

# “固定收益”仍是资金中期首选

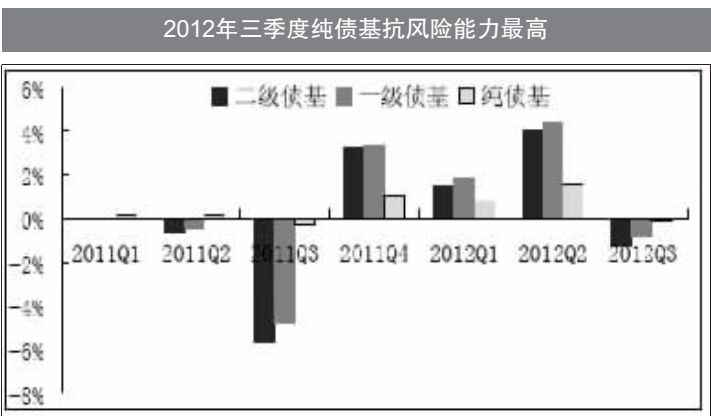
□东方证券 魏颖捷

虽然10月经济数据确认了经济环比改善的趋势，但随着政策红利边际效应的递减，A股再度回归寻底之路。不过，鉴于权重股基本兑现了悲观预期，预计指数下跌的空间并不大，即使2000点争夺后再次失守，也并不意味着下跌空间的打开。相反，小盘股、尤其是中小板和创业板中的高股价及高市盈率品种，风险仍未释放完毕，这种结构性风险仍需警惕。中期而言，在整体经济未实现实质性回升，且融资机制未出现大改革的背景下，固定收益类品种仍是资金的首选。

### 供给矛盾再度显现化

9、10月份，A股的抵抗式反弹主要得益于政策红利下的利空预期淡化，就好比打了一针止痛针，一旦药效过后，仍会隐隐作痛。从11月以来的消息面来看，存量利空又再度发酵。首当其冲的便属融资压力，市场高度关注近800余家排队发行的企业将如何处理。11月9日证监会召集10家券商近二十余名总裁级别的高管会议，最终传递出来的结论是合格的企业还是要发，关键是如何发。在市场人气疲弱的背景下，这被市场理解为IPO不会停。从数量上看，目前排队在

会审核的企业共有780余家，加上即将申报的、排队待发的企业达800余家，其中过会待发的企业超过40家，仅这40余家待核准企业的融资总额便近300亿元。沪指已经在2000点关口挣扎，而排队发行的企业却创历史新高。因而，当市场所寄望的叫停IPO无法兑现时，存量资金离场的情绪进一步加重。“福无双至、祸不单行”，在IPO暂停无望的背景下，上市公司再融资审核将于元旦下放至两大交易所。从存量再融资的需求来看，共计5200亿元，即使部分放行，以沪市单日不足400亿的量能而言，也无异于“罄井下石”。如果说A股10月短暂的企稳得益于IPO阶段性的暂缓，那么随着融资预期的重新抬头，这种企稳的动力将继续消失。无独有偶，10月限售股减持3.20亿股，较9月的1.79亿股上升了78.60%，创出年内次高水平。而11月限售股减持压力更甚：11月限售解禁市值约为1912亿元，较10月份上升81.94%。分板块来看，主板解禁883亿元，中小板解禁1007亿元，创业板解禁22亿元。按照目前中小板和创业板的业绩来看，产业资本仍有减持动力，这在无形中又形成了潜在抛压。在存量和增量两大融资利空的压制下，市场走弱并不意外，除非融资和投资回报的内在机制彻底理顺，



数据来源:Wind资讯

否则资金多少会有所忌惮。

### 固定受益类品种成为资金首选

许多投资者将A股弱势归因于增量资金不足，然而最核心的矛盾是增量资金在现有环境下很难增加对股市的风险偏好。虽然近期RQFII和QFII额度大幅提升，但在整体经济未现实质性回升和融资机制未出现大改革的背景下，固定收益类品种仍是资金的首选。如果仅从市值/GDP的角度而言，目前比值仅为0.4左右，相比2007年，甚至海外市场，都明显偏低。而M2总量也接近94万亿，相比之下A股的总市值并不算特别大。因而，增量资金始终未进场，更多反映的是资金偏

好的转变。以债券基金为例，今年以来新发债券基金规模占比超过6成，首募规模达到了2479.41亿元，体现出超强的“吸金”能力。以债基首募总额最高的2008年为例，当时债基首募总规模也仅略微超过1000亿元，而债基发行数量最多的2011年也仅为40只。在A股持续低迷的情况下，5年内资金对债券基金的偏好上涨了150%。

与此对应的是债市的容量，9月底债券存量已经达到25.2万亿，而A股总市值为21.3万亿，债券市场规模已经超越了股票市场。如此一来，债券市场无形中对于A股的挤出效应也正在经历量变到质变的过程。

### 利好因素尚未从量变到质变

当前一系列经济数据显示经济环比最坏的时候已经过去，10月经济数据全面确认经济环比改善的判断。投资向上、消费向上、进出口向上、工业向上，CPI下行——所有的信号都指向正面。以钢铁为例，当前中国钢铁行业总体持续亏损，但企业高库存情况得到缓解。再以小企业为例，三季度深圳中小企业经济运行情况从企稳回升向筑底回升转变，中小企业销售、开工、进出口等运营情况继续回升。但上述信号中没有一个大幅度超越市场预期，以至于市场对此再次抱以漠然。

从短期趋势上看，市场成交量连续创出近3个月的新低，小盘股受压的格局难现趋势性改变。但以目前的量能水平来看，指数进一步杀跌、甚至是连续杀跌的概率很小，若真出现，则是投机型参与确定型题材的机会，投资者不妨从两个维度进行关注。一是业绩烂到极致的“转机股”，即基本面最悲观预期在股价中已得到兑现，短期还出现了一定的好转迹象，主要有铁路投资主题、地产、银行等。二是新的事件驱动，如节能环保等。对冲方面，美元指数进入中期强势格局，将对相关的上游资源以及资源股构成利空冲击，投资者可适当关注融券做空的机会。

### ■博客论道

奋斗：

## 市场重心下移 难越五日均线

昨日大盘再次创出阶段新低，空方力量远大于多方，市场弱势特征显著。从均线系统看，5日均线保持快速下行的态势，短线的抵抗性反抽难以突破该阻力，且反抽未必会形成阳线，很多时候的反抽都只在盘中完成，因而这种态势即便做超级短线也很难赚钱。10日和20日均线开始出现明显的加速下行态势，阶段性的空头乌云已经完全笼罩在市场上

空。30日均线也开始掉头向下，向好的均线提示全部消失，虽然60日均线还未明显下行，但随着时间的推移也会趋势性向下。总体上看，大盘还有惯性下探的可能，但由于目前指数远离了10日均线，故反抽随时会出现，但幅度不会太大。本周市场周线收阴基本成定局，但下周会出现日线级别的反弹，或有突破5日均线的可能。

林之鹤：

## 三重底的概率依然较大

受外盘影响，市场弱势继续，两市昨日早盘再现探底走势，市场成交量依旧低迷，盘面上热点稀少。从板块上看，保险、林业、环保工程板块翻红，稀土，锂电，电力设备以及通信等板块跌幅居前。隔夜外盘的下跌，使得两市一开盘就尽失前日成果，股指未能延续反弹，盘中股指曾组织前日收盘价，但地量的成交令大盘无奈冲高回落，股指尝试再度反弹，但力度和成交量都次于上午，尾盘市场失去耐心选择跳水

走势。从技术上看，2050点宣告失守，市场焦点开始集中到2000点整数关口，这个位置仍然有形成三重底的可能，技术面若股指跌穿2000点整数关口，则日线、周线都会产生背离。基本上经济回升没有改变，只是目前大盘受制于技术面的压制回落，临近2000点区域将会产生技术性的较强支撑，可左侧吸纳，阻力位为2050点，支撑位为2010点。短线关注焦点则在于外围市场波动以及权重股能否企稳。

金凤翔：

## 警惕大盘上演“挖坑”行情

周四尾盘急速跳水，首先是“财政悬崖”阴云压城，不但导致美国股市持续低迷，也令美国商界忧心忡忡，全球股市首次拖累，亚太地区股市全部下跌，A股也只能无奈跟跌；本周公开市场再现净回笼，为连续第二周净回笼。在这种低迷的市场行情下，央行资金的净回笼无异于雪上加霜。

随着尾盘跳水的出现，指数有跌破头肩底左肩低点的迹象，短期来看，头肩底也许会宣布跌

破，但是只要不破2030点，头肩底仍然有机会实现。目前市场估值已经达到历史最低水平，且宏观政策见底的趋势渐明，短期内即使下跌，下跌空间已极为有限。因此，这是最差的时代，同时也是最好的时代，这预示着后面将有更大的机会和更大的涨幅等着我们，关键是我们用什么样的眼光和心情来看待它。2030点短期已经形成重要的生命线，我们不知道它会不会被击破，但是我们知道下跌将孕育新的机会。

占豪收评：

## 弱势市场背景下的应对之策

笔者曾分析过，如果阶段性反弹格局仍未确立，则反弹多半就不复存在了。从大势上讲，指数重新跌至2000点附近，说明市场底还需重新酝酿，而在这一酝酿过程中，大盘多半还是要创新低，同时还可能维持一个较长时间的调整，也就是说，大家期望的牛市还只在憧憬中，反弹尚需一定时间酝酿。

技术面上，5日线继续下压，包括10、20、30及60日线都聚集在2080点至2090点附近，股指连续三个交易日都收在这三根均线下方，恐怕上述均线很快将开始向下发散，那么基本上11月份就要围绕在2000点附近寻求支

撑震荡运行了，也就是说11月可能又是一个小线体，市场持续弱势且纠结。

板块方面，金融股逼近了前期低点，地产股在硬挺，资源股则不断创新低，这三大板块如果地产股继续补跌，则大盘指数很快就会再创新低。而三大板块没有起色，则其它板块也就很难奢谈有中长期行情，短期热点非常散乱，局部强势或难持续。这就是当前市场的特点，在这种市场状态下，投资者唯一要做好的就是谨慎稳健，等待大盘态势进一步明朗。（陆泓 整理）

更多精彩内容请访问中证博客 http://blog.cs.com.cn

□香港智信社

尽管美联储最新的货币政策会议纪要显示在扭转操作结束之后，明年有望扩大量化宽松的规模，但由于投资者预期两党就财政悬崖问题的谈判有再度陷入僵局的可能，以及欧盟与IMF在援助希腊问题上的分歧激化，隔夜欧美股市再遭重挫。内地A股周四延续疲态，对于未来政策预期的不明朗给市场带来压力，沪指或再度考验2000点大关。在内外联袂受挫的背景下，港股并未表现出前期的“独立”行情，恒指再度下行，并考验21000点整数关。

恒生指数周四收报21108.93

点，下跌333.06点，跌幅达1.55%；大市交投小幅放大，共成交529亿港元。由于H股市场再度跑输内地A股，恒生AH股溢价指数小幅回升0.74%，报100.11点。

昨日盘面的做空动能主要来源于三个方面：首先，前期强势股腾讯控股由于三季报业绩低于预期，遭受资金集中抛售，股价重挫近7%，位居恒指成分股跌幅榜首。然而，对于该股后期走向，各大行普遍给予了较为积极的看法。高盛发表报告称，腾讯第三季度盈利按季增加3.8%差于该行预期，下调其2012/2013年度每股盈利预测5%-8%，但仍看好其电子商贸、广告及微信的前景，提升2014/2015

年度每股盈利预测2%-10%，并把目标价由270港元上调至280港元。

其次，银行类H股的抛压仍在延续，恒生H股金融业指数跌幅达到2.26%，其中，建行、交行、中行均下跌2%以上。除了前期获利资金套现离场因素之外，对于中资银行不良贷款状况的担忧以及部分大行对银行H股的减持行为也打压了市场人气。

最后，能源、原材料等强周期类股份也出现集体下挫的格局，从恒生综合行业指数涨跌幅情况看，最近一周以来该类个股处于领跌地位，全球避险情绪的升温以及对主要经济体经济复苏前景的担忧令投资者回避周期类个股。从近期港股大市的走向来

看，前一阶段所呈现出的“无视”美股及A股表现而“独立”向上的走势已经不复存在，其根源在于来自热钱的支撑弱化，美元兑港币汇率近日已脱离7.75的强方兑换保证水平。回顾三次QE带来的热钱涌港及港元触及7.75的经验，仅仅是2009年第一轮QE推出之后，热钱出现长时间驻留香港市场的状况，其主要原因在于内地宽松的经济政策以及在经济基本面上体现出下相对优势，然而，时过境迁，当前的状况已与2009年显著不同。

展望港股后市，恒指经过此轮下挫，此前的强势形态已经出现转变，目前点位仅仅高于年线1000点，逐渐逼近我们前期提到的年线

上方800点的魔咒区域。预计后市仍将受到来自于内地与欧美市场的双重压力：内地方面，人民币近期的持续升值更多地体现出内外货币政策宽松程度上的显著差异，资金处于套息需求流入人民币资产，但升值难免给出口乃至中国经济的复苏带来负面影响，A股市场或难有正面反应；而考虑到当前AH股比价已处于较低水平，若A股再度破位下挫，或将引发H股市场更大规模的抛压。欧美方面，无论是美国两党就财政悬崖问题的谈判还是“驾马车”关于对希腊的援助问题均出现了明显分歧，预计短期内欧美市场的风险因素仍难明朗化，避险或再度成为市场的主旋律。

平安证券：

### 底部区域的消磨

当前经济已逼近潜在增长率区间，但从经济底到市场底仍需经历预期的缓慢修复过程，考虑到去产能和季节性因素的干扰，我们维持“年底有风险，一季度见拐点”的判断，推荐投资品领域市政水利、商品房供给、军工投资相关的稳增长和促转型主题，以及消费品领域食品饮料、医药等估值切换品种，并关注农业相关板块的主题性机会。

潜来看，基建投资仍然是政府所有稳增长手段中见效最快的领域，今年我们已经陆续看到基建相关的投资同比增速出现持续改善。而9月份多地铁路项目集中复工更是导致市场对经济见底企稳预期的重燃，预期未来稳增长的主要发力方向仍在这里。

我国政府仍有充裕的空间来实现稳增长，做还是不做的关键在于经济是否存在明显的下行压力，尤其是来自就业压力和银行资产质量的反馈。当前经济环境与2009年前已不可同日而语，稳增长也绝对不会全面放松，因此对于市场影响也只是反弹，而不是启动一轮趋势性行情。相应的，操作角度也应该尽量避免提前预设政策方向的风险，同时在布局上也不宜过度重仓相关板块，尤其是短期稳增长对于资本品的需求拉动可能会比较有限。整体来看，基建投资仍然是政府所有稳增长手段中见效最快的领域，今年我们已经陆续看到基建相关的投资同比增速出现持续改善。而9月份多地铁路项目集中复工更是导致市场对经济见底企稳预期的重燃，预期未来稳增长的主要发力方向仍在这里。

压物价。如果7%-7.5%构成当前中国经济的潜在增长率区间，那么可以推断的是：第一，短期经济应已见底，经历三季度企业存货的加速出清后，去库存的冲击开始减弱，而通过合理政策刺激推动经济回升的空间也已打开，今年以来“稳增长”和“防通胀”的两难命题开始缓解。第二，在经营性现金流改善而去产能压制投资意愿的情况下，国内企业可能正在重复去年开始美国企业的历程，微观企业经营的最坏阶段或已过去。

不过，从经济底到市场底，需要经历预期的修复过程，当前的预期修复还受到两个因素的干扰：一是经济企稳回升形态；二是经济季节性规律。本轮经济下行夹杂了周期和结构因素，而经济增速探至潜在增长率之下只能代表周期性压力缓解，在传统制造业和金融业收入、利润和市值占比偏高约束下，结构性调整压

力依旧。传统行业的收缩及由此带来的坏账风险将压制企业盈利的改善，并放缓市场预期的修复，在中期去产能的背景下，市场修复更可能是一个缓慢的锅底形过程，很难再现一步到位的V型反弹。

兴业证券：

### 磨底进行时

当前行情继续在底部区域“磨”，毕竟年底往往是企业资金最紧张的时期，非金融上市公司处于历史高位的资产负债率，使得企业在盈利下滑阶段对资金的渴求依然强烈；此外，应收账款也面临一定的“对手方”违约风险。而投资者对此风险形成共识，于是场外资金的加仓意愿受到极大的压制。

不过，需要指出的是，尽管短期市场面临流动性及解禁的压力，但是不必太过悲观，应以积极的心态来看待股市的调整。（魏静 整理）

# 积极数据难阻新低之旅

□民族证券 徐一钉

近期，一系列经济数据表现积极。10月中国PMI数据为50.2%，创四个月新高，三个月来首次重回50%的荣枯线之上，明显好于历年同期环比的均值水平；10月CPI同比上涨1.7%，创出年内新低，这为政策调控提供了更多空间；10月PPI同比下降2.8%，15个月来首次回升，扭转了此前降幅连续扩大的局面，似乎预示着企业去库存接近尾声，补库存即将开始，企业投资和经营活动也开始活跃；10月份全社会用电量同比增长6.1%，结束了前两个月连续下跌的局面；房地产投资增速一年来也首次出现反弹。

本周初公布的10月人民币贷款增加5052亿元，同比少增816亿

元，一度令市场避险情绪有所升温。我们认为，货币信贷增速的回落主要受季节性因素的影响，当前央行货币政策维稳的态势以及经济逐渐企稳的态势，决定了今年底明年初流动性改善的局面不会发生明显变化。

我们认为，不必过于担忧10月贷款少增导致的货币增速放缓。其一，虽然央行有意识地控制了10月贷款，但实际上央行对于维持比较宽松的流动性环境仍较为支持。其二，目前美国、欧洲及日本等货币的宽松以及国内经济环境的改善都使得人民币资产更受青睐。近三个月，人民币兑美元累积升值2.56%，这无疑会促发年底更多企业结汇，从而有利于外汇占款的增加及国内货币条件的改善。其三，当前我国经济出现的

企稳，已令企业主动去库存的动力不足，企业正逐步开始改变过去过于保守的经营状态。

事实上，调查显示海外基金投资者对中国经济前景的乐观情绪大幅升温，投资趋势可能正在从债券大举转移到股票。51%的基金经理相信中国经济明年会走强，这是2009年7月以来的最高比例。10月份，这一比例仅为5%，11月对中国经济持乐观态度的基金经理比例大幅上升46个百分点，创2009年2月以来最高单月涨幅。此外，国务院批准增加2000亿元RQFII投资额度，此前的RQFII额度仅700亿元，本次扩大试点额度之后将达到2700亿元；外管局也新批27.5亿美元QFII额度，QFII和RQFII额度的大幅增加将会为A股市场引入更多的新增资金，也将一定程度上缓

解A股市场后续资金不足的现状。

然而，当前市场仍有一些因素令投资者担忧：其一，房地产市场调控政策仍未放松，地产表现低迷一定程度上拖累A股市场；其二，在国内外需放缓、订单减少之余，上市公司应收账款急速膨胀，66%的中国上市公司三季度应收账款占销售额的比例在增长，不少公司过去一年里应收账款平均增加60%；其三，IPO、再融资仍存在潜在压力；其四，社保连续5个月没有开户，而且保险资金开户势头放缓；其五，转融券业务仍存在推出的预期；其六，10月份A股新增股票账户数创五年来新低，短期内A股缺乏增量资金。

外围方面，美国大选结果并未改变美国经济前景，美国10月零售额环比下跌0.3%，出现三个月来的

首次环比下跌。近期美国财政悬崖问题一直困扰全球投资者，若该问题无法得到解决，美国经济明年或陷入衰退状态，企业利润将下降，并将冲击全球经济。而欧债危机仍未解除，日本经济出现陷入衰退的迹象，应该说目前海外经济前景不乐观，一方面影响中国出口，进而拖累中国的经济增长；另一方面也会引发全球股市、全球大宗商品市场的大幅震荡。近期美国大选结束后，美国及欧洲股市接连出现大幅下跌，很可能也预示着美国、欧洲股市将步入中期调整走势。而美国面临财政悬崖、欧洲经济又阴云密布，这对A股市场中长期仍会有很大拖累。在目前的市场背景下，投资者更多需要耐心等待；不过短期而言，沪指仍将考验2000点至2020点一线的支撑。