幅达到 8.84%，单日振幅则达到 9.42%。沪深两市也双双创下 1997 年以来单日最大跌幅。大跌同时，沪市携带了 1315 亿的暴量，市场中的绝大部分人都跌懵了。

也许正应了否极泰来的古谚，暴跌后的第二天，市场出现强力反弹，同时展开了稳步的攀升，并于 3 月 19 日再次突破了 3000 点，随后一路震荡上扬。5 月 9 日，伴随着两市 3803.84 亿的成交量，大盘首次站稳 4000 点。

4 月底，中国人民银行宣布从 2007 年 5 月 15 日起，第四次上调存款类金融机构人民币存款准备金率，上调幅度 0.5 个百分点。15 日当日，大盘从 4055.83 点下跌至 3899.18 点，跌幅达 3.64%。5 月 18 日晚，央行发布公告，宣布将上调金融机构人民币存款准备金率，同时金融机构人民币存贷款基准利率也将上调。此次政策的出台被称为央行的“组合拳”，然而市场对此似乎反应冷淡，从 5 月 21 日至 29 日，大盘从 3902.35 点一直冲高到

4334.92 点的历史最高位置。5 月 30 日凌晨, 财政部突然发布消息, 宣布从即日起, 将证券交易印花税税率由现行 1‰调整为 3‰。此消息发布后, 市场出现强烈恐慌, 股指遭遇深度下挫, 从 5 月 30 日最高的 4275.24 点到 6 月 4 日收盘时的 3670.40 点, 大盘共跌 600 余点。

“5·30”暴跌并没有挫伤市场的元气, 6 月 4 日起, 股市大盘一路反弹, 然而就在股指即将冲破 4335 点历史新高之即, 市场迎来了 2007 年以来最惨烈的调整。7 月 4 日, 上证综指大幅跌破 60 日均线, 引发市场恐慌情绪; 5 日技术抛压汹涌而出, 冲击深沪股指近乎单边狂泻。上证综指连破 3800 和 3700 两大整数关口并考验 3600 关的支撑, 最终以光脚长阴线报出自“5·30”大跌以来的收盘新低; 同时, 深证成指、中小板指、沪深 300 和上证 50 亦全线跌破 60 日均线的支撑, 市场一片萧条。

2007 年的股市给人太多的回味, 伴随着“牛市”、“新高”等令人激情澎湃的主题词, 2007 年的股市同样演绎了“暴跌”、“套牢”这些令人辗转难眠的插曲, “2·27”、“5·30”成为经历过 2007 年股市动荡的人们挥之不去的记忆。投资者不知道, 在 2007 年的股市走过半程之后, 等待他们的还会有怎样的惊心动魄。

左小蕾, 杨帆, 张长虹以及见证了 2007 年股市沉浮的几位经济学家和市场资深投资者, 在和讯网展开了他们对 2007 年股市巨幅动荡的讨论。从“2·27”暴跌到历史新高, 再到“5·30”调整, 专家学者迥异的视角也许能使迷茫中的投资者有所启迪。

现象： 中国处在金融大爆炸的 漩涡中心

和讯 VS 左小蕾

访谈背景

2007年初，全球资本市场膨胀，黄金、石油、期货都呈历史最高价格；外汇交易量和衍生产品交易量都呈历史最高水平的增长速度；美国的共同基金份额已达到10万亿以上，还有迅速向全球扩大的趋势。

题 记

全球流动性过剩造成的结果是全球的金融大爆炸，全球的资本市场膨胀，黄金、石油、期货都处在历史最高价格区间，甚至外汇交易量、衍生产品交易量的增长速度都呈历史最高水平。金融大爆炸可能炸出一片新天地，也可能炸得投资者片甲不留。我们一定要谨慎防范其中隐含的危机。同时在金融大爆炸中，新兴市场必定首当其冲，而中国正陷入金融大爆炸的漩涡中心。中国经济将来一旦出现问题，一定会首先发生在金融领域，更有可能是资产价格泡沫破裂引发危机。2007年股市的第一场大动荡——“2·27”暴跌对市场、监管部门可以说发出了警告：一定要关注以资产价格泡沫为特征的金融危机。而之后的历次动荡则更加强调了泡沫的严重性。

人物



左小蕾，银河证券首席经济学家，1992年8月获美国伊利诺伊大学（Univ. of Illinois at Urbana-champaign）博士学位（国际金融，经济计量学），曾先后担任亚洲管理学院副教授、新加坡国立大学经济统计系讲师、美国伊利诺伊大学经济系计量经济学顾问等职务。在经济发展、宏观经济趋势、货币政策和财政政策对经济的影响、汇率和利率机制的改革等方面都作过深入的研究。在国内多家报刊杂志上发表过多篇论文。

中国处在金融大爆炸的漩涡中心：

“2·27”，2007 第一跌释放了市场风险

和讯：今天 we 和左小蕾老师讨论的主题是全球金融大爆炸背景下的“2·27”暴跌，我们首先想请左老师为我们分析一下，“2·27”暴跌是在什么背景下发生的。

左小蕾：在我看来，“2·27”暴跌未必如大家所言是“黑色星期二”，相反，我认为这是一次风险的集中释放。把“2·27”事件放到全球大的经济和金融环境中来看，我们就能够知道，这次的释放风险是多么重要。现在全球都存在流动性过剩问题，而流动性过剩造成的结果是全球的金融大爆炸，全球的资本市场膨胀，黄金、石油、期货都呈历史最高价格，甚至外汇交易量和衍生产品交易量都呈历史最高水平的增长速度。还有美国的共同基金，去年已经管理的基金份额就达到10万亿以上，并且有迅速向全球扩大的趋势。

我们看到全球交易所都在进行整合：纽约要整合泛欧，东京还在打韩国的主意，美国芝加哥商品交易市场也在整合，甚至欧洲的市场也想整合为一个整体，强化其金融中心的作用。所以，在这种流动性过剩推动的全球金融大扩张的局势中，钱总要找出路。我们已经看到，实际上传统的金融中心，特别是那些发达国家，在金融行业有比较优势，他们希望能够通过全球化趋势的环境，通过信息化实现全球金融扩张，甚至希望把金融扩张变成金融爆炸。它可以膨胀得更快，发展得更快。但是金融扩张与金融爆炸是有区别的。

金融扩张比较有序，但是金融“爆炸”就不同了。炸弹可能炸出一片新天地，也可能炸得你片甲不留，中国市场也不能独善其身。中国的流动性过剩很大程度上是国际流动性过剩的输入造成的，特别是外汇的积累。我们2006年新增的货币发行总量中，2/3来自外汇积累。所以，我们不能回避这个问题。

当然，我个人认为“2·27”下跌最重要的原因，还是和流动性过剩有关系。因为在资金如此充裕的情况下，基本面不可能在短期内发生很大的变化，但是我们的资本市场显然也在非常迅速地膨胀，不到半年的时间，市值规模从3万亿到10万亿，甚至一天可以膨胀1万亿，一天的交易量达到两三千亿，这是世界性的记录。新股发行的冻结资金，从七八千亿膨胀到1.2亿。这些数据都表明，流动性过剩和国际资本输入是有关系的。

资本市场这样膨胀，如果我们认为是不正常的，而且是由于资金推动的，那么我们就不要回避价格泡沫的问题。因为实事求是地说，短期内我们的市场价值不可能发生这么大的增长。而价格和价值发生背离，就符合“泡沫”的定义了。

市场是有规律的。如果市场不理性，不按规律办事的话，就必然产生金融危机，资产价格泡沫破裂的时候也就到了。比如纳斯达克曾经一年涨到5000点，这完全是人为炒作，投资者认为新经济没有传统意义上的经济周期，市场被所谓的新经济神话推动，于是持续上涨。然而他们忽略了一点：

新经济的经济结构已经发生了巨大的变化。过剩的生产能力在快速积累。疯狂炒作完全忽略了市场调整，忽略了经济调整，所以当纳斯达克被人为推到5000点的时候，泡沫就必然破裂。而在这个时候出现的大幅调整，就很可能崩盘。

同样的道理，在A股市场，如果我们让以资产价格泡沫和风险积累为特征的市场态势继续发展下去，不经过调整就直接推上所谓的5000点，我们的市场就很危险了。所以我不认为“2·27”是黑色的，相反是我们市场非常成熟的表现。股指涨到3000点的时候，市场已经意识到这个问题，所以出现了调整，这是一次风险释放，是重要和非常健康的。

另一方面，“2·27”暴跌不只是释放风险，同时也对我们整体市场、监管部门发出了警告：一定要关注在特定的国际环境下，在特定的流动性过剩的格局下，以资产价格泡沫为特征的金融危机。

传统的金融危机是以通胀为特征的。但是从1990年代开始，特别是从日本的经济危机和东南亚的经济危机特征中我们可以看出，在强大的全球资本流动过程中，并没有表现出通货膨胀，而是土地、房地产、股市等等资产价格在不断上涨，最后形成了所谓资产泡沫和金融泡沫，但是泡沫的产生实际上也是伴随着经济中的一系列问题的。

为什么1990年代以后，特别是现在，美国和很多发达国家的经济保持了长时间的低通胀、稳定增长的趋势？最根本的原因就是全球化、信息化、网络化，这种趋势把发展中国家的劳动力成本优势通过国际贸易推向了全世界，特别是发达国家。所以消费品价格基本上都不会有太高的增长。这么多年来，我们通常说的全世界凡是有中国产品出口的地方，都分享了中国劳动力成本的比较优势。所以通胀就是上不去。

从石油危机之后，大家都不愿意提经济危机这个问题，全球化、信息化推动了流动性过剩的危机的积累。怎样应对危机，全球的金融体系应该有一个很深刻的变革。但是亚洲金融危机十年了，这个体系还是没有建立起来。所以，在没有新的体制约束流动性过剩的背景下，我们最深刻的感受就

是全球的金融不断膨胀，不断爆炸。然而，在目前的体系中，优势发挥得淋漓尽致的发达市场不太可能爆炸，最有可能爆炸的是新兴市场。中国正陷入金融爆炸的漩涡中心。在这样的情况下，类似“2·27”的调整是一件好事，如果没有调整，等到爆炸之后，在我们向海外金融体系的推进进程中，我们的内部金融结构并没有足够的承受能力。

多年来，虽然我们的改革有了巨大的进展，我们的资本市场，我们的银行体系都有了长足的进步，但是当我们面对全球性的问题时，我们就很难应付。日本是全球第二大经济体，在上世纪80年代末90年代初，它都应对不了全球的冲击；东南亚四小龙也都应对不了这个问题。中国当然承受不起金融危机。我们需要的是更稳定的经济环境，而不是巨大的压力，在我们的承受能力还极为有限时候，过快地推动了和经济体系改革并不匹配的资本开放，可能会引起危机。

东南亚经济危机就是一个例子，过快地让资本完全自由流动，开放了所有的资本市场、金融市场，但是金融体系非常不健全，监管能力、投资环境、投资的产品都非常狭窄。在这样的背景下它过快地开放了金融市场和资本管制，这和中国目前的情况一样，实际上经济的泡沫破裂不仅仅是经济指标，还有经济结构中出现问题。也许投资资本发现我们经济成长很好，总体指标向好的时候，投资资本会大幅涌入我们的市场，但是当进来之后如果发现某个经济结构中的问题可能会导致我们的经济放缓或者衰退，便会很快撤离，因为这是资本投资，不是直接投资。

这种投资资本，进来应该还不是非常可怕，但是出去是非常可怕的。“2·27”的下跌是一次演习，告诉我们中国的资本市场还很不健全，中国市场还是有很多问题，这些问题不是从简单的外贸顺差或者经济总量上就能看出来的。只看到经济快速增长，投资增长很快，外贸出口也很快，这是远远不够的，中国的经济结构如果不加紧结构性的调整，不加紧进行针对内部各种各样不合理或者不平衡的经济结构的深化改革，可能长远的、持久的快速增长就会受到挫折。“2·27”暴跌实际上不仅提出了资产泡沫的问题，