

DECIPHERING STOCK MARKET IN THIS DECADE

股市这十年



策划_张丽 责任编辑_张丽

任何一个有些股龄的投资者,都不会不知道“5·19”,在每一个投资者心中都有属于自己的“5·19”情结。1999年的“5·19”引发了两年的牛市,被投资者誉为“永远的5·19(其谐音为:我要久)”,这也道出了众多投资者的心声。又一个“5·19”刚刚过去,股市也迎来了“5·19”的第十个年头,我们希望历史能够重演,但历史不会简单地重复,蓦然回首,会发现历史总是惊人的相似。“5·19”只是一个简单的日子,我们当然不是为了期待而纪念,只是想通过这样一种形式,让投资者看清,股市在这十年中有了怎样的变化,在十年后的今天,投资者和股市是否已在时间中练成了各自的价值法则。

由“5·19”引发的十年记忆

文_张韵

事实往往在回忆中寻找答案，回首1999年的“5·19”行情，似乎仍雕刻在许多投资者心中，时光脚步不断前进，带来了一个日趋成熟的市场，同时也产生了新的投资机遇。2009年的行情能否像十年前的“5·19”行情那样涨得有生气，让人念念不忘？历史肯定不会简单重复，但市场总是有规律可寻的，那就是没有永远只涨不跌的市场，也没有永远只跌不涨的市场，机会就在人们还悲观失望的时候萌生。

■ 1999年“5·19”行情回顾

5月上旬	高层就股市发展问题提出了八点意见。
5月19日	沪深证券市场分别上涨50点、127.56点，涨幅都在4%以上。
5月20日	各大报刊刊登中国证监会批准湘财证券增资扩股消息，之后沪深股市持续放量上升。
5月31日	上证指数在盘中已攻破1300点，成交量平均每日100亿元以上。
6月10日	央行宣布降息。
6月30日	上证指数最高上摸至1756.18点，1个多月时间上涨近80%。
7月1日	《证券法》正式实施。

■ 十年中两次牛熊转换

第一次

牛市：1999年5月18日—2001年6月14日

这次的牛市俗称“5·19”行情，网络概念股的强劲喷发将上证指数推高到了2245点的历史最高点。“5·19”行情领头的是东方明珠、广电股份、深桑达等网络股。

熊市：2001年6月14日—2005年6月6日

1999年“5·19”行情过后，政府把全流通问题提到了议事日程，市场最关注、最害怕的也正是全流通问题。个股纷纷逐级下跌，市场甚至出现了不少股价跌破一元，甚至达到几角的个股，股指也从2245点一路下跌到998点，跌破了千点大关，四年的时间股指下跌超过50%。

第二次

牛市：2005年6月6日—2007年10月16日

经过上一轮历史上最长时间的大调整，市场的市盈率终于降到了相对合理的水平，新一轮行情也在悄然酝酿之中。令人难忘的“6·8”大阳线宣告了长达四年的熊市结束，同时树起了这次超级大牛市的旗帜，“股改”借此全面展开，大盘从998点起忽上忽下地震荡，这期间，大多数股民并不敢确认这就是一轮超级大牛市的初级阶段，犹犹豫豫难以顺利操作，不少人直到2006年初仍在犹豫徘徊。然而，在是否持有的争辩中，大盘却冲上了6124点，从而创造了出乎意料的历史新高。

熊市：自2007年10月17日至今

无数新老股民在做了一场美梦后终于在振荡中看清了形式，大盘在不到一年的时间里，股价跌掉2/3的个股比比皆是。■

十年后的“5·19”表情

文_张峰

■股市表情：起稳

截至到2009年5月19日这一天，中国上证综指上涨0.9%，至2676.68点，创下2008年8月7日以来的最高水平。受隔夜美国股市大涨的激励，包括日本股市、中国香港股市、新加坡股市、澳大利亚股市在内的亚太主要市场，均出现了大小不一的上涨。

将目光转向中国，4万亿元经济刺激方案、十大产业振兴规划、上海“两个中心”建设、海西经济区等，自中国A股踏入熊市以来，政府的激励政策就未曾断过。目前，我国股市已经从1800点“谷底”回到了2700点左右，虽然离6000点尚有距离，但至少股民信心已开始逐步恢复。

■股民表情：理性

“‘5·19’十年后会重现？这简直就是个国际玩笑。”老股民宋先生对这样的说法甚感好笑，但脸上却显露了怀念的表情，“经历过‘5·19’的股民们都不会忘记这一天，这是十年来任何一次A股上涨都难以媲美的。”十年前，我国股市陷入调整的背景是1998年东南亚金融危机，而十年后，A股面临的不仅是国内本身的复杂形势，还有全球金融危机的大背景。宋先生感叹道，“十年前，股民炒股只需跟着大资金走，而十年后，我们不仅要看国家政策、查公司前景，还要看美国、盯油价，形势复杂了好几倍，炒股的难度也翻了好几倍。”

谈及“5·19”，一位券商分析师称，“这些年来，投资者对市场的判断越发理性，对市场泡沫风险也格外谨慎。一场金融危机让大家在投资上不敢再马虎对待，这样的情况与十年前大相径庭。因此，在这样的背景下，市场要转牛不是靠一两场反弹就能完成的。”

■各大媒体的观点

《中国证券报》在题为《5·19十年 中国资本市场再造》的文章中称，“5·19”以来的十年里，我国资本市场最大的变化是2005年中国进行的股权分置改革，而这意味着中国资本市场的再造。经过股权分置改革，全流通市场下双轨价格变成单轨价格，并被世界所承认，也为市场未来和国际接轨奠定基础。此外，股改有利于国有资产保值增值；大股东和中小投资者的利益更加一致；股票定价也更加合理，未来收购兼并时可以通过股票加现金来进行，股票将成为硬通货。

《上海证券报》刊登的题为《在坚定发展中定位资本市场新坐标》的文章中称，“5·19”带来的第一个启示是：必须坚定不移地发展资本市场。资本市场是经济发展的助推器，要促内需、保增长，没有一个健康稳定发展的资本市场是难以想象的。资本市场将在我国社会主义市场经济建设中发挥更加重要的、不可替代的作用。

《证券日报》刊登的文章题为《中国股市5·19十周年祭 博弈出现新局面》。文章表示，回顾过去十年所走过的道路，中国股市运行由“政策主导”转变为“政策引导”，是一个十分显著的变化。眼下的国内经济情况与1999年非常相似，都是受外围经济的影响，出现了困难。不同的是，在这个期间，政策没有直接指向市场，而是一如既往地稳步推进市场的基础性制度建设。MCE

■全球表情：期待

全球股市，十年前反转看美国，十年后是否能走牛还得看美国。值得庆幸的是，尽管美国经济复苏之路还比较漫长，但最坏阶段或许已经过去。从估值来看，标准普尔500动态市盈率为16倍左右，其历史市盈率一般在15—18倍区间。分析师指出，考虑到2009年是美股的盈利低点，而且经济环比处于改善趋势中，现在的估值水平是有吸引力的。

而A股市场，十年前反弹看“概念股”，十年后反弹看“蓝筹股”。分析师认为，受国内经济复苏的影响，大盘蓝筹股正成为主流资金关注的重点。但是，由于我国经济复苏呈现渐进、缓慢的特征，希望大盘蓝筹股持续走强并不现实。从基金仓位处于较高水平、新增基金开户数持续回落等情况来看，主流机构推高大盘蓝筹股恐怕也是心有余而力不足。但在预期流动性发生拐点之前，市场估值水平仍有提升空间。

总而言之，中国股市、全球股市目前正处于一个关键的十字路口，市场和投资者均给出了不同的表情，在期待中理性前行，这就是“5·19”十周年的坚定“表情”。

是什么在变化？

文_刘雨栋

以下就1999年以及2009年两次“5·19”行情进行对比，进而找寻股市十年的发展印迹。

• 相似点1: 全球性经济危机笼罩

1999年：全球还处于遭受亚洲金融危机重创后的疗伤过程中。1997年7月，亚洲金融危机爆发，危机不断蔓延，新兴市场的股市、汇市动荡不已。1998年8月，在经济最为薄弱的环节之一的俄罗斯出现了严重的金融恐慌和债务危机。面对严峻的世界经济形势，美国和几乎所有欧洲国家从1998年9月底开始先后调低利率，从此进入减息周期。在各国降低利率、新兴市场逐渐稳定下来、企业兼并和合并迭起的情况下，全球经济开始复苏。

2009年：始于2007年8月的次贷危机，随着市场对相关金融衍生产品信心的失去，危机程度不断加深，欧美市场流动性相继出现问题，即使各央行多次向金融市场注入巨资，也无法阻止金融海啸的袭来，直到2008年下半年，多家大型金融机构倒闭或被政府接管。为了拯救大型金融机构、支持流动性，各国政府不断注资，“国有化”成为一大措施。同时，美国等央行不断降息，几乎进入“零利率”时代。

• 相似点2: 扩大内需成救市首选

1999年：1998年12月初的中央经济工作会议，一改持续四年之久的“双紧”政策，郑重提出“实行积极的财政政策，并辅之以适当的货币政策，对扩大内需、刺激经济增长具有十分重要的作用”。1999年5月初结束的央行货币政策委员会春季会议则提出，要继续适当增加货币供应量，以防止通货紧缩。这是央行首次将防止通缩列入货币政策内容。

2009年：政府以积极的财政政策和适度宽松的货币政策促进经济增长：一方面，扩大投资和拉动消费并举，推出4万亿元经济刺激计划，审议通过了十大产业振兴计划，提高出口退税率，同时推出家电下乡、汽车下乡等政策；另一方面，放松流动性、连续下调利率，并鼓励银行加大贷款力度，以刺激经济保持增长态势。

• 不同点1: 市场规模变大

1999年：沪深上市公司800多家，股票市值占国民生产总值的1/3。据统计，1999年5月18日，那时沪市每天成交金额少时只有二三十亿元。5月19日那天，两市成交金额不过77.84亿元。1999年底的股票市值只相当于国民生产总值的三分之一。

2009年：沪深上市公司超过1700家，股票市值占国民生产总值超过1/2。截至5月25日，沪深两市成交金额为1800多亿元，目前的股票市值达到18万亿元左右，已经超过了2008年国民生产总值的一半。

• 不同点2: 投资主体的改变

1999年：市场中唱主角的是券商、大户，虽然到年底有了20只封闭式基金，但规模较小，拥有的资金占当时流通市值的3%，基本没有话语权。

2009年：经过了超常规发展的机构投资者已经成为市场的主力军，投资基金、保险资金、社保基金、海外QFII等主导着市场，投资讲求的是理念。与这些大资金相比，券商、私募基金、大户的底气明显不足，但凭着大资金所缺少的灵活性，他们也在市场中占有一席之地。

• 不同点3: 领涨板块不同

1999年：领涨板块是网络股，上市公司纷纷触网，靠讲故事提升股价，并不能从根本上提升上市公司业绩。

2009年：以新能源品种相关的上市公司成为领涨板块。此外，海西概念、上海双中心概念、世博概念、创业板的推出也使创投板块等轮番上涨，3G、地产、机械、煤炭、商业百货、化纤、汽车等板块也表现不俗。

• 不同点4: 投资理念的转变

1999年：题材炒作的投资理念主导市场，并成为行情发展的重要特征。

2009年：价值投资深入人心，虽然仍不乏题材炒作，但题材炒作不会太脱离实际，炒作力度及持续性已大为减弱。■

宏观经济下的“众生相”

文_李燕

对于投资，宏观经济扮演着一个重要的角色，而“5·19”十年后的股市，或许更需要倚仗宏观经济才能走出期待中的行情，我们不妨站在更高的角度来分析一下整个投资市场的变化，进而来为期待中的新行情找寻更好的理论依据。对于2009年宏观经济运行的逻辑判断是：信贷拉动投资，投资拉动经济。展开一些说，就是政府为了保持社会稳定，必须保证就业，保证就业就必须保持一定的经济增长速度，通过什么来保持经济增长呢？主要是通过投资。那如何来刺激投资，就是靠大规模的银行信贷。我们对2009年经济形势的总体判断是：GDP全年约8.3%，一季度最低，未来逐季攀升；CPI全年约1%，走势大体呈U型，三、四季度走出通缩；全年市场的流动性都非常充裕。

首先，宏观经济分析对基金投资的意义非常重大。基于我们对2009年宏观经济形势的判断，股票市场最有机会的一些行业是在投资品、内需品上，我们总结了一个词叫“又内又重”：“内”的意思是内需品，和外需关联性比较低的产品，它们可能存在比较大的机会，如农药、房地产行业；“重”主要是指投资品，跟基建投资高度相关的一些行业，它可能存在比较大的投资机会，比如说水泥、工程机械、有色金属、煤炭、建材等。

其次，宏观分析对大类资产配置具有

非常重大的意义。在2008年11月份判断2009年大类资产配置时，提出2009年一季度是股票和债券两大类资产切换的时期，在低点以前的债券市场可能会发生一个微妙的变化。因为在2008年11月份之前，债券市场的基本面和资金面都支持它走出一个好的行情。债券市场从基本面来看，CPI一路走低，并且连续五次降息，从债券资金面来说，由于当时没有放开信贷额度，银行间的资金基本上全部流向了债券市场，所以，它的资金面非常好。但到了2009年的一季度，由于大家预期经济可能会见底回升，形势发生了微妙变化。虽然债券的基本面还相当好，从通胀演变为通缩，而且减息预期还继续存在，但债券市场的资金面已经发生了明显变化，新增资金可能投向债券市场，但可能更多的资金流向了贷款。3月份全国人大会议确定了2009年财政赤字规模，后来又确定了地方发债的规模，债券的供给面也出现了重大的变化，供给压力非常大。所以，债券市场从2008年的牛市开始出现变化，转向另一个债券市场的演变周期，这就是对债券市场的判断。

就股票市场而言，2008年5月份之前，所有的经济数据都往下走，尤其是企业盈利相对较差，市场信心较弱。所以，股票市场出现了一轮非常凶猛的下跌。

但到了2009年一季度，同样由于大家对

经济预期发生了一个微妙的变化，也就是说，虽然经济数据可能不乐观，但大家预期未来会向好，所以这个预期会发生变化，导致股票市场出现回暖行情。

为什么说一季度股、债行情处于焦灼、反复、不确定的状况呢？对股票市场而言，主要还是因为大家对未来经济走势更多是乐观的预期，所以，股票市场就表现为涨上去但信心不足，之后又掉下来。对债券市场而言，由于市场未来预期是向好的，尽管短期有所回调，但毕竟当下的基本面较平稳，因此，债券市场就表现为跌下去但又不甘心，之后又涨回来。

二季度随着宏观经济形势的逐渐明朗，股债反复、焦灼的不确定性也会走向明朗化，也就是说，随着宏观经济的明朗，股票市场走势偏好，债券市场走势偏弱的宏观环境会越来越显著。到了下半年，随着CPI由负转正，债券市场基本面也会发生重大变化，不光资金面发生重大变化，基本面也会发生重大变化，可能由通缩转为通胀，减息走向不减息甚至有可能走向加息的预期，这都会对债券市场造成进一步的负面影响。而对于股票市场来说，随着经济回暖，各种经济数据的好转，尤其是下半年，随着通货膨胀开始温和地回升，企业盈利也会向好，这时的股票市场宏观环境会越来越明朗，越来越乐观。· 本文由嘉实基金管理有限公司提供 MCB

新行情制造新期待

文_叶檀

“5·19”留给我们的记忆停留在网络股，而在十年后，更多人却将目光转移到新能源等具有潜质的股票上，就连巴菲特都强烈看好中国新能源企业比亚迪，面对十年后更加成熟的中国股市，机遇正摆在理性投资者眼前。

新能源与电子商务，代表着资源、物流、商业的未来，甚至金融都将因此而改变。与无聊的炒作相比，所有这些预示未来发展方向的东西，应该引起我们更大的关注，这些产业会改变世界，引领我们进入新一轮扎实的增长，而不是什么量化宽松的货币政策等。

比亚迪在资本市场获得了认可，巴菲特在2008年9月29日以每股8港元购入比亚迪2.25亿股，到2009年5月6日，股价上涨到29.4港元，巴菲特账面浮盈48.15亿港元。

比亚迪前途未卜，高科技企业有高风险，这是常识。但比亚迪是新能源中最有可能成功的企业。原因很简单：第一，这家企业不愿意出售自己的股权，珍视自己的公司。伯克希尔哈撒韦公司最初试图收购比亚迪25%的股份，但老总王传福不愿意卖出超过10%的股份，这与那些要引入海外战略投资

者的所谓蓝筹公司截然不同。第二，比亚迪成功地利用了中国质优而廉价的工程师，这是中国最大的优势。《财富》杂志报道称，比亚迪汽车有5000名汽车工程师和同等数量的电池工程师，全部工程师都通过了公司的培训项目（淘汰率40%），绝大多数人都生活在深圳总部的15栋有18层高的黄色公寓楼里，他们出类拔萃、工作刻苦，可以和任何人竞争。第三，比亚迪有独特的生产模式。他们把每一项工作分解成基本的任务单元，并实施严格的检验流程。根据哈佛商学院对比亚迪的个案研究，到2002年，在全部三个充电电池技术领域——锂离子电池、镍镉和镍氢电池，比亚迪已成为中国最大、全球前四大制造商之一。第四，比亚迪把所有的成本压到最低。王传福让比亚迪自己制造汽车的几乎全部配件，车体、引擎、空调、灯具、安全带、安全气囊以及电子配件。这是中国积数十年之功建立的完整的廉价生产链条，现在也有了用武之地。

比亚迪在电动汽车领域的成本控制、技术创新等方面远远跑在世界同行之前。如果投资银行和资本市场把眼光对准这样的公司，中国终能出现如美国可口可乐、微软那

样的大蓝筹公司。

在寒冬中不惜降低盈利逆势扩张的阿里巴巴，同样是一家具有蓝筹潜力的公司。2008年11月份，阿里巴巴把针对国际市场的客户所收取的业务会费下调了40%，计划2009年推进一项3000万美元的营销计划，将员工总数增加25%，他们决定在冬天以最低的成本，获得经济复苏后最大的收获。并且，作为阿里巴巴的旗下子公司，支付宝规模日益扩大，2009年支付宝交易额有望达到2000亿元。阿里巴巴的信用数据库也已是一笔巨大的财富，可以解决中小企业信用等级的评级问题。

从这些公司身上，我们很高兴地看到，资本市场紧缩期的好公司高估值规律起到了作用，他们获得资金进行扩张，投资者对他们也充满信心。中国企业、商业模式的巨大变革正在酝酿之中，这也取决于政府是否有信任民营企业的勇气，建立与这一模式匹配的机制。

如果说比亚迪能研究出新能源，是功德无量的事，那么另一桩功德是，这样的企业告诉我们，蓝筹股究竟需要怎样的质地，应该在创业板上市的又是怎样的公司。MCE