

# 把握股价结构调整中的机会

## ——2003 年股市运行及下半年市场趋势分析

娄伟（海通证券研究所）

### 一. 2003 年下半年股市运行的基本环境分析

#### 1. 目前股市运行所处的阶段

宏观地考察目前股市所处的阶段，对于股市的中长线运行趋势的预测是非常重要的。

从宏观的层面考察，我国股市的运行背景环境正在发生着深刻的变化：1998 年以来，以证券投资基金为主的机构投资者获得了“超常规”的发展；在加入 WTO 前后，包括证券市场在内的我国经济体制正逐步全面地“与国际接轨”。就证券市场而言，其监管、运做乃至投资主体都正在全面对外开放，与国际接轨：投资理念的接轨、投资主体的接轨，势必最终导致市场运行特征的“接轨”。

从市场运行的角度看，如果对开始具有规模意义的 1996 年以来的股市运行进行了一个总体性的考察，可以得出总体的统计结论是，市场运行呈现以下三大特征：第一，市场波动幅度、成交量、换手率以及出现的“黑马”股逐年减小；第二，行情呈比较明显的“脉冲型”；第三，政策对行情的影响力递减。出现这三大特征的原因在于，在加入 WTO 背景下，我国股市正逐步进入机构主导的时代，股市正逐步走向成熟。**●市场进入“机构时代”，信息不对称显著减小**

以基金为代表的机构投资者对市场的影响力越来越大，正逐渐成为市场主导力量，对市场的深刻影响逐步显现。机构之间的博弈是“机构时代”的主流，随着上市公司信息披露制度的完善，信息不对称现象大幅减少，“好股票大家都知道”。

#### **●机构投资者逐步树立了价值投资理念**

从对基金持股的上市公司情况分析来看，证券投资基金在构建组合投资时，其选股的特征有以下几点：（1）业绩普遍较好；（2）总股本和流通股股本都显著比较大。结合对国外成熟市场的分析表明，我国证券投资基金的投资理念已大致与国际普遍的原则接轨。

#### **●机构投资运作模式的改变**

“庄股时代”中，“庄家”是市场的主流。而在机构投资时代，在价值投资理念的引导，以及持续加强的监管政策作用下，机构投资者的操作模式已经发生了很大的变化，“坐庄”模式已经成为历史。机构投资策略的改变不是偶然的，它表明了主力机构投资者的投资理念和投资策略都正在走向成熟，与国际接轨。

#### **●机构博弈与“囚徒困境”和流动性风险**

大量基金拥入为数不多的“好股票”，于是，众多基金机构之间的博弈必然地进入了“囚徒困境”：谁都想搭别人的便车，结果便是根本无“便车”可搭。他们对流动性的关注甚至已经超过了盈利性。

总体来说，2003 年的我国股市仍处于这个“转轨”的过程之中，这也就是当前我国股市所初的运行阶段。

## 2. 2003 年下半年宏观经济分析

### ●总体看，今年我国宏观经济运行态势非常良好

2003 年中国宏观经济走势将表现为“前高后低”，即上半年经济增长率高于下半年，预计全年经济增长率为 8%左右。

最近的统计数据显示，一季度我国 GDP 增长率高达 9.9%，4 月份依然达到 8.9%的增速，表明宏观经济发展态势强劲。下半年增速将有所回落，但无疑将能够完成 7%的增长计划。

### ●“非典”对实质经济只存在结构性的显著负面影响

近期的“非典”给国民经济的发展带来了一定的影响，但笔者认为对实质经济只存在结构性的显著负面影响，这种影响主要体现在两个方面：一是外资流入、QFII 进入股市的意愿和节奏；二是部分行业公司业绩无疑将受到显著的负面影响，因为“非典”可能转化为一个长期的不利因素，涉及的行业主要包括旅游（酒店）、航空运输、商业等。

但是，虽然现在对关于“非典”对我国经济发展的影响，下确切的结论还为时尚早，不过可以肯定的是，今年 GDP 增长 7%的目标仍是可以实现：根据我们的分析，“非典”至多影响 GDP 的 0.5-1 个百分点，而我们原来的预计是今年 GDP 将增长 8%以上。

我们知道，GDP 增长本来对我国股市的影响主要体现在信心方面，与股市运行并没有直接的关联性。因此，只要 GDP 的增长仍能保证信心的恢复，则股市运行仍将体现其自身的规律。

## 3. 2003 年下半年政策趋势分析：利好远大于利空

### ●人大、政协“两会”精神对市场的影响

如笔者之前的预料，虽然“两会”中并没有出台直接的“利好”政策，但其中也传递出一些有意义的信息：

成立国资委，管理有关国有股权。对证券市场上的资产重组、MBO 等有所影响，总体而言，影响是积极的、正面的；

成立银监会，分离中央银行原有的对商业银行的监管职能。对证券市场而言，积极的意义在于有利于商业银行的金融创新活动，银行资金有望合规进入股市；

新一届政府的“平民化色彩”和低调务实的风格，显示今年的政策将在解决“三农问题”、“弱势群体”问题方面，付出更多的精力和资源。就对股市的影响而言，不再存在“5.19”行情时的背景，因而不可能期望政策再度对股市的大规模干预——既不会有意“托市”，也不会贸然推出有关的重大政策，如国有股减持等的新政策。

### ●鼓励金融创新与新任证监会领导的政策导向

理解今年证券市场的政策面，最主要的有两点，一是去年 12 月周小川卸任证监会主席之前的讲话，二是新任证监会尚福林上任伊始时的有关讲话。

#### (1) 金融创新与银行资金合规入市

鼓励金融创新是今年政策的一个基调。去年 12 月周小川的讲话就透露出了这个精神。今年“两会”期间及其后，前任证监会主席、全国人大财经委副主任周正庆的讲话等，都认为应该打通资金在银行和证券市场之间的合法通道，并认为其条件正在逐步成熟。尽管近期（5 月 20 日左右）管理层对银证受托理财业务进行了一定程度的规范，但反过来看，这也反映出管理层对业务创新的认可，只有在规范中的发展才是健康的发展。

#### (2) 新任证监会领导的政策导向

新任证监会主席尚福林，去年末、今年初上任伊始的注重调研、低调务实的风格显然无形中为股市运行提供了良好的预期。今年 1 月份的“全国证券期货监管工作会议”上，尚福林的讲话透露出了明显的积极信号。尚福林的报告中提出了“坚持证券期货市场的发展要服

务和服从于国民经济的全局；坚持改革的力度、发展的速度与市场的承受程度的统一”等“五个坚持”。此种基调的工作报告，是近几年同样的会议中所未曾有的。

在4月20日召开的“中国金融改革与发展高级论坛”会议上，证监会尚福林主席、保监会吴定富主席和银监会刘明康主席，前证监会主席、全国人大财经委员会副主任周正庆和人民银行副行长吴晓灵都做了意义重大的讲话。这些讲话延续了年初的政策态势，也透露出了更多的积极意义。

当然，规范化、法制化、国际化的证券市场发展的基本政策不会发生任何改变。我们显然不能再对“托市政策”寄予多大的希望。实际上，实现证券市场“规范化、法制化和国际化”的最佳载体是“机构化”——规模庞大、运做规范的机构投资者，是把股市引向良性发展的巨大动力。而当前的市场正处于这个“机构化”的过程之中，如大力发展证券投资基金、QFII制度的引入，其根本目的正在于此。

### ●年内未来政策展望

相对宽松的政策基调已经确定，年内未来的具体政策以及可能对市场产生的影响，见表1。

表1 年内未来政策及可能对市场的影响

政策	可能出台的时间	对市场的 影响	备注
券商发债	下半年	正面，较大	目前仍在研究中
ETFs	下半年	正面，一般	
QFII	下半年将有 QFII 资金入市	正面，较大	由于“非典”而延迟
社保资金扩大入市	随时	正面，较大	已经完成技术准备
股指期货	年内难以出台	正面，一般	推出股指期货对市场的负面影响较大
QDII 制度	不明确		如果出台，对股市的负面影响很大
创业板	年内难以出台	正面，一般	
国有股流通（减持）	年内不会出台新政策	正面，较大	
深交所重发新股	年内有望解决	正面，较大	深圳市场机会更多一些
私募基金立法	年内难以出台	负面，一般	
引入新期货品种	年内出台	负面，一般	分流股市资金
国有股场外转让	年内有望出现明确的更加宽松的政策	负面，较大	资金将转战场外国有股转让市场
股票质押贷款	年内难以放松	负面，一般	推出质押贷款政策属于利好

## 二、2003 年股市运行的结构分析

### 1. 今年以来行情的脉络清晰

年初，先是展开了一轮以中信证券、皖通高速为领头羊的行情，初步激活了市场，紧接着超级大盘股中国联通大幅飚升，使市场改变了原来的运行轨迹，尽管由于美伊战争、石油价格等原因，市场曾进行了长达两个多月的横向盘整，但今年上半年市场的强势特征最终得以确立。

## 2. 股价结构调整是今年的主要投资机会

根据我们对我国股市正在进入“机构时代”的分析，一个重要的推论就是股价结构将发生重大变化：大盘蓝筹股将逐步成为投资热点，股价逐步升高，而缺乏成长空间的小盘股，尤其是小盘“老股”的价格势必将逐步下降。其原因可简述如下：第一，基金等机构投资者的投资理念、资金规模及其对流动性和安全性的要求，使得他们有关注大盘蓝筹股的内在需求；第二，随着股票发行“核准制”的实施，“壳”资源价值大打折扣，加上可能存在的债务陷阱等原因，市场难以再度普遍地掀起“资产重组”热潮；第三，QFII 制度的实施，将进一步强化市场对“价值投资”的认识；第四，今年依然是一个基金大发展的时期，新增基金对大盘蓝筹股的需求更加旺盛。

事实上，今年第一季度的股价结构调整已经反映了这个趋势。如下列表 2 所示。

表 2 不同价格、流通盘股票第一季度的表现

价格区间	一季度涨幅%	排名	流通盘区间	一季度涨幅%	排名
5 元以下	11.93	1	20000-30000	8.9	4
5-6 元	10.81	2	15000-20000	9.25	2
6-7 元	10.34	4	12000-15000	9.06	3
7-8 元	9.13	5	10000-12000	9.62	1
8-9 元	10.56	3	8000-10000	8.49	5
9-10 元	8.13	6	6000-8000	8.20	6
10-11 元	6.25	7	4000-6000	8.12	7
11-13 元	5.19	8	3000-4000	6.9	8
13 元以上	3.52	9	3000 万以下	6.38	9
上证指数同期涨幅			11.26%		

由此可清楚地看到，今年第一季度行情中，低价大盘股涨幅明显高于高价小盘股。而且，结合业绩情况分析，可以发现，今年第一季度行情中涨幅较大的大盘股中，多数的业绩都不错，表明“大盘蓝筹股”是本轮行情中的主要“赢家”。

我们判断，股价结构性的调整目前仍处于初步阶段，后市仍将继续这个过程。今年行情最大的机会在于把握股价结构调整所带来的机会。

其实，从长期的角度来考察，我们会发现更加明显的股价结构调整情况。下面的图 1 中显示了两个收盘指数接近的交易日的股价分布：2002 年 1 月 4 日的上证综指为 1611 点，2003 年 4 月 16 日的上证综指为 1606 点。

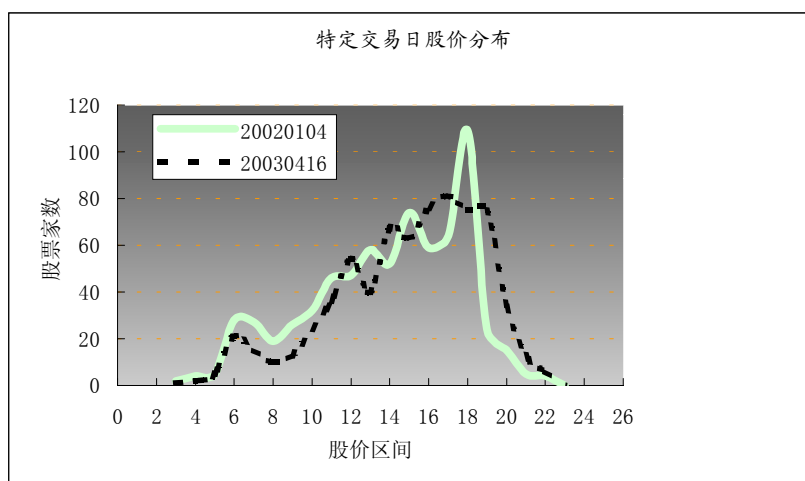


图1 2003年1月4日与2003年4月16日股价结构

从图1中我们可以明显地看出，2003年4月16日的股价结构分布更加趋向合理：17-18元附近的股票数量明显减少，而13-17元、18-22元的股票明显增多，同时，低价大盘股价明显上升。股价结构随流通股本变化的情况，从图2和图3中可以更加明显地看出。

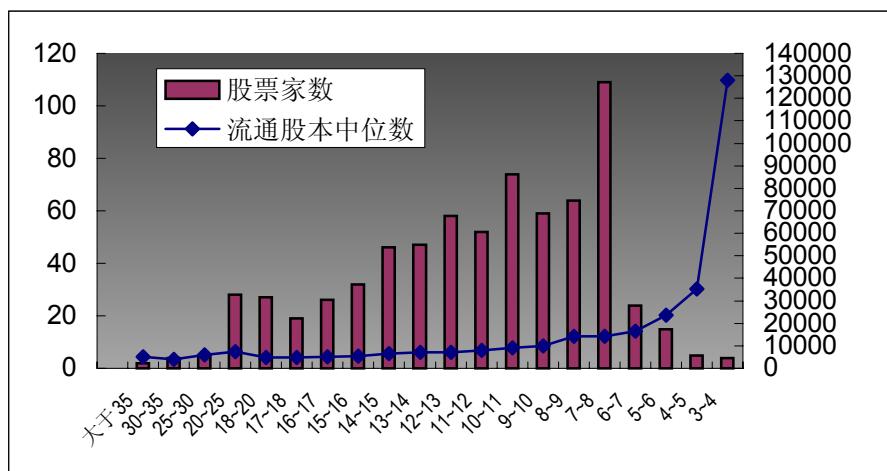


图2 2002年1月4日的股价结构

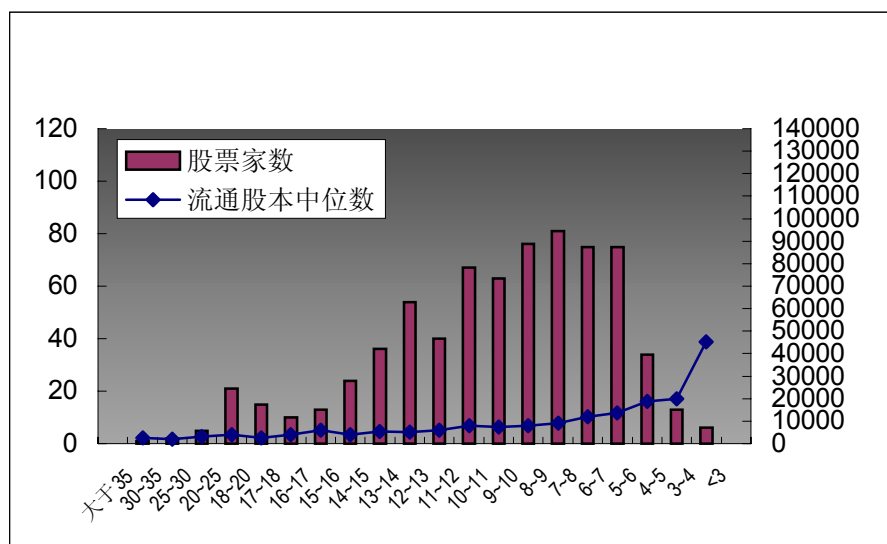


图3 2003年4月16日的股价结构

图2、图3的左右纵坐标分别是“股票家数”和“流通股本”，横坐标是股价区间。从这两个图中可以看出，4月16日“大盘股”的价格已经普遍不再“低”了，股价结构分布更加合理。其内在原因就是拥有大型资金各类机构投资者的选股标准、操作策略已经发生了深刻的变化。

### 三. 2003年下半年运行趋势展望及操作策略

综上所述，对于今年下半年股市走势的基本判断可以做如下总结：

1. 行情的中长期箱体走势趋势依然没有改变。中长期看，我认为4月16日的1649点不是今年高点，年内高点大约在1750点左右，但出现高点的时间则因“非典”打乱了机构的运作而向后推迟，估计将出现在8月份以后。

2. 近期发动冲击年内高点的时机不成熟，必须经过一个比较充分的整理，才能展开真正的上攻行情。

3. 中线看，无论未来市场由什么板块领涨，这个板块都将依然保持“大盘蓝筹”的特征。至于未来市场的“领头羊”，结合市场走势和基本面分析的综合分析，笔者目前认为，后市的领头羊将从一批具有“大盘蓝筹”特征的股票中产生，其中包括科技网络股（如中兴通讯、稀土高科、海虹控股等）、石化股（如上海石化、扬子石化等）、医药股（如海正药业、东北药、华北制药等）等板块。其理由简述如下：其一，科技（含网络）股的业绩近年来出现实质性增长，逐步具有“大盘蓝筹股”的特征；其二，石化行业发展看好，其中的部分股票业绩出现较大增长，目前价位定位显得明显偏低；其三，医药股板块经过前期“非典行情”的大浪淘沙之后，那些具有业绩支撑的股票将被进一步价值发现，毕竟，医药板块本身就具有很大的增长潜力，而“非典”因素无疑将加快其发展的步伐。

从操作策略上看，由于下半年本质上属于偏强的平衡市，因此，在仓位控制上，仍宜谨慎，坚持波段操作原则，股票仓位可控制在 50-60%左右。总之，在充满不确定性的股票市场上，随机应变是一个基本的原则，在当前我国股市中，尤其如此。