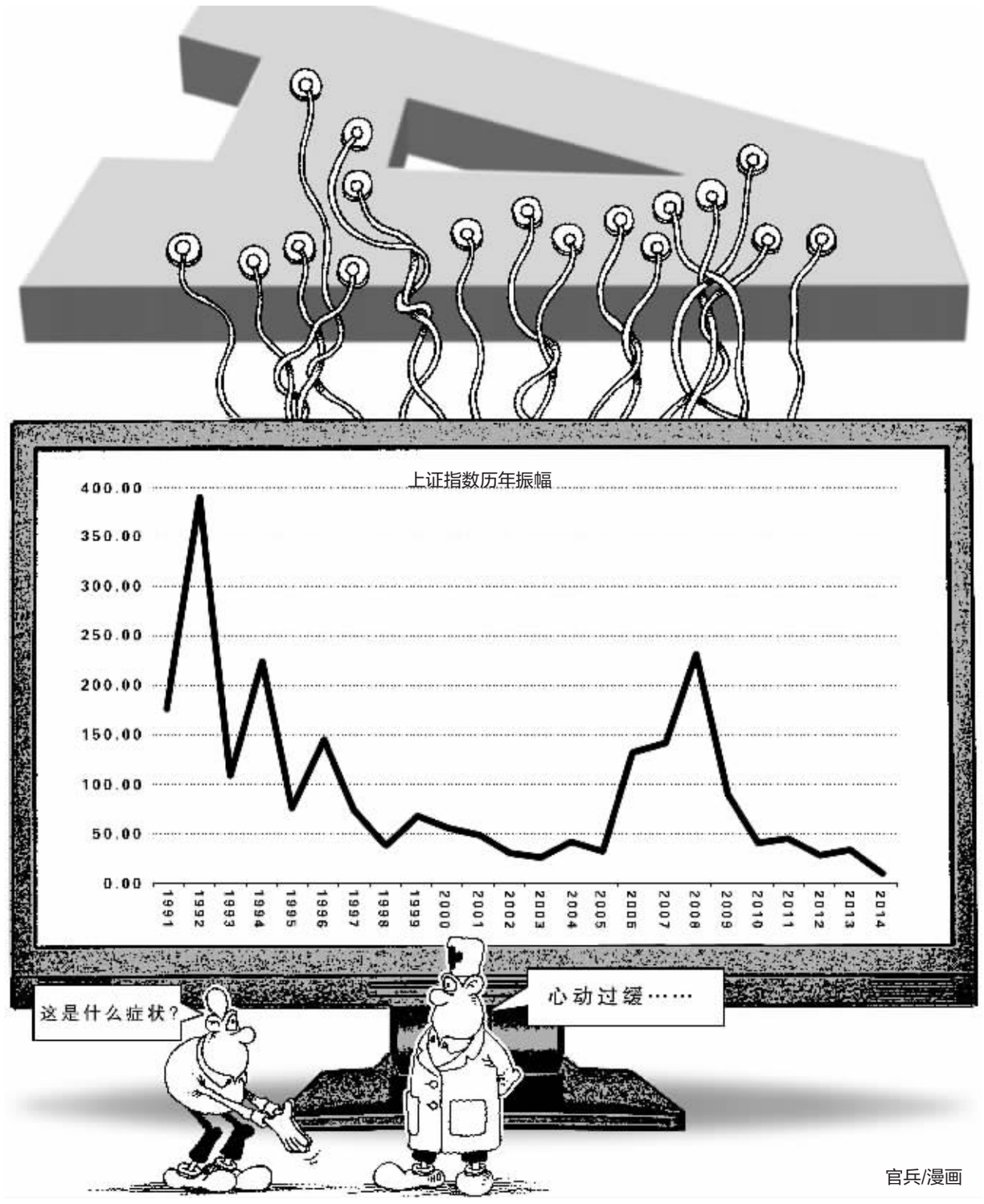
上半年上证指数振幅仅10%,创历史新低

A股患上“心动过缓症”

证券时报记者 万鹏

2014年上半年即将过去。今年前6个月，上证指数一直在1974点至2177点之间不足10.3%的空间内运行,创下A年以来的一项新纪录。上证指数上半年表现出的“心动过缓”特征,令下半年的行情更加扑朔迷离。



官兵/漫画

上半年振幅或创历史新低

本周,A股市场风云突变,上证指数连续大幅下挫,股指重新考验2000点整数关口。尽管如此,上证指数上半年振幅极有可能创下24年来的最低纪录。

证券时报数据显示,从1991年至2013年,上证指数上半年的平均振幅高达64.92%。其中1992年(388.11%)、1993年(100.59%)和2008年(105.04%),上证指数上半年的振幅都超过100%,剔除这三年,则平均振幅将下降至44.97%。这23年中的最低数据为2012年,上证指数上半年振幅也达到了16.21%。这也意味着,6月份最后几个交易日上证指数只要不跌破1873点,则将创下一项新的历史纪录。

波动收窄成全球新常态

实际上,从全球范围来看,波幅收窄已成为近年来的一个明显趋势。统计数据显示,最近3年来,上证指数平均波幅为23.2%;日经225指数平均波幅为33.3%;标普500指数平均波幅更是只有19.8%。此前一向波动剧烈的恒生H股指数近3年的平均波幅为31.5%,今年上半年更是只有18.8%。

对此,国金证券研究员徐炜认为,全球风险资产进入寂静期的主要原因是,在过去几年央行的驯服下,市场正在接受一种流动性宽松、经济缓慢复苏的新常态。

其中，海外的新常态是发达经济体在经济金融崩溃之后，在明确的去杠杆过程中，一直保持着持续宽松的货币,相对稳健的财政,慢慢地消化去杠杆压力，以及此过程中出现了缓慢复苏，股票资产长久的享受了流动性宽裕的环境，呈现缓慢稳步上涨的趋势。而中国的新常态是经济处在中期去杠杆的压力之下，经济有下台阶的压力，政策力图使经济运行的更加平稳,相机抉择的成分更重。股票资产在比较窄的范围内运行，缺乏系统性的方向。

年度低振幅后多迎来上涨

作为一个新兴市场,A股早年的波动率非常惊人，其前6年的年平均振幅高达188.66%，而且6年中仅有1995年的振幅低于100%。此后18年中,仅有2006~2008年出现过100%以上的年度振幅。而低振幅的年份出现后,A股往往将迎来一段较好的上涨行情,甚至开启一轮持续多年的牛市。

数据显示,1998年上证指数全年波幅仅有36.42%,这也是A股当时的一项新低。随后A股便迎来了1999年的5.19行情，以及持续两年的上涨。同样,2003年上证指数在创下26.17%的年度振幅新低后,2004年上半年就出现了以五朵金花为龙头的一轮强劲反弹。而2005年上证指数波幅也不过33.08%,此后便展开了一轮波澜壮阔的大牛市。最近的一次出现在2012年,当年上证指数全年波幅仅有27.13%,且创下1949点的调整新低,2013年上半年以金融股为龙头的强劲反弹,从1949点算起,反弹幅度超过25%。

下半年振幅或扩大 波动方向存分歧

从A股历史数据来看,还尚未出现过20%以下的年度波幅。这也意味着，今年下半年股指将打破目前的僵局。以此前振幅最低的2013年为参考,要达到26.17%的波幅,上证指数要么上涨至2500点附近,要么则将下跌至1725点左右。波动方向不同,对投资者的收益影响极大。而目前各大券商对于下半年的走势依然存在较大分歧。

民生证券认为下半年股指仍将以区间震荡为主。具体来看,由于经济向下有政策和外需托底，很难爆发类似钱荒的脉冲式风险以及市场担心的系统性风险，而向上有宏观经济周期以及微观企业盈利下行的拖累，增长弹性将相比去年进一步下降，全年基本持平。这种平滑的新常态,意味着下半年大盘难有系统性机会，快进快出的主题投资仍是主线，建议关注区域协同发展(京津冀、一带一路)、信息安全、军工、在线教育、健康管理、产业资本举牌等主题。

而国信证券研究员郦彬也持类似的观点。他认为,当前受益于政策定向宽松力度加大和经济企稳预期的共振,市场反弹在犹豫中展开,建议投资者把握当前的重要时间窗口。但是,由于宏观基本面存在远虑,资金面维持存量博弈等因素,反弹高度将较为有限,中国经济及股市的慢熊节奏并没有改变。因此,已经展开的反弹将是投资者减仓的良机。

国金证券研究员徐炜则旗帜鲜明的看多,他认为,下半年股市向上波动的概率更大。一方面,当前流动性环境充裕,国内货币政策持续放松、海外流动性异常宽松。另一方面,A股的整体估值横向纵向比都处于历史低位。在经济基本面改善的预期下,资金有望流向风险资产。此外,微刺激政策、沪港通、炒新等催化剂都有望提升股市的吸引力。其看好的板块为:有价格弹性的周期股(有色、化工)和景气复苏确定的消费股(农业、旅游、食品及医药白马股)。

房地产是未来两年中国经济最大风险

胡志鹏 汪涛

得益于微刺激措施和出口复苏势头增强,5月份工业生产温和改善。然而房地产活动依然疲软，虽然去年较低的基数帮助销售和新开工面积同比跌幅有所收窄。

过去两个月微刺激加码，财政拨款速度加快，央行通过对符合条件的金融机构再贷款和降低存款准备金率定向放松了信贷。

新增贷款和企业债券发行均比较强劲,抵消了影子银行信贷的收缩、推动社会融资规模余额(剔除股票融资)同比增速小幅升至16.4%。与此同时,银行间市场利率保持在低位、全社会综合借贷成本小幅下降，均表明流动性和信贷条件有所放松。

过去两个月决策层加快推进微刺激政策,包括:加快基建项目审批;推进促进小微企业、公共事业和服务业发展的改革;进一步减税;保持宽松的银行间市场流动性；对符合条件的金融机构再贷款和降低存款准备金率,定向放松信贷;以及加快财政拨款速度。另外,据媒体报道部分地方政府已经在尝试小幅放松住房限购政策。

经济增长势头有望在今年夏季持续改善,但可能在四季度再次放缓。在决策层微刺激和出口持续复苏的背景下,预计经济增长势头有望在今年二、三季度持续改善，支撑GDP环比增速反弹。然而,去年基数较高、房地产持续下滑可能会拖累四季度GDP同比增速放缓至7%左右。

政策方面有望继续微调,但不会大幅放松。当前实体经济初步改善的迹象应有助于缓和决策层大幅放松宏观政策的压力。虽然决策层持续收紧对影子银行业务的监管,但最近央行和银监会的表态表明政策微调可能还会继续,这应当可以帮助整体信贷条件保持稳定和宽松。我们既不认为央行会很快全面降准、也不认为全面降准能起到明显效果。实体经济面临的最大问题并非信贷供给不足,而是缺乏投资意愿或投资渠道。事实上,我们认为是时候让结构性改革和实体经济转型来承担更大的重任,而减少对货币政策的过度依赖了。

我们认为,房地产活动持续大幅下滑,将是未来两年中国经济面临的最大下行风险,主要原因在于:1、过去十年间住房供给增长一直快于内在需求,而这一失衡难以无限期持续;2、随着经济发生结构性变化,支撑投资性需求的诸多因素正在消退;3、许多城市库存高企;4，政策支持的空间和有效性已比较有限。我们估计有15%的概率会出现房地产活动大幅下滑、拖累2015年GDP增速至略高于5%的风险情形。

(作者单位瑞银证券)

高兴就说 | Luo Feng's Column

沪港通时代来临 A、H股差价如何消除

高兴

A、H股差价的议题，从2007年开通未果的港股直通车时代就开始热议,并持续至今。近段时间,沪港通概念特别是港股市场H股对A股折价的品种波幅明显增加,A股对H股折价的品种也是蠢蠢欲动。

折价是目前沪港通的主流炒作概念，同股不同价最容易引发市场关注。未来将向什么方向演变?大部分人觉得两市价格会趋同。有分析师拿台湾经验做比较，以前我国台湾地区企业到海外筹集资金，常发行美国存托凭证及全球存托凭证,开始时跟台湾当地股票也存在折让的现象，但折让幅度随着时间逐步归零。如果AH股也是这个大趋势,折价将以什么方式缩小呢?

第一种是拉涨效应。当年B股向普通投资者开放时,A、B股同股不同价的现象比现在A、H股要严重,结果初期是以价格低的B股大涨来反映市场动向。这种模式算是主流模式，因为通过股价上涨来缩小价差相当于通过把蛋糕做大来分享利益,表面上没有受损者,为多赢局面。不过,目前A股猴市特征较明显,大背景又是正处于熊市周期,A股对H股折价的个股如果受拉涨效应推动，也难以通过上涨来使A股股价完全向H股看齐,涨幅可能会大打折扣。实际上,如果这种差价是A股上涨的强大动力,很多个股的折价率早已经大为缩小了。

A股对H股折价的品种集中了大批蓝筹股,金融行业方面,中国平安、中国太保、中国人寿三大保险股一网打尽,全部对H股折价20%以上;招商银行、农业银行、建设银行、光大银行、交通银行等银行股都折价10%以上;中国神华、华能国际等能源股也折价20%左右。

如果这些蓝筹股以A股上涨的模式来消除与H股的价差,这意味着A股大盘的春天来了,金融等权重股上涨20%,这等于是将上证指数拉到2500点上方,打破了今年以来的窄幅箱体震荡(今年沪指最高点才2177点)，会形成大盘的趋势性突破。从目前资金面来说,暂时没有明显的迹象支撑这么大幅度的转折。相关A股温和、缓慢地上涨,是可能性更大的局面。

第二种是水桶效应。A、H同股就像不同长度的木板拼成同一只木桶。一只木桶能装多少水,不取决于最长的那块木板，而是取决于最短的那块木板。同股不同价的股票,如果股价低的不动，股价高的凭什么还高高在上呢?这对H股蓝筹有一定压力，特别是在蓝筹股全球定价的趋势下,以往A股市场开放程度不高，很多机构的全球资产配置是通过在香港市场配置中国资产,加上对中国经济未来的看好,H股享有一定溢价。打通两个市场后,这种溢价逐渐缺乏存在的基础。

那么,如果出现H股承压的情况,会不会反过来令A股落入看空的氛围?这种情况应该影响不大。A股蓝筹不管是估值还是形态都处于历史低谷，不少个股处于跌无可跌的境地,下跌空间原本就很有限。

第三种是相互看齐，重新寻找均衡。A、H股同股不同价这种不均衡现象由于一段时间的存在，市场已经适应了这种不均衡，沪港两个市场的互联互通打破了这个局面，股价作为最终反应所有信息的平台,将在波动中寻找新的均衡,特别是在套利资金的驱使下，新的博弈将更加激烈，预计两地同一只股票的股价都会在调整、妥协中磨合。

但较长时间里，预计这种价差只会缩小,不会完全消失。主要原因是,套利机制并不便利,难以完全消除差价。内地与香港市场在投资者结构、供求关系、投资理念等方面存在的显著差异,本身是A、H股差价存在的基础,这个基础并未消除,多多少少会使价差继续存在。特别是H股蓝筹股往往获跨国机构配发牛熊证、权证等衍生品,牵一发而动全身，格局的重新调整预计需要较长时间。

持仓下降走势平稳 期指“结算魔咒”未出现

证券时报记者 万鹏

本周五是期指结算日,A股全天走势平稳，沪深300指数大部分时间都在昨天收盘点位之上运行,并未出现所谓的“结算魔咒”。至收盘时，期指IF1407上涨0.31%,较沪深300现货略有贴水。

中金所盘后数据显示，期指各合约总持仓为17.86万手，较前一个交易日的18.91万手大幅下降了1.05万手。值得注意的是,海通期货近期空单持仓量持续增加，大有挑战中信期货,成为期指市场新“空军司令”的架势。周五,海通期货增仓3450手，累计持有21124手期指IF1407合约空单,大幅超越排名第二的中信期货(持有17688手),这也创下单个合约空单持有量的一项新纪录。此外，广发期货在期指IF1407合约上的空单持有量也超过了10000手。不过，如果算上在IF1409合约上的10762手空单,中信期货依然是堪称期指市场的最大空头。

而在多方阵营中，增仓的积极性却并不高。其中,排名IF1407合约多单持有量榜首的国泰君安昨日仅增加了178手，排名第二的银河期货增仓579手，排名第四的永安期货虽然增仓了1099手,但总持仓不过6297手。统计显示,前20大多头昨日共增持5472手,明显低于空头9559手的增仓规模。

整体来看，尽管本周五期指总持仓较周四大幅下降，但这主要是因为期指结算的原因。而且不排除未来持仓量再度增加的可能。此外，从期指多空主力的持仓对比来看，空方依然占据了明显优势。这也意味着，短期股指仍有可能维持偏弱的格局。

股指期货1407合约前十大主力持仓情况一览表

持买单量排名				持卖单量排名			
名次	会员简称	持买单量	比上交易日增减	名次	会员简称	持卖单量	比上交易日增减
1	国泰君安	8496	178	1	海通期货	21124	3450
2	银河期货	6897	579	2	中信期货	17688	2214
3	中信期货	6393	21	3	广发期货	10677	-134
4	永安期货	6297	1099	4	国泰君安	9458	453
5	海通期货	5273	402	5	华泰长城	4351	288
6	申银万国	4572	525	6	财富期货	3877	225
7	浙商期货	4228	174	7	兴证期货	3667	141
8	北京中期	3726	158	8	永安期货	3082	712
9	上海东证	3602	48	9	申银万国	2747	-41
10	鲁证期货	3396	539	10	招商期货	2729	465

万鹏/制表