

# 准“1时代”背后的真相

上周沪综指累计下跌2.63%,2000点岌岌可危。在10月份经济数据验证我国宏观经济将企稳反弹的背景下,A股却跌跌不休,其背后的原因何在? 究竟近期拖累A股持续走弱的根本原因是什么?

## 潜在扩容压力致A股走势与经济背离

□长城证券 张勇

大盘上周破位下行,直接逼近2000点整数关口,若非股息红利差别化征收政策出台,上周五就会击穿2000点整数大关。9月份以来,股市在经济数据回暖等利好推动下,实现了阶段性维稳。然而经历了三次俯卧撑行情之后,这次可能再也撑不起来了,股指将会再下一个台阶,以释放众多利空因素的影响。

### 数据回暖难以提振A股

经济数据回暖,但是回升基础并不牢固,经济L型特征依然是主流认知。从9月份开始,系列经济数据均表明,中国经济出现了企稳特征。近期公布的数据如固定资产投资、规模以上工业增加值、发电量等数据也表明,四季度经济进一步好转趋势。财政收入数据也从另一个角度证明企业的盈利出现改善。一季度全国财政收入增长14.7%,二季度增长10%,三季度回落到增长8.1%,10月份增幅回升到13.7%。经济数据的好转并未同步带动

股指的企稳回升,经济L型运行依然是市场的主流认知。悲观的投资者依然认为数据的短期回稳并不意味着新一轮经济上升周期的开始,在欧债危机持续得不到有效解决、美国面临财政悬崖问题的背景下,明年中国经济运行趋势依然不容乐观。而根据我们对明年中国经济的判断,市场显然有些过度悲观了。中国经济虽然无法回到两位数以上高速增长时代,但是稳定在7-8%还是可以实现的。未来城镇化建设以及固定资产投资增速有望重新回到较高水平,中国经济依然值得期待。就短期而言,悲观预期依然占据主导力量,对股市造成较大的压力。

### 扩容预期施压A股

潜在扩容因素继续在年底发酵,成为指数或者个股下跌的直接原因。中国股市之所以走势特立独行,与制度设计的缺陷有着极大的关系。目前市场最为关注的依然是显性或隐性的扩容压力,限售股解禁、新股IPO堰塞湖、再融资成为压垮A股市场

的三座大山。加上未来新三板推出以及转融券试点传闻,可以说年底之前A股上空利空乌云密布,多头的信心被彻底摧毁。当然管理层也针对上述问题反复澄清,年底IPO并喷报道不实,证金公司宣布转融券试点尚无时间表等。不仅如此,上周五财政部网站公布了上市公司股息红利差别化个人所得税政策自明年1月1日起实施,政策调整旨在鼓励长期投资,抑制短期炒作,促进我国资本市场长期健康发展。从市场实际走势看,对上述表态都没有给予积极响应,反而继续不依不饶的下跌,大有不破2000点不回头的气势。笔者认为,中国股市面临的扩容压力是现实的,虽然指数下跌了很多,但是流通市值依然维持在16万亿就说明中国股市隐性扩容压力巨大,限售股解禁导致流通市值不断增加,即使新股发行这一显性融资放缓,但是隐性扩容依然压力巨大。

### 两思路妙解扩容压力

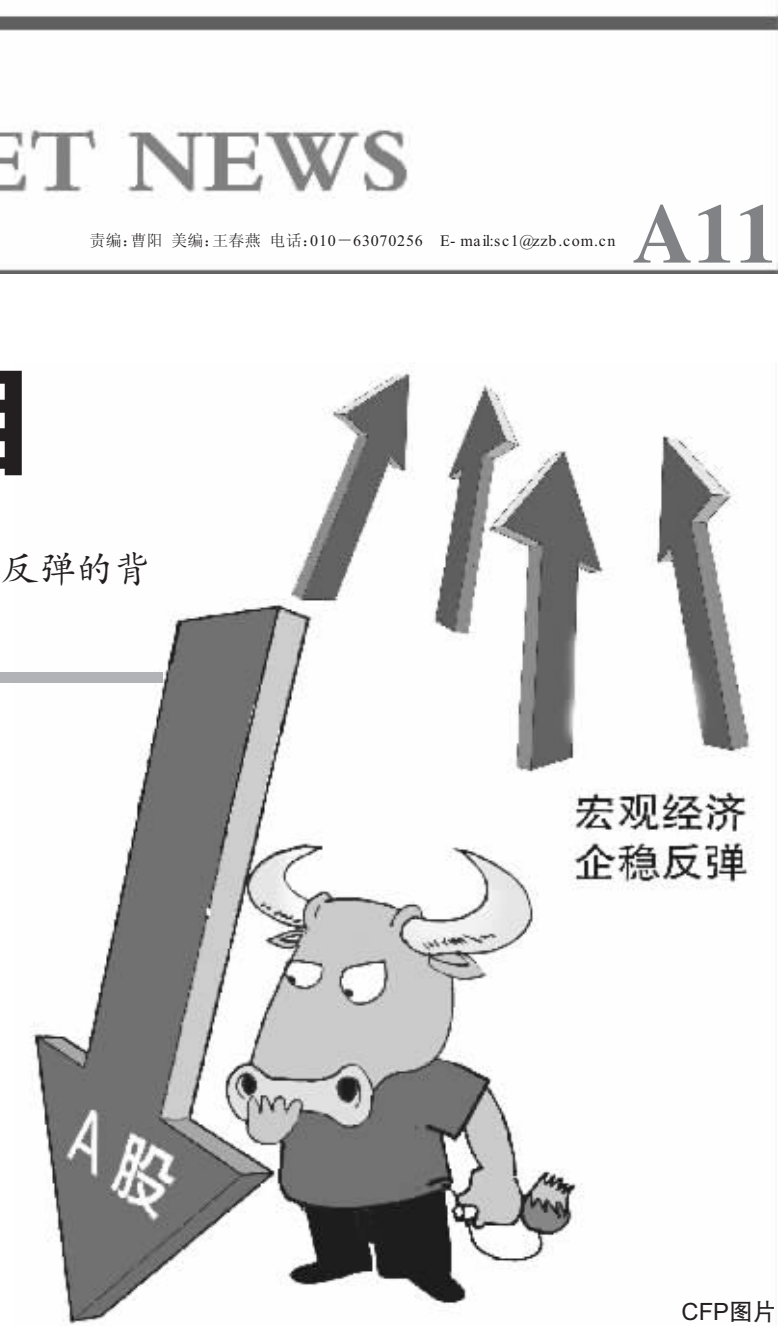
根据以上判断,中国股市

走势与经济基本面严重背离,不能简单地将股市下跌的责任推给经济不景气。解铃还须系铃人,中国股市由于制度设计的不合理必须依靠制度改革来改变。笔者有两点建议可以为解决新股扩容与限售股解禁问题提供一些思路。首先,新股可以先上市、后融资,中国的多层次资本市场已经建成,可以让这800家公司先在新三板或者OTC市场上市,运行三年后如果业绩稳定仍符合上市标准,可以在沪深交易所挂牌上市融资。该做法一方面可以化解800家新股上市问题,也可以延长上市公司业绩考察期,防止新股业绩变脸发生的概率。其次,关于限售股解禁压力,可以尝试以优先股方式解决。上市公司大股东或者实际控制人既然是以长期持股为目的,不妨将所持股份转换为优先股,以企业经营为主要目的,可以通过分红获取收益。如果想转换成普通股,可以进行公告,在股东大会通过后实施转换。如此做法可以让大多数控股股东尤其是国有企

业控股股东的名义解禁压力大为减小,为二级市场减负。笔者认为,股市如果想要根本改变弱市特征,必须解决新股发行、限售股解禁问题,我们期待上述问题的有效解决。

展望股市年底走势,在中长期经济形势依然不明朗,年底资金回笼压力等多重因素影响下,股市依然表现疲弱,本次如果击穿2000点也很难产生像样反弹,2100-2150点一带密集成交区将成为股市反弹的强阻力区域。因此,上证综指很有可能进一步下探1800点才有喘息的机会。

在操作策略上,“捂紧钱袋子、现金为王”依然是首选。临近年底,不仅大盘蓝筹股重心不断下移,而且基金抱团取暖重仓股如医药、白酒等也出现分化瓦解趋势,在如此弱市的环境中找到避风港并不容易。既然如此,投资者不妨提前放假,等待更加明朗的投资机会。眼下较为火爆的“美丽中国”概念,投资者可以少量参与,仍以节能环保、抗旱绿化为主,注意控制追高风险。



CFP图片

## 市场走势尚未充分反应悲观预期

□东兴证券 孙征

上周市场出现破位下行走势,深成指、中小板指数、创业板指数纷纷跌破9月下旬的低点,深成指和中小板指数更是跌破年初低点,创出3年以来的新低。沪指综指在周五下午一度跌至2001点,距离年内低点仅有2点,不过尾盘在财政部发布股息红利税差别化征收的利好消息的影响下小幅回升,最终成为沪深主要指数中唯一没有破位的品种。

### 股息红利税差别化征收影响有限

有关网站在上周五下午股市收盘前发布有关红利税的消息,并成为指数站稳2000点的主要因素,可以看到管理层稳定市场的意愿仍然较强。差别红利税的主要内容是把原来对个人投资者按照个人所得税折半征收的红利税(10%),在2013年后改为按照持股年限一年以上5%、一月到一年10%、一月以内20%的方式进行征收,试图通过这种方式引导个人投资者长期持股,减少短线投机炒作。这一政策对于市场究竟能有多大实质性影响众说纷纭。

笔者统计了2011年底以前上市的所有上市公司共2317家,其中有分红记录的公司共1569家,上市公司分红比例为67.7%,这一数据也算是这几年来较高的数据。1569家公司在2011年分红总计4689亿元,占当年总利润的24.6%,A股上市公司把净利润的近1/4拿出来分红,虽然分红率仍低于发达国家的50%左右,但已经是证监会多年来鼓励上市公司现金分红的重大成果。但这些分红总额针对的是包括大小非、机构投资者以及个人投资者在内的全部投资者,而机构投资者税收政策并不发生改变,因此只有占总市值比例并不高的个人投资者会受到影响,那么这些影响到底会有多大呢?

中国股市的总市值已经达到21.3万亿,流通市值也达到16.5万亿(交易所数据),但实际上流通市值中有大部分属于已流通的小非和其他机构投资者,属于个人投资者的只占少数。如果按照个人投资者持股占总市值的30%来计算的话(这个数据应该是偏高的),那么差别分红政策影响的实质分红总量只有1400亿元左右。按现行税率这些分红征收的个人所得税约为140亿元,如果投资者均是一年持股以上的投资者的话,可以节约70亿元左右,如果投资者均持股一个月内的话,则多征收140亿元,而这些资金占目前流通市值仅有千分之一。

而且由于A股目前分红/市值比率仅有不到2%,如果扣除分红额前十的大企业以后,其余公司分红/市值比率更是仅有1.3%,绝大多数公司的红利收益率远低于一年期定期存款利率,更远远低于股市的年均波动率。因此投资者很难树立依靠分红获取长期收益的理念,只能以博取资本利得为主,这就令政策的原本意图很难获得一般投资者的共鸣,所以政策所能产生的实际效果有限。甚至在目前投资者倾向于短期投机的行为基

础上还可能产生一些负面效果,例如投资者为避免因短期持股在分红时可能被征收高额红利税,因而选择在上市公司分红前抛售股票,因而导致分红高的好公司反而出现股价异常下跌的走势。

可见,虽然管理层出台股息红利税差别化征收政策意在稳定市场,并期望推动投资者树立长期投资、价值投资的理念,但是此政策能够产生的实质性效果可能较为有限。而上周五尾盘,市场对此反应并不热烈,预计在周末消息经过深入分析和发酵后,对于市场的影响力将趋近于无。

### 2000点难成底部

目前影响市场的主要因素仍然偏空,年底前最后两个月市场的走势很可能会与2011年的表现相似。在全年走势类似的节奏下,今年四季度初期同样也经过短暂阶段性的反弹,年底面临股票市场供应增加和大小非解禁的压力,而且资金紧张度或许与去年相差无几,上市公司盈利预测将逐渐下调,加之海外市场的风险在经历连续上涨之后已开始逐渐加大,诸多负面因素出现的可能性远大于支持股市的正面因素,所以年底前指数仍面临较大下跌压力。

近期市场中也有这样一种观点,认为市场的低估值已经反映了负面因素以及投资者的悲观预期,而且在主流券商普遍的悲观预期之下,市场反而有可能在2000点附近形成底部。但笔者以为不能单纯以反向策略来看待市场中的一致观点,而是需要分析观点背后的逻辑有没有在市场走势得到充分反应,如果市场的走势并没有充分反应悲观预期的话,那么市场并不会迅速形成底部。

笔者认为,一方面目前的低估值主要是由于银行股估值偏低造成的,扣除银行股以外市场的估值水平并不算低,而且中小板、创业板的市盈率水平仍然远高于沪深300等大盘股指数;另一方面市场在四季度初刚刚经历过一波反弹,而且机构投资者对于中小盘股票2012年业绩增速预期仍然偏高,并未充分反应三季报中小盘股的低迷表现以及四季度业绩可能依旧不佳的现实,因此市场走势可能尚未充分反应悲观预期。要知道,熊市的终结往往发生在市场对悲观预期反应过度之后,当前股市连悲观预期都未充分反应,何谈反应过度,所以不应以反向策略来推断目前市场接近底部。

因此笔者认为,上周五沪指虽然在财政部临时出台政策对投资者情绪的刺激下勉力守住2000点,但这并不意味着市场能够在这一位置形成底部,市场也没有充分反应负面因素和悲观预期,本周指数仍有较大几率震荡下行并创出新低,下跌趋势远未结束。预计中小盘股票走势可能远弱于沪综指和深成指表现,建议投资者继续注意市场面临的下行风险,并重点规避中小板和创业板品种。

## 资金面困境抑制做多动能

□东吴证券宏观策略组

上周沪深两市双双走弱,沪指上周五再度逼近2000点整数关口。从全周走势来看,两市大盘基本呈现单边下行态势。从资金流向来看,虽然上周全周成交额较前一周萎缩超过18%,但是全周资金净流出接近160亿元,为前一周51.1亿元净流出资金的3.1倍,成交量的萎缩与资金净流出的加速显示目前投资者离场心态比较明显。从板块表现来看,通信、食品饮料、国防军工板块跌幅较大,其中食品饮料板块已经连续两周跌幅超过4.5%。整体来看,市场在跌破2050点后空方明显占据主动,而资金面的困境成为了影响市场运行的最主要负面因素,我们认为除非出现明显的放量反弹,市场仍有往下寻求支撑的需求。

首先,从经济基本面来看,经济增长企稳信号进一步确认,但是复苏动力仍较弱。10月数据好于预期,工业生产在中游行业的带动下量价齐升,需求端“三

驾马车”齐头并进,经济增长企稳回升势头进一步明显。但我们仍对经济保持谨慎,至年末的两个月内,经济将保持小幅回升。一方面,目前经济的企稳主要依靠基建拉动,而随着天气转冷,基建对经济的拉动力量将趋弱,房地产和制造业仍旧疲弱,未见明显改善;另一方面,在基数影响下,消费增速或从持续上涨转为平稳运行,出口端仍受制于外围经济疲软,不可能大幅反弹;此外,经济整体从主动去库存转向被动去库存,但需求端仍疲弱,经济无法摆脱去产能的影响。

其次,从政策端来看,货币政策保持稳健,大规模释放流动性可能性较小。一方面,10月物价创年内新低,但核心通胀上涨趋势明显,CPI即将走入上行通道,综合考虑外围流动性泛滥和物价即将走入上行通道的因素,预计央行不会动用降息降准等政策工具。另一方面,在三季度货币政策执行报告中,央行指出“下一阶段,央行将继续实施稳健的货币政策,增强调控的前瞻

性、针对性和灵活性,加强预调微调,把握好经济增长、物价稳定 and 风险防范三者的平衡,重在保持货币环境的稳定,为市场经济自身的调整 and 稳定机制发挥作用创造条件”,表明央行认为目前流动性状况适中,要让经济发挥自身调节机能的作用,不会大规模释放流动性。

第三,从流动性来看,尽管近期央行采取了一定的回笼货币措施,但是银行间市场存量资金仍然较为充裕。根据统计,上周央行共投放货币3290亿元,回笼4040亿元,导致上周资金净回笼750亿元,连续两周从银行间抽离资金。值得注意的是,虽然资金供给有所减少,但是资金价格并未上升,显示出资金需求的不足,上周银行间7天隔夜拆借利率下降约16BP至2.93%左右。从股市流动性方面看,本周沪深两市解禁市值规模为232亿元,较上周增加约1倍,但是整体规模仍然处于年内较低水平。相较而言,本周流动性仍然处于相对稳定状态,对市场主要产生中性影响。

第四,从估值方面来看,随着外围股市估值下移,国内股市估值也有下移倾向。从国际估值对比来看,目前标普500指数市盈率为14倍左右,日经225指数市盈率为16倍左右,国内上证A股市盈率仅为10倍,可以认为,国内部分股指已经初步具备国际比较优势。国内其他指数方面,目前沪深300指数市盈率为9.72倍,较上周下移2.5%,连续两周低于10倍,估值优势较为明显;中小板指数市盈率为26.23倍,较上周下移3.5%;创业板指数市盈率为31.28倍,较上周下移2.3%。我们认为,随着国内经济弱复苏的推进,国内股市估值存在一定的提升空间。

整体来看,随着经济企稳信号的逐渐明晰,资金面的困境成为影响市场运行的最主要因素。无论是年底银行层面资金收紧的压力,还是货币政策继续的公开市场化,以及上市公司重要股东频繁解禁行为,使得市场资金面难堪其负。考虑到这些负面因素短期内仍将持续,我们认为

## 非基本面因素主导投资者情绪

### 2000点料再受考验

□中国银河证券研究部策略团队

当前市场情绪低迷,仍处于弱势格局,本周或再次考验2000点支撑。虽然经济短期企稳迹象明显,但基本面的利好并没有反映在市场中,资本市场新政虽然有助于市场长期健康发展,但短期刺激效果有限。当前非经济基本面的不利因素仍是影响投资者情绪的主导力量。从投资机会看,相对看好估值较低的银行、地产等行业,前期市场跌幅较深的消费类行业逐渐具备投资价值。

### 非基本面的不利因素主导市场情绪

市场的弱势特征较为明显,向上力量并不充足,这主要是受供求关系等非基本面因素的影响所致。

当前市场保证金处于历史低位。新增资金很少,而存量资金在

票供应大幅增加的风险没有释放或被其他利好抑制之前,市场情绪仍然会受到重要影响。

### 经济企稳、估值较低和政策维护将形成支撑

国家能源局发布10月份全社会用电量等数据显示,10月用电量增速回升,工业形势明显改善。10月份,全社会用电量3998亿千瓦时,同比增长6.1%。第一、二产业的用电量增速增长明显较快。1-10月,全国全社会用电量40881亿千瓦时,同比增长4.9%。分类看,第一产业用电量下降0.7%;第二产业用电量增长3.2%;第三产业用电量增长11.2%。作为经济运行的“晴雨表”,用电量数据表明工业形势有了明显好转,正在逐渐复苏。而中钢协公布的四季度钢材市场需求形势也逐渐好转。种种迹象表明政府主导的大型投资项目陆续上马,政策累积效

应正在显现。

从估值来看,如果不考虑盈利预测的准确性,当前市场确实是比较低的,很多股票都具有较强的吸引力。以2012年预测市盈率为例,全部A股为10.8倍,沪深300为9.3倍,上证50为8.6倍。除了一些周期性行业估值较低以外,消费类股票估值也较低,其中,纺织服装板块为14倍,商业板块为15倍,食品饮料板块为18倍,医药板块相对较高,但也仅为25倍。因此,如果不是经济恶化、企业盈利急剧下降的话,估值吸引力会越来越强,这将制约股指大幅下跌的空间。

从政策层面来看,股息红利税差异化征收及时出台,反映了管理层呵护股市的态度。上周五公布的方案显示有股息红利所得税政策。持股超过1年的,税负为5%;持股1个月至1年

的,税负为10%;持股1个月以内的,税负为20%。个人投资者持股时间越长,税负越低,我们认为在当前市场持续弱势的态势下,管理层出台差异化征收红利税方案,目的是提升投资者信心,态度比较鲜明。此项政策对于市场的刺激效果有限,将鼓励长期价值投资,抑制短期炒作,引导投资者形成长期投资、价值投资的理念,促进我国资本市场长期健康发展。对于资本市场制度建设,市场在期待更多的制度创新与支撑。

当前市场总体心态仍然比较低迷,本周或再考验沪综指2000点支撑力度。不过,在负面因素比较集中的同时,也要看到积极因素。投资机会上,相对看好估值较低的银行、地产等行业,前期市场跌幅较深的消费类行业中的优质股票将逐渐具有吸引力。