

国泰君安系列报告

2003 年开放格局下的中国证券市场投资策略

主 编 / 刘慧敏

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号

邮政编码 / 100005

网 址 / <http://www.ssdph.com.cn>

责任部门 / 财经与管理图书事业部

(010)65286768

出版策划 / 周 丽

责任编辑 / 王晓健 晓 城

责任校对 / 邵鸣军

责任印制 / 同 非

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010)65139961 65139963

经 销 / 各地书店

读者服务 / 客户服务中心

(010)65285539

法律顾问 / 北京建元律师事务所

排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷 / 北京美通印刷有限公司

开 本 / 787×1092 毫米 1/16 开

印 张 / 22

字 数 / 358 千字

版 次 / 2003 年 4 月第 1 版

印 次 / 2003 年 4 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7-80149-903-4/F·321

定 价 / 38.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，
请与本社客户服务中心联系更换

版权所有 翻印必究

目 录



目

录

序 言	刘慧敏 / 1
走向开放的新兴市场仍将充满机遇	李迅雷 / 1

第一篇 市场投资策略

(策划: 李迅雷)

2003 年股票市场: 开放格局下的机构投资策略	杨 昕 徐凌峰 许立军 / 1
2003 年债券市场: 收益率曲线存在上行压力	王晓东 杨阿仑 / 20
估值比率与投资策略: 国际比较与中国实践	王孝德 彭 艳 / 57
2003 年机构投资选股策略	徐凌峰 王 峰 谭晓雨 李玉刚 王 忻 周 明 / 73
可转债的价值分析与投资策略	王晓东 / 93

第二篇 行业公司投资策略

(策划: 吴寿康)

超越防御: 2003 年行业投资策略	执笔: 郑学璋 王战强 邵 健 / 111
-----------------------------	-----------------------



关注业绩增长的影响因素：2002 年上市公司年报预测分析

..... 陈 亮 周 明 瞿永祥 / 164

寻找富有增长潜力的行业龙头

..... 行业公司部 / 178

第三篇 开放经济中的投资策略

(策划：谢建军)

中国新一轮体制改革与 2003 年宏观经济展望

..... 周克瑜 / 245

外资并购背景下的投资机会和投资策略

..... 许立军 / 275

QFII 政策的市场效应及国内券商的对策

..... 许运凯 / 297

2003 年红筹、H 股投资策略

..... 国泰君安（香港）研究部 蒋有衡 吴雪莲 / 313

序 言



序

言

资本市场作为中国经济体制改革诸多链条上重要的一环，其变革与发展始终牵动着方方面面的神经。中国证券市场在 2002 年又度过了不平凡的一年，“三个代表”的重要思想为证券市场的发展指明了方向，“十六大”报告提出的推进资本市场的改革开放和稳定发展的总体要求，也为中国资本市场的发展创造了机遇。在入世的背景下，市场开放进程加快，机构投资者培育力度加大，监管手段趋于动态化、制度化，经历了近两年不寻常调整的证券市场正在逐步走向规范。

展望 2003 年的证券市场，经济的持续高速增长、产业结构调整深化、居民投资的多元化需求以及新型国有资产管理体制的建立等将给证券市场带来重要的战略性机遇。管理层对中国资本市场“新兴+转轨”特征的充分认识以及“坚持改革的力度、发展的速度与市场的承受程度的统一”的表述，预示着 2003 年对于证券市场的相关政策将更为务实。“在规范中发展，在发展中规范”这一辨证指导思想将会贯穿到证券市场的各项工作中。

入世后各项开放政策的制定及实施正逐步推动国内证券市场开放格局的形成，2003 年国内股市对外开放的程度将进一步提高。在证券经营机构向外资开放、外资并购国内上市公司、外资企业的发行上市以及外资以 QFII 的身份介入二级市场等方面开放的力度将会加大。外资对国内证券市场的全方位介入将给国内证券市场带来深刻的变革。市场结构不断完善，价值投资理念不断强化，投资者将以国际化的角度来审视国内股市的发展，市场价值体系的结构性调整将继续深化。此种结构性调整主要表现为股票市场价格分布的调整以及理顺个股市值与上市公司基本面的匹配关系等。同时由于中国股市自身的特殊性，决定了国内证券市场与国际惯例接轨将会经历比较复杂和较长期的过程。开放的市场格局也给各个市场主体提出了许多新的课题，如何适应开放的市场格局构建新的盈利模式是投资者迫切需要解决的问题。《2003 年开放格局下的中国证券市场投资策略》正是由国泰君安证券研究所在这方面进行的最新探索力作。



国泰君安证券研究所认为，2003年的证券市场整体上将步入复苏阶段，股市活跃程度将会明显提高。这是他们在充分地论证了2002年证券市场的各种相关背景因素之后得出的基本判断。同时，他们认为，在行业投资策略方面，防御型行业对机构投资者来说仍然是投资组合的重要组成部分。但由于2003年的股票市场将表现出与2002年不同的格局，仅仅采取防御型策略可能是不够的。“超越防御”策略——即在防御型行业的基础上加入选择部分成长型行业和周期型行业，应是2003年机构投资者积极的选择，并以此达到“攻守平衡”的目的。

考察全球其他新兴市场的发展历程，我们认为，要把握中国证券市场发展过程中的投资机会，应该重视两类研究工作，一是如何在总结阶段性的经验教训基础上提出具有前瞻性的投资策略；二是在不断借鉴成熟市场经验的基础上提出可操作的方案。这两类研究工作都需要扎扎实实的工作态度与长时间的经验积累，国泰君安证券研究所则一直以这两方面的研究为工作的核心。本人衷心希望我们为大家精心准备的这本策略报告能对大家未来的成功投资有所帮助。

国泰君安证券股份有限公司

总 裁 刘慧敏



走向开放的新兴市场仍将充满机遇

新兴市场特质不会因开放而消失

中国的证券市场正变得越来越开放，这是有目共睹的事实。而且开放也体现在各个层面上，如 2001 年初 B 股市场对境内投资者开放，加快了 A、B 股并轨的步伐；通过新股发行方式的改革，把战略投资者引入股市，还允许社保基金按一定比例入市等，也使得 A 股市场对国内各类机构投资者的开放度越来越高。在对外开放方面，已经允许设立中外合资基金和中外合资证券公司，允许向外商转让国有股和法人股，并在 2002 年末允许合规的境外机构投资者（QFII）投资 A 股市场。证券市场不断开放的结果，使得市场在快速发展的同时，其规范化程度也大大提高了，尤其是机构投资者比例的增加，使得投资者群体的整体素质有了明显提高。

随着 WTO 中承诺的金融开放期限越来越近，投资者对证券市场的进一步开放自然也深信不疑。但在不少投资者看来，开放度的提高会减少股市的投资机会，所谓“水至清则无鱼”；而且，目前还只是 A 股市场向境外投资者的单向开放，一旦实行双向开放，如允许境内投资者投资境外证券市场，那不仅意味着资金的分流，还得考验 A 股市场高企的市盈率能否继续维持。也许投资者对“开放”的这种担忧，可以部分地解释 2001 年年中以来股市疲弱的原因。

新兴市场必然会走向成熟和规范，中国的资本市场总有一天会和全球性的资本市场接轨，这是经济全球化的长期趋势。所谓国有股问题等对市场的影响与这一趋势相比，都是微不足道的。然而，趋势毕竟是趋势，不能等同于过程，假如市场走势会义无反顾地遵循专家学者的推理，线性演绎下去的话，那么这一市场也就没有存在意义了。所以，新兴市场要升级为成熟市场，是一个长期的过程，是多种条件都必须具备的情况下渐渐实现的，比如，成熟的股市需要有一个成熟



的资本市场来烘托，而成熟的资本市场又要建立在相应的经济发展程度的基础之上。而且无论是一国经济还是资本市场，其发展进程还会有反复和波折。因此，中国股市在今后相当长的一段时间内，仍然是新兴市场，正如新任证监会主席所言，“新兴+转轨”是这一阶段的市场特征。

超越常规思维才能走在曲线前面

在西方投资家的眼里，新兴市场一般都具有“高风险、高收益”的特征，然而，中国股市10年来却出现风险和收益双双收敛的现象，有人据此推断2003年股市的波幅将继续趋窄，上下最大波幅为20%左右。这一预言是否准确，不妨到年底再检验。然而，我仍然想强调的是，市场走势是不可能被简单推理的。我们需要正视股市变动背后的实体经济的特征，例如，10年前中国经济正处于两位数的高通胀阶段，而10年后的今天我们却进入了一个物价指数有一半时间在负增长的低利率时代，这也许可以部分来解释波幅收敛的现象，或许还有政府干预加强的因素。至于金融危机之后新兴市场是否还具有“高风险、高收益”的特征，也需要我们通过实证分析来寻找答案。总之，机械地运用统计工具来预测市场走势是不足取的，而那种“纠错”或“亡羊补牢”式的投资策略同样需要反思。如2001年庄股的惨跌，使得大多数机构投资者摒弃了“集中投资”的策略，然而，2002年大家纷纷采取的分散投资策略，在疲弱市道中同样也无法成为制胜法宝。

要准确地预测市场走势、选择正确的投资策略确实是非常困难的事情，因为预测所需的各种信息是否充分、预测方法是否运用得当、意外事件的发生等都会影响预测结论的准确性。相信读者都有这种体验——在查阅历年的预测报告时，常常会因为结论和事实的大相径庭而哑然失笑。国泰君安证券研究所每年末都会出版一本对股票、债券等市场下一年度变化趋势预测及相应投资策略的报告，我们同样也难以避免出错，所幸的是，我们2002年度的预测报告（见《变革与机遇——2002年中国证券市场投资策略》，社科文献出版社出版）中，对A股市场、债券市场及香港H股市场各个方面的预测结论基本正确，但愿这不是偶然。我当然更希望我们2003年的这份报告仍然能够经得起时间的考验。



从证券市场各个分支市场去寻找投资机会

2003 年是新一届政府施政的第一年，“十六大”已经为中国下一阶段的发展和改革指明了方向，所以，我们的宏观经济展望报告预测新一轮体制改革将在 2003 年启动，对投资人而言，值得关注的是三大领域改革，即国有资产管理体制改革、金融体制改革和垄断行业体制改革。国有资产管理权限的下放，无疑将进一步加快“国退民进”的进程，同样会给资本市场创造了施展拳脚的机会；金融体制改革所涉及的面就更广了，既有利率市场化等货币政策方面的，又有国有银行体制改革的，必然会给证券市场带来各种投资机会；而像电力、电信、铁路、航空、医院、港口等垄断行业的体制改革，在外资进入壁垒越来越低的今天，其所蕴含的并购重组题材就更加精彩绚丽了。因此，新兴市场之所以充满投资机会，不仅是因为其经济的高速增长，还在于它总是拥有经济结构调整、体制转轨、市场开放等成熟市场所没有的变数。当然，我们不能简单地将“证券市场充满机会”片面地理解成 A 股二级市场会出现什么大行情，如 2001 年几乎所有的热点和机会都在 A 股市场之外，本人在 2002 年的策略报告中就提出这样的观点，即我们要关注中国证券市场的各个分支，尤其是大家关注比较少的市场，如三板市场、法人股拍卖市场、香港的国企红筹股市场等，往往会有更多的机会。

那么，2003 年 A 股市场又会怎样呢？这也是我们这份系列研究报告的主题。我们在对 2003 年的宏观经济环境、资本市场政策环境等诸多因素作了深度研究之后认为，A 股市场在经历了 18 个月的疲软之后，今年有望步入复苏阶段，市场的活跃度将明显提高，市场整体状况会好于 2002 年。当然，我们在预测宏观经济仍将保持 7.5% 左右增长的同时，也向大家揭示了宏观经济中存在的不可忽视的问题，如高储蓄率和低消费率长期并存，投资率的高增长和企业盈余率的过低等现象，而后一个现象也同样存在于上市公司这一层面上，这也许就是大家所抱怨的“宏观经济既然很好，股市为何疲软”的原因之一。影响股市还有一个重要因素，那就是社会资金的流向。2002 年中国经济有别于往年的一个显著特征就是宏观好、“微观”同时也好——传统产业摆脱颓势，呈现生机勃勃景象。股票市场保证金总额的下降表明资金从虚拟经济流向“实体经济”，而不是过去“微观不行”情况下各类资金纷纷流入股市的情形。社会热钱主要流向房地产业应



该是一个不争的事实，而像钢铁、汽车等传统行业的高速增长也同样吸引大量长期资本的进入。假如社会资金涌入实体经济能够获得满意的回报，那么这对股市一样是利好，因为上市公司也会从中受益，从而使股市步入良性循环。但从我们对2002年上市公司的业绩预测来看，似乎还没有充分反映出上市公司在实体经济的繁荣中受益，表明这种繁荣更多地表现在总规模的扩张上，存量资产的回报率还是偏低。2003年这一态势能否得到改观呢？我们不妨拭目以待。此外，我们也不排除今年社会热钱部分回流股市的可能，因为央行也已经在采取措施提高信贷资金流入房地产业的门槛了。

该选择怎样的投资策略

如果你看好2003年的股市，那么应该怎样选股呢？从看好的行业中去选股是投资者常用的投资策略。我们的行业公司部统计了去年各个行业上市公司的市场表现，发现在持续的跌势中，收益稳定、流动性好、比价较低的防御型行业上市公司股价走势强于大盘。而2003年我们提出的行业投资策略是：超越防御。建议在以防御型行业作为基础选股的前提下，根据中国这几年经济高速增长的特点，从成长型行业、周期型行业中选股。此外，行业公司部还首次推出了行业投资的资产配置方案，并附有行业资产配置方法，以供参阅。当然，选股策略可以是多样化的，如按地域、按公司的潜在重组机会、按上市时间、按股价变动的各种技术走势等，我们的系列报告中有一篇《估值比率与投资策略：国际比较与中国实践》的研究报告，对中外股市按不同的估值比例构建组合进行分析，发现中国股市在1999~2002年四年中，按市净率最低构建的组合相对于按成长率最高构建的组合获得了29.51%的超额收益率，进而认为按市净率构建的价值股组合最有可能在未来3~5年内超越大盘，取得超额收益。其实国外市场对价值投资策略的普遍认同也由来已久了，在1975~1995年的20年中，全球13个主要成熟市场中价值股的年均收益率高出成长股收益率7.6%，而16个新兴市场的价值股的超额收益率高达16.91%。这份系列报告尽管由研究所不同部门的研究员独立完成，但他们提供的这些统计数据和结论有些令人吃惊，但却彼此可以佐证。我们难道已经进入了价值投资的时代？

证券市场的魅力也许就在于我们既不能草草地沿袭过去的定律去分析现在，又不能根据现状变化来炮制新定律以卜知未来。当国内不



少人终于相信我们已经进入了新经济时代、公司估值方法需要推倒重来的时候，美国的网络股泡沫却破灭了；当多少人所企盼的 QFII 利好终于兑现的时候，A 股市场沉寂依旧而 H 股指数却连涨 4 天；当 A 股市场还没有一家境外机构投资者宣布进入的时候，境内投资者却已经在根据境外投资者的偏好来选股了。不过，有一点是肯定不会错的，那就是社会在进步、市场在规范，过去那种依赖内幕交易、操纵市场来获取暴利的盈利模式，将会越来越少见。那么，新的盈利模式又会是怎样的呢？集中投资或分散投资在下跌的市道中都称不上是行之有效的策略，为此，在 2002 年的弱势平衡市中，不少机构投资者希望我们研究所能提供 TIMING（买入卖出时机），以波段取胜，但这也至多会成为一种较普遍的策略，却无法成为盈利模式。因此，我认为，在市场比较迷茫的情况下，要造就一种全新的盈利模式确实有点不大现实。但从机构投资者将采取的投资策略看，A 股市场上价值型投资和对证券市场的各分支市场的投资（如 2003 年有多家基金管理公司可能推出的“伞型基金”）可能会得到更广泛的认同。如果要了解和寻找证券市场各个分支市场的投资机会，在我们这份系列报告中，金融工程部的研究员们也对国债、企业债、上市公司可转债以及基金等都已经做了比较详尽而深入的分析，并提出相应的投资策略。另外，国泰君安香港公司的研究员们也提供了富有实战性 H 股、红筹股 2003 年策略报告，便于境内外投资者更加系统地作为策略投资参考。

我们将做得更好

国泰君安证券研究所的主要客户是机构投资者，这份系列报告也是几个月前专为机构投资者提供的，但这并不会削弱本书对所有市场参与者的参考价值，因为在投资者结构中机构投资者队伍越来越壮大的今天，以共同基金为代表的机构投资者的市场示范效应也愈加明显了。2003 年随着社保基金和 QFII 的入市，机构投资者的市场份额将进一步提高。因此，谁如果能更了解机构的思路，谁也许就更能够把握市场跳动的脉搏。在本书出版之际，我谨代表研究所由衷地感谢各地的机构投资者长期以来对我们的信任和支持，尤其要感谢不断壮大并走向成熟的基金管理公司！如果说各大基金在我公司交易席位中的分仓可以看成是对我们提供咨询服务的一种回报，而分仓交易所形成佣金收入的大小表明基金对各家研究机构认同度高低的话，那么，在



过去一年里 50 多家券商研究机构为基金服务的角逐中，我们国泰君安从基金分仓交易中获得的佣金收入总额终于名列第一（2001 年排名第二、2000 年排名第六）。

几乎所有国际大行旗下的研究部门的研究员都只为机构投资者或富人们撰写研究报告，提供相关咨询服务，但却很少听说别人指责他们只会写阳春白雪的东西。因为他们在为可以左右市场的投资主力们提供服务，而且，华尔街的一些金牌分析师的一言一行本身就可以左右市场。我们与那些大师们相比当然还有很大差距，我们正在不断学习他们的研究方法、分析模型以缩小这种差距，我们同样也不会因为自己研究报告运用过多的数据、图表和模型，因而缺少读者而泄气（这份系列报告已经有点这种味道）。值得庆幸的是，我们多年来推崇的这种研究方式也没有因此而曲高和寡：新年伊始，安邦集团和《财经时报》联手推出了他们的一份评估报告——《券商研究实力评估报告》，对 124 家券商中 20 家研究实力较强的机构进行排名，国泰君安研究综合实力排名第一，认为我们“研究实力明显傲视群雄，数据显示团队运作状况较佳，各种研究特质分布非常均匀……”尽管评估机构的赞美之辞令我们有些惶恐，但我们无论是过去还是将来都不会为排名而努力，我们在意的，惟有客户的评价。我们深知自己的研究还有很多欠缺，也真诚希望大家批评和提醒。

愿我们大家在新的一年里共同分享新兴市场带给我们的机遇和果实！

国泰君安证券研究所
所 长 李迅雷



第一篇

市场投资策略

策划：李迅雷

2003 年股票市场： 开放格局下的机构投资策略

要 点：

在各项市场开放政策的大力推动下，2003 年国内股市全方位开放的格局在逐步形成。随市场开放进程而产生的投资者构成的变化、投资理念的进一步成熟、市场价格体系的结构性调整和 QFII 入市等新局面都会影响到 2003 年及今后若干年国内股市行情的演变。笔者认为，2003 年沪深大盘的年内底部已基本确认、市场整体将步入复苏阶段。基于此判断，建议投资者顺应市场开放的节奏，适时调整投资策略，在一级市场和二级市场上多方寻求投资机会。

2003 年中国证券市场将继续其国际化进程。国内股市全方位开放的格局在逐步形成之中，客观上要求投资者顺应证券市场的开放进程而调整其投资策略。2003 年国内股市的政策环境和资金环境将日趋宽松，市场整体上将步入复苏阶段。

一 2003 年股票市场开放格局正在逐步形成

入世后各项推进证券市场开放的政策制定及实施正逐步推动国



内股市开放格局的形成。

1. 现行主要市场开放政策及实施情况

在证券经营机构向外资开放方面，目前已经有国安、华宝兴业、海富通和招商等四家合资基金管理公司获准筹建或设立；首家合资证券公司——华欧国际证券有限公司已于 2002 年 12 月 19 日获准筹建。

表 1-1 2002 年国内 A 股市场开放政策一览表

开放政策	施行日期
《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》	2002 年 12 月 1 日
《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》	2002 年 11 月 1 日
《外资参股基金管理公司设立规则》	2002 年 7 月 1 日
《外资参股证券公司设立规则》	2002 年 7 月 1 日

资料来源：国泰君安证券研究所。

在上市公司股权转让方面，新桥投资入主深发展的谈判正在深入进行，而华润集团以拍卖形式取得对 ST 吉发的控股权已经成为自《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》发布后的首个案例。深能集团等公司股权向外资招标转让的做法也有可能影响到其所控股的上市公司发生股权结构变化。

在 QFII 制度实施方面，已有 9 家商业银行被正式批准成为 QFII 托管行，预期 QFII 正式入市要等到 2003 年的 3 月份。

2. 对 2003 年市场开放政策演变的预期

2003 年国内股市对外开放的程度将进一步提高。其主要体现在：一是，根据中国证券业对 WTO 的承诺，2004 年外资持有合资基金管理公司股权比例可以达到 49%，持有合资证券公司的股权比例可达 33%，在此预期下会吸引更多的外资机构于 2003 年进入中国证券市场；二是，通过发行 A 股上市的外商投资企业数量会有所增多，外资及合资券商在债券、股票承销业务上的市场份额会有所提升；三是，外资将通过多种途径来实现对国内上市公司的并购，且目标公司的地域范围、行业属性及公司规模等方面会进一步扩展。

由于受到资本项目开放程度的限制，QFII 制度在实施初期不会很快做出较大幅度的调整。虽然国内 QFII 制度的门槛设置过高，但估计最早要等到 2004 年才会对 QFII 的资格限定做出调整（首次调整间隔：韩国为 2 年，台湾为 2 年），以便吸引更多的境外机构投资者进



入 A 股市场；而管理层对有关 CDR 和 QDII 制度的推出尚存疑虑，由皖通高速（H 股公司）发行 A 股的价格近似其净资产的现象来推测，CDR 制度较 QDII 制度先推出的可能性更大一些。

证券市场内部改革的步伐也在加快。2003 年国内股市内部改革的力度可能大于对外开放。其主要体现在：佣金自由化继续促进证券业的自由竞争；民间资本通过各种渠道参股券商和基金管理公司的事实说明证券行业的垄断壁垒正在逐步消除；各类企业海外上市的数量会继续增加；交易制度的修改、股票质押贷款以及银行和保险资金合规入市的政策都在积极酝酿；而对国内居民开放境外证券市场还需要等待相当长的时间（韩国 1987 年允许外资投资本国股票和国内券商、保险公司等投资国外证券，而直到 1992 年才允许韩国公民进行国外投资），此点会影响到 QDII 制度的推出。

3. 市场对各项开放措施的反应

2003 年股票市场会对各项开放措施做出迥异的反应。由于沪深市场仍处于复苏期，一般性利多政策对市场的刺激作用会有所放大，而利空消息的负面影响会相对弱化，可能造成市场预期与实际结果之间的偏差。

表 1-2 市场对各项开放措施的反应

事 件	市场表现
QFII	积极
外资并购	积极
外资公司上市	中性
CDR、QDII	消极
规范资本市场与货币市场沟通的渠道	积极

二 开放格局对 2003 年股市发展的深刻影响

1. 投资者结构发生变化

随着国内股市开放进程的加速，A 股市场上投资者结构和力量对比都将发生明显的变化。随着基金品种的创新和合资基金管理公司的设立，2003 年证券投资基金的规模有望增长 30%~50%；首批社保基金管理人的名单已经确定，根据社保基金的资产规模估计社保基金



在 2003 年的可入市规模达 300 亿元左右。而在全国社保基金入市效应的影响下，地方社保基金和企业补充养老保险基金等通过委托理财形式入市的规模也会增加。券商通过增资扩股、上市和发债等方式增加了自身的综合实力。QFII 的入市为沪深市场的投资者增添了新生力量，尽管 QFII 初期入市的规模不会很大，但其对市场的影响效应不可小视。另外，随着市场规范程度的提高，私募基金在沪深股市中所占据的份额会有所缩减。总体上看，机构投资者所占的市场比重将得到进一步的提升，而个人投资者投资股票的意愿会比 2002 年明显增强。

表 1-3 投资者结构和力量对比变化

投资者类型	市场份额变化
QFII	↑↑↑
证券投资基金	↑↑
社保基金	↑
证券公司及资产委托业务	↑
私募基金	↓↓
其他法人投资者	↓
个人投资者	—

通过分析在 2002 年 5 月 29 日至 2002 年 11 月 18 日期间 43 只新股发行中参与配售的市值数据统计可知：散户投资者的持仓市值总额仍高于机构投资者，后者暂时尚难以成为股票市场上的主导力量。而由《上海 A 股账户初步分析》（中国证券登记结算公司，《证券时报》2003.1.4）文中数据也可以推断，国内股市投资者中散户所占的比例依旧很高。

表 1-4 不同类型投资者的持股市值比重

投资者类型	账户市值规模(万元)	同类型账户持仓总值/总市值(%)
散户	<20	38.7
中户	20~70	18.1
大户	70~140	22.6
机构投资者	>140	20.6

资料来源：国泰君安证券研究所。

投资者构成的变化还直接影响到场内资金的构成。证券投资基金、社保基金、券商自营和 QFII 的绝大部分资金都可以看做是长期资金。而私募基金和券商委托理财中的绝大部分资金应该看做是短期



资金。个人投资者的资金尽管有短线操作的特征，但基本上会长期滞留于股市中。由于机构投资者的发展，将使得在 2003 年股市中具有长期资金性质的资金比重得到提高。但长期资金也不会持简单的“买入——持有”策略，而是更强化以把握大盘趋势为前提的波段性操作。机构投资者的波段操作和管理层与投资者之间在政策制定方面的博弈等因素决定了 2003 年股市行情的波段特征，而通过波段操作来获取价差收益是适宜的盈利模式。

2. 投资理念进一步成熟

（1）对股市开放的预期让投资者强化了价值投资理念

市场开放进程的加快，促使投资者以更为开放和国际化的角度来审视国内股市的发展。“发展”的要求强调了解决股市中历史遗留问题的迫切性，因此投资者预期“全流通”的解决迫在眉睫并有可能引起股市出现波动，而只有价值投资才有可能降低投资者由此可能承受的投资风险。同时，更多低价大盘股票的发行（如皖通高速以接近净资产的价格发行）让投资者感觉到现有一些股票的投资前景相对暗淡，甚至预期在 QFII 制度施行不久就会迎来 CDR 和 QDII 制度，直至几年后实现国内投资者直接投资境外股市，由此越发强调以国际标准来评判股票的内在投资价值。但由于中国证券市场具有特殊性，国内证券市场与国际惯例接轨将是一个漫长的过程，股市泡沫仍将在较长时期内存在。

（2）蓝筹股票日益受到机构投资者的关注

在国际成熟股市上，蓝筹股票因其活跃的成交记录、稳定的长期投资回报而得到投资者的追捧，且蓝筹股票的市值和价格也与其市场地位相匹配。在国内股市投资者偏好小盘股、低价股和新股的现象比较明显，而蓝筹公司的投资价值没有得到充分的挖掘。随着上证 180 指数和深证 100 指数相继推出以及更多优质蓝筹公司的上市，预期 2003 年国内股市投资者对蓝筹股的认同度将有所提升，机构投资者的择股偏好日益向大盘蓝筹板块转移，而以往市场对蓝筹股票定价的畏高心态也会有所转变。

3. 深化市场价格体系的结构性调整

2003 年沪深市场价格体系的结构性调整将继续深化。此种结构性调整主要表现为股票市场价格分布的调整以及理顺个股市值、市价与上市公司基本面的匹配关系。



对比 NYSE 与沪深股市价格分布情况可知：2002 年 NYSE 普通股（1526 只）加权平均收盘价格为 28.36 美元，其中 69.33% 的股票市价低于市场平均值；沪深市场加权平均收盘价格为 7.71 元，其中 41.84% 的股票市价低于加权平均价格。NYSE 的价格分布成瓶型，多数股票的市价低于市场加权平均价格；沪深市场的价格分布成梭型，多数股票的市价相对接近市场加权平均价格。另外，沪深股市的个股价格差异不如 NYSE 明显。

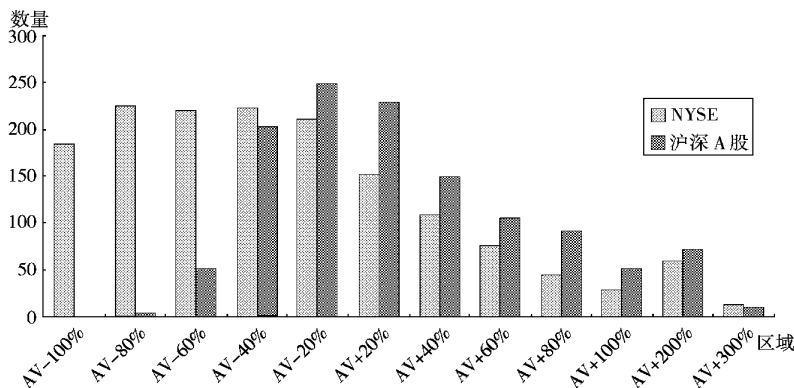


图 1-1 中美股市股价分布对比

资料来源：国泰君安证券研究所，Bloomberg 资讯。

对比 NYSE 与沪深股市的市值分布来分析上市公司的规模差异：NYSE 的上市公司规模差异巨大且呈现两头翘的格局，而沪深市场上市公司规模相对平均的情况由市值相对集中的特征而得到体现。由市值与价格对比关系可以看出 NYSE 与沪深 A 股市场在股票的市场定价机制上存在着巨大差异。

分析 NYSE 和沪深 A 股市场的市值排名前 10 位和后 10 位的相关市场数据，可以发现如下现象：

表 1-5 NYSE 和沪深 A 股的市场表现

股票分类		市场表现
NYSE	大市值股票	价格高于市场平均、股本大、PE 值约为市场平均
	小市值股票	垃圾股价格、股本小、PE 值为负或很低
沪深 A 股	大市值股票	垃圾股价格、股本大、PE 值略低于市场平均
	小市值股票	价格高于市场平均、股本小、PE 很高或为负