

A股反彈 只欠政策東風

奧運後 A 股走勢分析 (二之一)



主辦國奧運前後股市表現

A股今年以來表現如同一場噩夢：主要指數半年多跌幅近六成，居全球第一；基金上半年虧損一萬多億元（人民幣，下同）；平均每個股民帳戶虧11萬元以上。人人都在問，這一切要到什麼時候才能結束？從摩根大通發布報告稱內地政府將出一系列刺激經濟方案而引發八月二十日A股大漲反映，投資者極為期待政策的拯救。市場究竟需要什麼樣的政策來拯救？

本報記者 鄭旭榮

政策分為宏觀經濟政策和股市政策。從股市政策看，中國證監會一直強調治市而非救市，現實情況亦是如此，所以這方面的政策多以完善市場制度為主，特別是着力解決全流通情況下的限售股解禁問題，對此只有疏而不能堵，因此相關政策的效果難以立竿見影。到目前為止，市場也並不買證監會的賬，但相信這些點滴的制度完善政策逐漸積累與發酵定會收到好的效果，需要的只是時間。

相比較而言，市場目前更為關注宏觀經濟政策，該方面所涉及的資金巨大、影響面更廣，雖然並非直接針對股市，但能夠保證經濟穩定增長、企業盈利能力的提升，以及帶來流動性的寬鬆，這些對股市的刺激正是目前市場所需要的。

市場出現周五上升現象

隨著央行放寬信貸額度、財政部增加對中小企業財政的支持等宏調措施陸續出台，市場對其的期待越來越濃烈。從最近情況看，每到周五A股就會出現上漲，因為投資者憧憬管理層會習慣性地在周末出利好消息，如果沒有兌現周一股市則重返跌勢。

近期到北京拜訪了一些官員和決策專家，聽取了關於宏觀經濟分析師李勇勇介紹，從談話中，感受到了國家對轉型和增長的關係的重新認識，以及國家推進經濟轉型的決心。除了推進要素價格改革之外，政策將集中體現在增值稅改革、發展服務業和擴大消費三個方面，這些政策的變化值得高度關注。

從各方面情況看，估計這些變化有望在十月份左右明朗，因為十月份召開十七屆三中全會，十一月份召開中央經濟工作會議。同時，通脹壓力能否有效減輕、經濟增長是否進一步滑落到八月份數據公布後才會明朗，三季度末是放鬆宏觀緊縮、促進經濟平穩較快增長、大力推進經濟改革的較佳時機。

宏觀經濟在加速下滑

但不得不注意的是，政策預期有較大的不確定性，時間先後、政策組合以及實施順序都將對市場運行產生較大的影響。從目前情況看，市場仍在等待三個方面負面因素的釋放：首先，宏觀風險的充分釋放。近期稅收增收大幅回落，鋼鐵價格迅速回落，房地產價格出現鬆動無不顯示目前宏觀經濟正在加速下滑。在這樣的情形下，即使政府出台一定經濟刺激措施，如果力度不夠，將無法改變經濟回落的趨勢。

其次，市場政策風險的釋放，短期內沒有切實的政策出台和管理層人事變動的傳言導致市場的不確定性增強；再次，資金和估值風險的釋放，博短期反彈的投機資金和熱錢的撤離，以及限售股二次發售可能加速限售股的賣出，這都對資金面產生壓力。

因此，三季度末是一個較為重要的時間窗口。越接近九月底，投資者對十至十一月政策變化的預期將越強烈。如果三季度經濟數據、八月工業企業數據和三季度上市公司業績差，政策放鬆的可能性越大，市場四季度階段性反彈的概率也越大。

市場階段底部漸形成

對於反彈時機的把握，國泰君安宏觀策略分析師翟鵬提出未來市場可能有兩種路徑：一、在熱錢撤離，市場政策預期落空、宏觀經濟惡化和奧運結束的情況下，市場在未來一至兩個月繼續趨勢性下跌，以至出現超跌。

在這種情景下，即使基本面沒有重大好轉，也會出現超跌反彈，如果宏觀政策出現較大放鬆，則反彈力度較大；二、未來一至二個月，市場在對宏觀政策放鬆的信心支持下進入弱勢震盪，底部不超過2245點，高點不超過2600點，短期投機者和熱錢撤離但基金和其他長線投資者入市建倉。市場階段底部逐漸形成，隨着宏觀政策的放鬆，市場對未來的宏觀經濟預期發生改變，構成反彈。

但也要注意，不要對近期市場所傳的4000億元財政刺激方案抱有幻想，因為不僅今年的財政收入增速在下降，明年增速能保持15%到20%就已相當不錯。即使有短期政策，既不可能對經濟周期產生影響，也不可能逆轉弱市。

綜上所述，在目前A股的市盈率，特別是市淨率還沒有跌到歷史最低點，經濟轉型還沒有成功之前，即使近幾個月出現政策方面的積極因素，股市出現的更可能只是反彈而不是可持續性的反轉。從中長期看，股市的好轉最終取決於基本面，即估值的合理和流動性的寬鬆。

	奧運舉行時間	奧運前		
		一年	半年	三個月
日本東京	1964	-8.2%	1.9%	-8%
墨西哥墨西哥城	1968	NA	NA	NA
德國慕尼黑	1972	12.1%	6%	0.2%
加拿大蒙特利爾	1976	-3.2%	2.9%	-0.2%
蘇聯莫斯科	1980	NA	NA	NA
美國洛杉磯	1984	-8.4%	-7.8%	-5.4%
韓國漢城(首爾)	1988	34.8%	6.3%	-5.2%
西班牙巴塞隆拿	1992	-16.8%	-16.2%	-16.8%
美國阿特蘭大	1996	15.9%	4.4%	-1%
澳洲悉尼	2000	16.3%	5.4%	6.3%
希臘雅典	2004	4.8%	-8.4%	-9.8%
中國北京	2008	-44.1%	-43.4%	-28.7%

	奧運期間	奧運後		
		三個月	半年	一年
日本東京	-1.8%	4.4%	-6.2%	2.7%
墨西哥墨西哥城	NA	NA	NA	NA
德國慕尼黑	1.6%	-5.8%	-4.4%	-22.5%
加拿大蒙特利爾	-1.1%	-4.3%	-5.7%	-2.1%
蘇聯莫斯科	NA	NA	NA	NA
美國洛杉磯	9.4%	1.2%	9.2%	13.4%
韓國漢城(首爾)	0.9%	33.9%	48.1%	39.1%
西班牙巴塞隆拿	1.7%	-6.9%	13.8%	30.8%
美國阿特蘭大	3.7%	10.4%	19.3%	41%
澳洲悉尼	-0.9%	-2.8%	-4.6%	-6.1%
希臘雅典	2.9%	15.0%	35.2%	38.7%
中國北京	-7.7%	NA	NA	NA

資料來源：摩根士丹利



股民在奧運期間邊看比賽，邊看股價 (資料圖片)

A股可流通股今明年供應量大增

日期	總發行量 (億股)	總流通股 (億股)	流通佔比
06年12月	12620.93	3201.41	25.37%
07年12月	16838.81	4668.09	27.72%
08年5月	17216.38	5233.01	30.40%
09年5月	17216.38	7035.01	40.86%
09年7月	17216.38	9009.01	52.335%
09年12月	17216.38	12756.01	74.09%

尚福林：強化制度建設



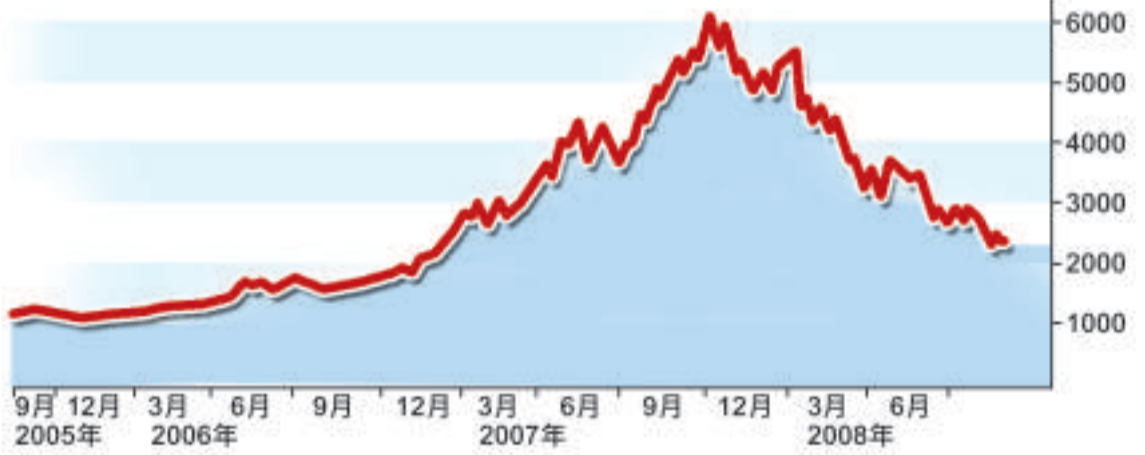
尚福林撰文指出，證監會今後的工作要推進資本市場穩定健康發展 (資料圖片)

投資者期望政府能趕快救市，但站在管理者的角度來看，如何才是真正的救市？中國證監會主席尚福林撰文指出，今後的工作要統籌兼顧推進資本市場穩定健康發展，並為此提出六點措施。其中，第一項就是要堅持遠近結合、統籌兼顧，繼續強化基礎性制度建設。要始終堅持市場化改革方向，充分認識實現資本市場穩定健康發展任務的長期性、艱巨性和複雜性，以更大的決心和力度深化資本市場各項改革，以改革促發展，在發展中解決問題。

由此看來，政府並無短線的救市政策，有的是長期性的制度建設來救市。

這篇文章為《統籌兼顧推進資本市場穩定健康發展》的文章刊發在昨日出版的《中國金融》上，除了第一項措施外，第二，要進一步完善應急預案和應急準備，加強部門會商和協調，形成合力，確保資本市場安全穩定運行；第三，穩步推進改革創新，不斷拓展市場深度和廣度。完善新股定價制度，進一步發揮市場化定價機制作用；第四，強化市場法治，進一步改進和加強監管；第五，營造良好輿論環境；第六，強化反腐倡廉教育，加強幹部隊伍建設。

上海綜合指數近年走勢



大摩料奧運後股市反彈

摩根士丹利最近發布的一份研究報告相信，在通脹溫和、政策放寬、價值吸引及潛在的資金流入的原因下，內地及香港股市在北京奧運會結束後將錄得反彈。該行建議買入銀行股、受惠價格調整的能源及公用股、受惠低通脹及放寬財政政策的消費相關類股份。

摩根士丹利的分析指出，過去奧運會的主辦國家在奧運會結束後，其證券市場普遍都表現強勁。隨着內地通脹回落、政策有望放寬及價值吸引，MSCI中國指數（摩根士丹利為A股市場編制的第一個指數）和港股將錄得強勁反彈。該行估計內地至第四季度，非食品的通脹為3%、燃油價格將進一步升10%，今年底時的總體通脹將按年回落至僅增長1.9%，並會在明年轉為負數。

低通脹情況將容許政策進一步寬鬆，包括放寬信貸、放慢人民幣升值步伐、提高市區低收入家庭及農民的補貼、調高個人所得稅的門檻、將增值稅由製造層面轉移至消費層面。同時，低通脹也能令證券市場取得實質性重估。

報告指出，對MSCI中國指數的三個考慮包括A股市場下挫的影響；由控制價格帶來被壓抑的通脹及

原材料成本壓力對盈利的影響。首先，近期A股市場下跌已將AH股的溢價收窄至紀錄性低位的17.5%。將為內地開放兩個市場的資金流動提供機會。雖然市場憂慮內地進一步開放資源類產品價格將加劇通脹，但該行的分析顯示，若第四季將汽油價格調10%，將令有關價格升至美國水平；而將電力價格上升12%，將有助紓緩電力企業的緊張狀況。



內地股市已由高位大幅回落 (資料圖片)

發改委研究員：對「大小非」徵暴利稅

國家發改委經濟研究所研究員李琨表示，目前股市的問題主要是制度因素引起的，不是憑市場運行之力能夠解決的，也不是僅僅靠投入資金所能救的。因為暫時買賣的均衡並不能改變大小非的減持套利衝動，也就很難改變市場的趨勢。他呼籲，盡快建立規範的大宗交易平台和對大小非徵收暴利稅，應是推進股票市場健康發展的有力舉措。

人民日報昨日引述李琨的話稱，目前，大小非解禁對市場的衝擊使投資者信心受到很大損傷，股市因此出現非理性運行，由此帶來的問題需要引起高度重視：一是市場公信力受到挑戰；二是居民消費升級和產業結構升級的步伐可能延緩；三是在中國經濟已融

入全球化進程和資本全球化的背景下，股市下跌不僅僅是投資者的損失，更關係國家總體利益。

他認為，通過徵收暴利稅搭建兩類股票在不同市場之間的轉換流通渠道。大小非所持股份要進入二級流通市場，必須經過登記程序，就像高速公路要設收費關卡，暴利稅就起到這樣一個關卡的作用。徵稅可以提高大小非的減持成本，間接地縮小大小非所持股票與流通股在含金量上的差別。暴利稅的稅率原則上宜高不宜低，以讓大小非感到減持不如分享紅利划算為宜。此外，已經減持的，不論發生在何時均應悉數追繳，不留政策漏洞。