

# 大关之前必有反复

□金学伟

对供求形势的严峻程度以及大小非、限售股的影响，管理层有一个逐渐认识的过程。最开始强调的是“全流通不等于全卖出”，“解禁不等于减持”。但随着股票市场的不断下跌和市场呼声的日益高涨，管理层开始对这个问题有了一定认识。但由于种种原因，或许是不想让这个问题对市场造成过大心理压力，产生过于不良的心理预期，因此在公开场合下，对这个问题总是淡化处置，强调最多的是减持数量不大，大小非和限售股解禁乃至股权转让不是股市下跌的主要原因之一。直到近一个多月来，尤其是奥运期间股市的大幅下跌，这个问题终于从原来的“忽略级”，提高到了“重视级”。在近一个多月来，我们可以看出管理层在对待这个问题上的基本取向和基本态度。

一、在大小非问题上，管理层坚持2条底线。一条是股改限售股的上市流通是股改时承诺的，属于契约行为，在这个问题上不能再做任何实质性更改，诸如延长禁售期等。如有相关的延长禁售期承诺，属于大小非股东的自愿行为，而非政策性要求。一条是坚持将股改前大小非与股改后大小非划清界限，明确表示股改后上市股票不属于大小非范畴。理由同样简单：新老划断后上市股票属于全流通股，这是有言在先的，因此也不能再做更改。

二、不仅如此，在上周颁布的沪深交易所新版《股票上市规则》中，还对涉及首次公开发行中有关持股权的股份流通限制规定作了更改：在发行人刊登首次公开发行股票招股说明书前12个月内以增资扩股方

式认购股份的持有人，原来要求其承诺不予转让的期限由36个月缩短到12个月。这也就意味着今后这部分新股的小非在股票上市以后的锁定期从过去的三年缩短到了一年。

三、在此基础上，采取了一系列有助于缓解供求状况的措施，如放慢融资与再融资速度；规定企业再融资的，其分红比例不得少于利润的30%；推出可交换债券等。

把这三个东西放在一起，我们可以清楚地看出管理层在这个问题上的基本取向：

首先，坚定不移地推行全流通，是本届管理层既定方针，哪怕市场会为此而付出代价。

而且为缩短痛苦周期，使中国股市尽快见底企稳，争取时间做更多的事，全流通的周期还要缩短，而不是市场希望的延长。然后，在此基础上，采取一些点点滴滴的措施，寄望于这些细小措施的集群效应，来适当地缓解全流通给市场造成的冲击和痛苦。这是中国股市目前所面临的基本状况，是最大的大局。这种状况在可预见的时间内恐怕不会改变。

在这样的背景下，股市结束调整的唯一前提是无人再愿意卖出。在这种情况下才会出现无人再愿意卖出呢？

一个是股票已具有绝对投资价值，比如平均净资产倍率接近1.2倍，至少在1.5倍以下；通过分红派息，投资者可获得不低于国债投资的收益率；在社会资产价格不会发生下跌的背景下，股价低于公司资产重置价格；在公司利润增长确定的前提下，以10年为投资周期，10年内公司所创造的利润总额超过当前股价的2倍以上，也就是10年期的复合投资回报率超过8%（我国过去十多年社会资本平均收益率超

过8%）。

一个是股票仍未到达具有绝对价值水平，但已具有相当合理的相对投资价值，而宏观经济形势以及公司增长前景出现积极变化，使人们对未来的预期发生重大改变。目前的沪深股市正处在这样的阶段。而种种迹象表明，年内将召开的相关经济工作会议很可能对我国宏观经济政策作出一些积极的调整。尤其是11月份将召开的17届3中全会，很可能会成为我国改革开放30年的又一个重要里程碑，在政治、经济领域里吹起一股清新的风，从而改变人们的预期，改善股市的宏观大环境。

从技术层面说，回顾过去的两轮调整，我们可以看到：1997年5月1510点的调整，跌到1025点告一段落，这段调整按正常月份来算，历时4个月；2001年6月2245点调整，跌到1339点告一段落，这段调整按正常月份来算，历时7个月。我们知道，4.7.11.18……是与3.5.8.13……的斐波那契数列并存的鲁卡斯数列。而本月底是6124点下跌的第11个月，存在着市场转向的周期性条件。

如果按笔者常用的月份（即每月的19日为一个交易月的开始，到下月的18日为一个交易月的结束）计算，则1510点—1025点历时5个月；2245点—1339点历时8个月；按斐波那契数列，下一个应为13。而从6124点开始，第13个月为今年11月。

无论是11个月，还是13个月，借助于整数效应以及众多技术点位的支撑，笔者认为，在2000点附近都会出现一定程度的反弹。

（我国过去十多年社会资本平均收益率超

# 四重力量打气 市场酝酿转机

□中证投资 徐辉

本周以来，资本市场可谓“屋漏偏逢连夜雨”。那边雷曼兄弟成为欧美股市新的下跌引擎，而这边万科松山湖会议纪要的传闻，则又引发了国内地产股和香港内房股的大幅回落，本周A股地产指数下跌了11.79%，而沪综指则下跌了5.57%。A股市场目前市盈率已经回落到了16.9倍的水平，已经低于2005年市场在千点左右时的市盈率。

当然，市场也不乏正面积极的因素：首先是美国财政部接管了“两房”，而人们预期美国政府将进一步对雷曼兄弟的问题探求解决之道。这对于国际金融市场的稳定具有非常重要的意义；其次，近期上市公司大股东纷纷增持A股，表明部分金融资产的吸引人已经开始显著大于实业资产。尽管目前A股依然低迷，但笔者相信，没有反应不代表不会反应，市场转机正在酝酿之中。

## 四重因素有利 A股企稳

首先，国际油价持续回落，减轻中国经济发展压力。周四原油期货价格勉强收在100美元之上，仅仅因飓风艾克逼近墨西哥湾才得以没有出现更大跌幅。这一价格较7月中旬创出的纪录高点下跌32%。油价下跌的原因是美国和欧洲的需求减弱，同时美元兑欧元快速走高。从各方面的情况来看，这两大主导油价下跌的因素仍在发挥作用，有理由相信油价有望保持调整态势。

其次，PPI存在见顶可能。食品价格继续下行空间有限，中国居民消费价格指数(CPI)未来存在反弹可能。而考虑到商务部生产资料价格开始环比下跌，以及经济下滑

所带来的总需求疲软，工业品出厂价格(PPI)很可能暂见顶。分析师普遍认为，中国的通胀前景已经较为光明，虽然当月PPI涨幅达10.1%，仍居于高位，但在全球能源及原材料价格走跌的背景下问题并不大。

## 低估价格吸引产业资本关注

三是低估的市场已经引发产业资本的关注。近期市场惊现多年未见的大股东增持A股。在上周有8家公司大股东增持了自家股票，而本周我们继续看到多家上市公司大股东在二级市场增持股票。

大股东或者上市公司对A股进行增持是最近五到十年来非常罕见的事件，因为在以往，A股被认为仅仅是交易的标的，A股股票就是“赌场”中的一个筹码；但现在产业资本开始对股票有非常浓厚的兴趣，至少说明股票的吸引力已经对产业资本产生了很大的诱惑力。当然，我们可以看到上市公司的高管和大股东增持的公司不是所有公司都增持的，我们注意到主要集中在业务发展前景比较好、公司估值比较低这几块上，这说明其中也有一个结构性的问题。

四是产业资本对金融资本的渗透不仅表现在A股市场，H股市场（可口可乐收购汇源）、B股市场（丽珠B股回购事件）也频频发生，这些现象表明低估并非只发生在A股市场，整个中国股票市场都存在显著的结构性低估问题，这才会吸引产业资本从不同的角度进军金融市场。

目前部分主要A股价格已显著低于H股。近期一个代表性的案例是万科市值显著低于中海。它说明的是，不是中海太高，就是万科太低；它甚至可以进一步演绎成为：不是A股太低，就是港股太高。以本周

一的价格计算，万科以A股股价计算的市值为人民币666.6亿元，中国海外以H股股价计算的市值为人民币746.73亿元。在中国地产界，万科显然要比中海规模更大、利润更高、发展潜力更强；所以无论从哪个角度来看，万科市值都应该明显高于中海。这也说明为什么产业资本开始尝试大举买入股票。

## 猜底不如逢低布局

目前沪综指已经下跌到2114.5点，回顾市场从6124点到目前的2114点，绝对指数的跌幅已经达到4000点。我们统计了世界股市有史以来的跌幅排行，注意到沪综指去年10月以来的下跌已经名列在世界股市历史跌幅史的第7位，排在第一位的是1929年美国股市。一般来讲，像这样的巨幅回落，进入60%—70%的跌幅之后，可以预见的是市场进一步回落的空间已经非常小了，这是第一个判断。但是你如果希望能够判断出市场的底在哪里，这又是非常难的事情，而且谁也做不到。

纵观市场各方的判断，一般认为2000点可能是底部的区域，也有观点认为在1800点附近是底部区域，或者更悲观地认为1600点是底部区域。事实上判断的意义并不是特别大，它只是给你提供了资金配置的依据，比如你目前仍有50%的现金，如果2000点你可以把现金和股票的比例进一步分配到6:4.6成的股票，4成的现金；如果到1800点，你可以7成的股票，3成的现金。所以投资者可以根据自己对市场的判断，然后来调节资金的安排。这样来看，与其去判断短期底部在哪里，不如先布好局等待市场自己找底。

丹化科技(600844)本周上涨20.70%，列沪深两市涨幅榜第二，其中周四周五两个交易日涨停，周五报收14.87元。

基本面，公司周三公布股东大会的决议，通过了非公开发行股份的议案。根据早前公告，

公司定向增发不超过6000万股，发行价不低于18.50元，募集资金不超过11亿元，其中10.1亿元用于直接增资通辽金煤，

其后公司将持有通辽金煤51%的股权。通辽金煤的主要业务为乙二醇，项目首期设计产能为年产20万吨，项目总投资约21亿元。由于通辽的煤化工基地能获得丰富而又廉价的褐煤资源，具有发展煤化工的先决条件，同时通辽也具备水资源等条件，公司将通过增发参与世界上首个以褐煤为原料生产乙二醇的项目。

丹化科技(600844)本周上涨20.70%，列沪深两市涨幅榜第二，其中周四周五两个交易日涨停，周五报收14.87元。

基本面，公司周三公布股东大会的决议，通过了非公开发行股份的议案。根据早前公告，公司定向增发不超过6000万股，发行价不低于18.50元，募集资金不超过11亿元，其中10.1亿元用于直接增资通辽金煤，其后公司将持有通辽金煤51%的股权。通辽金煤的主要业务为乙二醇，项目首期设计产能为年产20万吨，项目总投资约21亿元。由于通辽的煤化工基地能获得丰富而又廉价的褐煤资源，具有发展煤化工的先决条件，同时通辽也具备水资源等条件，公司将通过增发参与世界上首个以褐煤为原料生产乙二醇的项目。

丹化科技(600844)本周上涨20.70%，列沪深两市涨幅榜第二，其中周四周五两个交易日涨停，周五报收14.87元。

基本面，公司周三公布股东大会的决议，通过了非公开发行股份的议案。根据早前公告，

公司定向增发不超过6000万股，发行价不低于18.50元，募集资金不超过11亿元，其中10.1亿元用于直接增资通辽金煤，

其后公司将持有通辽金煤51%的股权。通辽金煤的主要业务为乙二醇，项目首期设计产能为年产20万吨，项目总投资约21亿元。由于通辽的煤化工基地能获得丰富而又廉价的褐煤资源，具有发展煤化工的先决条件，同时通辽也具备水资源等条件，公司将通过增发参与世界上首个以褐煤为原料生产乙二醇的项目。

丹化科技(600844)本周上涨20.70%，列沪深两市涨幅榜第二，其中周四周五两个交易日涨停，周五报收14.87元。

基本面，公司周三公布股东大会的决议，通过了非公开发行股份的议案。根据早前公告，

公司定向增发不超过6000万股，发行价不低于18.50元，募集资金不超过11亿元，其中10.1亿元用于直接增资通辽金煤，

</