

## 年线失守 后市走向机构分歧明显

证券时报记者 汤亚平

周四多空双方在年线附近展开了争夺,最终沪指失守了年线这一重要防线,但成交量明显萎缩,沪市全日成交仅900亿,较前一个交易日锐减约25%。后市大盘何去何从?综合机构分析师对后市的预判,悲观、中性、乐观三种观点并存,分歧明显。

### 悲观:大盘将逐渐走弱

持此观点的人士认为,在股指下跌过程中总有很多利空会被找出来,比如汇丰PMI(采购经理指数)预读值为50.9创出7个月新高,而空方解读为随着通胀的压力增大,货币政策可能收紧,也成为周四股指回调的原因。技术派也呼应,不仅主力对年线弃守,而且连接6月25日的低点1849点与8月23日的低点2029点所形成的上升趋势线也轻松告破。盘面看,股指下跌并未遇到有力抵抗,这两道重要防线形同虚设,后市大盘需要寻求新的支撑。

申银万国认为,随着反弹最有利时机过去,后市大盘将逐渐走弱,2200点上方将成为强阻力区。如果没有跨年或者超预期利好出现,机构不会采取激进型持股策略,这将加大股指的调整压力。

与主板相比,对创业板后市看空的态度更坚决,连过去一直青睐创业板的私募大佬也纷纷倒戈。私募基金经理曾昭雄认为,曲终总有人散时,创业板回调30%不足为奇。他认为,不否认今年高涨的创业板,尤其是TMT(科技、媒体和通信)行业中会长出



优秀的龙头公司,但这种公司的脱颖而出不是在现在,而是在3-5年后。

### 中性:大盘不破不立

持此观点的市场人士认为,大盘跌破年线和长期上升趋势线并不可怕。从支撑力度来说,2140点的半年线、2143点-2149点的缺口,以及2149点前期反弹位置形成的密集成交区,都具有很强的支撑力度。只要这些防线不失守,股指震荡筑底的可能性大。

对于大盘失守年线,大摩投资认为,市场深度调整的概率较小,但是由于市场对三中全会的预期分歧较大,资金短期不容易形成合力,市场也难以走出趋势性行情,预计三中全会之前大盘将延续弱势震荡盘整走势。

此前,博时基金魏凤春认为,四季度A股的投资环境可谓不喜不悲。不

喜,意在周期力量式微,四季度增长或略有下行,与通胀向上的搭配,对股市和债市整体上不算有利;不悲,意在改革预期和布局新兴的格局难以颠覆,A股仍会呈现结构性机会。

部分分析师指出,调整时间可能延长,但系统性风险有限。一方面,四季度经济上行动能虽将减弱,然而回落空间有限,经济增速的稳定同样将为A股创造一个相对积极的宏观环境,有利于市场稳定运行。另一方面,经过阶段性的调整,随着利空因素的消化以及做空动能的释放,市场将迎来相对稳定的运行阶段,12月份A股预计相对乐观。

### 乐观:大盘中期向好

虽然近日连续调整,但目前持这种观点人士仍不在少数。以阶段性看,大盘调整还有一定的时间与空间。但绩优蓝

筹股在三季报的数据支持下将再次走强,并带动大盘重返2200点之上。

宁波海顺认为,从昨日量能缩小到900亿元可以看出,连续三日的快速下跌已经消耗了沪指一定的下跌动能,2170点以内本身又是多方的大本营,空方很难占到任何便宜,故投资者不必过分担心,沪指2140点半年线有强支撑。

华讯财经对于中期市场仍维持震荡向上的观点不变,并建议投资者逢低关注土改、环保、大信息服务业、新能源汽车、生物医药等潜力板块。

西南证券早前指出,从宏观经济数据看,大部分数据维持较好的运行水平,系统性利好有待进一步释放;随着三季报披露节奏的加快,前十大流通股股东的持股数据和基金三季度投资组合将使机构持仓动向大白于天下,将引导资金流向绩优股。大盘蓝筹股反弹将推升股指向上收复失地,重返2200点之上。

## 四季度:市场波动性趋升 小盘股尤甚

李俊

周四公开市场央行再度暂停逆回购,短期资金利率有所攀升,但我们认为不会出现类似今年6月的紧张格局,预计美国A股市场或开始企稳。不过,考虑到美国量化宽松退出延迟、国内通胀压力上升及资产价格上涨,央行在货币政策上继续腾挪的难度明显加大。因此,相对于三季度,我们认为四季度A股市场的不确定性有所强化,主要股指的波动性进一步上升,预计小盘股受到的影响将更加显著。

### 市场不确定性加大

10月汇丰PMI(采购经理人指数)预读值并未能够指引下一阶段的市场方向。一是9月汇丰PMI指数的最终值较预读值大幅修正,市场开始怀疑预读值的有效性;二是10月汇丰PMI预读值为50.9,低于9月预读值却高于9月终值,市场也无法得出短期经济运行的方向。

目前部分投资者担心10月经济指

标验证9月数据的下滑,从而证伪三季度经济的反弹。而另一部分投资者则认为即便四季度经济有所回落,但幅度比较有限,整体趋于稳定的态势不会改变。因此,10月汇丰PMI预读值无法给予市场以方向性指引,投资者之间的分歧并未因此而出现明显降低。

市场的另一个分歧来自于货币政策的微调。在美国量化宽松(QE)退出延迟、国内通胀压力上升之际,市场普遍认同央行的货币政策将有所收紧,但在程度上却出现了巨大的分歧。一方以6月钱荒为警示案例,认为货币政策收紧的幅度极为有限,尤其是在十八届三中全会即将召开的敏感时间窗口;另一方则认为通胀超预期使得货币政策腾挪的难度加大,而今年9月M2(广义货币供给)的增速仍然达到14.2%,超出了年度的调控目标,未来央行在公开市场上回笼货币的力度将进一步加大,甚至不排除重启3月期央票的可能。我们认为,在不刺激不紧缩的大前提下,货币政策的局部微调肯定会影响市场的阶段运行,现阶段货币政策倾向收紧的信号已经出现,但让市场投资者立即达

成共识的难度较大。

此外,融资交易者面临的不确定性也在加大。截至10月23日,两市融资余额达到3113亿元,较国庆前的规模膨胀了近10%。一方面,出于对节后市场的美好预期,诸多投资者选择了加杠杆的方式,并带来短期资金的快速流入;另一方面,在10月8日融资净买入达到57亿元的历史天量后,净融资买入的规模持续降低,表明融资客心态也渐趋谨慎。近期随着沪深300ETF融资的暂停,部分券商融资标的折算率降低,融资盘增长的速度将有所减缓。我们认为,一旦投资者意识到融资难以无限增长之后,市场的风险偏好将明显改变,并导致其投资模式及盈利模式的变化。

### 小盘股波动更剧烈

我们预计下一阶段指数的波动性上升,而小盘股受到的影响将更为显著。一方面,小盘股在经历持续上涨之后,股价处于较高的位置,获利盘兑现的意愿更强;另一方面,在未来资本市场的制度改革中,优先股、市值配售及个股期权等方

案无疑更有利于大盘蓝筹股,并遏制大盘指数的下探空间。

在大盘低位震荡的情况下,我们预计小盘指数可能出现以下三种走势:一是在扩容压力不明显的情况下,出于机构“抱团取暖”及年末净值需要,资金在流入与流出之间寻找平衡,小盘指数的中期顶部构建将极为复杂;二是四季度新股发行IPO继续暂停,资本市场改革提升制度红利预期,资金流入导致供求关系失衡加大,小盘指数将再现类似于今年6月后的向上走势;三是四季度IPO正式重启,扩容导致供求的天平开始向另一方倾斜,融资盘平仓及大小非减持将带来资金大幅流出,并进一步加大小盘指数调整的空间。

就目前来看,我们认为第一种情景及第三种情景出现的概率更大。因此对于投资者而言,需要注意以下几点:一是投资策略从结构性机会向结构性调整转变;二是投资杠杆从激进方式向稳健方式转变。此外,在年末估值切换之后,短线交易者将选择获利兑现,但中长期投资者可寻找合适时机以布局明年。

(作者单位:中原证券)

## 央行“无为而治” 市场流动性压力增大

证券时报记者 朱凯

多重因素叠加之下,股债双杀格局令市场阴霾一片。银行间市场的国债、国开债等利率债收益率继续攀升,昨日新发的两期农发行金融债,利率上涨幅度超过预期。有交易员透露,10年左右的国债现券昨日有4.215%的成交,上行约10个基点。

节节攀高的利率,令市场交易人士发出了“利率债要崩潰!”的夸张言论。上海某货币经纪公司人士介绍,国债以及金融债等买盘稀缺,市场抛盘沉重,收益率整体大幅上行。“有人报出买入信息,立即便有‘Given’(卖盘)跟上,气氛很紧张!”

其实,这一切的根源还是资金面,它对于短期限品种的刺激更为直接。大智慧财经数据显示,昨日有成交的

1年期进出口行金融债,收益率为4.83%附近,1年期左右的附息国债收益率为3.62%附近,近几个交易日已连续上涨。同时,Shibor(上海银行间同业拆放利率)在昨日延续走高,1日价格上涨30个基点到4.0880%,而国庆节后仅3.0520%。

经历过前期的资金荒,央行对3年期央票续作、逆回购暂停等事件之后,多数机构对后市资金已多了一份警惕,预期的趋紧体现为行动上的“惜借”。

昨日,央行已连续第三次“无为而治”,在例行的公开市场操作中既不投放也不回笼。不过,由于历史票据及回购等的到期,本周仍实现了580亿元的流动性净回笼。业内人士认为,央行此举加重了市场的担忧,是最核心的影响因素。

企业缴税一般通过商业银行来具体操作,尤其是国有银行的量比较大。这几天的资金偏紧,这算是最主要的催化剂。”广发银行资深交易员颜岩表示。

不过,对于目前的资金利率快速大幅攀高,中金公司首席经济学家彭文生认为并非新一轮“钱荒”即将开始的征兆。彭文生指出,未来要密切关注房产过热等可能导致货币政策“边际”收紧的可能性,目前的只是短暂影响。

实际上,相比低评级高收益的信用债券而言,利率债近一个多月来明显处于劣势。以Wind资讯的债券利率走势分析图为例,1年期国债收益率自4月的2.64%“探底”后,便几乎是单边上涨,最新已到3.57%;10年期国债略有滞后,但从7月初至今,收益率已由3.51%升至目前的4.15%均值附近。

颜岩分析道,这应该还是短期的影响,更多是季节性因素引发的资金面紧张。不过,当前的经济数据总体较好,10月份的汇丰中国制造业采购经理人预览指数(PMI)为50.9,创多月新高,债市压力依旧期待释放。

此外,影响资金面的因素还包括此前的国库定存资金陆续到期。数据显示,本月中旬至年末,总计约3200亿元的中央国库现金定存将集中到期,从10月17日、10月22日的各500亿、400亿元开始到年末,合计7期资金到期无疑也增大了市场的流动性压力。

到达一定界限后,央行或会对市场进行合理适度的投放。”南京银行金融市场部高级分析师张兰告诉记者。她认为,财政存款会集中在11月和12月释放,往年的规模都在万亿元以上,预计这种紧张很快会有所缓和。

## 创业板估值回归 “内幕人”提点方向

万联证券研究所策略部

近日创业板指持续调整,期间最大跌幅近10%,疲态尽显。创业板指的大幅回调有多方面的原因,既有对四季度经济悲观预期的因素,也有资金面日益趋紧的因素,更有对估值高企的担忧。

上涨重势、下跌重质,在创业板系统性风险增大的市场环境下,投资者应该更加重视上市公司的质地。但上市公司的质量如何,普通投资者甚难知晓。重要股东是比普通投资者更了解上市公司实际经营状况的“内幕人”,他们在二级市场的交易方向或能透露出公司管理层对公司性价比的真实判断,对其股价的未来走势具有重要的参考价值。

据公开信息统计,截至昨日收盘,创业板成立4年来共有319家公司的重要股东进行了二级市场交易。从总的变动方向来看,绝大多数上市公司股东为减持股票,共有184家上市公司重要股东净减持自家股票,净卖出股份数合计29.54亿股,净减持金额475.29亿元;仅有26家上市公司重要股东增持自家股票,净买入股份数合计0.25亿股,净增持金额3.72亿元;9家上市公司重要股东增持量和减持量基本持平;36家公司未有二级市场交易。

从交易金额来看,净增持与净减持金额比例为1:128,创业板上市公司重要股东减持力度显著强于增持力度。然而,回顾去年四季度,在创业板指连续创新低的市场格局之下,却有28家创业板上市公司重要股东净增持自家股票,合计净增持金

额达到了1.59亿元,净增持与净减持金额比例远高于近年来的总体水平。

那么,这28家净增持公司在今年行情中表现如何呢?从增持效果看,这28家上市公司中,九洲电气和飞力达两家上市公司今年股价下跌,其中九洲电气去年四季度股价实现了翻番。其他26家上市公司今年股价均有上涨,上涨占比高于创业板平均水平,其中的中青宝、乐视网、华谊嘉信更是今年以来的超级大牛股。

从最近三个月的数据来看,创业板有13家上市公司净增持1.75亿元,其中尤洛卡一家净增持1.61亿元,占到了净增持总金额的92%。瑞丰高材、东方热电等多家上市公司净增持金额不足10万元。另有150家上市公司净减持89.66亿元,其中向日葵净减持金额达到13.91亿元。若除去净增持金额最大的尤洛卡和净减持金额最大的向日葵,近三个月中创业板重要股东净增持金额与净减持金额的比例达到了惊人的1:541,公司股东用脚投票的趋势相当明显。

三季报业绩披露将在本月底结束。从历史经验来看,三季报披露结束后的11月和12月份是上市公司重要股东减持的高峰期,加上今年以来创业板个股涨幅巨大,解禁后的限售股股东减持套现的动力依然强劲。

此外有媒体报道,近期有大量创业板公司开始向证券公司和投资公司询价,为减持做准备。种种迹象表明,这一次狼可能真的来了。创业板估值回归之路或已开启,在防御策略中,受到上市公司增持的个股值得特别关注。

财经随笔 | Essay |

## 成长股投资 将进入第二阶段

证券时报记者 付建利

以创业板股票为代表的成长股调整已经开始,而且幅度不小,华谊兄弟、光线传媒、掌趣科技、机器人……这些牛股都展开了调整之路。调整的时间会持续多久?也许几天,也许一两个月,甚至几年。但可以肯定的是,在很多没有真实业绩支撑的所谓成长股今年以来持续暴涨,创业板整体市盈率高达60倍的背景下,现在的下跌只是开始。正印证了那句老话:出来混,迟早要还的!

以创业板股票为代表的成长股为什么今年以来持续上涨,而且是暴涨?理由其实很简单,无非是供求关系不平衡。新股发行暂停,而成长股是新兴产业的主要集中地,蓝筹股集中的传统产业不符合中国经济结构转型和产业升级的方向。炒股首先看方向,方向对了,投资就成功了一半。然而,由于创业板成立仅仅只有四年的时间,相对于结构性充裕的流动性,集中在新兴行业的创业板和成长股供给明显不足。也正因为资金的推波助澜,创业板股票从一开始就出现了三高发行,这种先天性的泡沫,给后来创业板和成长股埋下了泡沫破灭的隐患。

另一方面,围绕着新兴产业,国家相关扶持政策不断出台,这无疑给成长股炒作提供了绝佳的噱头。再加上几年的熊市下来,散户投资者亏怕了,对暴涨的成长股也不敢随意追涨。如此一来,成长股的一路上涨,很大程度上成为主力资金自导自演的把戏。如果散户跟风,可能主力资金还会逢高分批出货,但当散户不会大批跟风时,主力只有一条路:把成长股的股价不断地往上推。

在今年以来成长股的炒作中,由于相关新兴产业股票投资标的有限,市场供求并不平衡,因此出现了

投资者“看方向,不看业绩”的炒作风格;只要是新兴产业的股票,反正就那么几只,管你业绩好与坏,先狂炒上去再说!很多成长股,业绩并不怎么样,甚至有些成长股跟某些概念只沾了个边,但股价也会一飞冲天。比如网游,随便一家成长性的公司,宣布做网游的计划,或者并购相关的资产,股价就会被大幅炒作。这种“看方向,不看业绩”的炒作,是成长股投资的第一阶段,或者说是投机阶段。

如今,市盈率动辄五六十倍的成长股到了估值之巅,调整之路已经开始,这从不少成长股放量下跌可以很清晰地辨别出来。问题是,这种调整会持续多长时间?答案也只能是:谁也不知道!也许一两周、也许一两月,又或者几年。那些没有真实业绩支撑的成长股,没有缘由地狂涨,如今到了还债的时候,下跌并没有什么不好理解的。

由于成长股代表了很多新兴产业,是未来中国经济转型升级的方向,可以肯定地说,成长股的行情没有结束。不同的是,这次调整将给投资者一个教训:要赚到实实在在的,还是抛开单纯的概念性炒作。无论是机构投资者,还是散户投资者,最终都会重点选择那些有实实在在业绩支撑的成长股。投资者的成熟,必须由市场给出教训才能得来。另一方面,随着日后新股发行的开闸,新兴产业的企业会大量上市,成长股供不应求的矛盾,也会很大程度上得到解决。成长股的投资,将进入“看方向,更要看业绩”的第二阶段,也就是投资阶段。

本版作者声明:在本人所知情的范围内,本人所属机构与财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。