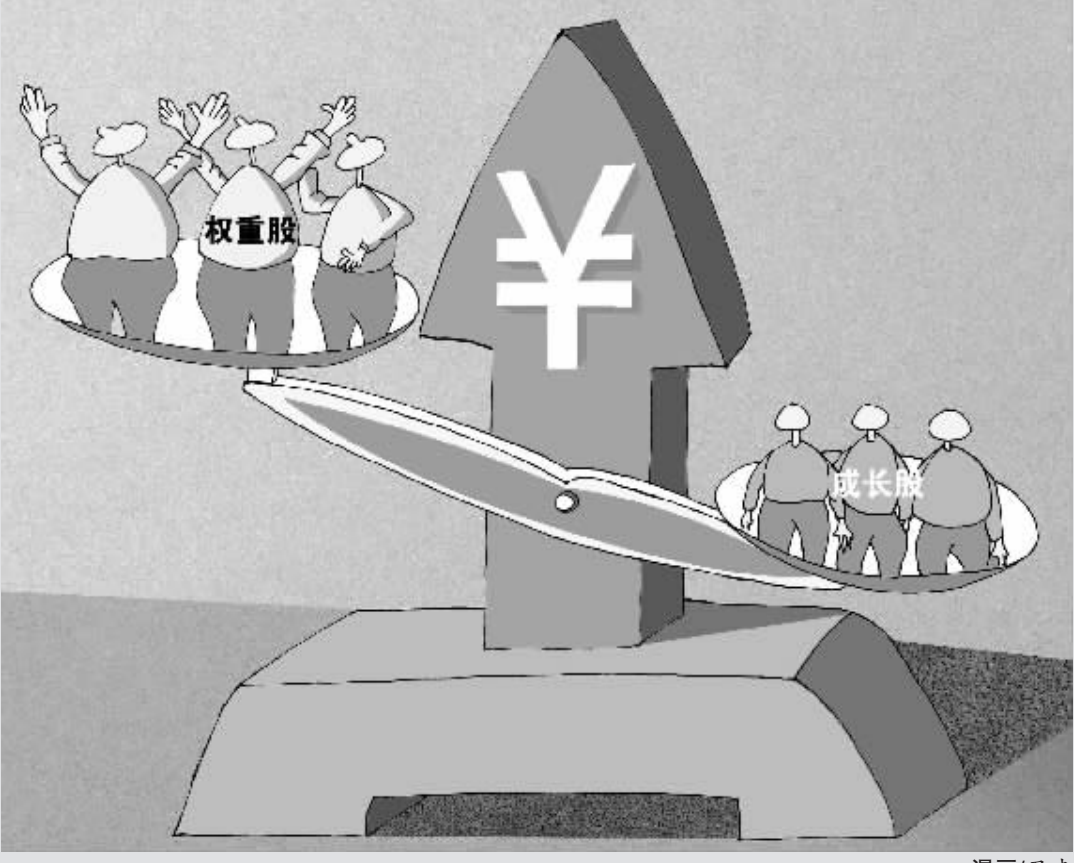


“8·16” 冲击波冲出“均衡市”

□本报记者 龙跃



漫画/尹建

作为典型的偶发因素，8·16”事件注定难以对市场运行趋势产生明显影响。但就短期而言，其对投资者偏好仍会存在一些冲击余波。具体来说就是，在市场整体仍处于弱势格局的背景下，以 8·16”事件为契机，场内资金偏好有可能发生改变，即在大与小、周期与成长、传统与新兴之间进行更加均衡的品种配置。从周一的市场走势看，这种追求更加均衡的迹象已经开始出现。

“8·16”负面冲击有限

上周末，不少投资者都是在忐忑中度过的。令投资者不安的原因在于，光大证券上周五在交易中发生小概率事件，导致市场在短期出现剧烈波动。投资者担忧，这一短期“黑天鹅”事件可能在后续产生一些不利的负面冲击，概括起来主要包括三点：

一是光大证券在 8·16”事件中做多了 50 亿元左右的上证 50ETF，并且此后在股指期货等方面进行了相应的空单对冲，市场担忧多空巨量交易一旦平仓，会给市场带来明显冲击；二是光大证券的异常交易在上周五引发了约 150 亿元的程序交易和跟风盘，这些多头仓位本周平仓的可能性也非常大；三是交易异常可能阻碍券商金融创新进程，进而给券商股带来调整压力，并打击市场人气。

但是，从本周一的市场运行情况看，8·16”事件的负面冲击似乎非常有限。

首先，沪深股市昨日虽然明显低开，但尾市均实现了不同程

度的上涨，特别是最受关注的上证 50 指数，当日收盘涨幅超过 1%，显示平仓潮或者没有出现，或者被市场较好地进行了消化。

其次，股指期货四大合约周一全部实现上涨，且涨幅均大于现指，主力合约 1309 当日上涨过程中还出现了持仓上行的积极现象，显示多头日内交易占据主动，这表明 8·16”事件并未引发投资者看空短期市场的强烈预期。

最后，作为 8·16”事件中受负面冲击最严重的券商股，尽管昨日均呈现大幅低开之势，但午后大多较开盘价出现了一定程度的拉升，中信证券、海通证券等龙头券商股的跌幅更是相对有限。券商股昨日强于预期的走势，也给今日光大证券复牌营造了较好氛围，分析人士预期 8·16”事件对该板块的短期负面冲击有可能在今日释放完毕。

资金偏好或趋向均衡

尽管从周一的市场走势看，8·16”事件的实际冲击并没有投资者担忧的那样大，但不应忽视的是，其对场内资金偏好仍可能产生较大影响。具体而言就是，8·16”事件为投资者提供了一个机会，能够更好地观察当前的股市，并相应修正此前的判断。

一方面，多空分歧或趋于均衡。从市场整体运行趋势看，上周五权重股的集体井喷只在短期内改变了大盘的运行方向，而指数最终仍然难改下跌命运。这说明，当前整体市场仍然处于弱势格局中，7 月良好经济数据尚不足以提供系统性走强所需动力，投资者

此前基于经济企稳的做多情绪可能会出现一定程度的冷却。

另一方面，风格偏好也可能将趋于均衡。从权重股角度看，

8·16”事件中权重蓝筹股较轻的卖压以及异动后引发的大量跟风盘说明，当前蓝筹股已经基本处于阶段底部区域，对资金存在一定吸引力，这或许会改变此前资金过于漠视此类股票投资价值状态。但与此同时，异动交易引发的后续平仓压力，也可能令那些坚定看好风格转换的投资者短期变得更加谨慎，毕竟，谁也不想为 8·16”事件“埋单”。而这种谨慎心态，也可能导致此前追逐风格转换的资金，在配置上重新向非周期的小盘成长股进行适度转移，这种变化从本周创业板指数重新领涨市场中也可见一斑。

当然，资金短期对大盘周期股的适度谨慎，并不意味着小盘成长股将重新大幅走强。从上周五的行情看，伴随权重股的脉冲，创业板指数出现大幅跳水，并且下跌态势在相关预期稳定后仍未止住。分析人士认为，这至少说明，以创业板为代表的小盘成长股已经在整体上不具备很强的抗打击能力，在资金支撑弱化的背景下，此类股票后市难免会经历一个明显调整阶段。

由此来看，对于 A 股市场而言，8·16”事件更深刻的影响可能在于令场内资金偏好更加趋向均衡，这种均衡既是指多空方向上的判断，也是指对此前基于风格转换预期而作出的“非此即彼”配置的修正。

谁吹大了创业板泡沫

□信达证券 陈嘉禾

A 股市场最近几年出现了 3 次整体估值达到 50 倍 PE 以上的大泡沫。

第一次泡沫出现在 2007 年，整体市场估值冲破 50 倍 PE。当时市场的焦点主要在主板蓝筹股，各个板块的龙头公司受投资者热烈追捧。第二次在 2010 年，小盘股受到追捧，中小板综合的市盈率冲破了 50 倍 PE。第三次则出现在 2013 年，创业板甩开中小板，单独上演了一段行情，市盈率也冲破了 50 倍。

很明显，在这三次市场行情中，尽管在市场达到泡沫状态以后，我们可以在市场上找到无数的“确定性”的解答，以解释为什么主板、中小板或者创业板在一个关键的时点上，“必须”拥有这么贵的估值。但是，这些理由几乎没有一次在泡沫开始之前就被提出。

证明这个现象的最典型的一个例子，来自于今年的创业板：如果说创业板走牛是之前可以预知的话，为什么没有一个主动管理的产品，可以取得和创业板指数基金一样的收益？

事实上，在绝大多数时候，市场过于相信从经济逻辑所做出的解释，以至于我们发现绝大多数投资者都在寻找这种传统型的投资逻辑。但是，市场往往忽视了两种更加重要的因素。

第一种因素指的是预期和价格交织的力量所导致的市场波动，在许多时候尤其是大泡沫的时候，这种因素的力量会远远大于经济逻辑。

在泡沫刚兴起的时候，市场并没有找到在泡沫中后期那么多的经济逻辑。但是，这些逻辑的萌芽状态一直都存在。在价格上涨的配合下，它们的影响力开始增加，而越强的影响力会导致越多的价格上涨，越多的价格上涨又会反过来增加这些逻辑的影响力，这也就是乔治·索罗斯的反身性理论所描述的状态。

所以，当泡沫达到顶峰的时候，成长的投资逻辑也达到自身影响力的顶峰。但是，这与那些逻辑的恒定状态差距甚远。所以，我们最终总会看到泡沫的破裂，这些逻辑也最终被人遗忘。

第二种因素来自于市场在许多时候受到的各种非理性因素的影响，比如代理人机制、短期视角、税收制度等等。它们相互作用，其复杂程度甚至让身在其中的业内人士也经常难以把握。而这些因素的作用也完全无法用经济原理所推导出来。

以当前的 A 股市场为例，“500 亿现象”就是一个典型的例子。“500 亿现象”指的是，如果一家公司的市值已经超过了 500 亿元，而同时又不是因为极高的市净率估值而勉强达到这个市值规模，则这家公司就很容易会被市场遗弃。

来自经济的投资逻辑很容易为这种现象找到解释，即市值大于 500 亿元的公司多是传统产业，我们理应抛弃传统产业。不管它们估值多低、财报实际反映出来情况到底是怎样，也都不该买，因为它们没有前途、没有预期。但是，撇开可能导致争论不休的理论不谈，这种理论很轻易的就会被一个事实所击溃。那就是，在同时拥有大于和小于 500 亿市值公司的行业里，只要大于 500 亿市值的公司的市值并不主要来自于它市净率的极度高估（比如 GICS 分类里的制药），则这类行业里大公司的估值远低于小公司，盈利能力、增长速度则高于后者。

所以，与其说“500 亿现象”是由行业的区别造成的，不如说是在投资人的短期视角、代理人机制，以及由反身性作用形成的价格衰退的共同作用下形成的。

市场千变万化，80% 的短期价格变动以及几乎 100% 的泡沫状态，都很难用经济逻辑解释。而这些，也就是投资世界不同于现实世界的根本原因。

没钱没大戏 结构潮升级

□兴业证券策略团队

短期，资金面或进一步偏紧，可适当提升风险意识，控制仓位。A 股市场“存量资金博弈+结构性行情”的格局难以扭转，但是成长股行情将从此前的系统性机会收缩为局部机会，而此前一直被市场冷落的传统行业将迎来局部机会，即成长股需要进一步精选，热点向传统行业扩散。配置方向上，应立足于行业竞争格局改善的逻辑。

“钱”是抑制反弹主要因素

我们一直认为，抑制此轮反弹行情的主要因素是“钱”，即实体经济领域的资金成本有上升压力。中期来看，比起银行间资金价格，实体经济融资成本的升高更加值得警惕。QE 退出，导致外汇占款不确定性；6 月危机之后，银行风险控制的增强、表外融资扩张速度放缓，将推高实体经济融资成本以及风险溢价，信用利差呈上升趋势。

近期固定利率国债各期限到期收益率均上升，已相当于 2011 年高点水平，以 10 年期国债为代表的无风险收益率走高对于股市和经济都会呈现负面冲击。2011 年三季度出现无风险收益率走高、股债双杀，源于高通胀、经济过热，显然与今年宏观背景存在较大差异。而造成目前利率各品种收益率走高的主要原因有以下几点：一是央行“放短紧长”有意引导短端利率下行的政策意图被市场误解，三年期央票续做的同时通过公开市场小规模逆回购操作，实际净投放货币力度远小于三年期央票到期后不续作；二是债券供给增大的背景下，一级市场中标利率大幅上行带动二级市场收益率上升；三是 7 月宏观数据好于预期，货币政策主动放松的预期降低；四是商业银行行为降低同业资产的投资杠杆率，尽可能降低资产配置久期；五是 QE 退出的大背景下，海外套利资金逐步退出中国银行间市场。

我们认为，银行间资金面短期将维持“死不了、活不好”的困局。鉴于上述因素短期趋势扭转的可能性较低，8 月份下旬，在月末效应的影响下，资金价格难以有效降低；不过，再现 6 月份的危机模式也不可能。

“光大事件”影响行为模式

光大事件对短期市场有所扰动，更重要的是对投资者行为模式的影响。在金融衍生品对 A 股的影响越来越大的对冲时代，风险控制意识一定要牢记。

另外，这次乌龙事件就像一

次“压力测试”，改变了投资者一些偏见。比如，蓝筹股并非因为盘子大而炒不动，关键在于行业是否值得投资。

信息消费成新支柱产业

基本面层面，继续维持“经济暂时企稳，乏味中寻找新奇”的观点，建议关注新政府对于经济的新思路。

近期一系列改革政策组合拳值得深入研究，包括促进信息消费、节能环保等新的支柱产业发展，上海自贸区等相关政策，也包括对于房地产发展的重新定位。我们特别看好信息消费相关的产业链，信息消费已经悄然成为名副其实的“经济新增长点”，微信、电商已经深深改变了人们的生活习惯。互联网的“新型信息消费规模”已经约 2 万亿元，这是市场选择出来的新支柱产业，和十年前的房地产一样，更像美国 92 年以后“信息高速公路计划”之后的互联网浪潮。信息消费带来的新模式将不断冲击和改造旧行业。

提高风险意识 耐心找机会

短期，资金面进一步偏紧，可以适当提升风险意识，控制仓位。A 股市场“存量资金博弈+结构性行情”的格局难以扭转，但是和此前不同的是，成长股行情将从系统性机会收缩为局部机会，而一直被市场冷落的传统行业将迎来局部机会，即成长股需要进一步精选，热点向传统行业扩散。配置方向上，应立足于行业竞争格局改善的逻辑。

第一，围绕成长股做优选，短期控制风险，控制仓位，等待更好的买入时机。在经济转型和升级的大背景下，投资者立足中期可以持续深入淘金信息消费、节能环保新能源等新兴产业，但是，短期需要防范估值风险和“市场博弈”风险。

第二，寻找传统产业在新经济下重生的机会，可以按照“环保从严、供给收缩、顺应新经济、产业升级；并购重组，外延增长”等线索找行业竞争格局趋势性改善的机会。重点关注化工、地产、建筑装饰、电力设备、稀有金属等。

第三，继续不看好“煤飞色舞”等产能过剩的周期股。从宏观数据来看，这些行业缺乏基本面的持续性支持，因此，仍是暴涨暴跌的“假装炒周期股”的折腾模式。充当前期反弹的龙头只是因为符合“阻力最小”的交易性原则——机构几乎没有仓位，距离散户持仓密集区也很远，抛压较小，只是乘机成功偷袭而已，不炒也炒。

78 亿资金回流股市

□本报记者 龙跃

8 月 19 日，沪深股市整体运行平稳，虽然早盘明显低开，但此后即逐渐收复失地，并以小幅上涨收盘，显示“8·16”事件对市场负面冲击低于预期，受此提振，有 78 亿元资金昨日回流 A 股市场。

截至昨日收盘，上证指数以 2085.60 点报收，上涨 0.83%；深成指以 8285.72 点报收，上涨 1.44%；中小板综指收报 5718.10 点，上涨 2.15%；创业板指数收报 1171.40 点，上涨 3.47%。成交量方面，19 日沪市成交 815 亿元，深市成交 957.4 亿元，两市合计成交额为 1772.4 亿元。

沪深两市资金净流入前十					
股票名称	最新价	涨幅（%）	流入金额（万元）	流出金额（万元）	净流入额（万元） 净流入资金占成交额比例（%）
包钢稀土	30.16	7.98	176361.03	116556.92	59804.11 20.42
中兴通讯	16.96	9.99	86508.95	39047.79	47461.15 37.80
民生银行	9.38	3.99	113015.71	79841.08	33174.64 17.20
四川长虹	2.24	9.80	40314.94	15964.20	24350.74 43.27
兴业银行	10.56	3.43	108494.67	84462.64	24032.04 12.45
华胜天成	8.00	7.96	37363.22	13677.77	23685.45 46.40
烽火通信	21.18	8.39	54369.20	34317.08	20052.12 22.61
中青宝	46.80	9.55	39847.20	20651.61	19195.60 31.73
鸿博股份	13.11	9.98	27873.65	8679.05	19194.60 52.51
格力电器	28.00	4.48	40663.62	22102.01	18561.61 29.57

风格转换艰难 增加防御配置

□长江证券策略小组

上周五光大证券自营事件将对市场原有的运行节奏产生一定的干扰，对衍生品交易的风险担忧导致券商承压，市场在某种程度上的可控性将使得投资者信心受到打击。不过，结合发达国家股票市场类似案例，此类事件对市场也并不具备持续性的影响。我们认为，在中期需求难以明显起色的背景下，当前风格转换显得比较艰难，短期周期股仅存博弈性机会，建议整体仓位“中性”，行业配置适当提高防御性。

“光大事件”短期扰动市场

上周末，证监会与光大证券均已就周五的事件发布公告，确认事件发生的原因在于光大证券策略交易系统出现问题。光大证券交易系统存在程序调用错误、

额度控制失效等设计缺陷，并被连锁触发，导致生成巨量市价委托订单，直接发送至上交所，累计申报买入 234 亿元，实际成交 72.7 亿元。

拨云见日之后，回顾市场上周五上午收盘前在“管理层将推蓝筹 T+0、优先股”等传闻的刺激下掀起再一波上涨，A 股市场的非理性与脆弱性值得担忧。在来自经济基本面的盈利改善的支撑难觅，且经过年初以来的创业板独领风骚之后，市场对制度改革的觊觎越来越强烈。下半年，在国内利率中枢大概率上移的背景下，美国退出 QE 预期下热钱流出风险加大。总体上，A 股市场新增资金有限。在多重不利因素下，存量资金博弈的趋利性变得更加明显。

类似光大事件的案例曾经出现在发达国家股票市场。典型的案例包括，日本瑞穗证券 2005 年 12 月 8 日交易员在交易单中将卖出股票

的价格与数量互换。2010 年 5 月 6 日美国一交易员在卖出股票时将百万打成十亿。2006 年 1 月 19 日美国纳斯达克股票交易系统报价出现错误。其对整体市场的影响均为加剧短期市场波动。但事件发生后市场的中期涨跌并不具备规律性，可见其对市场并不具备持续性的影响。

回归到国内此次事件，结合当前经济、市场环境，周期股的人心思涨会因此次事件的乌龙而遭受一定的打击。行业上，证券公司自营交易风险暴露，板块短期面临调整。

经济亮点不多 中报业绩尚可

经济基本面方面，季节性因素带动短期工业生产反弹略超预期，但在产能过剩与高杠杆的压制下，内生需求中期难以呈现趋势性好转。在企业跟随“稳增长”政策引导下，淡季预期提前、旺季需求证伪将是大概率事件。

截至 16 日，已有 902 家上市公司披露了中报业绩，从可比公司的净利润累计同比来看，净利润同比增速在一季度 12.75% 的基础上升至 15.46%。其中，251 家中小板净利润同比增速由 8.86% 升至 23.37%，中小板上市公司中报业绩较一季度改善明显。当然，考虑到仍有超过半数的上市公司尚未披露中报情况，且业绩不佳上市公司倾向于较晚披露经营情况，最终市场盈利的变化趋势尚且难下定论，但低于预期的概率不大，最终的结果仍需跟踪。

行业配置宜提高防御性

上周初，市场走势呈现一定的风格转换，前期房地产板块再融资消息的明确以及最新宏观数据显现经济运行改善是主要动因。不过，在中期需求难以见到明显起色的背景下，当前风格转换显得比较

艰难，并且其特征表现为风格切换，并非来自于周期品“逆袭”下的大幅上涨，而是来自于前期涨幅较大的中小板、创业板的调整。

我们认为短期周期股仅存博弈性机会，建议整体仓位“中性”。上周五光大证券自营事件将对市场原有的运行节奏产生一定的干扰。对衍生品交易的风险担忧导致券商承压，市场在某种程度上的可控性将使得投资者信心受到打击。

行业配置适当提高防御性。对新兴产业公司，在前期向龙头成长股集中的前提下，建议撤出二线题材性成长股。未来建议提高两类配置权重：一是经济弱势难改的情况下，对医药及食品饮料板块的配置比例；二是下半年政府对于民生类定向投资较为确定，关注铁路城轨建设、清洁能源以及 4G 通信。同时，建议关注国务院常务会议部署加快发展养老服务业的受益品种。