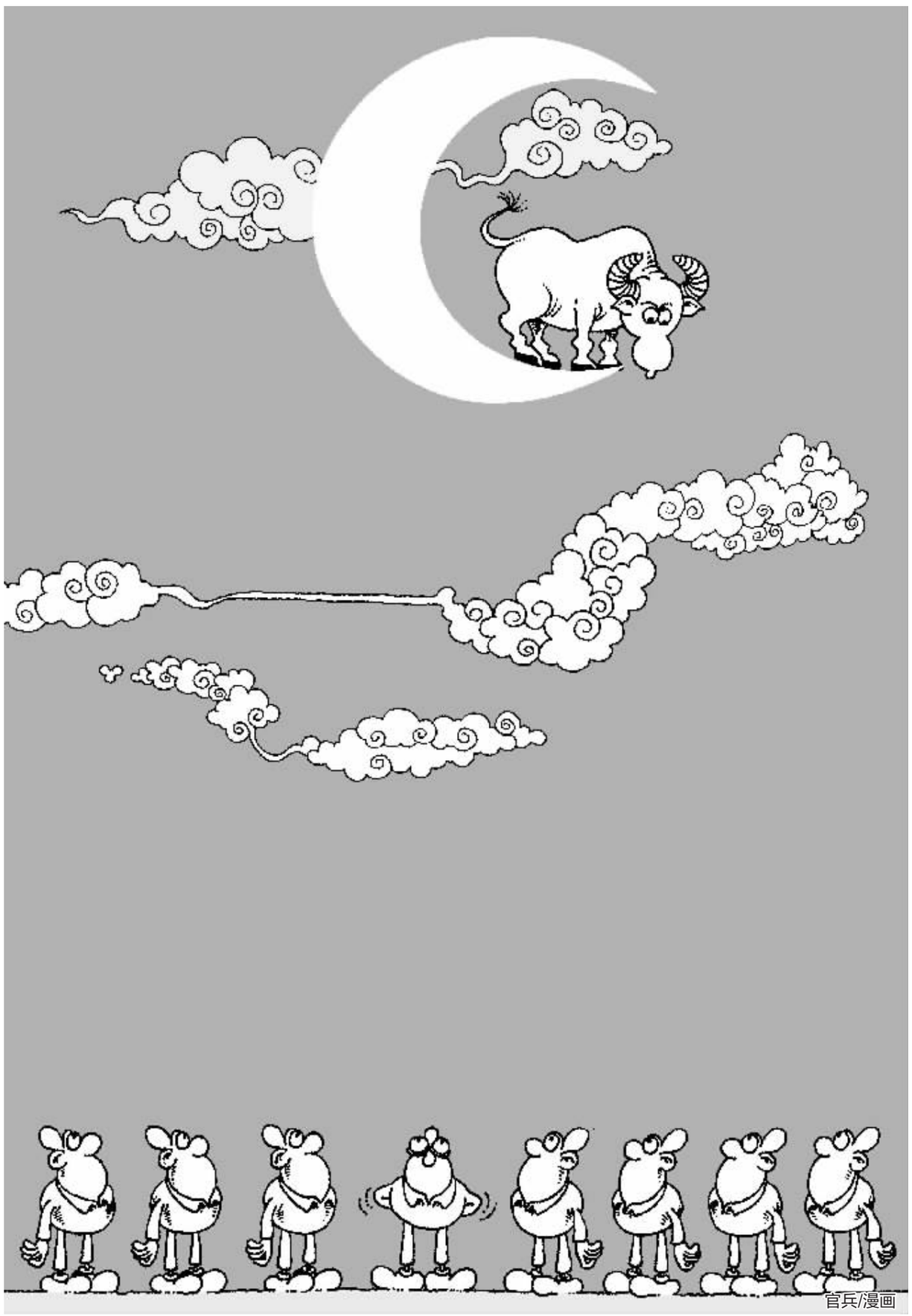
牛市离我们有多远?

结论是:成长牛在途,改革牛起步,周期牛没谱

海通证券研究所


官兵/漫画

海外牛市启示录

我们回顾美国、德国、英国、日本、香港和台湾地区，以及A股市场的牛市行情,发现了三点规律:

(1)无风险利率低位或者下行是牛市启动的先决条件——所有国家和地区的牛市都是以低利率开头的。(2)盈利改善和风险偏好向上两个是可选条件。其中,盈利的改善并不一定是由经济增长带来的，改革创新同样也可以——这样的例子在美国第二阶段牛市、德国、英国、台湾地区都发生过。(3)风险偏好抬升如果成为决定性因素通常因为政治环境、经济环境发生重大变革，改变了市场此前的预期——比如香港、A股1996~2001年牛市最为典型,美国第一次牛市、日本第一次牛市也有类似。

三把利刃待磨砺

A股过去的牛市经历和经济周期相关性很大。上证综指的3轮牛市中中国经济都处于景气向上的周期中，最典型的是，三次牛市环境都和宽松的流动性形成的低利率相关，特别是2008年10月~2009年7月的牛市最为典型;其次,盈利的改善在后两次牛市中也较为典型；最后风险偏好上，“看得见的手”痕迹较重,比如1996~2001年的政府喊话、2005~2007年的股权分置改革，以及2009年4万亿。而在2次结构牛市中，则体现出改革转型的力量。

展望后市，在经济增速整体下台阶、波动性收窄的背景下,管理层货币和财政政策的余地也在缩小，因而牛市的产生可能需要脱离宏观经济周期。我们仍从三个方面来看牛市可能的演绎路径:

(1)无风险利率下降,此条件较大概率已具备。我们从需求和供给两个角度看未来利率的走势。从需求角度来看,伴随着经济增速的回落,实体经济对资金的需求增速也将有所回落,带动无风险利率下行。从供给角度来看,2012年以来伴随着理财产品、信托产品的规模扩张,无风险利率的基准已经从过去的1年期定存利率偏移。目前理财和信托产品规模已经达到储蓄规模的52%。虽然利率市场化还剩下存款利率上限的攻坚步伐,但事实上这个过程已经悄然发生了。因而未来无风险利率中枢逐步下移是大势所在。

(2)盈利改善。参考美国、德国、英国、日本等成熟市场经验,经济增速下行并不意味着企业净资产收益率(ROE)必然回落。比如美国1982~2000年里根供给学派的改革提高效率,推升企业盈利;德国1993~2000年科尔和哈罗德政府推行的税制改革、劳动力市场改革、第三次私有化改革等提升企业ROE。1980年的英国、1970年的日本股市同样在经济增速下台阶背景下，受益于改革、转型,企业ROE提升。

过去每个重要改革里程碑，如家庭联产承包责任制、南巡讲话、加入世贸组织均有效拉动了中国经济上行。而十八届三中全会已经给中国未来的改革描绘了途径，在更市场化经济改革下，社会效率有望再次抬升从而拉动企业盈利向上。另外,伴随中国经济转型，科技创新驱动的企业盈利改善也值得期待。

(3)风险偏好提升带动资金流入。除了改革转型带动的风险偏好上升外,资本市场开放、引入长期资金入市也是A股配置价值抬升的有效途径。沪港通即将开通具有良好的示范效应，未来有望通过放开外资对A股的投资限制、养老金入市、加入MSCI指数等加快资本市场开放的步伐，增加全球资金对A股的风险偏好。

未来行情猜想

目前看,A股出现类似2005~2007、2009年经济复苏驱动的牛市概率很低。未来的A股行情可能不同以往，很难出现简单的经济复苏催生快牛、急牛,但在利率回落,改革、转型推进中,可能从结构上演绎变化。

成长牛在途。2012年起,成长股的表现十分突出,2013年的创业板已经展现了成长股的魅力。伴随经济转型和资本市场建设，互联网类公司仍会带来惊喜。

改革牛起步。国企改革正在由点到面,反映到股市上,中国石化今年来涨幅已经超过25%是个信号,未来改革带动的市值大象穷则思变还在发酵中。

周期牛没谱。真正的周期牛市需要经济复苏，传统周期类如煤炭、水泥、工程机械类公司，如果不寻求转变,很难期待股价上有所表现,这也是未来可能的牛市区别于过去的一点。

长期看,利率下行、改革和转型推进有可能催生结构性的改革牛市，但短期风险是否已经消除，仍需验证。如果经济增长软着陆，系统性风险消除,市场大概率底部探明。如果经济增长需要明显下台阶，寻找新的平台,股市很可能需要再跌一波寻找新平台。这也是目前市场的分歧所在,地产的量价变化是最重要的跟踪指标。我们更倾向于前者。

9月A股继续整理 个股机会仍存

桂浩明

8月,上证指数月线虽然还是以上涨报收,但前强后弱,成交量呈现由大变小格局，还是令人感觉这条月阳线的含金量并不足。截至8月，沪市月K线已经四连阳了,能否出现五连阳,这是投资者关心的。

表面来看,8月股市只是最后一周走得比较弱，而这又与新股密集发行有关。的确,在8月底的这轮新股发行时，单一账户满格申购需要180万元以上的资金，有人估计全市场冻结资金超过10000亿元,这大大超过了7月发行新股时的水平，因而导致回购利率飙升,股市下挫。诚然,这是有道理的，但却并非此间股市下跌根本原因。其实,这次大盘的调整,在8月初就已经开始了。股指期货的当月合约在8月4日见顶,上证50指数在8月5日创出本轮反弹新高后回落。这以后,尽管沪深综合指数还是有所上行,但主要是中小市值品种拉动所致。譬如创业板综合指数在8月的倒数第二周还创出了历史新高。与此同时,作为本轮反弹行情中率先启动、并且拉动股指急涨200点的大盘蓝筹股,却已经呈现出了较为明显的颓势。

这一点，在成交量的变化上也表现得较为突出。尽管两市成交金额总体还保持在一个相对高位,但基本上逐日减少。到了8月末，两市合计的日成交金额已经只有2000亿元出头,较月内的高峰减少了1/3以上。由于蓝筹股的下调以及成交量的减少都是在新股发行尚没有启动时就开始了，所以很容易得到的结论是：即便没有月底的新股集中发行，股市也是要下跌的。只是由于新股发行的规模比较大,有点超出预期,所以所构成的瞬间冲击较为明显。但新股发行所带来的扰动因素毕竟是暂时的，市场很快会回到原有的运行轨道之中。

这里要探讨的是，本轮行情的运行轨迹。7月行情起来时,人们对其原因的基本判断是实体经济好转、流动性松动以及沪港通行将开通带来外资入市的预期。现在回过头来再看，这些原因还是需要再加以思考的。譬如说,至少从7、8月的情况来看，实体经济的运行状况并不理想，经济增速过快下滑的风险仍然存在。而这两个月的信贷数据也显示,流动性还是比较紧张的。虽然央行已经两次采取措施试图引导利率下行，但其效果还没有真正显现出来。至于说到沪港通,7月份以来的行情实际上已经是第二波了。4月时的这一波仅持续了一天，显然当时市场对此并没有做好充分准备。而7月的这次是较为强势的，可反过来看却又有透支未来之嫌。很多人计算了沪港通实施以后会给沪市带来多少资金，却忽视了沪港通同样会将沪市的资金引入香港股市。来去之间,究竟会给沪市形成多少增量资金呢?而且,从香港股市最近的走势来看,驱动其上涨的主要板块是房地产和科技股，这种资金流向与我们习惯认识的所谓沪港通概念股是有差异的。也因为以上这些因素,可以说当初支持股市上涨的逻辑基础，现在已经遇到了很大的挑战。再说,股指月线四连阳以后，不调整也是不现实的。而且,这种调整不可能是很短暂的,需要有一定的时间和空间。

现在看来,调整已经开始。由于从技术形态来看行情似乎还没有走完，同时市场对于诸如改革等方面的预期也仍然强烈,因此,调整的空间会受到一定压缩。而这也是上周五新股发行压力稍有松动后，股指就迅速从2200点以下反弹到2217点的原因。因为此刻外围还是有不少等着逢低入场的资金。但问题在于,一方面这部分资金的规模有限,另一方面他们感兴趣的可能还是中小市值成长股,而非大盘蓝筹股。这就使得股指缺乏强劲上行的动力,只能维系一种以整理为主的格局。

此外,需要提及的还有,随着沪港通正式开通时间临近,市场对此事的反应会趋于复杂化。届时如果有人愿意发动第三波沪港通行情,那么大盘再上台阶也是有可能的。但这种情况出现的概率并不大。客观上,中国股市素有“利多出尽是利空”的认知,因此,的确需要担心在沪港通开通之际,相关板块会否出现一次调整。这其实也是9月行情运行中的一个比较大的不确定因素。为此,我们认为,虽然9月大盘以整理为主,但对于可能出现的调整,特别是在月底时出现调整,投资者还是要有所准备。

当然,行情整理并不意味着就没有个股与板块机会。去年股市全年就是整理，甚至可以说是弱势整理,但并不妨碍出现以创业板为代表的结构性行情。其实,今年的情况与去年有着极高的相似性,只是因为大盘股出现了一定的上涨,指数整体位置上了一个小台阶。另外,个股行情在原先已经十分火爆的基础上,强度有所降温,长度也有所缩短,但基本运行模式并未出现明显变化。

如果说在7月的时候由于大盘股的启动，人们一度认为大牛市来了,二八现象将取代结构性行情。相信在仔细分析了8月的市场格局后,绝大多数人还是会认识到,市场实际上还是在进行区间整理。大盘机会有限,而个股的财富效应仍然存在。

9月，随着阿里巴巴在美国上市,由此产生的辐射效应对境内的互联网概念会有比较大的影响,这方面的机会值得把握。另外,经济数据的有限变化以及央行政策可能的微调,也会在一定程度制约大盘。只是,这些都不太会改变市场波动趋窄、成交减少以及行情活跃度下降的基本特点。至于上证指数月线是否会有五连阳,其实已经不重要了,因为即便收阳,实体也不会大。

（作者单位:申银万国证券研究所）

机构视点 Viewpoints

资金紧张洪峰已过 主板将跑赢创业板

瑞银证券研究所: 从上周四到本周一,共有9只新股连续网上发行。我们之前预计，这将冻结约1万亿元的场内市场资金。上周,公开市场操作净投放只有450亿元，加上600亿元国库定存招标，也远低于当前时点市场的资金需求。故上周四交易所资金价格大幅飙升，隔夜回购利率(GC001)盘中冲高至50.5%,收盘为45.2%;两天回购利率（GC002）盘中冲高至97%,收盘为19.8%。

新股发行叠加月末效应，使得交易所与银行间市场短期资金利率急速上升，加剧了投资者对资金面抽紧的忧虑。我们判断,未来1~2个交易日之后,资金价格将回归至正常水平。随着本周新股冻结资金的逐步解冻和月末时点结束，货币市场的隔夜和7天质押回购利率将回落至3%~4%的正常水平。当前的资金利率急速上升仅为短期现象，投资者不必过度担忧钱荒会重演。

我们估算,7月初以来超过1600亿元的资金加仓股票,它们将为指数提供一定的支撑。尽管未来3个月资金流入规模可能有限,但市场可能难以出现大幅调整。我们仍然认为主板市场能够跑赢创业板。

短期冲击不宜夸大

民生证券研究所: 近期,A股市场出现大小股票齐跌的现象。面对经济、货币、市场流动性和深港通等消息的纷扰,我们建议：以三个不变一个调整把握甲午金秋。1,坚持“市场指数空间有限”的大势判断不变。2,坚持“周期谨慎,看多消费成长”的中期观点不变。3,坚持“三大追尾”的配置策略不变。按市值大中小,以中小票为宜;按产业链上中下,看好中下游;按股票发行早中晚,次新股后浪推前浪。4,于成长板块的短期调整中抓住“莺歌燕舞”的最佳买入时点。

我们判断，此轮调整原因有三:1,经济下行压力和货币流动性担忧持续升温。8月前两周四大行存款负增长近5300亿元，新增信贷规模仅560亿元,加之上周二央行正回购100亿元,进一步加剧了市场的悲观预期。2,市场流动性遭遇新股发行和新三板的双重利空夹击。从8月27日~9月1日,共有11只新股申购,累计冻结资金预计将超万亿;新三板8月25日业绩首秀,成绩亮丽,43家挂牌企业超8成收涨，新三板平均市盈率仅22倍远低于创业板市场60倍市盈率。3,深港通或将报批的传闻也对创业板形成一定打压。

不过,我们认为,上述三大因素对市场,特别是成长板块仅有短期、脉冲式影响,不宜夸大。1,经济以稳为主,货币定向宽松不会发生根本性改变。2,新股发行对市场流动性的影响已经有所淡化,如7月31日~8月8日共10只新股上市,却未对创业板形成有效打压。3,新三板因做市商及个人投资门槛(500万元)等制度安排,短期内不会对股市场内资金形成明显挤压。4,从沪港通对创业板的影响看,更多表现在相对收益而非绝对收益上,在四中全会改革及转型加速的预期下,创业板的调整有限。

（万鹏 整理）

财苑社区 MicroBlog

警惕行情重走回头路

刘思山（容维投资分析师）: 本轮行情启动于7月下旬，以沪港通为导火索,以外资为发动者,以大盘蓝筹股为重点。但8月特别是8月下旬以后,行情发生了很大的变化:新气象越来越少,旧东西越来越多,似有走回头路的危险。

近期大盘有三个特点很突出:一是大指数涨幅趋小，小指数涨幅趋大。二是大盘蓝筹股趋弱,小盘题材股趋强。三是成交量逐渐萎缩,显示增量资金入市减缓或停滞，存量资金博弈重新抬头。

市场各方对本轮行情期望很高,原因是行情是在全面深化改革、经济新常态、沪港通的背景下产生的，理应有较大级别的上涨和较强持续性。但大盘短期的走势却很不乐观,让投资者担忧。

申购资金解冻 A股行情回暖

福明（网友）: 上周五是8月的最后一个交易日，上证指数虽然周线收阴,但月线再收阳,出现罕见的月线四连阳。创业板综指8月份也创出了历史新高，上周虽然有所调整,仍保持了强势格局。

本周,大盘有望震荡走强。首先大盘如果是强势调整,已经基本到位。近两日的低点2193点回调到2180点附近的前期楔形底部,加之30日均线的支撑,技术上已经有回升的机会。其次,半年报全部披露完毕,业绩差不再是问题。最后,新股申购周一结束,周二申购资金开始逐步解冻。

（万鹏 整理）

以上内容摘自财苑社区（cy.stcn.com）