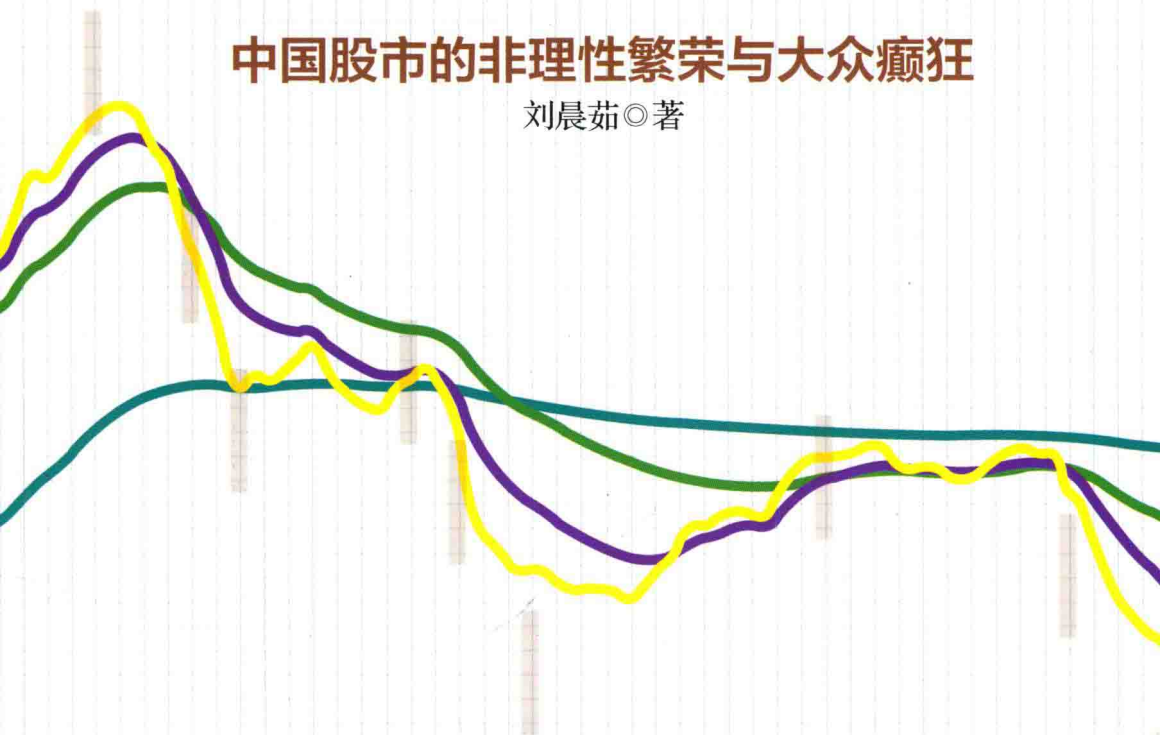


每一场惊涛骇浪都不是孤立的
思考这背后的原因，比回顾大潮本身更有意义

春天的狂想

中国股市的非理性繁荣与大众癫狂

刘晨茹◎著



2015年数月间，A股市场直冲云霄又断崖式下跌
是人性的博弈、技术的吊诡，还是投机的轮回

暴雨暂息，阴霾仍在
只有理解过去，才能洞悉未来



春天的狂想

中国股市的非理性繁荣与大众癫狂

刘晨茹◎著

图书在版编目 (CIP) 数据

春天的狂想：中国股市的非理性繁荣与大众
癫狂 / 刘晨茹著. — 北京：新世界出版社, 2016.11
ISBN 978-7-5104-6033-3

I. ①春… II. ①刘… III. ①股票市场—研究—中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第265089号

春天的狂想：中国股市的非理性繁荣与大众癫狂

作 者：刘晨茹 著

责任编辑：贾瑞娜

责任校对：宣 慧

责任印制：李一鸣

出版发行：新世界出版社

社 址：北京西城区百万庄大街 24 号 (100037)

发 行 部：(010) 6899 5968 (010) 6899 8705 (传真)

总 编 室：(010) 6899 5424 (010) 6832 6679 (传真)

<http://www.nwp.cn>

<http://www.nwp.com.cn>

版 权 部：+8610 6899 6306

版权部电子信箱：nwpcd@sina.com

策 划：杭州蓝狮子文化创意股份有限公司

印 刷：北京亚通印刷有限责任公司

经 销：新华书店

开 本：710mm × 1000mm 1/16

字 数：160 千字 印 张：14

版 次：2016 年 11 月第 1 版 2016 年 11 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5104-6033-3

定 价：42.00 元

版权所有，侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页等印装错误，可随时退换。

客服电话：(010) 6899 8638

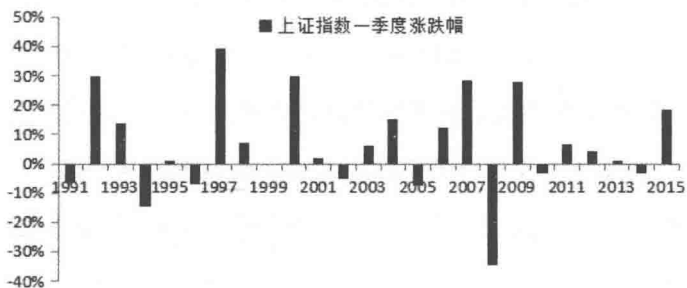
春天的狂想

“所有发生的，是因为它有发生的理由，能超越历史的人，才叫以史为鉴，然而我们终究不能超越，因为我们自己的欲望和弱点。”

——当年明月，《明朝那些事儿》

春天来了，北方冰冻的河水开始解冻，迎春花开；南方阴冷的天气逐步消散，草长莺飞。每一年春天，都是希望到来之时。

而这一情况，同样发生在证券市场。



1991 ~ 2015 年一季度上证综指涨跌幅度

春天的狂想

中国股市的非理性繁荣与大众癫狂

自1991年上海证券交易所开始交易以来的26年中，一季度指数上涨的概率高达2/3。

这背后的原因和天气似乎相似。春节过后，资金的春水正在解冻，企业资金链紧张状态有所缓解，市场上的资金相对充裕。一季度又是统计数据的真空期，由于二月份常逢春节，一二月份的统计数据是合并发布的，而投资者们要看到这些数据，则要等到三月份了。

实体经济究竟如何？在无法证明也无法证伪的时候，投资者们可以尽情地遐想，情绪在此时可以超越理性，占据上风。你可以畅想新经济，可以畅想企业顺利转型，也可以畅想发改委批准的各类项目会让固定资产投资在二季度回升。

与其说股市是经济的晴雨表，不如说它是情绪的温度计。

从2014年到2015年，中国证券市场上演了历史上最为波澜壮阔的一次泡沫。这场泡沫发生在一个经济增速下行的年代，显然并非经济增长带来的牛市。而和所有的泡沫周期类似的是，2015年的中国，亦是一个资金宽裕的年代。新兴的富人阶层手持大量的现金苦于没有投资渠道，“蒜你狠”“姜你军”^①“比特币”等炒作层出不穷。

2001年后，中国投资者，至少是机构投资者开始用经济基本面去分析股票市场，这让人们一度以为，这个市场将走上理性的轨道。然而，2014至2015年中国股市的疯狂和投资者的大众幻想，再次打破了所有人的逻辑和想象。这让人想起来记录1989年台湾股市泡沫的美国基金经理江平的一句话：

^① “蒜你狠”“姜你军”指的是发生在2010年的中国农产品市场上的炒作现象。

“那个时候中国人似乎找到了如何超越光速和摆脱其他物理限制的方法，他们到达了一个时钟停摆，平行线交织的奇怪空间，正常的金融和商业法则在这里都不再使用。”^①

事实上，2014年至2015年中国股市的种种亢奋和躁动，在之前野蛮生长的27年^②中，也都能追溯到类似的影子。正如一个人青少年时期的秉性，随着试错和磨砺，在成年时有所压制，但潜意识里仍根深蒂固，当外界的环境不再压抑，儿时的顽劣又会一览无余。

中国真正意义上恢复股票市场，是从1986年开始的。在那个还在争论“姓社还是姓资”的年代，这样重大的改革，需要国家最高领导人的肯定。于是，在1986年的深秋，82岁的邓小平向时任纽约证券交易所董事长的约翰·凡尔霖（John Phelan）赠送了一张面值为50元的飞乐音响股票，在股东一栏中，写着时任中国人民银行上海分行副行长周芝石的名字。虽然这张股票的象征意义远大于实际，但美国人深入骨髓的产权意识在此时显露出来。“我的股票不能用别人的名字，我要到上海去过户。”凡尔霖说。两天后，这位西装革履的先生在身着中山装的中国人民银行上海分行行长李祥瑞的陪同下，以57元的价格过了户。

在凡尔霖过户他那张股票的时候，中国的股票市场依然是柜台交易。1990年9月19日，上海市政府向国务院上报《关于建立上海证券交易所的

①（美）江平，台湾股市大泡沫，兴业全球基金管理有限公司译，北京：中信出版社，2009。

② 1986年9月，中国工商银行上海信托投资公司静安证券业务部宣告成立，从此在中国中断三十余年的股票场外交易开始重新出现。

春天的狂想

中国股市的非理性繁荣与大众癫狂

请示》。10月8日，时任国务委员兼人民银行行长李贵鲜批示同意。当时，大多数中国人还在“单位”里拿着死工资，还不明白市场经济、公司治理是何物。这也意味着，在投资者没有市场经济意识基础的环境下，在政府主导的成立过程中，中国股票市场从一开始就充满着投机以及干预的味道。

“好啊，你们试吧。”^①邓小平在听完上海证券交易所筹备汇报后说。不是所有的事物都必须准备好才去做。从此，对中国股市这个初生的孩子而言，政府就像是一位又想尽力呵护又盼望其成长的家长那样，一次次在放权和收紧中来回摇摆。

中国证券市场的第一次牛市和第一次干预，也正是在这种试错的心态中仓促上演。

1990年初夏，当深圳证交所柜台市场上还只有“老五股”^②时，就上演了新中国的第一次“牛市”和第一次政府调控。到1990年4月，深圳发展银行股票价格为每股176.78元，比接近于实际价值的发行价格上涨了784%；4月拆股后，6月末又上涨到每股24.85元，比4月时的价格上涨598%。截至6月底，其他几种股票的上涨情况是：金田股票每股83元，比发行价格上涨730%；万科股票每股7.13元，比发行价格上涨613%；安达股票每股8.76元，比发行价格上涨776%；原野股票每股53.21元，比发行价格上涨432%。”^③那时的股价上涨，基本是由供求失衡导致的。在这种狂热下，政府担心的，并不是投机引发的经济问题，而是投机使得机关“人去楼空”。于

① 陆一. 闲不住的手：中国股市体制基因演化史. 北京：中信出版社，2008。

② 指深发展、深万科、深金田、深安达、深原野这5只股票。

③ 刘鸿儒. 突破：中国金融资本市场发展之路. 中国金融出版社，北京：中国金融出版社，2008。

是，1990年10月，深圳市委出台规定：党政干部不得买卖股票。而这一规定，引发了第一次长达9个月的下跌。其中1991年4月22日，甚至出现了零成交的情况。

于是，1991年8月，深圳市政府展开了第一次救市。而那一次救市，就引入了政府“平准基金”，那时，叫“调节基金”，由证券交易印花税、股票溢价发行收入、基金利息收入等构成。1991年9月7日，以深圳证券交易所为指挥中心，总共2亿的资金打入股市，以稳住龙头股为主。7天之后，市场信心得到稳定。

上海证券市场的第一次疯狂，则是从1992年2月18日上海证券交易所逐渐放开股价开始的。从1992年2月18日到5月21日，上交所逐渐放松股票上涨限制，到5月21日，改为全面放开。而在这三个月中，上交所股票价格大幅上扬。在全面放开指数上限的第二天，中国股民把1988年物价闯关时的骁勇用在了抢购股票上。当天，上证指数从616.99点上涨至1266.49点。股民的热情很快将报价和交易系统打爆，交易会员只好转战上海文化广场，临时搭建的“交易大市场”水泄不通，人头攒动，仿佛春运时沸腾的火车站，场外的人们蹲在地上兴奋地收听着最新的行情，场内的人们则拥挤在柜台前渴望能早点办理买卖交割。热情在当年5月25日达到井喷，上证综指上涨至1428点。

同年8月发生在深圳的“8·10”抢购新股抽签表事件，更能体现那个年代中国股民的真实面貌。来自全国的120万股民，带着从全国各地租来甚至买来的320万张身份证，将深圳303个抽签表发售网点挤得水泄不通。几十万人露宿街头，甚至连开往深圳的汽车票都炒到了每张千元以上。这时候，

绝大多数的中国股民，显然不知道股票除了“炒”之外，还有什么其他作用。他们只是听说，买到新股就能赚钱，就能一夜暴富。没有股东意识，没有上市公司信息披露制度，更没有市场操纵违法处罚等配套制度。也难怪詹姆士·托宾（James Tobin）^①先生会建议中国等20年之后，再来建立资本市场。

但尽管中国普通股民就算到2015年也未必真的培养起了股东意识，股市操作的手法倒是很快就被第一批进入股票市场的弄潮儿们学会，也在1996年的牛市中一显身手。

1996年的牛市是从春节前一个月开始的，在一年半的时间里，上证指数上涨了2.5倍。回顾那一轮牛市的启动原因，有人说是因为中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）打击期货市场导致资金流入股市，也有人说是深圳和上海的交易所在竞争。总之，从宏观数据来看，当时中国经济增速正在逐渐下滑，此轮牛市和经济本身没有太多关联。

1996年，证券公司和上市公司参与炒作股票的违规行为，成了那次牛市中人们最深刻的印记。譬如，时任深圳发展银行行长的贺云，在一年内，前后动用了3.11亿元炒作深发展自己的股票；而申银万国则在阚治东的指挥下，操纵陆家嘴和上海石化。后来，这两位先生都因操纵股市被查处。在野蛮生长的年代，风云人物总是活跃在灰色地带，或者一战成名，或者一夜折戟。

《人民日报》在1996年12月16日发表的那篇著名社论《正确认识当前股票市场》，只是那场持续了整整5年的牛市的一个小序曲。呼风唤雨的庄家，才是那轮牛市的主角，他们纵横于人性弱点之中，投机违规盛行。2001

^① 经济学家，1981年获得诺贝尔经济学奖。

年，吴敬琏先生在接受中央电视台《经济半小时》节目采访时，也道出真言：

“中国的股市很像赌场。”

在央视播出吴敬琏这一著名判断半年后，中国证券市场开始了一场长达四年多的下跌和阵痛。从股价指数上来说，2001年到2004年，是中国证券行业的暗黑时期。

但云消雾散之时，往往也是水落石出之日。恰如一个人在挫折之时开始的反思，阵痛的背后，是去伪存真。在若干家证券公司倒闭的背后，是监管层对于券商挪用客户保证金的查处。一批庄家覆灭的同时，是价值投资观念的萌芽，市场的净化和出清。而股权分置改革，也在众人对于熊市的反思过程中，轰轰烈烈地开始了。

2005年底，以中国外汇改革及股权分置改革为激发点的证券市场，才真正经历了一场由改革、货币和宏观经济共同带动的大牛市。虽然最终也没有走出盛极而衰的宿命，但至少一度让人们看到了生机和光明。并且，在这一次牛市当中，中国的机构投资者才在真正意义上从边缘走向了舞台中央。

这一场牛市，是在人们的绝望中悄然而至的。2005年6月6日，在股权分置改革正式启动后，上证指数跌破了1000点。而在7月21日人民币宣布汇改后，上证指数却如咆哮之势直冲云霄，开放式公募基金规模一再扩容。此时，大盘蓝筹成了2006年到2007年牛市的赢家。这一次，证券从业者终于扬眉吐气，基金经理成为新的金领阶层，被人们所艳羡。以林园、但斌为代表的一批明星级价值投资者的著作，也位列畅销书前列。但是有趣的是，林园先生的书开卖于2007年7月，但斌先生的书出版日期为2007年10月，就

春天的狂想

中国股市的非理性繁荣与大众癫狂

在当月，10月26日，上证指数达到了历史的最高点，6124。尽管当时招商证券描绘出了一万点的图景，但券商的乐观无法改变次贷危机的到来。从此，6124点就仿佛像云南梅里雪山主峰卡瓦格博的海拔一样，难以逾越。

回顾中国股市的四轮牛市，1990年、1992年仿佛初生婴儿对世界的好奇，1996年涌动着少年的狂妄和不羁。2006年的牛市是青年在五年阵痛后成熟的再出发，只不过冲动和欲望还在，在逾越了界限之后，至少还有认赌服输的男子汉气概。而2015年的这一次，仿佛又回到了阵痛之前，在贪婪的驱使之下，最原始的欲望一夜之间泛滥开来。人们忘记了多年积累的反思和教训。在没有经济基本面支撑的泡沫之下，理性消失于云外，人性中最为基本的特性，在这一场非理性繁荣中张牙舞爪。

谣言为何会兴起？信息如何会失真？股市的泡沫为何会腾空到上帝都无法想象的高空？国家牛市的概念为何会在每一个人心中根深蒂固？在救市过程中，为何一个市场行为会演变成一场圣战？这都是值得思考和记录的问题。

也许你会说：这只不过又是一场“金钱、贪婪、欲望”的游戏。所有的泡沫都会有狂热群众的驱使，所有的泡沫也终将破灭。

但，正如生命就是一场浪费。每个人的一生大致如此，呱呱落地、青春萌动、失恋伤痕、结婚生子、人到中年、事业腾达、夕阳西下，最终落幕而去。你得到的所有的一切终将失去。但不妨碍在这个过程中，记录下那些有趣的回忆。

当这个关于希望、欲望、绝望的故事铺呈在你面前的时候，你能看到自己的影子。

目 录
CONTENTS

前 言

第一章 **梦想的第四维**

暖春 / 3

在希望的田野上 / 7

“认真你就输了” / 13

侠之大者 / 18

4000 点才是牛市的开端 / 27

乌镇论剑 / 31

当利弗莫尔遇上巴菲特 / 35

雨季的馈赠 / 38

第二章 **倾巢之下**

午夜十二点 / 49

断崖式崩盘 / 57

救市 / 67

敌对势力 / 74

余波 / 79

春天的狂想

中国股市的非理性繁荣与大众癫狂

第三章 集体无理性的**大众癫狂**

从众的中国人 / 87

集体无理性 / 92

为什么中国散户这么多? / 95

被裹挟的精英 / 105

被制造的“权威观点” / 114

沉默的“看门狗” / 120

第四章 **笨蛋，问题是技术**

移动时代 / 129

社交网络 / 136

从谣言到大众幻想 / 146

新媒体时代 / 153

娱乐至死 / 161

第五章 **投机的轮回**

混沌时代的庞氏 / 169

开到荼靡花事了 / 173

从实业家到投机客 / 181

无风险利率在心中 / 190

泡沫又熟了 / 201

后记 繁华落尽 / 207



第一章

梦想的第四维

他们的判断仍是基于事实和数据这两个基本维度，可他们参与的这场投资游戏，却是在情绪的第三维和梦想的第四维上展开的。

——巴尔尼·温克曼，《华尔街十年》



暖 春

“世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。”

——乔治·索罗斯

2015年中国的春天，来得比往年早，桃花、杏花早早地点缀在北京什刹海的胡同口。仿佛来自江南的暖流一夜拂过，柳树就蹦跶着吐出了新芽。

这是个暖春。

暖春，一般意味着中国北方地区的工地开工会比往年早。

中国北部，冬季平均气温低于摄氏零度。在东北哈尔滨，一月份的平均气温低于摄氏零下20度。无论房地产，还是道路、桥梁等建设行业，都需要工人在户外作业，这样的严寒天气显然是不合适的。而混凝土浇筑的合理温度，是在5摄氏度以上。再加上中国传统的春节一般在2月，来自农村的建筑工

春天的狂想

中国股市的非理性繁荣与大众癫狂

人，大部分要返乡过年。所以每年的春节前后，中国的工地上通常只有寥寥几个留守的工人，他们为了每天几百元的加班费，哈着气，在大年三十的晚上捧着一碗饺子，看着电视里的春节联欢晚会。

而每年三月前后，遍布中国的工地，就会和什刹海旁的柳树一样舒醒起来。土石车翻卷着白烟驶入工地，在刚铺好不久的青色的道路上留下齿轮状的印迹。有时，由于道路是加急赶修的，运载螺纹钢的重卡会把路面压出一道道裂痕。百米高的塔吊往上吊起成吨的钢铁，水泥泵也开始把混凝土浇灌到钢筋框架上。在灰蒙蒙的空气中，传来声声或沉闷或硬朗的金属撞击声。

过去十年，工地就像是中国经济的心脏。当这个心脏重新开始跳动，整个经济的脉搏也随之从冬眠中苏醒。一车车螺纹钢从各地的钢铁贸易商的仓库运到工地里。而贸易商又从钢铁厂拉来钢铁，等待赚取差价。在唐山——中国乃至全世界最密集的钢铁产地，大大小小的钢铁厂在春节过后陆续开工，高耸的烟囱又开始冒起灰烟。

每年春天，依旧是中国经济萌生希望的时刻。尽管一两年前，房地产市场已经被人宣布死缓，但大家都期待着发改委基建项目批复后，又会迎来新一轮建设的高潮。

就如同人们在 2014 年看到的那样。2014 年 1 月，哈尔滨至佳木斯铁路批复，投资 347 亿；2 月，蒙自至文山至砚山高速公路批复，158 亿；3 月，雅安至康定高速公路批复，250 亿；4 月，山东环渤海城际轨道批复，540 亿。在北京西城区发改委西楼一层的政务大厅，从早到晚，都有操着各地口音来寄送材料的人。