

A股难现大趋势行情

“T+0”拯救不了散户

近期，有人撰文称：“现货T+1在股指期货T+0面前是不对等的博弈，受伤散户热盼股市T+0回归。”但是，“T+0”就能拯救受伤的散户吗？有了“T+0”就能够对等博弈吗？

答案是肯定的。发出呼吁的人，混淆了“T+0交易”与“T+0回转交易”的基本概念。“T+0交易”实际上是一个独具中国特色的词汇，也是一个不精确和充满争议的词汇。很多人将A股市场在1992年~1995年执行的“当天买当天卖”称之为“T+0交易”，而这个“T+0”并非国际通行的“T+0回转交易”。因为，我们通常所说的“T+0”和“T+1”是一种结算制度，是指交易后的现金和证券清算入账的过程。美国、欧洲、日本、中国香港和台湾地区等证券场所允许的T+0回转交易并非是T+0交易，美国的结算制度是从1995年才把“T+5”改成“T+3”，欧盟和大部分国家都采取T+3交收制度，中国香港和台湾采用T+2交收制度，唯有A股市场在1992年~1995年实行T+0交收。

其实，1992年5月21日取消涨停限制和启动“T+0交易”的目的是为了活跃市场交易，结果当天上证综合指数收盘于1266点，一天之内上涨105%，成交量达到创纪录的36000万元。后来由于投机猖獗、市场多动荡和T+0交收存在重大漏洞，1995年元旦起才将A股市场改为T+1交收。从交收制度来看，A股市场的T+1交收已经较国际市场普遍执行的T+3交收快多了，而这恰恰就是A股市场频繁短炒、投机不断、换手率高的主要原因。

要想让A股市场恢复理性、迈向价值投资，T+1交收制度显然不应该回归到有缺陷的“T+0交易”，反而应该朝国际普遍执行的T+3交收制度改革。因为T+3交收制度一方面可以将畸高的“日换手率”和“日成交额”泡沫挤压，在某种程度上既可以放慢股市暴涨的速度，同样也可以放缓股市暴跌的速度，这将对股市的平稳运行起到十分重大的作用；另一方面，T+3交收制度延长了成交与交割的时滞，放慢了股市资金周转速度，从而放大了投机成本，这有利于引导股民理性投资、长期投资，同时有利于淡化股市投机氛围。

千万别把“T+0回转交易”想得太美。据北美证券监管者协会研究结果统计：超过70%的人都会在“T+0回转交易”中亏损，仅有约10%的回转交易者才能从中获利。而且，回转交易者必须要实现56%的年收益率，才能弥补手续费及保证金利息，更不用说资本利得税。

另外，“T+0回转交易”并不是所有人都能随意参与的。美国禁止在现金账户进行回转交易，而只让其在信用交易账户进行回转交易，并对“T+0回转交易”的频繁交易者有严格的监管和限制：比如在5个交易日内进行过4次或4次以上回转交易，且回转交易次数占这5个交易日总交易次数达6%以上，就被认定为“典型回转交易者”，美国证交所要求这些账户必须遵守最低净值25000美元，若净值不够则不允许回转交易购买力，并对其进行特别的监管措施。显然，这不是大家想象中那个“当天买当天卖”的T+0，“T+0回转交易”给普通的中小投资者未必会带来巨额收成。若按照目前中国股市融资融券100万元的门槛来看，能够参与“T+0回转交易”的也只能是少数人。

因此，指望“T+0”来拯救散户是不现实的。
(摘自《每日经济新闻》苏培科/文)

管理100多亿资金的凯石投资，今年收益颇丰。凯石投资国投凯益投资经理许友胜日前告诉记者，A股较难出现大的趋势性行情。

许友胜管理的凯石投资国投凯益最近一年业绩远远跑赢最牛

基金经理王亚伟。截至今年5月14日，公募基金中的NO.1——华夏大盘基金在近三年净值增长率为42.57%。这与凯石投资国投凯益相比较，仍有至少14个百分点的差距。

许友胜透露，其业绩增长的一个原因是适度集中。许友胜说，

“适度集中利于深度研究和体现研究的价值，在个股上，我一般控制在8至12个，特殊环境下，会容许买到14个股票。”

许友胜分析近期影响A股走势的因素，主要有三大快：外围经济及市场、国内经济和政策、A股自身的估值水平。许友胜指出，

A股在未来相当长一段时间内，将在基本面(经济复苏)和政策面(宽松政策的退出)之间博弈，经济向上和政策向下都是比较明确的，二者合力将形成一个新的平衡格局。

在这个新平衡过程的形成过

程中，许友胜觉得A股总体上保持一种震荡格局，投资上，A股存在跌出来的机会，以及涨上去的风险，目前看，A股较难出现大的趋势性行情。但局部热点和结构性的机会还是会不少。

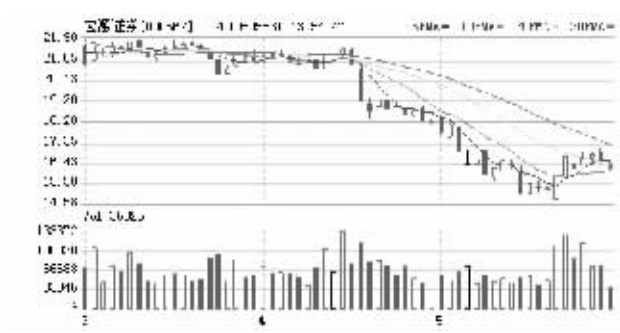
(摘自《东方早报》肖莉/文)

个股点睛

宏源证券：独具优势的区域垄断券商

公司是国内第一家上市证券公司，也是新疆第一股，作为总部在新疆的证券公司，多年的精耕细作培育了深厚的地方关系网络和项目储备，业务牌照齐全，平台建设完善，资管和投行业务快速起步。控股股东建银投资的中央背景和深植新疆的地缘优势，将使公司成为最根正苗红的新疆板块受益股。

作为独具优势的新疆地区垄断券商，公司将伴随着新疆经济的起飞一同崛起，而经纪业务的强劲增长是业绩爆发的最重要推动力。公司2009年底拥有55家证券营业部(其中21家位于新疆)和11家服务部(全部位于新疆)，在2009年9月又获得在疆内11个市再新设11家营业部的资格。随着公司逐步将服务部翻牌成为营业部，公司将在新疆拥有43家营业部。公司2009年的手续费收入



中，48%来自新疆地区，因受七·五事件影响略有下滑，2008年新疆地区手续费收入占比达到57%。在当前竞争对手进入迟缓、公司新设营业部陆续开业并具有先行优势的情形下，疆内经纪业务市场份额有望从当前的60%进一步提升，垄断优势无可替代。

2009年新疆交易量与GDP的比值为0.96，是全国平均水平的一半。随着国家资源的投入，经济起飞必然带动证券市场的活跃和交易需求的增

加，同时从全国各地涌入的人流、物流、资金流在此汇集涌动，其他地区的交易需求也将随之向新疆转移。考虑到我国整体尚处于证券化率提升的S曲线的加速阶段，金融纵深化程度将进一步提高，预计未来5年内新疆交易量与GDP的比值将逐步赶上当前全国1.9的水平，并最终提升至2.5。

新疆的佣金费率较东部沿海地区有大幅溢价。公司2008年整体佣金费率水平为0.16%，其中新疆地区为0.28%，其他地

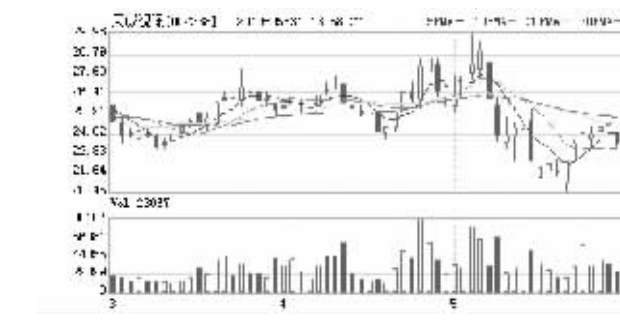
区为0.11%，2009年疆内和疆外地区分别下降至0.21%和0.1%，整体费率水平0.138%。我们认为，2009年新疆地区费率下降速度较快与七·五事件影响有关，但即使在快速下降后，相较于沿海地区，仍有大幅的溢价。

我们预计，在新疆经济起飞过程中，进入新疆的券商逐渐增多将导致竞争激烈使手续费率面临一定压力，但对于公司来说，仍将长期享有溢价优势。首先，经过2009年的非正常环境下的大幅下降，手续费率短期内将企稳；其次，根据证监会新设营业部的思路，乌鲁木齐等地的营业部密度较大，将引导券商向其他空白地带发展，从而使手续费竞争程度降低；再次，费率下降不可避免，但预计5年内仍将高于沿海地区50个基点以上。

(摘自《招商证券》罗毅/文)

天威视讯：盈利增长稳定 继续反弹可期

公司主要业务包括有线数字电视业务、有线宽频业务和节目传输业务等，是深圳有线网络运营龙头企业，荣获了“2009广东上市公司最具投资价值10强”、“2009广东上市公司最具盈利能力10强”等称号。在三网融合加速推进的背景下，公司加快了高清业务的推广和网络系统的升级，启动了深圳“数字高清互动家庭计划”，带动数字电视增值业务加



快发展。到2009年底，公司拥有有线数字电视用户终端

107.85万个，用户规模稳步扩大，2009年实现经营性现金流

3.13亿元，是净利润的4倍，经营性现金流强劲。我们预计，公司高清互动业务在今年将出现更好的发展机遇，有望进入三网融合试点名单。

二级市场上，该股近期出现持续反弹，有望重回前期末跌缺口26元上方，考虑其兼具三网融合受益题材，投资者可适当关注。

(摘自《海通证券》邓钦华/文)

当前是机构理性建仓良机

面对市场一个月来数百点的下跌，有的投资者失望沮丧，有的投资者无所适从，有的投资者则理性把握。博时创业成长股票基金拟任基金经理孙占军就是一位理性的乐观派。

孙占军表示：“博时基金成长组的投资理念就是珍珠里面找便宜，当前的下跌使市场上多出了很多便宜的珍珠，博时创业成长基金即将结束募集，当前剧烈震荡的市场环境正是机构理性建仓的良好时机。”

博时基金作为国内最早成立的基金公司之一，长期以来投

研实力不断得到业内认同，并高瞻远瞩借鉴海外成熟市场经验，按投资风格将股票投资部分分为多个小组。其中成长组长期关注创业成长型公司的发展，坚持对投资标的严格把关，多角度判断公司价值。孙占军是成长组核心成员之一，目前担任博时裕隆封闭基金经理。

细心的投资者不难发现，在本轮调整期间一批真正具有成长潜力的新兴产业股票仍然表现强劲，抗跌领涨。孙占军认为，高成长企业的股票近期领涨抗跌的表现，反映出投资者对中国

经济结构调整和战略新兴产业的发展前景充满信心。当这些板块受股指拖累出现股价调整时，正是估值回归、逢低介入的难得机会。

对于5月28日即将结束募集的博时创业成长股票基金来说，孙占军坦言自己的责任，“大把握便宜珍珠涌现的机会并不多见，基金成立后我们的主要任务就是去芜存菁，仔细筛选出真正具备高成长空间的个股。”

东吴新创业基金拟任经理吴圣涛表示，在本轮行情中，应该调整以往单纯投资价值、投

资传统行业的理念，去投资创业型、高成长型企业，高成长型企业将是基金成功的制胜之道。因为无论A股历史数据还是欧美市场的数据都显示，成长型个股从长期来看因为业绩增长要比那些传统的蓝筹股和传统行业的股票还要好。

同时在操作中，如果能在真实的估值和成长性之间做到均衡，在合理的估值情况下获得有效的收益，必将成为基金成功的王道。

(摘自《中国证券报》易非/文)

中石油市值全球第一不值得骄傲

5月30日，英国《金融时报》发布全球500强企业排名，中国石油首次超过美国埃克森石油公司，成为全球市值最大的企业。这不是“光荣榜”的全部，前十名中国企业有三个，工行(601398)位居第4，中国移动位居第10。

中石油全球市值第一并不值得骄傲。中国大型企业总市值全球排名提升是垄断、政策优势、前30年财富积累与资产高估的结果。

中国垄断巨头们的总市值一直在以火箭速度飞升。2009年度《财富》公布的世界500强名单中，中石化首次挤进前十，位居第9；中石油名列第13位，而在2001年，中石油排名只有第83位。

头原进口特许权，使民营油企一朝丧失生存空间，在国际油价下挫时反而让成品油价达到历史高位。

有责任感的企业会在社会与经济效益之间取得平衡，以社会责任感与对市场的把握、良好的治理结构打下百年老店的基石。但我国石油企业被扶植成经济干城，以较低的税率快速增长。国际上石油公司税率在60%-100%之间，我国目前20%-40%的征收比率并不高。据有关方面估计，我国征收的“特别收益金”对石油开采部门产生约300亿元的影响，占其利润总额的15%左右。中国的石油、天然气、煤炭、煤层气等重要能源的补偿费也只有1%，而国外石油、天然气、矿产资源补偿费征收率一般为10%-16%。

中石油在境内外上市并没有给境内投资者带来福音。2000年4月6日和7日，中石油股份

分别在美国纽约发行存托凭证，在中国香港上市，成为首家海外成功上市的央企，2007年11月5日在境内上市。香港H股上市每股1.27港元，A股上市发行价高达每股16.7元。上市当天开盘价飙升到48.6元，追高的投资者至今未能解套，更不必提成为中国证券市场的信用象征。

中石油未能对境内外投资者一视同仁的慷慨，境内投资者付出比境外投资者高出十倍以上出价，所得分红少得可怜。为了体现信用，中石油每年45%净利润用于分红。中石油在美国上市融资不过29亿美元，上市4年海外分红累积高达119亿美元。而境内投资者由于支付价格过高而所占股本较低，希望通过分红收回股本需要100年左右。

虽然中石油等企业总市值冠于全球，但从其他指标来看未必有竞争力。统计数据显

克森美孚、道达尔、壳牌公司2008年的净利润率分别是9.8%、6.6%和5.7%，而中石化是2%，中石油仅1.94%。中石油企业的生产效率也大不如国际老牌企业。众所周知，生产效率的重要指标是员工数量。今年二季度，创造4429亿美元收入、在全球500强排名第二位的埃克森美孚的员工只有8万人，而创造2078.14亿美元收入、名列第九的中石化，目前员工总数是66万人、用工人数高达106.4万。

在市场化改革深入、经济转型成功的前提下，总市值升值得骄傲，否则，总市值就是个大泡沫。东南亚金融危机前，泰国银行总市值也曾经名列前茅，一场区域性金融危机让一切销声匿迹，现在，还有谁会想起泰国要成为全球金融中心的豪言壮语吗？

(摘自《南方都市报》叶檀/文)

仓位控制 又成制胜法宝

年初，基金经理对今年的行情定调为“震荡市”，因此精选个股取代大类资产配置(仓位控制)成为了投资主流。一季度，基金业绩的分化也更多体现在个股选择的差异上。但随着4月17日A股拉开大帷幕，形势发生了变化。在一波600多点的急速大跌后，拉开基金业绩差距的决定性因素，再度回归到仓位控制上。

仓位重要性凸显

基金经理再次高度关注仓位控制，发生在A股连拉几根大阴线之后。在市场的一片恐慌中，基金开始频频巨量抛售，平均仓位水平迅速下降。而从这波大跌后，再看基金今年以来的业绩，仓位高低显然起到了重要作用。

以标准股票型基金为例，德圣基金研究中心截至5月20日的仓位测算数据显示，中邮、光大保德信等基金公司旗下的多只股票型基金仓位都在前15名，而今年以来这些基金的净值跌幅均高于同类型基金的平均水平。与此同时，东吴、摩根士丹利华鑫等基金公司旗下多只股票型基金仓位均位于后15名，今年以来的净值增幅则在同类型基金中表现抢眼，跌幅甚微。

业内人士认为，在上一轮牛熊市中，以及2009年的单边行情里，基金业绩排名与其仓位控制能力强弱有着密切的关系，趋势投资也因此被基金经理们普遍接受。但从去年8月份至今今年一季度的行情中，A股更多表现为反复震荡的走势，这让大家对单边行情“放松了警惕”，更热衷于强调个股的影响。事实上，从目前来看，A股的系统性风险并未完全释放，基金依然不能忽视潜在单市市的杀伤力，合理控制仓位水平仍然是一项重要工作。

高成长股仍是首选

虽然在大跌时及时减仓应对，但对于减仓对象，基金经理们还是有明显的厚此薄彼。从个股走势也可以看出，在大盘蓝筹股不断下挫的同时，许多被标以“高成长”概念的个股却只是小幅调整，其背后展露了基金们的操作偏好。

以超声电子为例，尽管市盈率较高，但扎堆重仓的基金对其触摸屏业务的美好憧憬并没有随着A股大跌而改变，这使得该股二级市场的走势与大盘迥异。在反复震荡后，这只股票的调整幅度远远小于大盘。

在中小板和创业板上市公司中，也有不少基金扎堆的高价股由于发展前景被看好，在此轮调整中非但没有下跌，反而创出了新高。

(摘自《中国证券报》李良/文)