

# A股走强：时不我待还是循序渐进

周金涛

进入1月份后，A股的反弹出现疲态。前期收益明显的金融、地产等周期行业有所调整，很多人开始思考，反弹进行到这个点位投资情绪是不是会发生转换？

我们认为，在过去的一个半月里，市场表现出了时不我待的情绪，但这种时不我待不是基于多头逻辑的时不我待，而是更多的基于一季度是数据和政策真空期的时不我待。这本质上是一种空头思维逻辑，是一种担心增长的可持续性，担心房地产政策两会出台的逻辑。我们在前期曾指出，库存周期基本是双底模式，而2013年一季度大概率事件上库存周期将出现小级别回落，所以，此时已经不可能时不我待，市场终究需要循序渐进的，而循序渐进才是多头逻辑。

## 第二库存周期的现实基础

在2012年对中国房地产周期研究的报告中，我们根据置业人口的测算得出2014年才会是中国房地产刚需的高点，这似乎一方面肯定了至少在这两年，我们对中国经济的乐观是有现实基础的。但也在另一方面感觉到，中国经济增长的时不我待。

关于置业人口的研究本身是静态的，所以关于中国房地产周期问题的研究需要考虑农村人口向城镇迁移的因素，城镇化会在客观上延缓中国房地产周期在2014年之后的回落速度。而这可能会在2013年提升对中国中长期经济增长的信心，这也就是从主导产业的角度解释了城镇化主题对2013年股市的意义。就库存周期的现实基础而言，城镇化不仅仅是主题，而是决定行情能走向何方的核心判断指标。

无论如何，我们只能认为城镇化对2014年之后的中国的房地产周期是平滑或者延缓，而不是方向上的改变。从这个意义上看，在2012年四季度到2014年上半年这样的库存周期上升阶段中，显然是越靠前中国经济的确定性越强的。所以我们一直认为，在未来的3年中，2013年是确定性最强的阶段，2013年是时不我待的机会。

## 2013年复苏节奏

就2013年全年而言，我们所理解的节奏是，全世界而言，2013年是全球性的触底回升之年，但中国最早，在2012年8月库存周期已经触底。而美国的经济好转应该在三季度左右，欧洲则更晚。

这就说明一个问题，从增长而言，2013年中国经济上半年可能是复苏加低通胀，而到了下半年可能是

在经历了短暂的全球共同复苏之后向通胀预期转移。从资本流动而言，2013年上半年对中国资本市场是最有利的，而下半年存在资本流动转向的可能性。从这个节奏上看，2013年前三个季度对股市具有决定性的意义。从全球的视角来看，2013年的行情是可以循序渐进的，我们还有时间。

沿着上面的思路，在2013年的经济运行中，房地产的政策也许被看作是经济复苏中的最大不确定性，这里我们只想强调两点：其一，对房地产政策的预期，没人能有什么先发优势，大家都在同一起跑线上，所以，我们只能退而求其次，只能依据基本面，因为这个是决定行业趋势的核心，过去两年的经验证明了这一点。其二，政策的预期而言，我们除了要考虑房价之外，也要考虑2013年的经济环境与2009年经济环境的区别，考虑地方政府财政状态与以往的区别，考虑地产政策与城镇化结合的问题，所以，2013年的地产政策确实是纠结的。

过去两年的经验是，大的趋势还是要以基本面研究为主，对政策的预测与投机并不会起到关键性的作用，如果看明白这一点，既然我们对2013年的世界经济和中国经济都有信心，何必时不我待。

## 政策的预期与兑现

就2013年的改革政策节奏而言，我们似乎还无法判断，但有一点是可以基本看清的，当前市场对改革的预期相当强烈，对转型的预期也相当强烈，从这个意义上看，2013年改革及转型政策超预期的概率不大。

而且，政策不能超预期是随着时间的推移而逐渐确认的，因此，市场对周期品的估值提升和对主题类资产的估值提升也是一个渐弱的过程，估值提升是最好赚钱的阶段。这个阶段，一般存在于政策的朦胧之中，所以，也许政策预期在从二中全会到三中全会是渐渐兑现的，这个预期的兑现过程可能是一个超预期与不达预期的检验，2013年就是政策预期的兑现期。而到了2014年，政策进入实施阶段，往往业绩的兑现也没那么快。这只是我们的逻辑推导，但他说明一点，政策预期不是支撑行情的根本，因为不会有超预期的政策。

## 时不我待PK循序渐进

如果单纯看增长与政策，我们得出了2013年的行情时不我待的结论，我们认为2013年是未来3年内机会最确定的年份，而2013年的行情在资本流动和政策角度可能是减弱的，在增长角度虽然是渐强的，但在增长



IC/供图

与通胀的组合中，反而前三个季度会更肯定些。从去年12月份以来，市场的表现出现了时不我待的特征，但我们还可以更淡定些，一季度出现库存周期第二底是完全可能的，基本面仍然给了我们重新思考和布局的时间。在我们的逻辑中，我们认为4月份之后一定会出现经济数据的进一步回升，而房地产政策即便出台，也并不会影响房地产投资向整个产业链的延伸。从而2013年虽然是时不我待，但那是一种战略意义上的时不我待，在战术上，周期品的复苏还在延续。

关于周期品复苏延续的问题，分歧目前更多的存在于中国的库存周期，我们在以前的报告中提出，2012年8月份库存周期触底之后，9月至12月已经经历了一次小波段回升。而从2012年12月之后，出现短期的数据波动是符合库存周期规律的，这就是我们提出的库存周期双底论。而这个双底的彻底形成则要观察今年4月份的数据，我们坚信数据回升，所以，也许3月至4月是由空头的时不我待向多头的时不我待转换的过程，震荡难

免，但趋势不改。而到了下半年，我们需要密切关注的是国际复苏的动向，这里，经历长时期调整的大周期品种比如航运，是不是能够触底反弹，都对周期的运动具有指示意义，对于2013年的周期复苏，必须注意的是他不单纯是中国周期的复苏，而是世界性的，如果拘泥于中国的去产能和去库存之争，可能有挂漏的风险。

所以，真的多头要直面中游，直面房地产产业链的复苏，这是2013年的核心。真正的化工品机会，还是要看房地产产业链复苏力度以及美国建筑业周期的复苏力度，所以，中游的行情并未实质性展开。而作为中游的机械等品种的复苏，还要进一步等待产业链的传导。如果我们在下半年能够观察的诸如航运等大周期品种的复苏机会，则说明这有可能是一次内外需共振的周期行情，所以，尽管在战略上我们需要时不我待，但在周期的延展性上还有较宽的路径，这还是需要循序渐进的。

(作者系中信建投证券分析师)

## 记者观察 | Observation |

# 中国股市价值观的自信与重塑

证券时报记者 汤亚平

中国股市的主流价值观是什么？显然不能简单地说是“圈钱市”或“零和游戏”。在回答这个问题之前，笔者认为有必要先找回中国股市的自信。

自1990年上海和深圳证券交易分别设立以来，我国资本市场一定意义上用20年时间走完了成熟市场200多年的路程。在市场规模上，2011年底中国股票总市值全球排名第三，仅次于美国和日本。到2012年6月底，沪深两市上市公司达到2444家，总市值22.6万亿元。股市累计筹资达4.7万亿元左右。

在发展方向上，从最早的为国企解困，到现在为中小企业融资解难；从过去帮助国民经济支柱产业成为市场核心资产，到今天优先发展国家战略新兴产业、实现中国经济转型，都体现了走有中国特色的股市道路。

在制度建设上，虽然起步晚，但进步很快，比如打击、惩处和防范内幕交易等，基本达到欧美发达市场的水平。据监管机构统计，我国资本市场现行有效的法律、法规、规章、规范性文件共521件，这些制度规范构建起一整套与国际通行原则基本相符的法律框架、交易规则和监管体系。由此可见，十八大报告首次提出了“道路自信、理论自信、制度自信”的概念。这对于资本市场改革开放发展同样具有重大指导意义。

在找回A股市场基础性自信的同时，我们也应该看到中国股市价值观重塑的必要性。中国股市价值观重塑取决于三个关键因素：一是深化新股发行制度改革；二是完善上市公司分红机制；三是全线打通退市通道。退市通道不打通、新股发行不改革、投资回报不解决，股市永远是“圈钱市”。

“圈钱市”是A股市场一大顽症，是制造中国股市价值混乱的根源。在“圈钱市”里，新股首发(IPO)就是“一夜暴富”，上市就是制造亿万富翁。数据显示，2011年股市市值在亿元以上的个人(或家族)

有2430个，2010年该数据为2322个；2011年持股市值在10亿元以上的个人(或家族)有661个，2010年该数据为490个。而且，跻身富豪榜的门槛也越来越高：2011年排名第1000的富豪所持A股市值是5.83亿元，而2010年的门槛是3.79亿元。

事实上，中国股民并不眼红企业上市造就亿万富翁，而是蔑视A股市场为富不仁的“铁公鸡”。在股民看来，真正意义上的不圈钱公司就是：历年来，给二级市场投资者红利分配超过上市募股金额的上市公司。在美国市场，上市公司的现金红利占公司净收入的比例高达40%至50%，甚至不少美国上市公司税后利润的50%至70%用于支付红利，从而给投资者形成了长期稳定的收入和预期。

与之形成鲜明对比的是，中国股市却一味圈钱，把股民的投入资金当作不用任何回报的“傻钱”。资料显示，从1990年末到2010年末，A股累计完成现金分红总额约1.8万亿元，分给普通投资者的红利却不到30%，只有5400亿元，而其同期的融资规模却高达4.3万亿元。截至2010年末，在2016家上市公司中，连续5年没有分红的个股高达414家，连续10年不分红或者多年不分红的企业高达798家。

近两年，上市公司总体分红水平提高。证监会公示2011年提出现金分红方案公司共计1613家；现金分红增幅高出净利润增幅8.07个百分点。但是，铁公鸡仍普遍存在。截至2011年，有170家上市公司连续10年不分红，剔除掉76家没有分红能力的“ST族”，仍有94家公司10年未分过红。其中，有7家上市公司连续10年盈利却不分红，某公司连续不分红的年数高达17年。某公司连续6年净利润在1000万元以上，并且连续8年保持盈利增长，近10年的累计净利润高达2.55亿元，但自上市后从未分过红，连续不分红年数高达13年。

笔者认为，基本面的转暖还需要证券监管和制度改革的配合，投资者信心才是熊市牛市转换的基石。中国资本市场注重企业长远发展、内生型增长和充足分红的投资哲学和文化，应该能成为未来主流践行的价值观。

## 著名金融学家宏皓：四管齐下疏通新股“堰塞湖”

岁末年初，证监会推出了被称为“史上最严”新股发行(IPO)财务核查，一些拟IPO公司已开始陆续选择退出。1月25日，证券时报网邀请了著名金融学家宏皓就新股发行改革整体思路以及如何推进再融资、重组等方面，与财苑(http://cy.stcn.com/)网友进行了深入交流。

宏皓认为，在申请上市企业数量众多的情况下，“量大、逐一审批”就造成了所谓的IPO“堰塞湖”，直接原因在于新股发行供求严重不平衡，根源是目前国内整体融资渠道并不畅通。去年启动的IPO新政，相对提高了IPO公司的财务要求，但依然无法从根本上改变新股“堰塞湖”格局。A股市场IPO供求结构的失衡，造成IPO“三高”现象难以根除。

他建议，在去年IPO新政的基础上，进一步显性提高对IPO公司的财务要求，通过对盈利能力、负债水平、资产规模等要求的大幅提高，对合适IPO公司进行前置性的量化筛选，从而在结构上减少排队IPO公司的数量。由此可以大幅降低证监会IPO审核成本。具体建议是“四管齐下”：一是分流上市，通过H股上市、海外上市等方式分流股权融资需求，一部分企业也可以通过新三板先过渡。二是在大幅提高IPO的“显性”门槛，让供求平衡；三是大力发展债市，部分企业不必非得上市，可以通过发行公司债、私募债、可转债等方式进行融资。四是提高IPO的“隐性”门槛，也就是加大对违法违规中介机构的处罚力度。

对于退市制度改革，宏皓认为，退市制度改革必须跟进。只有实施有效的退市制度，A股市场才能恢复新陈代谢功能。若没有退市制度，一些市场游资可借债差公司重组题材，进

# 期指空方优势仅有量变没有质变

刘滨

随着A股自去年12月4日的反弹行情向纵深演绎，期指多空力量也呈现逐步改善的局面。近期，期指净空头逐渐向零轴逼近，市场开始讨论空方主导的市场格局是不是正在由量变到质变。

## 强势反弹助推持仓量变

从去年12月4日开始，期指持仓变化经历了三个阶段：

第一阶段从去年12月4日至12月12日为行情的启动初期。期指总持仓快速下滑，自10.5万手下降到9.1万手后才企稳，回落幅度13%，总持仓的下降也意味着长达7个月的调整有放缓的需求。在此期间，主力合约空方头寸从6882手急速下降到38694手，减幅达到43.7%，彰显空方担心反弹侵蚀利润，迅速获利了结，而且净空头也一度下降到2955手，降幅更是高达70%，彰显多空力量在行情急变的情况下出现一定转变。

第二阶段从去年12月13日到今年1月14日，为反弹行情的快速上涨阶段。期指总持仓出现再度回升，

截至1月14日，最高回升到12万手的历史新高水平，总持仓回升代表新资金介入，对于维持上升趋势形成助推作用。但在此期间，空头持仓和净空方头寸却经历了先扬后抑的过程。空方头寸去年12月25日最高到70074手，但之后逐步回落到54925手，净空方头寸也是冲高到11689手后回到5516手的低于去年均值7700手的水平，显示空方心态出现较大变化，完成了由顽强抵抗到主动认输的过程。

第三阶段为1月15日开始的横盘整理。期指总持仓急速下滑，最低为9.8万手，回落幅度高达18%，但总持仓回落只是拖累上行放缓，并没有形成明显的下跌，显示反弹还没有转向。这期间主力合约上空头继续减仓到33565手的低点，较反弹初期的高点下降51%，净空方也是降到1月22日的1183手，创出近一年的低点。

## 制度变革是质变前提

尽管近一个多月来空方持仓占比明显下降，但还没有达到由量变到质变的条件。我们认为，空头持仓优势出现质变存在两种可能：一是对机构投资者参与股指期货的相关规则进行

调整；二是股市已经呈现明显的牛市，套保需求大幅减弱。

在这两个要素中，第一个尤为重要，制度改革是引发质变的前提。原因在于，特殊法人参与股指期货基本被约束为套期保值，即便刚刚获批的合格境外机构投资者(QFII)同样也有这个限制。虽然套保有空头和多头两个方向，但实现多头套保不但要现金作为额度申请的基础，同时需要在建仓后一定时间完成现货市场布局，这使得多头套保难度较大。因此，空头套保就成为机构的主要选择，只要制度没有得到完善，预计空方主导的质变难以实现。

其二，既然空方优势的背后是空头套保，那么要发生质变，则套保需求必须发生明显改变。如果单从量上看，1月22日的减仓确实有呈现一些套保盘离场迹象，但没有形成持续性。因为，目前市场普遍的看法是，A股近期的走强仅仅是一轮中级反弹，2013年为牛熊转换年，底部构筑不会一蹴而就，这就意味着套保资金不会轻易作出战略转变。

另外从数据上做一个对比，目前的多空持仓水平在过去两年中也有出现过两次。一次发生在2011年8月中旬，当时市场对货币政策微调预期增强，因

此出现了空头连续减仓；另外一次发生在去年一季度的反弹中，2012年2月23日期指净空头也降至974手的新低水平。

但这两次都没有形成行情的反转，因此也没有引发套保盘的最终战略转变，从而也没有改变空头持仓主导优势的质变。至于本轮的强势反弹能否演绎为反转行情，还需要时间的检验，至少从目前的格局看，还不太成熟。

## 多空优势逆转仍将继续演

站在目前的时点，我们认为A股中级反弹仍没有结束，市场整体震荡偏多的格局还将延续，因此，多空力量继续修复的趋势不会改变，甚至不排除会出现多头优势的格局，但是即使如此，也仍是量变的表现。在前面分析的两种情况没有出现的前提下，空方持仓优势仍然难以形成质变。

(作者系中证期货分析师)

## 遗失声明

华安证券股份有限公司淮南朝阳路证券营业部不慎将证券经营许可证正本丢失，编号：223734016，特此声明作废。  
华安证券股份有限公司  
淮南朝阳路证券营业部

注：更多精彩请登录财苑社区  
(http://cy.stcn.com)

