

## 政策留有后手 加杠杆方向未变

严晓鸥

周三两市股指继续震荡上行,但个股涨少跌多。两市量能放大至9000亿元水平。与市场二八格局相呼应,申万一级行业指数绝大多数下跌,但银行、非银金融和交通运输板块分别上涨6.99%、3.70%和1.65%,带动指数涨幅逾1%。

两市放量震荡,个股涨少跌多,二八格局进一步强化。我们认为,政策利好仍是当前行情主要推手,后市股指有望震荡上行,相关热点可逢低关注。

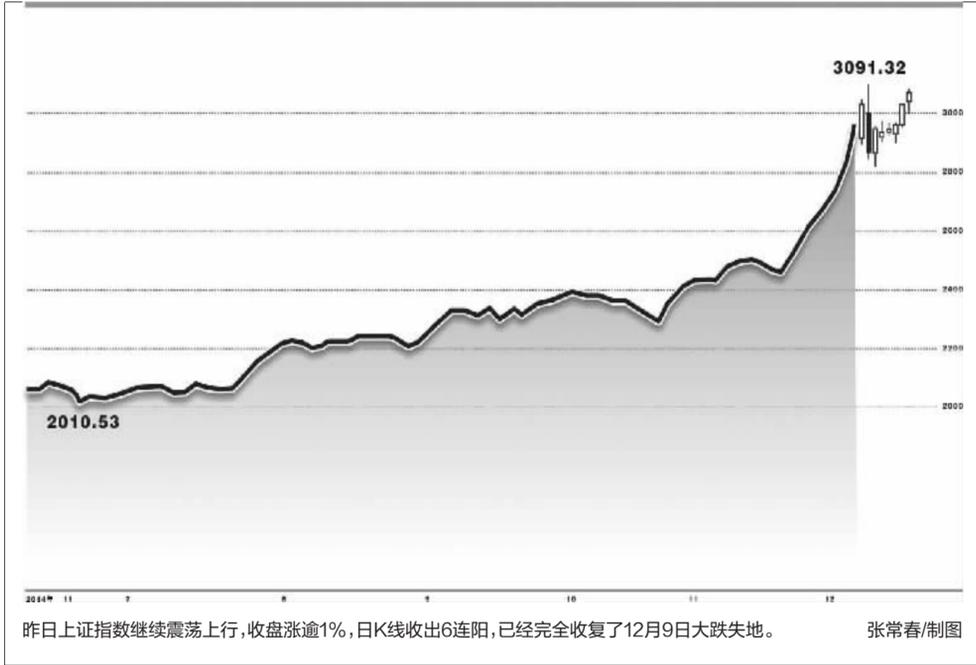
我们一直坚持这一轮行情的核心逻辑在于政策面和资金面。就政策面看,此前随着管理层提示股市风险、停放债市新杠杆、检查两融业务,再到重提注册制等消息,使我们对于政策加杠杆的大方向出现松动有所担忧。但就周三关于取消银行存贷比考核以及放松券商风控指标等消息看,管理层促进大金融体系加杠杆以支持实体经济的宽松逻辑依旧成立,而此前的监管更多地是针对释放流动性情况下,投资者过度不理性追逐财富效应所可能引发的社会动荡问题的提前疏导。

我们认为,后续针对大金融板块的政策仍将陆续出台,尤其是证券法的修订方面值得期待,包括券商加大杠杆、提升全方位金融功能等,而金融权重表现也使得我们对于股指的走势不悲观。

就资金面看,本轮行情境内资金是比境外资金更为重要的推动力。在这轮7月份开始的行情加速确认过程中,不乏RQFII-ETF申购量持续缩减、外汇占款持续走低的现象,但两市成交额与股指的上涨态势却并没有被扼制。究其原因,主要还是随着实体经济的下滑和房地产板块的高增长不再,A股市场在大类资产中的配置地位上升引发境内增量资金加速进入市场。而且,新增资金的杠杆属性明显,这从融资融券余额的攀升角度、房地产抵押融资量的增加及分级基金B任性的走势中不难感受到。资金加杠杆”属性对于行情的助燃作用明显,但成飞集成的走势也提醒投资者别忘记股价倒戈后融资盘的助跌效应。

此外,近期还存在新股集中申购和年末银行揽存等因素对于资金面的不利影响。总的来看,市场表现仍然较强,包括大金融、自贸区、国企改革和一带一路等政策仍在持续推定,为市场提供了持续的可操作热点。政策手段仍未到达天花板,相关热点可逢低参与。

技术面看,上证综指3000点的整数关口和2011年4月阶段性高点3067点有一定压制作用,股指3000点一线仍有震荡拉锯。但市场表现较强,且政策留有后手,后续股指仍有望



震荡上行。中长期我们仍看好新领导班子和工业4.0背景下我国结构性产

业弯道超车的机会,并购重组和政策红利板块有望阶段性轮番表现,但要注意

市场表现回归经济基本面过程中的风险。(作者单位:申银万国证券研究所)

## “一九现象”并非股市福音

证券时报记者 汤亚平

一段时间以来,金融股“一”股独大,集体起舞,而其他板块让广大普通投资者不知所措,形成了一个很明显的“一九现象”。究其原因,在目前金融类股票占较大权重的情况下,由券商股、银行股超预期带动起来的指数上涨,使得大盘看起来更为强劲。

A股历史上,曾有“二八现象”的说法,就是说股市中仅有两成的股票在主力资金的推动下表现出色,而其他八成的股票则没有起色。最近一段时间以来,经过融资融券、沪港通实施后,市场又把“二八现象”升级为“一九现象”,即主力资金的视野集中在10%的股票上,另外九成股票乏人关注。数据显示,金融板块成为A股“吸金”大王。昨日金融板块成交金额为531.7亿元,仅次于12月5日的535.9亿元和12月9日的662.3亿元。其中16家券商股在225只金融股中的“吸金”占比约1/3。

有投资者问:“一九现象”能说是牛市吗?事实上,“一”股上涨是以“九”股的下跌为代价的,并且当“一”股下跌时,许多投资者看成是介入良机,更加速“九”股的“挤出效应”。“一九现象”客观上是对广大中小投资者,尤其是长线投资者权益的损害。

以国际视野看,上世纪80年代,日本和中国台湾地区也都曾经出现过蓝筹股泡沫。据Thomson Financial的统计数据,日本股市在1986年一度取代美国成为全球最大的股票市场。当时,是一系列因素共同促成了日本和中国台湾股市的急剧上涨:高储蓄率、高杠杆率和有限的投资渠道等,而所有这些因素在今天的中国可以说是一个不缺。

从国内市场看,早在2003年市场出现“二八现象”之时,基金以及不少市场人士一再以“价值投资”、“理性投资”加以粉饰。可是,2004年4月上证指数从1783点到1376点连续单边下跌11周,跟风买进基金“看中的”“二”股者全部被套。

与A股脱缰狂奔又板块撕裂的“一九

现象”相对应,因创新试点而引发的洗牌也将导致券商面临苦乐不均的局面。殊不知,符合券商创新试点硬性要求的综合类券商只有中信证券、海通证券等12家,只占100余家综合类券商的一成左右。券商股成了稀缺资源。

目前市场对“一九现象”还有个更令人担忧的说法:“散户哀叹九死,游资青眼一生”。据了解,随着市场的活跃,不断有配资资金输入资本市场。高杠杆的配资公司实质是一个“一头寻找投资人、一头寻找出资人”的中介机构,其业务特有的高杠杆特点,足以引起券商、机构、股民的高度警惕。配资资金多年来游走法律灰色地带,目前仍处在“野蛮生长”的状态,更多依赖行业自律,这也引起很大争议。

现在看来,“一”股单纯看估值已经没有意义了,因为市场很明显地转变成资金推动型的市场。从目前两融余额规模和居民配置股权类资产的热情看,股市上的“一九”原理就是股市“一盈二平七亏”的最好注脚,也就是盈与不盈之比为1:9。

恶化时提出马上结束杠杆的要求。与上述最后一种杠杆相对应的是,银行在缺乏宏观信用支撑的情况下,其获得的存款可能在特定时点遭到挤兑,而最著名的例子就是中国香港市场在上世纪频频发生的银行挤兑潮,标志性事件为恒生银行在1965年将控股权出售给汇丰银行。

### 慎用金融类杠杆

与消费类杠杆对应的,则是金融类杠杆。这种杠杆是金融资产投资者最容易接触到,也最容易获得的杠杆,具体品种包括股票保证金融资、期货所提供的杠杆,一般生产型企业从银行获得的贷款等等。

可以看到,以上列出的金融类杠杆的共同点在于,当形势坏得超出想象时,杠杆的资金提供者会采取一种“落井下石”的行为,要求投资者追加保证金、抑或抵押品,否则就会不再提供杠杆,同时提出拍卖形势已经变得很糟糕的资产,以追回本金。

正是由于金融类杠杆这种“落井下石”的特性,导致大多数的价值投资大家很少使用金融类杠杆。这是因为,金融市场的波动幅度之大,往往会超出人们最狂野的预期。

举例来说,中国香港市场在上世纪60、70年代发生的银行挤兑,曾经导致恒生银行在一天之内损失1/6的存款。而上世纪90年代的香港房地产市场崩盘,则在两年左右的时间导致全港房价下跌70%,而回顾历史,此类规模的地产崩盘并不是第一次发生在香港历史上。

在最近的市场上,我们也看到俄罗斯股市下跌到仅有3倍左右的市盈率、0.3倍不到的市净率。而在A股市场,在2011年以前,又有谁会相信A股的银行板块会在净资产收益率仍保持在20%左右的时候,下降到4倍的市盈率呢?

由于金融市场在长期可能遭到投资者难以预料的价值波动,因此,金融类杠杆也就无形中放大投资者破产的风险,导致投资者可能在价值最终回归之前,在波动性的干扰下被迫清盘出局,从而与长期的价值回报无缘。

正由于此,我们才看到价值投资的大家很少使用大量的金融类杠杆,而多半倾向于使用适度的消费类杠杆,或者极少量的金融类杠杆,因为在金融市场上,长期的回报远比短期的精彩重要。要知道,不管是怎样的投资者,不管他曾经经历多少次暴富,但是他破产的次数只要一次就足以致命。

(作者单位:信达证券)

## 国泰君安提出明年五大交易策略

证券时报记者 梁雪 姜云起

昨日,在银行股带动下上证指数再涨1.31%达3061.02点,逼近前期高点。国泰君安分析师时伟翔表示,本次股市走牛类似上世纪90年代后期,即上涨逻辑依托改革预期。从技术上看,全A指数已突破8年平台,乐观者可以认为中国经济和股市已进入新的增长阶段。

回顾今年四季度的牛市,国泰君安认为,上涨的主要动力来自“新股改革”后保证金增加与“杠杆”信用账户增多。数据显示,6月份后普通投资者资金净流入呈不断上升趋势。尤其在行情启动后,新开信用账户户数增加明显,A股融资余额在7月初开始加速上升。截至本周二,A股融资余额已突破9600亿元大关,对股指上涨起到推波助澜的作用。

国泰君安粗略估计,目前营业部客户的保证金在1万亿元左右,融资融券信用账户的保证金也在1万亿元左右。两者之和已接近2007年最高峰时2.3万亿元的总量。杠杆交易的保证金换手率提高了一倍。两市成交额达到历史峰值的两倍。从历史经验来看,当成交量放

大到一定程度后,对股指继续上涨的压力是非常大的。”时伟翔说。

不过国泰君安认为,A股明年继续保持上涨仍是大概率事件。继11月央行宣布降息之后,市场普遍预期还会有多次降息或降准。旨在理顺金融资产价格的改革将推动无风险利率下行,由此带来的资金面宽松会助推股指上涨。

时伟翔称,参考日本与阿根廷两国,虽然过去几年其企业盈利不佳,但股市仍依靠宽松的货币政策持续走强。此外,在相似的宏观背景之下,上世纪70年代后期的日经指数也对上证指数将继续上涨的预测提供了佐证。

因此,从“资金驱动”的角度出发,国泰君安提出2015年牛市下的五大交易策略。首先是关注融资融券发出信号,跟踪当日融资买入额占比较大的股票。其次,关注低价、低估值的个股。这类股票在资金驱动的市场更容易获得市场的关注。第三,在融资额过高或过低的时候采取反向交易策略。第四,进行指数加分级化的投资。最后,紧盯财税金融、国企改革等宏观改革,把握主题化投资机会。

## 上海大智慧股份有限公司执行总裁洪榕:改革红利托起一轮牛市

本周券商、银行股再度疯涨,背后逻辑何在?后期还有哪些板块值得关注?上海大智慧股份有限公司执行总裁洪榕在做客证券时报网财经社区(Cy.stcn.com)时认为,本轮行情的启动和经济的关联不大,券商是牛市中的大龙头,这轮牛市得益于改革制度性红利推动,哪个领域变革力度大哪个行业板块就会比较强,金融领域、国企改革概念都属于这种类型。

财苑网友:券商股暴涨的逻辑何在?它们当前的估值合理吗?洪榕:估值需要动态地看,牛市中初期可以少关注估值。再说券商板块比较特殊,它们已经蜕变了,用过去的经验给他们估值不太合理。拿它们跟海外投行比较也不是很合理,因为我们的金融是分业经营的,而且又处于金融变革的大浪潮中。

券商是牛市中的大龙头,但牛市中板块轮动特征是很明显的。这轮牛市属改革制度性红利推动型,哪个领域变革力度大哪个行业板块就会比较强,金融领域、国企都属于这种类型。还有就是此次牛市还有恢复性上涨的特征,过去跌幅较大,目前涨幅不多的也会成为阶段性的热点龙头。

财苑网友:银行、券商等蓝筹板

块后期还会是A股上涨的主力吗?它们能带动指数涨到哪里?

洪榕:银行属重回牛市大部队,目前仍属恢复性上涨,但因为权重较大,对指数推动力大,容易引起关注。沪指冲上3000点,券商功不可没,冲4000点靠银行?我不知道,但券商不应该拖后腿。

财苑网友:2015年怎样抓住A股的主要矛盾?

洪榕:2015年和2014年主要矛盾还没有本质变化,还是处在改革红利释放阶段,在国内制度变革层面,一些制度变革的落地速度及初步效果会影响股市的走势。期间一些次要矛盾,比如国际环境变化(比如近期海外股市出现持续大的跌幅)如果出现极端情况会让A股阶段性承压。

财苑网友:明年还是以银行股和券商股为龙头引领大盘吗?

洪榕:个人认为,上海板块、国企改革、中字头的一些公司、互联网已及股市走牛带来的一些新型消费领域的股票都应该会阶段性引领大盘。

(黄剑波 整理)

(更多内容请访问http://cy.stcn.com)

## 价值投资者慎用金融类杠杆

陈嘉禾

在这一轮的牛市中,使用杠杆的投资者可谓出尽了风头。一些投资者使用融资赚得了几倍于市场的收益,也有投资者购买了杠杆型分级基金一时风头无两。

但是,在使用了杠杆之后,许多投资者还没有意识到杠杆之间是有很大区别的。比如消费类杠杆和金融类杠杆就有很大区别,而这种区别也会对投资带来影响。

### 消费类杠杆相对风险小

如果我们仔细观察金融史,就会发现许多价值投资大家,如巴菲特、李嘉诚等等,使用的大多是消费类杠杆。他们对金融类杠杆的使用非常小心谨慎,其审慎的态度远远超出内地投资者日常接触的范围。

让我们先来看一看这两种杠杆的区别。相对于消费类杠杆,金融类杠杆会对客户进行持续的风险评判,并在客户资产下跌、或者经营状况变差时要求客户追加本金,否则就会撤贷。反之,消费类杠杆则不会进行这种持续的评测行为。

事实上,消费类和金融类杠杆并非只集中在消费和金融领域,只是大多分别出现在以上两个领域。有一些金融领域的杠杆由于性质特殊,也可以被归属于消费类杠杆。举例来说,住房按揭贷款就属于典型的消费类贷款。

按照彼得·林奇在著作《彼得·林奇的成功投资》中举得例子,假设一个投资者付出20%首付购买了房子,那么即使房价之后立即下跌30%,只要投资者每月缴纳按揭款,银行就不会给投资者打电话说:“喂,你的房产剩余价值已经跌破警戒线,你明天要再缴纳10%的房款,否则我们会收回房子。”

这种特殊的性质使得在房地产具有投资价值时,使用按揭贷款买入房产变得非常有利。不过,当前国内租金回报率仅有2%左右的商品房市场很可能不在此列。

在按揭贷款之外,消费类杠杆还包括以下几种类型:个人信用贷款、消费贷款、汽车贷款等,保险公司收到的消费类保费所形成的杠杆,以及银行在由国家信用等宏观信用支撑的情况下收到的存款所构成的经营杠杆。

我们可以看到,以上杠杆的共同点都在于,杠杆的资金提供方不会在形势

■财苑社区 | MicroBlog |

### 不陪主力冲难关

福明(网友):长线看好A股,无可置疑,2015年还是一个火爆之年,也基本上得到共识。很久没画线了,因为我认为这是一波大牛市,怕画线太短视,会错判行情。但在沪指再次收复3000点之际,还是画了画中长线的支撑压力线,感觉短线存在较大的压力。

这个压力,类似2444点,或者说2500点,是属于历史性的。过与不过,它都存在。没过,就是重大压力,需要反复冲关,成功冲过了,那将变为支撑,甚至会激发新的买盘涌入,就像2500点成功冲关后引发的排山倒海指数行情。

在沪指K线图上,我们连接两个历史性的低点,一个是998点,一个是1664点,画一根直线,延伸到目前为止。这根线代表的是2005年998点启动的行情,暴涨到6124点后,又回到2008年底的1664点,再

次启动后形成的上升趋势线。这根上升趋势线在2011年底被击破,2012年初的反弹行情没有收复这根线,之后大盘沉沦于这根趋势线之下。

目前这根上升趋势线处于3100点到3200点之间,12月9日上证指数猛攻到3091点戛然而止,或许是巧合,但从技术分析的角度来看,可以相信这是这根上升趋势线的压力起了作用。

既然画线了,就相信这根压力线的存在和重大压力。有两个思维要认清:一是这根压力线趋势是向上的;二是从牛市的角度来看,这根压力线一定会被突破。不过,在短线重大压力位没突破之前,想起一句股市老法师的话:不陪散户一起守关,不陪主力一起冲关。既然是牛市,冲过去了有的是机会。

(陈刚 整理)

以上内容摘自财苑社区(cy.stcn.com)