



解禁新规对市场的影响

利好刺激反应平淡

# “看不懂”背后的四大假设

□本报记者 王磊

《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》几乎被所有市场观点解读为利好,最起码能够刺激产生一轮反弹行情,沪综指也是高开210.48点做出回应。但随后的走势令众多投资者高呼“看不懂”,沪综指和深成指都在盘中再创下跌以来新低—3073.56点和10957.20点,最终沪综指微涨了0.72%,收在3116.98点,深成指下跌了1.75%,收在11094.33点,两市日K线都收出了实体巨大的放量阴线。

尽管很多投资者都对昨日的走势“看不懂”,但市场大幅震荡说明,多空双方存在激烈的分歧。

假设一:经济减速重于“大小非”

正方:中期看淡的理由还是通胀的双高格局、经济可能面临的减速,昨天的市场表现说明“大小非”不是导致市场下跌的主要原因。如果经济硬着陆,企业盈利就会下来,再加上控制信贷,资本市场也没有钱,估值和盈利一起下滑,跌的位置就不好判断了,而执行的下一步目标是要把货币供应量M2调整下来控制通胀,也就是说流动性会更加紧张。

反方:《意见》直指导致市场下跌的主要症结,即大小非减持导致的供求失衡,所以《意见》的出台应该会引发阶段性反弹,不能因为市场没有涨就盲目地将导致下跌的主要原因转移。经济的因素肯定是一步一步体现,下跌到3000点不能说没有体现出对经济减速的预期,也不能现在把2009年经济不好的预期都体现了,更何况09年经济怎么样还真不好说,更不应该出现把未来2、3年还未知的因



昨日大盘高开低走,显示市场信心尚有待恢复。

新华社图片

素完全体现的现象。

假设二:资金“认错”导致抛售

正方:既然经济减速导致的业绩下滑已经难以避免,那么对于前期错误判断的“认错”方式最直接有效的就是抛售。原先看好的股票因为长期预期的改变,导致其估值目前看还是处于相对高估的状态,那么不论市场已经跌了多少点,现在抛售仍是可行的。

反方:整体市场的估值水平在

3000点位置还认为过高是不合理的,根据Wind资讯,依据最新年报统计出的全部A股(剔除亏损股)市盈率为26.66倍,那么动态市盈率应该更低,而沪深300、上证50的市盈率会在什么水平自然很清楚。相比外围市场,恐怕这一水平难言严重高估,昨日港股再度上涨,相信AH溢价进一步合理,即使存在高估的个股,但不应该成为3000点继续集体抛售所有股票的理由。

假设三:继续下跌然后反转

正方:参考台湾1979年的经验,目前市场走势有两种可能:一是在当前这个位置出现反弹,反弹高度也就是10%—20%,构筑箱体并有可能再创新低;二是继续下跌至少跌去60%—70%,即2500点左右,随后会有V型反弹,反弹目标应该能回到4000点。另外深成指自96年1月924点起步,上涨到97年5月的6103点,随后回调到99

## 缓解集中解禁冲击

□本报记者 李若馨

伴随着全流通时代的到来,A股市场也愈发地被笼罩在“大小非解禁套现”的巨大压力之下。

上周日,证监会终于对这巨大的不可控力量进行了规范。诸如“一个月内大小非预计出售超过1%的限售股须上大宗交易系统”、“年报、半年报公告前30日内不得转让解除限售存量股份”等共8项意见。意见究竟会在哪些方面真正约束有意套现的大小非们呢?

大宗交易系统能否分散抛压

解禁新规第三条规定:持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数1%的,应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份。分析人士认为,此举为大小非解禁设立了一个缓冲区域,可降低短期集中解禁带来的冲击。

在今年发布减持公告的138家企业中,仅有38家在减持公告公布一周内股价上扬,而减持公告发布一周内下跌的股票占到总数的72.46%。其中闽福发A(000547)的跌幅最深,该公司发布减持公告一周内,二级市场股价缩水25.75%,可见股东实施减持对二级市场股价的冲击。

然而,证监会的一纸意见就可以将这样的冲击完全化解么?

国金证券分析认为,按照意见的要求,对于二级市场而言,非流通股股东的限售解禁股可以在二级市场直接流通的每月只有不超过总股本的1%。再加上年报、中报所在月不能进行减持。这将直接减少每月实际可流通的解禁股数量。

而中投证券策略研究员曹雪锋则认为,虽然大小非减持超过1%的限售股必须通过大宗交易系统,但受让方的二度减持动作却并没有受到进一步的约束,解禁股曲线上市途径仍然是开放的。另外,解禁股在大宗交易系统上的成交价,一旦与A股市场存在价差,套现压力则将不会被缓解,对于市场来说抛压依然存在。

年报期禁减持体现信披制度完善

虽然意见第5条“上市公司的控股股东在该公司的年报、半年报公告

## 内外合力有望筑起坚实“防空带”

□本报记者 贺辉红

A股市场去年十月走入下行通道,至上周末,调整幅度接近50%。周末证监会发布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》,吹响了多头反攻的号角。与此同时,外围股市上周大幅反弹,全球主要股市周一继续收红。分析人士认为,内外环境转暖,A股初现反弹曙光,3000点将筑起坚实的“防空工事”。

管理层稳定市场情绪

中金公司认为,虽然这并不能改变上市公司的价值和市场的估值体系,但它能够避免因大小非解禁给二级市场股价造成的直接冲击,给“大小非解禁”间接造成一定的交易障碍,可以在一定程度上起到延缓大小非解禁的作用。更为重要的是,指导意见充分体现出监管层对于股票市场的呵护态度,这种态度对于稳定当前中小投资者极度悲观的市场情绪无疑会起到积极的作用。

招商证券认为,该政策将缓解由大小非减持导致市场价格形成扭曲的问题,虽然日益加大的通胀压力使中长期的经济调整仍存在较大的不

确定性,大宗交易也无法从根本上解决大小非解禁压力,但A股市场接近50%的调整基本上消化了估值压力,在外围股市企稳和政策利好的支持下,终于出现反弹曙光。

国海证券的首席策略分析师钟精腾也表示,由于管理层发出明确的救市信号,前期的“情绪化”杀跌应会有所缓解,但市场信心还需要时间恢复。

内生价值正在显现

在最近一段时间,外围股市表现出色,但A股仍持续走出一段下坡路。而上市公司业绩和GDP增长数据,似乎并不能成为市场大幅杀跌的理由。市场上的确出现了一些“非理性”行为。事实上,经过持续大跌,内生价值正在显现,估值风险逐步降低。

来自机构的统计数据显示,从静态市盈率来看,截至上周末收盘,上证指数市盈率为24.5倍,已回到2006年下半年的水平,相比标普500指数仅高出12%,比印度孟买指数高出7%。根据市场当前的盈利预测,沪深300指数08年的市盈率水平只有18倍,即使考虑到2008年的盈利整体可能还有15%左右的下调空间,2008年市盈率也只有约20倍,跟美国标普500指数的市盈

## 散户:割肉?抄底?

□本报记者 王婷 谢闻麒

张阿姨有点后悔,她出货的动作还是慢了些。A股指数从3300点以上,下跌到最低点3073.56点,不过用了不到半天的时间。张阿姨果断地在3200多点的腰部抛出了她的股票——创业环保,通过割肉,结束了她的套牢。然而,似乎更多的人还徘徊在3000点这个关口,或等待一次彻底的抄底机会,或迎接指数和股价再次下跌的洗礼。

尽管证监会出台了“关于规范大小非减持”的消息,但这样的“利好”刺激未能持续很久。4月21日的北京宣武门民族证券营业部,几乎没有人来新开户,没有人询问股票交易信息;不再有菜市场般的热闹,来来往往的人少了,座位空落落的,甚至开盘后,仍有许多人在专心打扑克,讨论打牌技巧的声音盖过了边上讨论股票的声音。

年5月的2521点,起步点位与最高点与沪综指的998点和6124点相仿,或许调整目标也相仿。

反方:沪综指目前已经腰斩,这即使从历史和外围市场情况看都是极其罕见的,在一个经济发展速度依旧保持相对于其他经济体要高不少的市

场,这种下跌幅度所反映的负面预期应该不少了,更何况因为整体环境的不同,外围市场和历史走势的表现并不具备完全参考甚至复制的基础。

假设四:目前不存在结构性机会

正方:从最近一年来看,市场的暴涨暴跌,也就是几乎所有股票整体性的暴涨暴跌,反映的是中国股市的系统性风险占据决定地位,上涨的时候所有股票都大涨,下跌的时候所有的股票都大跌。虽然在阶段时间有结构性机会,但在目前市场人气继续匮乏,尤其是面对利好依旧无法形成升势的情况下,所谓的结构性机会极难把握。

反方:由于股票质地是不同的,业绩增长也是不同的,即使对中国经济增长整体没有信心,在自下而上的角度,所有上市公司也不应该全部“一棒子打死”。昨日盘面体现出了前期强势股下跌和部分筑底股抗跌的特征,这不能排除资金换仓的可能。对于结构性机会不应僵化理解,只要股票达到了其估值区域的下限就会有结构性机会,不论它身处什么行业或者板块,也就是俗称的“跌出来的机会”。

上述假设并不能完全概括近期市场,但体现了观点碰撞比较激烈的区域。由于目前资金情绪很不稳定,投资者应该从“看不懂”的市场中找到自己“看得懂”的因素,这样做出的投资决策才更有把握,不论是抛售还是建仓。

率水平基本相当。从这个角度来看,A股市场的估值风险已大大降低。

此外,A-H股价差已缩小至40%左右水平,低于过去4年来的平均水平;部分公司08年的估值水平甚至已出现倒挂,比如中国中铁和中国人寿,A股的估值比H股分别低4%和2%左右。一旦海外市场企稳,那些A-H股估值差异低的公司,包括中国中铁、中国人寿、交通银行、中国平安、鞍钢股份等很有可能会受到市场的追捧。

外围短线企稳成契机

上周,海外市场普遍反弹,美国股市更是创下近三个月新高。分析认为,成熟市场延续强势,主要是受到美国市场相关公司如英特尔、摩根大通银行、富国银行、卡特彼勒、谷歌盈利好于预期的影响,投资者信心得到提振。

香港君益证券的策略分析师黄薰辉表示,美国经济虽然仍存在衰退风险,但过去五个月的股市大幅调整,已经对此做出了提前反应。目前,美国实施低利率政策,资金不会总在固定收益品种上谋求利益,因此股市流动性变得充沛起来。由此看来,美国股市最佳的时刻或已过去,股市的反应也越来越良性。

情势,散户还是表现出许多对后市的乐观。张大姐是这个营业部的老面孔,她给边上的散户不断打气,“没关系没关系,这还能跌到哪里去,没有空间了,政策也开始吹暖风,应该有反弹了,3000点可能就是底了吧……”

果不其然,下午1点40后,股指还是稳住了,开始缓慢回升。下午两点左右,指数在高开低走之后似乎出现了反弹,散户们的争论也激烈起来。

“快看万科A,跌了7%,又开始往上拉了”。一股民说。

“我不敢买,倒是我的国航涨回来了,我割了算了吧”。另一股民说。

“割什么,你建仓成本那么低,明天一旦有反弹你后悔死”,再一人说。正在看行情的李师傅则表示,他再也不敢去抄底了,之前已经抄过两次了,抄一次,套一次,再抄再套,“就这点钱了,多看少动吧”。

不少散户表示,希望政府能够拿出更多有效手段,比如降印花税等来稳定市场信心,“不然真要跑回2006年的2006点了”。

## 积弱心态一时难复苏

分析师建议:等待有利因素从量变到质变

□本报记者 朱茵

国泰君安资产管理部的一份研究报告显示,限售个股解禁后,大比例减持加剧了个股价格下跌,减持期间简单平均收益为-6.25%。虽然利好政策出台,但市场自身的趋势不可忽视,一段时间以来,解禁的影响究竟有多大?在利好政策指引下,未来的市场变化将是怎样的?

解禁压力和影响有多大

令市场恐慌的大非、小非解禁压力到底有多大?国泰君安资产管理总部总经理章颢对此进行了实证研究。实证分析模型及实证结果显示:当月限售解禁规模对市场下一月的收益率有显著影响,限售解禁规模增加100亿,市场预期下跌1%。当期解禁规模越大,投资者情绪越悲观,下一期市场下跌压力越大。

为研究限售解禁对具体个股的影响,国泰君安选取了2007年1月1日至2008年4月7日期间,包括2006年前股改限售股份上市以及2006年首发原股东限售上市这些限售股上市流通的个股样本,共获得1462个Wind资讯数据并构建组合。结论是:解禁规模大的组合在解禁前6天相对市场跌了2.5%,而解禁规模小的组合在解禁前6天则相对市场涨了1.5%,两者的收益差接近4%。显然,市场投资者对限售股解禁存在恐慌心理,在解禁之前就进行规避,从而造成抛售压力并导致股价下跌,解禁规模越大,股价下跌越厉害。

在市场下跌期间解禁限售股的减持行为市场的影响更值得关注。国泰君安将从2008年1月4日至2008年4月7日划为市场下跌时段,期间中信标普A股综合指数从3904.55点跌至2860.72点,跌26.73%。在市场下跌期间,共获得解禁限售股的样本共294家。分析得出:在市场下跌期间,投资者会提前抛售有限售解禁压力的个股从而造成个股价格下跌;而限售个股解禁后,较低的减持比率个股获得平均超额收益为3.36%,表明较低比率的减持行为将有利于恢复投资者信心,稳定个股价格。而高减持率则加剧了个股价格下跌,减持期间简单平均收益为-6.25%。

敬畏市场但不迷信市场

从昨日实际走势看,虽然利好出台,但市场信心仍然脆弱。

申万研究所认为,根据目前行情,管理层开始进行积极调控,政策稳定信号明显,但由于市场心态积弱已久,有效复苏需要一系列组合利好干预,因此在短线信心仍然脆弱的情况下,大盘仍将维持弱势运行,低位震荡。由于总体趋势没有改变,投资者仍需谨慎应对。从目前看,由于周一股指高开低走,当天就将反弹成果消耗殆尽,使多头信心再受冲击,短线看,大盘仍是低位震荡,弱势运行,由于有政策护盘信号,未来下跌不会很快很强,但震荡盘跌、弱势探底的可能性还是完全存在的,所以投资者还需谨慎应对。

光大证券策略分析师黄学军认为,积极的政策信号有利于避免市场过度恐慌。这是证监会首次针对大小非对于市场的冲击出台明确的意见,对于缓解市场的过度恐慌,增强投资者信心有积极意义,至少在短期内投资成利好。但实际的担忧还有:(1)政策的出台导致大小非股东对于进一步限制的从紧预期,可能导致大小非进一步抛售。(2)每月抛售小于1%的解禁比例,仍对市场构成压力。限制的实际效果是否抑制大小非抛售的作用有待检验,因为在二级市场上每月抛售小于1%的解禁比例,对市场的心理预期影响仍较大。(3)上述交易适用新老划断前的大小非的限售股。而对于新上市和增发的股票,战略配售和增发的限售股份解禁的压力仍然存在。(4)控股股东利用信息优势套利,也一直是市场关注的焦点,但是这个仅仅限制于限售存量股份。

从长期来看,他建议投资者可关注股票市场供求关系的变化,宏观经济基本面对市场的影响以及企业业绩的变化等。因为最近的市场走弱不仅是大小非的因素,还有对于通胀预期高涨带来的进一步紧缩的担忧,以及外需放缓以及成本上升引起的企业业绩担忧等。

海通证券研究所认为,A股市场近阶段运行趋势之所以与全球股票市场形成了显著背离态势,在很大程度上可能归咎于投资者普遍极度低迷的情绪性因素。就后市A股运行趋势而言,尽管情绪性因素可能导致A股市场短期走势延续弱势格局,但A股市场运行趋势持续背离全球股票市场走势的可能性非常小,而我国宏观经济运行态势总体向好、近一个月A股市场新基金发行节奏为历史最快时期之一、各部委纷纷发表有关支持A股市场发展的积极言论、以及海外股票市场走势出现回暖迹象等多项综合有利因素,有望从量变到质变,促使A股市场投资者信心开始逐渐恢复,并由此推动A股市场走势逐渐回暖。