

机构观点 | Viewpoints |

无利好刺激或再退一步

申银万国证券研究所：周二股市高开低收，利好刺激不致人气涣散，成交再现地量，建议继续观望。

内外环境转淡，久盘必跌或难避免。1、内外环境已经转淡，尽管隔夜欧美股市反弹，但海外风险难言释放完毕，内部政策和经济数据利好效应也已经显著弱化，支撑力渐弱。2、临近年底资金面通常趋紧，市场风险偏好可能回落。3、尽管仍有局部热点，但对富效应较弱，市场参与度逐步降低，周二再创地量。明显缺乏向上动力和做多理由的市场往往不进则退，周二疲弱走势显示若有力利好刺激或难逃久盘必跌的厄运。

把握市场结构性特征

中信建投证券研发部：我们认为市场处于底部区域，坚持结构性地把握市场特征，未来投资的大方向是对新经济增长点的挖掘。从配置的方向上看，我们坚持周期+新兴的配置思路。具体到行业方面，地产、非银行金融依然是首选，化工、汽车、建筑建材等周期行业值得关注。此外，随着需求改善和价格止跌回升，有色和煤炭可能迎来阶段性反弹。

从配置的节奏上看，我们认为市场将逐步达成经济短周期企稳，而后实质性的产业转型展开。反映在市场层面，首先表现为周期股在经济触底预期下的估值修复，同时，消费和新兴行业有一定的调整，而后则是新兴行业增长空间被逐步认识。业绩压力随着年末业绩预期转换而弱化，产生分化型的细分行业投资机会值得关注。

就主题上看，我们继续看好金改主题。今年以来我们一直认为金改是未来经济改革的最重要方向，非银行金融将显著受益于这一历史进程。同时，我们开始逐步关注新一代领导人上台之后可能的执政方向，其中新型城镇化值得期待。

明年一季度存上行机会

国泰君安证券研究所：在跌破2000点之后，四季度市场的确出现了一波接近10%的反弹，但是从最终效果来看，“稳”的程度明显低于预期。这种低于预期，主要是反弹之后调整形成的低点及路径比我们设想的快和低。

按照短周期股市的波动规律，2012年见到的通胀顶、流动性底、利润底目前来看都一一出现，市场随着这些宏观特征的波动也在，但均只是踏对了点，却没有形成趋势性。如果说，二季度的低点再造可以用利润还没有到达底部来解释，那么，四季度2000点之下的反弹以现今这种方式结束，显示A股市场的波动正呈现不同以往周期中的另类特质：往往在特殊宏观时间点上市场能够形成一定幅度的反弹，但是高度有限，而随后的回落又低于预期。就好比拍卖会一样，我们上半年在2100点拍了一次，四季度市场在2000点又拍了一次，现在来说“成交底价”似乎仍未出现。

目前而言，我们尚未调整对明年上半年A股市场波动方式的看法，经济筑底略有恢复的格局大概率在未来的1到2个季度会逐步强化，预示着市场在短周期波动中仍存在一次波动性往上的机会。但这种机会还看不到能够脱离“特质”下拉作用的演化，这意味着投资者在考虑市场往上的同时还需要更加兼顾下行风险。

短期市场人气难提振

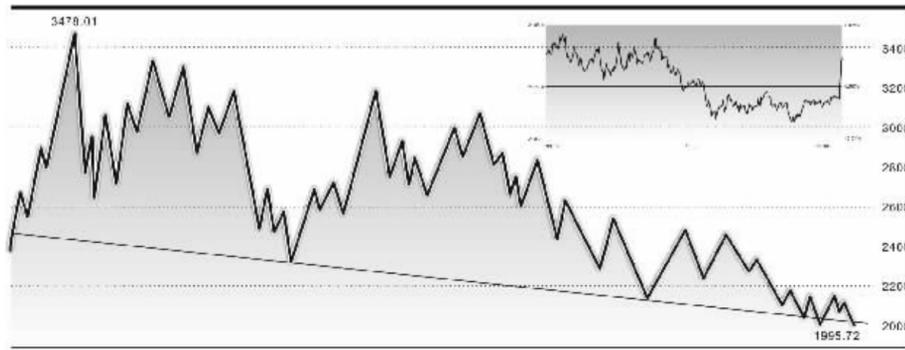
海通证券研究所：十八大的落幕使政治明朗化，不过其传递出的信息仍然是经济减速、经济结构调整等，未能增强投资者对A股市场短期的信心。在经济反弹偏弱、年底资金面紧张、房价仍在上涨等不利环境下，我们认为短期市场人气难有明显提升，沪综指将延续回调趋势。

十八大结束后，投资者转而关注十八大传递的信息对投资布局的长期影响，被强化的经济减速和结构性调整的观点将长期抑制投资者对传统行业的投资热情。而从社会发展来看，把生态文明放在突出地位的表述，长期来看将增加国家对环保领域的投资额以及持续性的政策支持，有利于投资者对环保板块保持持续关注。资本市场方面，虽然监管层表达对股市长期下跌负有责任并将采取措施重铸信心，新增2000亿RQFII额度已获得批准，但是这些表态和措施难以快速扭转市场情绪。

(陈刚 整理)

昨日两市合计成交仅670亿元，股指期货主力合约收盘前5分钟放量拉升

成交创4年新地量 2000点下藏诱空玄机



证券时报记者 谭旭

沪深两市昨日在5日均线下弱势震荡。上证指数早盘高开走低，全天无力上冲，2000点整数关口发挥短期支撑作用，多空双方在此拉锯达成弱平衡。截至收盘，上证指数收报于2008.92点，险守2000点关口，全天跌8.06点，跌幅0.40%；深证成指收报于8052.79点，跌7.75点，跌幅0.10%；成交量继续萎缩，两市合计成交670亿元，创出近4年的新地量。

受到外围市场大涨影响，昨日两市早盘高开。尽管发电量数据进一步验证了我国四季度经济的企稳，但市场对政策预期的下降以及创业板解禁、年末资金面

紧张等问题对A股后市形成压制，致使短期A股难以摆脱弱势寻底格局。

盘面上，前日受到酒鬼酒涉“毒”事件影响出现大挫的白酒板块上午一度领涨反弹，然而强势未能有效延续，到尾盘，整体涨升仅0.31%。而保险板块和前期的强势股环保股、铁路基建股出现了整体大跌。以保险股为代表的金融股整体调整，前日上涨的券商股昨日转而下跌。

截至收盘，两市涨停个股15只，跌停股1只。据证券时报网络数据部2点50分的统计数据，两市合计资金净流出22亿元左右，其中大盘股资金净流出3.49亿元，小盘股净流出19.11亿元，而中盘股则有8300多万元的资金净

流入。

从盘后的机构分析看，虽然市场表现疲弱，但仍有不少机构并不十分看淡后市。广州万隆认为，即使后市股指再次跌破2000点，投资者也无需过度惊慌，因为经济数据回升预期和外围新增资金有望进场两大积极因素支撑。由于有了积极因素的支撑，股指再度下跌的空间已经很小，相反，如果再次跌破2000点，很可能是主力的诱空行为，投资者不但不应该恐慌，反而要把握好低吸的时机。

似乎与上述观点呼应，记者注意到，在A股收盘后，股指期货主力合约IF10在其收盘前5分钟出现放量拉升，最终红盘收收，这一异动似乎预示着部分资金对周三市场走好有强烈预期。

提防机构调仓形成踩踏效应

崔威

今年以来，“吃药喝酒”曾是资本市场一道最亮丽的风景线，饮料制造板块持续得到基金、保险、社保等机构投资者的偏爱。但进入三季度后，机构对白酒股的偏爱已经悄然发生了变化，表面上导致本周白酒股大跌的塑化剂事件不过是最后一根稻草。

机构持仓显示，白酒股三季度遭到不同程度的减持，如老白干酒，机构持仓从二季度的3609万股下降到三季度2710万股；沱牌舍得，从9267万股下降到6892万

股；贵州茅台，从18022万股降到17095万股；五粮液，从68685万股降到54335万股。近期资金更是加速流出。同花顺数据显示，截至11月19日，饮料制造板块近5日、近10日和近30日资金净流出分别为17.75亿元、32.25亿元和31.1亿元，均位居行业板块资金净流出前两位。

在资金撤退压力下，曾经大幅上涨的饮料制造板块，涨幅迅速回撤。今年上半年，食品饮料板块年内涨幅高达34.7%，在84个申万二级子行业中排名第二，但进入三季度后，随着大盘的持续调整，获

利回吐压力明显增大。至三季度末，该板块年内涨幅大幅收缩至17.7%，至11月20日，进一步收缩至7.4%。白酒股更是大幅下挫。从年内高点算起，贵州茅台至今下跌18.9%，山西汾酒下跌21.3%，五粮液下跌26.7%，泸州老窖下跌28.5%、洋河股份下跌35.6%，古井贡酒下跌41.4%，其下跌幅度明显超过了正常调整的范畴。

展望后市，我们认为白酒股股价还未能完全反映其景气度下滑状况，机构调仓仍将持续，投资者尤其需提防在此过程中受利空刺激出现踩踏现象。

(作者单位：天源证券)

银行理财“逆袭”
股市资金杳如黄鹤

证券时报记者 朱凯

一位银行理财中心负责人曾经对记者表示了这样的担忧：一旦股市好起来，势必分流银行理财的资金，我们的好日子也就到头了。

可现在却更像一个“逆袭”——股市久久不见起色，而银行理财产品的收益率及规模均处于“黄金期”。据Wind资讯数据，在银行间货币市场资金面维持宽松的大背景下，今年10月以来大多数稳健型理财产品的预期收益率均出现明显抬高。

统计显示，截至上周，股票类银行理财产品发行12款，债券类产品271款，利率类产品333款。仅从类型来看，股市不振导致财富效应缺失和人气低迷，而与宽松资金面紧密相关的债券、利率类产品则大行其道。而反观股市，昨日两市成交不到700亿元，创出了近4年的地量。

海通证券首席经济学家、上海新金融研究院学术委员李迅雷近日称，利率市场化才是导致股市长期

下跌的最大原因。这是因为随着理财产品、企业债等固定收益产品越来越多，利率水平被抬高了。过去股市保证金有增有减，如今则一去不复返。

对此，北京某券商策略研究员指出，此观点稍有偏颇但不无道理。股市与债券货币市场的基本面驱动因素相反，其跷跷板效应本来就存在。再加上上述固定收益品种收益率水平不断抬升，无形中使得市场对股票的无风险收益要求也提高了。这与当前股市面临的信用压力形成鲜明对比，其他类别投资的稳健收益加速了股市的人心涣散。

这其中，央行谨慎的货币政策取向无疑也为市场的保守操作提供了“借口”。中国股市一向仰仗“刺激”，缺乏刺激即缺乏上涨的动力。记者熟知的一位江苏某银行投研人士，其个人曾经也是忠实的股民，但今年一季度就已经全部清仓，改投自己银行的理财产品去了。

今年以来央行的变化其实很明

显。年初至今停发了以回笼短期资金为目的的央票，到了端午节以后便隆重推出逆回购手段——市场需要多少资金就投放多少，绝不多给，期限上也仅限于7天、14天、28天等短平快的操作。从今年以来的7天回购利率曲线来看，较往年显得更为平稳，大起大落明显减少。这表明，央行谨慎保守的操作倾向至今未变。

与银行理财等相似，央行公开市场逆回购的频繁使用，其实也属于利率市场化的一种形式。难怪李迅雷会公开声称，利率市场化以及由此带来的整个市场利率水平抬升，是导致股市下跌的最大原因之一。

从本周公开市场到期资金来看，已较前几周出现缩量，仅有2420亿元。昨日央行通过7天和28天逆回购操作，分别投放了690亿元和450亿元资金，中标利率均与上周持平。

而反映银行间市场资金价格的上海银行间同业拆借利率(Shibor)，11月初至今均维持低位，1天Shibor已经连续13个交易日处于3.0%以下，7天Shibor亦在3.4%以下波动，总体宽松未改。

A股跌至1500点
股市历史难解释

宏观经济数据持续好转，但从经济底到市场底仍需经历缓慢修复过程。市场消磨筑底过程中，结构性和主题性的投资机会何在？存在哪些投资主线？11月20日，国泰君安研究所策略分析师时伟翔做客证券时报网财苑社区(cy.stcn.com)，与网友探讨市场底部中的投资主线。

网友：随着近几个月经济数据好转，中国经济的底部基本确认，市场底部将会在何时出现？

时伟翔：政策的目标直指经济企稳，近期的数据也表现出了一些稳定的迹象。但是我们在行业和企业微观调研过程中，看到一些行业的格局还没有发生改变，一些企业的困境依旧。再从大的政策方向看，也是进行改革创新，而不是直接刺激经济。我们会看到中国将启动一系列改革，目标是未来十年发展，而不是短期的经济波动，这反而提高了对短期经济阵痛的容忍度。由于股市中周期性股票占比过高，所以股指一直下跌。股市以前都是提前经济3到6个月见底，但现在这个规律只是在局部有些表现，在全局还没有表现。我们大的判断是在未来1到2个月将看到指数整体见底，主要的理由是经济结构和政策调整的积极因素将缓慢显现。

网友：对于“将跌破1500”的言论，您如何看待？

时伟翔：股市近100年的历史中，连续4年下跌的只有两个案例：一个是美国的大萧条；一个是泰国的金融危机。美国的实际下跌时间区间是3年，所以真正意义上只有一个泰国。泰国是汇率体系崩溃，除此之外再也没有这种案例。如果明年股市不涨，那将是创历史的。100年历史中的种种经济现象都没办法解释中国的情况，所以再用经济数据来解释股市，可能会出问题。至于1500点的观点，在100年全球发展史，各种悲观情形，都很难找到一个支撑的案例和逻辑。

网友：中国经济数据的好转不是只是一个反弹，会不会再度下滑？

时伟翔：先给几个规律：一个是15岁到64岁人口下降，没有哪个国家经济增速不减，城市化不放慢的；一个是转型期的经济周期形态是不可以用GDP的同比数据来刻画的，一般是GDP一路下滑，但经济早就企稳了；一个是转型期一些进入衰退

期的行业可能20年都不会好转，一些成熟行业可能一直都没有表现。所以理解经济的稳定性和经济数据没有直接关系。提供几个标准来衡量经济的稳定性：一个是结构调整和新的增长因素有没有表现出积极性，这一点我们看到金融改革的积极性比较明显；一个是大的改革举措有没有实施、见效；一个是从工资和就业观察，是否出现了大的问题。我们对经济的判断是，整体经济已经比较稳定，局部数据较差是结构转型的表现。

网友：如果中长期中国经济增速告别高速增长，A股的上涨动力在哪里？

时伟翔：告别高速增长，面临两个问题：一些大的周期行业进入成熟和衰退阶段，这些行业的投资思路变成了行业重组；另一些行业快速成长，成为新的增长动力。A股上涨的动力就在于新增长因素的成长和成熟，以及衰退行业的重整。在此背景下，一般股票市场每年能提供的投资收益也就10%左右，市场运行规律发生了根本变化。

网友：如何把握主题投资机会？

时伟翔：主题投资的盈利环境有几个：一个是政策主导大环境向上的，即政策主题投资；一个是股市恢复初期，主题投资优于没有数据支撑的周期股；一个是行情后期资金活跃度较高，行业估值较高。在其他阶段这种主题投资策略可能会很受伤。另外，要注意主题和概念的区别。现在大家对收益率的界定在10%左右就会撤走，所以参与这种博弈很难赚钱。可以观察前期主题投资标的的收益空间，而后决定是否参与。因为主题和概念性的炒作都是一些风格类似的机构在做，走势上很相似。

网友：2000亿RQFII额度获批，其中的投资机会在哪里？

时伟翔：2000亿资金如果全部进股市，那相对于现在的资金存量来说，确实可以对股市形成支撑作用。但是，这部分资金属于配置型资金，会在股市和债券等产品间进行选择。根据我们对客户的了解，这部分资金偏重于低估值、蓝筹和消费类股票。

注：本文为截取部分，更多精彩内容请登录财苑社区(http://cy.stcn.com)

财苑社区 | MicroBlog |

老滑头投资(网友)：周二大盘在汇丰减持平安的利空消息影响下冲高回落，沪指再次下探至2004点。从盘面看，创业板接力“美丽中国”整体上涨，创业板涨停股达到近期罕见的9只。虽然指数不好看，但创业板基本转阴为晴了。没有特别大的利空，大盘在消化利空后将反弹。

吴国平(财经名博)：昨日股指期货主力合约收出十字星，尾盘五分钟的急拉有点意思，似乎是有实质利好出台的一种征兆。上证指数没有股指期货最后的十五分钟波动，所以显得弱一些，仍是收跌的。在外盘大涨的背景下依然下跌，给市场带来近似绝望的效果。但是，这是在2000点发生的事情，就给予了更多的意义，在我看来，越是绝望越是有望迎来转机。

股自看盘(财经名博)：周二大

龙头力哥(财经名博)：上证50指数是权重股的代表，昨日早盘该指数没有进一步扩大跌幅，相反在低位多次挖坑，这表明多头阵营的分歧在进一步加大。另外，上证50指数在1570点上方堆积了大量的套牢盘，场外增量资金去解救，这意味着空头的能量还远远没有被消化。此问题将成为多头队伍日后的一大难题。(陈刚 整理)

以上内容摘自财苑社区(cy.stcn.com)