

# 资金撤离创业板 三大疑问待解

证券时报记者 汤亚平

继前日重挫 3.6%之后,昨日创业板指数跳空 14 点低开低走,收盘下挫 2.91%。这个今年 A 股市场的龙头指数眼下 M 头破位态势凸显,技术上的杀伤力不言而喻。创业板后市走向何处?摆在面前有三大疑问待解。

**疑问一:游资为什么撤离?**这与产业资本减持相逼有一定关联。今年以来,新兴产业已成为金融资本与产业资本角逐的重点领域。在这场博弈中,游资改变了单纯靠资金单打独斗的传统模式,导致一段时间以来 A 股陷入“越减持越上涨”的怪圈。但产业资本最终要与游资分道扬镳,因为减持与上涨并不是相向而行。

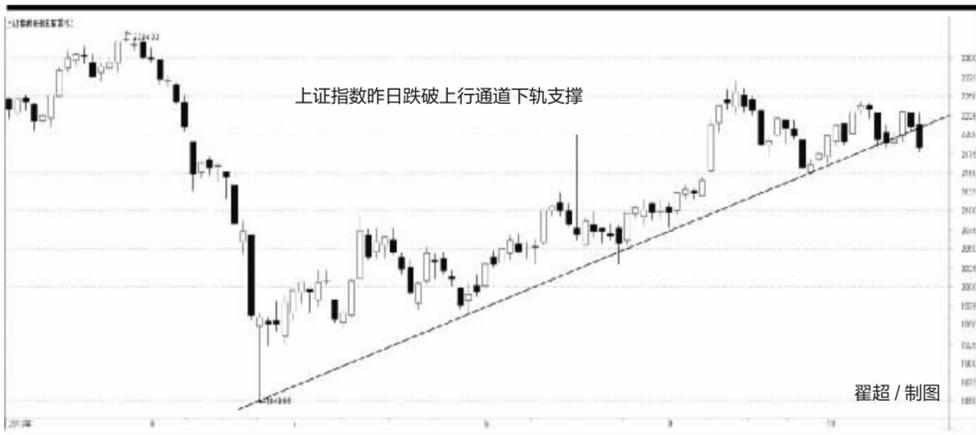
创业板自 2009 年 10 月设立至今,上市的 355 只个股中,有 284 只遭到股东净减持,占上市总数的八成,累计套现 475.15 亿元。仅有 26 只个股获得股东净增持,增持 2461.95 万股,增持总额仅为 3.72 亿元,和减持金额、数量差距甚大。而今年 9 月份是创业板全年解禁最多的月份,解禁市值大约在 420 亿元,解禁股数约为 16 亿股。9 月至今,已经有 96 家公司披露了持有 5% 股权及以上的股东减持情况。其中,净减持股数合计约 4.67 亿股,套现金额为 44.23 亿元。

**疑问二:游资撤出创业板是战术性撤退,还是全面战略撤离?**

自 10 月份以来,TMT 板块连续下挫,中青宝、天舟文化、华谊兄弟、光线传媒等从最高点回落幅度已超过 30%。传媒板块的几次弱反弹不足以让创业板摆脱危机,接下来弱势反弹后很可能迎来的是新一轮杀跌。如果真如此,那么创业板指数将由“越争越上涨”转向“越反弹越下跌”的反复格局。

创业板是不是暂时战术撤退,还取决于未来新股发行重启,尤其是新股批量发行。因为扩容一方面逆转了新兴产业股票的供求关系,另一方面使得上市公司更难找到理想的并购标的。

多数分析认为,创业板后期表现会继续分化,没有业绩的伪成长股会



在四季度回归。创业板已经公布业绩预告的 352 家公司当中,有 153 家预计归属于母公司净利润下滑,比例较主板偏高。因此,游资撤出创业板是战术性撤退,还是全面战略撤离?最终还要看业绩成长性,话语权还是掌握在产业资本手里,而不由游资自己决定命运。

**疑问三:游资从创业板撤出后何去何从?**

目前概念板块资金出逃非常明显,这些资金动向值得关注。有分析师认为,即便有新的概念涌现,只要级别不够,那就只能是维持人气而已。面对调整阶段,也有人认为不必过分害怕,这是强势区间的一轮调整。调整的重

点是涨幅过大的中小市值个股,这样的资金挤出效应,会推动估值合理板块上涨。多数机构认为,主板市场的安全边际明显高于创业板市场,资金从创业板市场撤离后,不排除进军主板市场的可能。主板市场当中那些具有政策扶持的投资标的,有望成为资金积极追逐的对象。

## 估值优势引导 资金回流金融股

王璐

周三 A 股大幅回落,题材股全线走低对市场人气形成了较大打击,也加剧了获利资金兑现的意愿。我们认为,短线 A 股市场在中小市值品种调整压力下将进入阶段性震荡行情。

值得关注的是,在题材股全面退潮之际,以银行股为首的金融板块一改此前弱势,近日走势稳健,有效阻止了市场重心的进一步下滑。伴随着资金调仓换股动作的展开,平安银行略超预期的三季报业绩引起了资金的广

泛关注,周三盘中涨幅一度达到 9% 以上,并带动了整个银行板块的企稳反弹。

虽然金融品种的企稳更多是出于资金避险需求,其反弹的持续性和力度相对有限。但随着上市公司三季报逐步披露,银行股偏低的估值水平和强确定性的业绩增长将对资金形成一定吸引。此外,从近期公布的宏观数据来看,目前经济的好转已带动了周期性品种业绩回暖。若经济的弱势复苏态势能够持续,对总需求异常敏感的强周期板块也有望迎来阶段性机会。我们认为,在估值修复要求下,以银行为首的低估值品种有望继

续其稳健表现,发挥其防御优势,对股指重心的稳定形成有效支撑。

因此,对于后市而言,投资者不必过于悲观。虽然四季度流动性偏紧等负面预期,使得股指短期内难以强势回升,但一方面,当前我国宏观经济运行状态相对稳定,为 A 股市场提供了有力的基本面支撑;另一方面,十八届三中全会召开在即,管理层稳增长的态度十分明确,市场的整体性风险不大。而政策红利预期和事件驱动还将反复作用,有望为市场带来主题投资机会。

(作者单位:西部证券)

# 在泡沫之巅投机得不偿失

陈嘉禾

经历了本周的回调,创业板已经让许多投资者纠结不已。继续持有,担心上行通道被破坏以后调整幅度巨大,就此放弃,则万一指数如前几次一般绝地反弹,则会错失一次盈利机会。

殊不知,在这种看似纷繁的思考开始的时候,投资者已经偏离了长期盈利的基础。在看似充满机会和陷阱、盈利由运气和波动主导的股票市场,长期的盈利恰恰不是来自于运气的好坏,而是来自于投资理念的比拼。

让我们假设一种情景:一个投资者现在认为创业板的上行通道不会被击穿,随后创业板的泡沫进一步膨胀,市

盈率从现在的 60 倍继续上涨。那么,这个投资者在这次获得盈利的同时,一定会认为自己的判断是正确的。在下次碰到同样的资产泡沫时,他也会利用同样的判断逻辑。而如简单的技术分析一再被市场证明很难奏效一样,他的盈利也很可能会在将来的某个时点,被再次进行的投机变成亏损。

在过去几年的市场中,投资者对 A 股市场的印象是炒作和投机能够带来的收益,远胜于价值投资。事实上,在 2009 年至今的 4 年里,如果把所有 A 股股票按照估值和盈利能力分别打一个分,并把两项分数平均,我们会发现平均分越高的股票,亦即同时在估值和盈利能力方面越占优的股票,价

格表现在过去 4 年里越差。

这证明了投资者对市场的印象,并非虚构。事实上,这种“基本面越差的股票表现越好”的现象并不是第一次在 A 股出现,上一次出现这类现象的时间是 1997 年到 2001 年。但是,在之后的 8 年里,高价值的股票表现远远超过了低价值的股票;市场在长期仍然是一台称重机。

在历史上,A 股已经给予了投资者足够的教训,证明了以过高的估值买入是一件多么可怕的事情。2001 年股票市场的整体估值水平达到大约 70 倍市盈率,之后市场连续下跌了 4 年之久。2007 年 A 股的估值水平再次达到 60 倍市盈率左右,随之就发生了 2008 年的股灾。2010 年,A 股的小公司估值高企,又一

次达到前两次泡沫的水平,中小板综指也一举突破 8000 点大关,随后小票一路下挫。尽管在 2013 年借助创业板泡沫再度反弹,但中小板综指至今距 3 年前的最高点,仍有近 2000 点的差距。

远观国际市场,破裂在 1989 年的日本股市和我国台湾地区股市泡沫、1997 年的东南亚股市泡沫、1997 年的香港房地产泡沫、2000 年的美国科技股泡沫、2007 年的美国房地产泡沫,无不是在达到高估值以后,方给投资者以惨痛损失。这次的创业板泡沫,难道真的能独善其身吗?而在泡沫之巅继续投机,即使能在短期带来回报,付出的也必然是养成投机习惯的长期代价。

(作者单位:信达证券)

# 10年期国债收益率会“破5”吗?

证券时报记者 朱凯

国债走势反映了某国或某地区的经济预期和通胀水平,进而可能干扰资金价格,对股市形成间接影响。近几日来,我国银行间市场 10 年期国债收益率重回 4.1% 上方,距上一波 2011 年 9 月时的短暂攀高已相隔两年。

假如 10 年期国债收益率继续攀高至 4.5% 甚至 5.0%,可以想象,国内市场各类资产价格之间的“肉搏战”将更为激烈。若真的升至 5% 附近,将意味着市场对经济重回下轨的担忧加剧。通胀预期加重,与货币政策有关的流动性紧张有望出现,滞胀或来临。

实际上,2011 年全年的 10 年期国债收益率有 8 次突破 4.1%,但未形成趋势;从 2007 年二季度末到 2008 年三

季末,10 年期国债收益率也曾较长时间盘桓于 4.0% 上方,最高突破了 4.6%;而在 2004 年 4 月以后的 1 年多时间里 2005 年开始收益率向下,并有多数月站在 5.2% 的历史高位上方。

值得注意的是,随着去年以来利率市场化的快速且实质性推进,以及与银行、保险可投资标的有关政策的逐步放开,低信用高收益品种对国债的挤压日益明显,长期国债成为“有配置价值,却可有可无”的东西。

在探讨 5% 的数字时,也应梳理一下当前导致国债收益率持续走高的原因。从一级市场新发国债收益率高于二级市场来看,机构配置需求不断减弱应是首当其冲的原因。通俗地说,国有大型银行公司的债券主体配置需求已在前三季度基

本完成,每次公开招标时只需拿够承销团成员必须拿的基本量,其余的边际配置需求,可以有丰富的短期品种替代。

其次,保险资金的运用放开,权益类投资的比例得到提升,会引发险资撤离债券市场,长端需求减弱。同时,本月新发的《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知(征求意见稿)》显示,险资对于股市和房地产行业的投资范围及比例,均较以前大幅放宽。这表明传统的“主食”国债,正在逐渐不合保险机构的胃口”。从这个意义上讲,保险行业上市公司的盈利或将随之提升。

还有就是利率市场化的冲击。去年年中以来,央行等有关部门力推利率市场化改革,加快了整个市场资金成本的上升步伐。投资者至少已在“意识”上认为资产收益率应该更高,这导致了以银

行存款流失为首的资金大迁徙。各类金融理财层出不穷,上演了“抢银行”一幕。这意味着,投资者对国债的收益率要求也会水涨船高。

最后,对于今年四季度至明年上半年通胀预期的抬高,也在一定程度上推升这一国债收益率。上述 2011 年、2007 年两个时间点的居民物价指数(CPI),几乎都在 6.0% 高位以上。2004 年时 CPI 不高,但央行货币政策持续收紧,法定存准率由 7% 调高至 7.5%,1 年期存款基准利率由 1.98% 上调至 2.25%。

在利率市场化实质推进、保险投资限制首次大幅放开以及特定的季节性因素作用下,国债收益率出现了持续走高。而近期央行公开市场暂停操作,无疑又进一步增大了这一“破 5”猜想实现的可能性。

财经随笔 | Essay |

## 互联网金融 玩的就是用户体验

证券时报记者 付建利

近阶段以来,券商互联网化被媒体和业界人士讨论得如火如荼。不唯券商,基金、保险、银行等各路金融机构,也都纷纷瞄准了互联网金融这片蓝海。互联网金融这新鲜玩意到底是啥?可能暂时谁都看不那么清楚,但核心的一点肯定是:这玩意玩的就是用户体验!

要了解互联网金融,首先得了解互联网的精神要义,无非就是尊重人的个性,把客户的体验当作头等大事。网络游戏之所以这么火,如此赚钱,最大的原因,无非是满足了每一个个体社交的需求,从而也满足了马斯洛所说的自我实现的需求。在科技无比发达的时代,人群被割裂,信仰缺失,使得人与人之间很难取得信任,每一个人都害怕沉重的孤独。当网络游戏和社交媒体为大家搭建了一个平台,互不相识的人可以像熟人一样交流、沟通,最受欢迎才怪。

但很长的一段时间里,金融资源是稀缺资源,拥有垄断牌照,券商、基金、保险、银行等金融机构在投资者面前都处于强势地位,反正我的产品摆在这里,买不买是投资者的事情。至于产品是不是符合投资者的风险收益特征、收益能否让投资者满意、是否做到了精细化从而满足特定投资者的需求,金融机构都是不大考虑这些的,客户的体验也无从谈起。及至金融产品越来越多,金融牌照逐步放开,又加上股市行情不好,金融机构才被“倒逼”着试着去满足客户的体验。

当然,金融产品能否盈利,是客

户最大的体验。但除此之外,还有各种各样的体验,比如服务是否到位、风险提示够不够、产品宣传时有没有忽悠投资者,或者是否根据客户的需求设计不同的理财产品、是否提供了其他各种增值服务。以银行的私人银行部门为例,为了抓住高端客户,可谓无所不用其极,甚至连客户小孩的求学、吃喝玩乐、心理需求,私人银行都尽力去满足。再比如股市行情不好,一些金融机构会尽力挖掘债市、信托等领域的投资机会,灵活地为客户打造各种理财产品,包括开办网络讲座、手机资讯等各种形式的理财讲座。

金融机构迎接互联网时代的挑战,前提是思维要互联网化、体制要互联网化。如果还是停留于高高在上的位置,自以为所谓的理财专家,做好了一个劲地吹嘘,做不好百般推诿,用户体验可想而知。再比如客户到券商营业部开户,资讯服务差劲得很,佣金却高得很,客户体验当然差得很。在互联网金融的时代,金融机构就是要给客户方便快捷、高效便利、交易成本低的服务,让客户持续稳定地获取收益。没有这些用户体验,就会在赢家通吃的时代被真正地淘汰掉。

互联网时代,每个人都在享受互联网,尤其是移动互联网带来的方便。但与此同时,众多的传统行业因为不能成功转型,生存于其中的人饱受压力与煎熬,比如零售百货、传统媒体。面对这些挑战,与其忧心忡忡,倒不如好好体验一下这些痛苦的感觉,想想过去传统行业给用户带去的不好的体验,寻找能够给客户带来优良体验的思路和方法。

机构观点 | Viewpoints |

### 后市将顺势调整

**申银万国证券研究所:**周三大盘全天呈下跌态势,前期受追捧的概念股全面退潮,而金融蓝筹股有所护盘。我们认为后市将顺势调整,但下行空间不必过于悲观。

我们前期对市场判断偏谨慎的原因在于 11 月时点的临近,滞胀的隐忧以及 IPO 开闸的悬而未决,而上周股指在冲高 2242 点后也确实进入了弱势调整态势。但这种趋势在本周的一中阳线后有所中断,主要是源于李克强总理关于“夯实经济稳中向好基础”的言论,这使得本来对于通胀引发上限管理的担忧有

所缓和。而从当天的市场表现看,投资者的热情确实再度被点燃。但近两日,市场在消息层面并未发生太多变化的情况下,概念股出现全面熄火,除了前期涨幅过大而对于业绩过度透支外,市场心态的不稳定可见一斑。我们认为,在 11 月时点前,这种纠结的心态将延续,而对于利多和利空消息都会反应较大。但市场中的多头情绪仍存,料下行调整不会走得太顺畅。

从形态上看,股指呈现破位下行态势,下方年线、半年线处有一定支撑。后续要关注房地产、地方债、新股发行等方面的相关消息和创业板走势。

(陈刚 整理)

财苑社区 | MicroBlog |

### 避开最烈的杀跌行情

**徐怀谈股(财经名博):**作为普通投资者,我认为炒股的关键就是把握住上涨最快的那段行情和避开杀伤力最强的那段下跌行情,否则就会在行情来的时候赚得少,行情去的时候亏得多。至于中间追逐杀跌所花费的交易成本,我认为必须是必须付出的,毕竟做股票就是一门生意。当然,有人说道涨杀跌不是高手所为,但对于资金运用灵活的普通投资者而言却是最好的招数。

就这两天的行情而言,周二创业板的盖帽走势已证明最活跃的那部分资金开始不安分了,然后周三早盘蓝筹股的拉起不但没有把人气挽救回来,反倒让空头集合进行统一一的杀跌动作,所以,从主力资金角度看,现在是卖多买少的时候。同时,周三有近千只股票跌幅超过了 3%,这也一改之前个股分化行情活跃度特征,是一种承接力弱的表现。按照惯例,在主力资金卖出的背景下,只要多头承接力疲弱,就将是空头如入无人之境的时候。

所以,我认为从周二开始的这波杀跌行情将是一波效率较高的急

### 大盘料进入调整期

**福明(网友):**周三收盘后,创业板指跌破了 30 日均线,且回到轨道线中轨下方,市场转弱的迹象明显。创业板指上周一跳空向上,本周三又跳空向下,形成了一个岛形,如果短期无法化解这个岛形,技术上的压力就大了,不得不防。

周三沪深两市涨停的个股只有 16 只,跌停的股票多达 24 只,许多前期长钱走强的品种突然跳水跌停,前天涨停后一天就大跌的品种也不在少数,显示市场不稳情绪在快速蔓延。我认为,大盘进入调整期已经是大概率事件。

(陈刚 整理)

以上内容摘自财苑社区(cy.stcn.com)