



《东方早报》编著

牛市来了

这是最好的时代，也是最坏的时代
它是不是一个泡沫，我们只能在事后判断



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

牛市来了



《东方早报》编著

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目(CIP)数据

牛市来了/《东方早报》编.-北京:中信出版社,2007.7

ISBN 978-7-5086-0931-7

I. 牛... II. 东... III. 股票-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 091913 号

牛市来了

NIUSHI LAILE

编 著 者:《东方早报》社

策 划 者:中信出版社策划中心 蓝狮子财经创意中心

出 版 者:中信出版社(北京市朝阳区东外大街亮马河南路 14 号塔园外交办公大楼 邮编 100600)

经 销 者:中信联合发行有限责任公司

承 印 者:北京牛山世兴印刷厂

开 本:880mm×1230mm 1/32 印 张:11 字 数:165 千字

版 次:2007 年 8 月第 1 版 印 次:2007 年 9 月第 3 次印刷

书 号:ISBN 978-7-5086-0931-7/F·1174

定 价:25.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书,如有缺页、倒页、脱页,由发行公司负责退换。

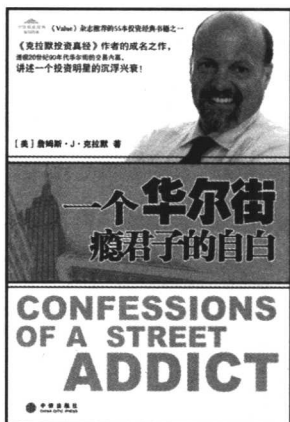
服务热线:010—85322521

<http://www.publish.citic.com>

010—85322522

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com



《一个华尔街瘾君子的自白》

在华尔街人人都知道克拉默，
克拉默比谁都了解华尔街！
克拉默的经历是20世纪90年代华尔街
沉浮史的缩影！

ISBN：978-7-5086-0918-8/F·1165

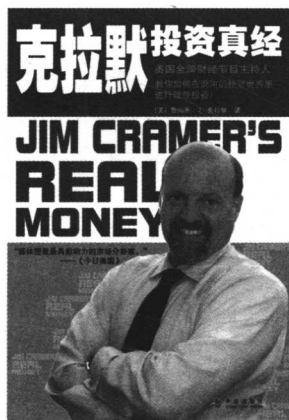
定价：36.00

《克拉默投资真经》

你如何可以抢到热门股票而又不被套牢？
你如何可以在不断扩大投资项目的同时又不引火上身？
美国金牌财经节目主持人教你如何在混沌
的投资世界里进行理性的投资！

ISBN：978-7-5086-0839-6/F·1125

定价：30.00元

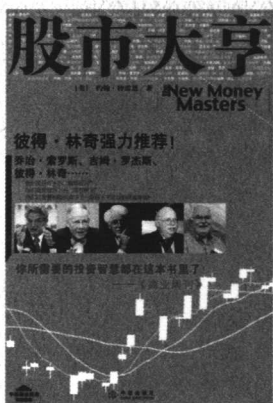


《股市大亨》

他们是股市中的“超级股民”，
他们是投资场上的“常胜将军”，
他们的智慧和胆识演绎了一段段不可思议的
财富神话！

ISBN：978-7-5086-0915-7/F·1162

定价：36.00



这是个 人人都是股神的时代！

牛市的喧嚣淹没了我们周遭的一切。上证综指历史性站上4000点，成为中国资本市场的一个标志性事件。

《牛市来了》正是在这样的背景下应运而生。

本书理性回顾17年的中国股市历程，剖析中国股市的现状和未来走向，介绍股市基本知识，讲述股市中真实的人和事。在股市热潮之际推出此书，旨在为散户投资者提供最新指导，同时普及股市基本知识，为新股民提供操作指南。



与我的商业阅读
出版策划：蓝狮子财经创意中心

《东方早报》2003年7月创刊于上海，由上海文汇新民联合报业集团主办，苏浙沪三地同步发行。早报立足上海，辐射长三角地区，以上海中高端读者为主要目标，倡导根植于本土的国际化走向，关注本土社会民生，兼具全球视野，是一份涵盖政治、社会、经济新闻以及服务和娱乐类信息，在上海最具革新意义和新主流气息的综合性日报。

自创刊以来，早报坚持“影响力至上”的新闻原则，公正理性，随着舆论影响力迅速扩大，汇聚了上海最具影响力的读者群体，目前发行量已逾60万份，成为具有领袖意义的新媒体。

历经四年的摸索与努力，《东方早报》已经成长为堪称“上海名片”的新主流大报，具备精湛品质，高尚格调与传播实力，正待新的起步与飞跃。

责任编辑 蒋蕾

营销编辑 周百平

特约编辑 崔瑾

封面设计  工作室+郭鹏

经销 中信联合发行责任有限公司



开
卷
语

中国股市正在成为“长期有效市场”

袁幼鸣

唯有资本利得税这一怪兽能中止本轮牛市

近期，中国内地股市泡沫论甚嚣尘上，意在捡便宜筹码的利益集团、半瓶醋经济学家、管制主义者联手向管理层强力施压。我们盘点各种行政权力干预股市的手段，认为唯有资本利得税这一怪兽可以戛然中止本轮牛市的步伐，立竿见影。央行加息和上调存款准备金率不属于针对股市动用行政手段，它们可能造成大盘短期调整，但不会改变市场向上趋势。

有论者认为，根据经济学教科书，货币政策是全局性调控手段，税收政策属于局部性调控手段，加息和上调存款准备金率收紧货币供应量，更能影响资产价格，对股市系釜底抽薪。此言有一定道理，但是须知，收紧货币供应量影响资产价格需要一个过程，连续加息累积效应自然会破坏股市趋势，而央行站在维护经济全局良性发展角色位置，是十分谨

慎用货币政策“双刃剑”的。换句话说，即使形势使然，进入了加息通道，股市转势也是一个时段后的事。征收股市投资资本利得税则不同，表面上看，它只是拿走了投资收益的一小部分，对广大投资者的心理冲击却是巨大的。这绝非一个简单的投资成本与经济利益问题，在中国公共财税制度有待建立，政府又掌控足以主导经济走向的行政资源的语境下，毋庸置疑，税收政策具有惩戒性、歧视性。

2007年春以来，一些管制主义者不实事求是研究股市大幅上涨原因，疾呼中央政府征收股市投资资本利得税，说到底，正是要把征税作为惩戒工具使用。这些人中，有一部分是对中国内地资本市场沿革缺乏基本知识又惯于“大嘴”者，更多的人则是骨子里认定，当下中国根本就不配开设股票市场。

面对中国内地股市加速发展，外国述评者（包括在国际投资银行中任职的华人）在流露无知或佯傻同时，更是直接否定这个新兴市场的存续基础。反映到市场定价上，简而言之，他们认定，相比发达国家市场以及印度市场，中国内地上市公司股票定价不仅不能高于对方，而且要大打“制度折扣”，否则就是咄咄怪事。这就不奇怪在上证指数上涨至4000点时，西方著名财经媒体会夸张地宣称中国股市大船将沉没，淹死所有乘客。

我们认为，一旦开征惩戒性、歧视性昭然若揭的资本利得税，直接后果将是：（1）沪深股市崩盘，指数暴跌一半；（2）中小投资者离场，公募基金被大面积赎回，剩下的投机资金把税收计入成本，横冲直撞，疯狂坐庄炒作。股票市场一夜回到股改前。

“使股份制成为公有制主要实现形式” 战略将支撑股市继续走牛

本轮牛市来之不易且与过去的牛市有本质区别。至今，我们看到，直接监管部门证监会、国资大股东监管部门国资委以及银行、保险业监管部门对市场发展不改正面态度。虽然随着大盘攀升，会有更多的人气急败坏地疾呼行政打压市场，但我们分析认为，管理层出台惩戒性举措可能性不大。

牛市将继续前行，支撑牛市的主要动力除了投资者耳熟能详的以股权分置改革为核心的制度变革、中国经济高增长、人民币升值外，我们认为，更有一大核心动力不能不加以把握，那就是十六届三中全会提出的“使股份制成为公有制主要实现形式”战略——它意味着巨量优质国有资产将源源不断注入股市。在所谓的主流经济学家股东鼓动下，上一轮国资和国企改制是卖给个别私人，于公平与效率两个方面都出现了需要反思的问题，新一轮改制，尤其是中央企业和省市级骨干企业改制，已经开始通过股票市场进行。在一定的边际条件下，资本市场可以实现多赢格局，道理很简单，假设国资以净资产2倍的价格注入上市公司，在股市上最后被定价为4倍，这样，以市值计，国资增值了4倍，而最早接受2倍定价的投资者也赚了1倍。

现在，有些经济学家不接受中国证券业协会和沪深交易所数据分析结论，一口咬定股市泡沫是整体性的。换个角度看，对原子化的一个个投资者而言，倒是只要市场具有结构性机会，牛市就是成立的。在此意义上，我们认为，一味争

论中国股市整体上有没有泡沫没有价值。由于巨量国有资产将注入股市，结构性机会将长期存在，起码在未来 3~5 年时间内，业绩增长和资产注入型公司仍然有较高投资回报。

股改前的股市是一个纯粹的投机市场，各种原因汇集，资金入场拉升股价，于是形成所谓的牛市，同样因为原因汇集，资金撤离，即成熊市。今天，股市正在成为一个“长期有效的市场”。

“新兴加转轨”特征决定 中国股市不能唯市盈率定价

指称股市泡沫泛滥成灾的人依据的是上市公司的高市盈率，他们不懂或者佯装不懂中国内地股市的“新兴加转轨”特征。一句话，描述目前中国内地股市与发达国家及地区市场的区别就是，由于种种历史原因，它事实上混合着一个多层次资本市场的功能。发达市场经过长期发展，是将私募融资、风险投资、创业（高科技）板、主板严格区分的，公司主营业务达不到现金流要求不能上主板，而中国内地股市以股改为契机，正在进行一场大规模的上市公司“洗心革面运动”，自然会大面积出现所谓的“估值混乱”。就好比发达市场的公司是开采一座矿山三年后才上市的，中国内地市场的大量公司先已上市，后来才得到一座矿山，刚开采甚至尚在规划开采一样，当然不能以同样的标准定价。

以“股改+重组”的方式进行绩差公司改造是管理层政治智慧的体现。按照证监会规划委员会前主任李青原的观点，

股改是一个从一筐苹果中挑选好苹果的过程——在完成 200~300 家占市值 70%~80% 的好公司股改后即开始新公司发行上市，放任绩差公司、问题公司自生自灭。管理层没有采纳这一主张，而是本着对 ST 公司产生负有监管责任的态度，推动 ST 公司实际控制人更换，注入新资产并进行股改。这是 2007 年以来 ST 板块走出波澜壮阔行情的边际条件。一些人大骂中小投资者把 ST 板块炒得鸡犬升天，搞笑的是，有基金经理一本正经地在电视屏幕上称，ST 股上涨造成大盘上涨质量不高，令人疑惑他们是真的没有看相关公司公告，真不知道此 ST 非彼 ST 吗？

“新兴加转轨”特征造就了中国内地股市一批“歪打正着”的财富故事。比如四大资产管理公司原本专职处置国有商业银行不良资产，从国有商业银行处既承接有作为抵押物的问题上市公司股权，又获得有实业资产，如矿山等，股改过程中，资产管理公司把实业资产注入所控股的上市公司，客观上令问题公司“乌鸡变凤凰”。投资者买入这类公司股票如同买原始股，收益之高难免令心态失衡的人忌妒。

总之，在壳资源待价而沽、高比例的上市公司以种种形式重组、全流通以及管理层激励促使上市公司施放正常利润、上市公司资产按公允价格重估等活动没有告一段落之前，中国股市具体情况决定，对于为数不少的公司，无法做到以市盈率等通用财务指标估价。唯市盈率论，甚至把市盈率意识形态化，用做攻击其他偏好投资者的工具，是错误和荒唐的。如何依据上市公司的具体情况，摆脱市盈率约束，换用其他风险管理指标，倒是投资者需要持续重视的事宜。

机构投资者应为降低市场波动负起责任

牛市演进至今，我们看到，确有一部分公司股价被人以违法违规手段操纵到了令人不可思议的高位。这需要以完善法律制度、提高监管效率的方式遏止。我们不否认股市基本制度和市场文化建设任重道远，站在维护中小投资者利益立场，我们一方面警惕会损毁市场发展成果的聒噪，一方面希望管理层抓住牛市提供的机遇，尽快推进强化信息披露、打击内幕交易、实现发行市场化等重大改革事项。

除违法违规操纵股价外，眼下，市场内部另一大亟待改变的不健康、不和谐现象是，以公募基金为首的机构投资者和以散户投资者为基础的社会资金各行其是、尖锐对立。机构投资者占据舆论阵地，指责散户投机，QFII 的经济学家甚至成群结伙，直接以几近赌咒的口气唱空，我们认为，这反倒是十足的投机行径。

在获得暴利之后，面对投资者赎回要求，QFII 经理们无法以市盈率以外的语言介绍中国内地市场魅力，属于能力有问题。他们要走，只能恕不远送。而国内基金必须在内地市场生存，实在有反思与改进自身行为必要。

2007 年以来，为数不少的散户投资者视五类主要机构为“黑五类”，凡机构重仓股票一律不参与，相反青睐前十大流通股全是自然人的公司。为什么会出现这一奇特景观呢？这同机构，特别是基金热衷波段操作、调仓频繁、震仓猛烈，行为恶庄化直接相关。散户与机构分道扬镳源于痛苦记忆，最令散户投资者反感的是 2006 年秋天机构发动的“二八行情”、“一

九行情”，机构纷纷从原持股品种中退出，集中力量猛推大盘蓝筹股，结果，大盘上涨 200 点，跟随机构进入二三线股的散户投资者反倒市值缩水 20%。作为对“一九行情”、“二八行情”的报复，2007 年以来，“倒二八行情”、“倒一九行情”频繁上演。

不仅如此，近期，机构间博弈也越来越激烈。原本持仓较稳定的保险公司行为变得短期起来。机构和散户对立、机构间过激博弈加大了市场波动频率与幅度，也授以从设立上否定股市的管制主义者口实。从市场主体共同利益出发，我们呼吁，在没有实质性大利空破坏牛市预期的情况下，市场主体间避免恶性博弈；作为有组织的强势博弈者，机构应该以富有善意的实际行动弥合与社会资金的鸿沟。无疑，正如《基金法》所规定，基金应该为基金份额持有人谋求利益最大化，但基金又是最具有“经理人资本主义”特点的组织，由管理人掌权，所有者难以约束。基金业需要反思，现在的集体无意识与流行操作手法，是为持有人争取长时段的最大利益，还是为自身谋求短期利益最大化？

祝愿新股民收获股市投资的“溢出效益”

毋庸置疑，本轮牛市中，收益最丰厚的是持股不动的新股民。生活中，我们最不愿意听到的言论是：新开户头胆量大，以后有时间哭的。遇到老股民这样讲，我们会忍不住说：你，也包括我，在过去的股市中吃过苦头，如同在男女关系中受过刺激，需要时常反省自己是不是成了感情的废墟；新

股民如同初恋，全情投入且十分享受，有什么不好呢？可以羡慕，不要忌妒。

新股民多数是70后、80后年轻人，不知道琼民源、不知道银广厦、不知道猴王、不知道十二道金牌、不知道国有股减持等等，不是很好吗？70后、80后人群生长在相对开放、价值多元的年代，在心理上，就是与市场经济距离近得多。中国要过渡成为真正的市场经济国家，还能指望那些拖着计划经济尾巴顾盼自雄的人吗？唯有指望一代新人！

金钱收益之外，投资股市还可以领悟谈判、进取、退让、妥协、平衡、多赢等市场经济应有之义。祝愿新股民收获股市投资的“溢出效益”，多多益善！

最后，让我们一起爆笑本轮牛市以来最搞笑的陈词滥调之一——“年轻人炒股是没有事业心的体现”。好笑乎？

（作者为《东方早报》首席评论员）

东方早报《牛市》专刊编辑团队

出版人 邱 兵

总 策 划 孙 鉴

选题策划 叶 矛 顾卫荣 陈 华 刘 俊 赵刘记

魏华兵 王 杰 马一居 李志军

责任编辑 赵刘记 王 杰 刘 俊 李志军 马一居

魏 星 李道权 魏华兵

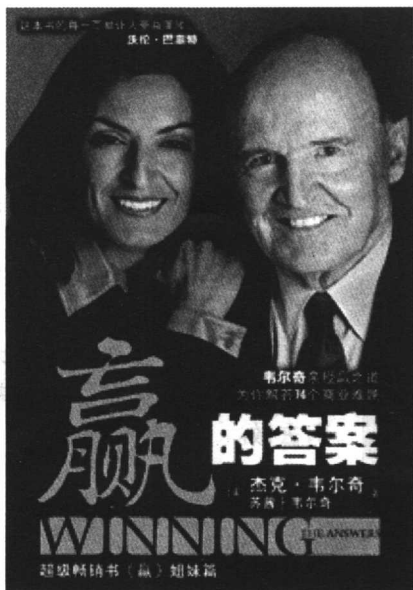
声 明

由于本书内所用图片及文字涉及范围广，部分图片和文字的版权所有者无法一一取得联系，请相关版权所有者看到后，与蓝狮子财经创意中心联系，以便敬付稿酬。

来信请邮寄到：杭州市德胜巷13号清水公寓影香居5幢
4单元501室

邮编：310014

电话：0571-28923081



这本书的每一页都让人受益匪浅!

——沃伦·巴菲特

超级畅销书《赢》姊妹篇

韦尔奇亲授赢之道!

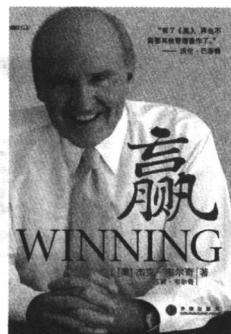
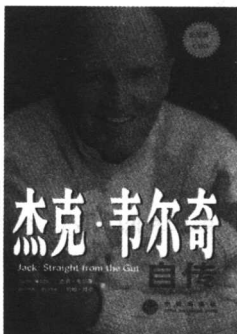
ISBN: 978-7-5086-0910-2/F · 158

定价: 32.00

凝结韦尔奇一生的管理智慧与领导艺术
风靡全球的超级畅销书
中文版销量突破50万册!

ISBN: 7-5086-0399-0/F · 872

定价: 35.00



20世纪《福布斯》最有影响力的管理书之一
全球管理领域的经典巨著, CEO的圣经
《纽约时报》第一畅销书

ISBN: 7-5086-0399-0/F · 872

定价: 35.00