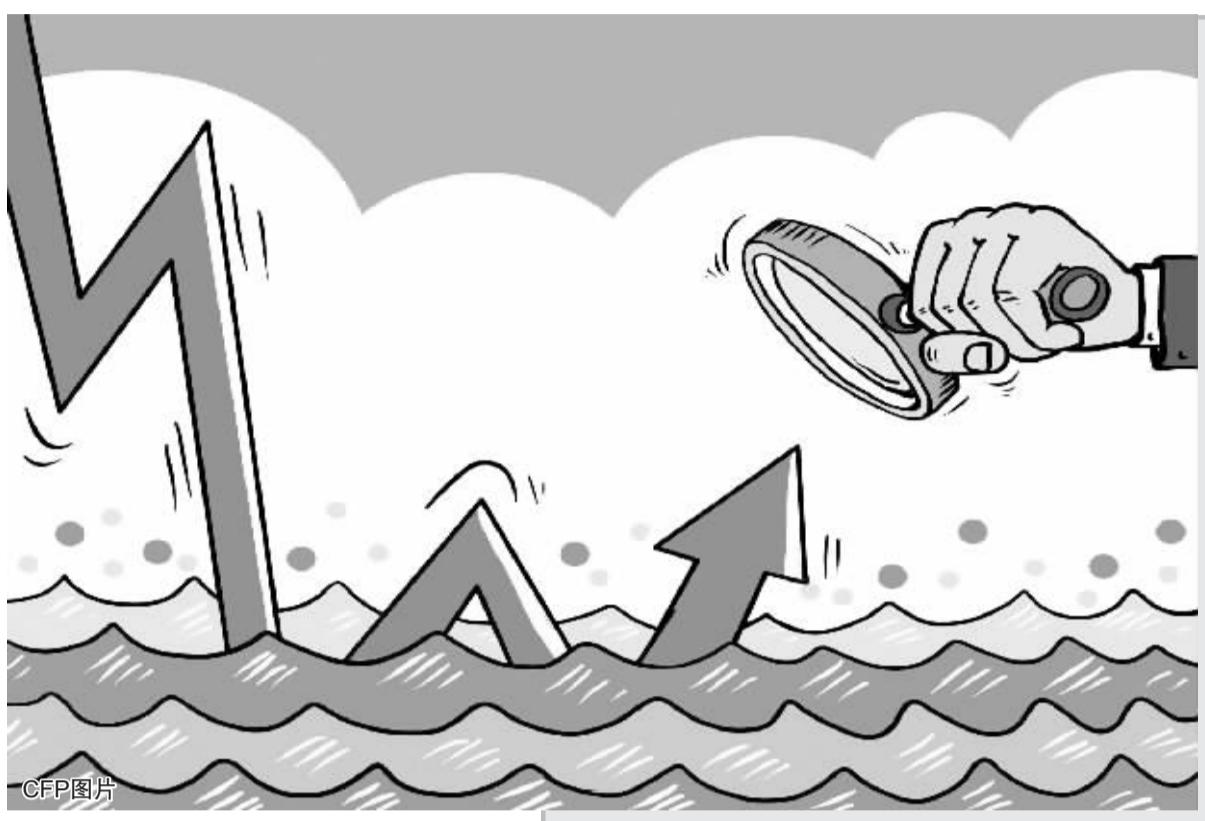


年内最大单周跌幅难阻“转型慢牛路”

□本报记者 申鹏



政策透支致热点全面降温

□长城证券 张勇

上周大盘大幅下挫，上证指数一周大跌2.77%，相继击穿短期均线系统以及年线支撑，如果结合日K线观察，双头特征明显，并且击穿了颈线位，调整的趋势得到确认。而创业板指数周跌幅更高，并且逼近了上升通道下轨。在三中全会召开前夕，股市突然掉头向下出乎市场意料，政策利好提前透支导致题材股大幅回落是股市调整的主要因素。

首先，股价已经提前充分反应土改、金改等利好政策，政策出台前夕游资见好就收。日前中国官方高层智囊机构国务院发展研究中心首次向社会公开了其为十八届三中全会提交的“383”改革方案总报告全文，其中八个重点领域中关于土地制度、金融体系改革政策已经提前被市场充分反映，并且有过度透支嫌疑，导致土改、金改等板块股价大幅回落。笔者认为，无论具体出台的政策如何，在股价已经充分炒高的背景下，投资者普遍担心政策力度不及预期，因此提前引发游资集体撤退，导致股价连续下挫。不仅如此，上海自贸区、互联网金融、手游、传媒等前期热门品种股价也都呈现急剧下跌，短线资金纷纷夺路而逃，题材股大面积降温。由于主流特点纷纷降温，即使像银行等权重股有所反弹也不能阻止大盘下跌，市场的调整趋势已经形成。

第二，年底负面因素叠加，形成利空累积效应，做空力量得到加强。近期盘旋在股市上空的利空传闻较多，首先还是经济下行风险有所加大，不过四季度经济重新进入下降过程，市场预期为7.6%，对投资者信心影响较大。其次，市场还是担心6月“钱荒”重演。10月24日，银行间市场资金利率继续全线上涨，隔夜质押式回购利率重返4%关口以上，创下6月份“钱荒”以后的新高。由于央行上周净回笼580亿元资金，加上企业上较前一季度所得税率，流动性因素紧张导致利率飙升。由于6月“钱荒”曾经引发股市大幅下挫，对投资者信心打击较大。其余利空因素还包括房价上涨过快引发调控预期加码，京七条出台打压了地产股，导致地产股持续走低。新股IPO重启依然高悬头上，每次大盘调整总有相关传闻。总之，以创业板为首的题材股年内涨幅过大，任何利空都可能将做空能量放大，引发市场深幅调整。

展望年底市场走势，两大看点值得关注。首先是三中全会改革力度能否超出预期，三中全会举世瞩目，改革将成为三中全会主要研究对象。如果三中全会能够出台超出“383”改革方案政策，将会形成新的主题投资机会，提升市场人气。

第二是市场风格能否成功切换，复制去年底蓝筹行情。目前来看银行、地产等大盘蓝筹股估值重新回到历史低位附近，AH溢价股指数在100点附近徘徊，汽车、家电等蓝筹股行业景气度较高，存在风格切换的可能。

总之，市场的调整已经开始，投资者应该冷静面对，采取防御策略。从技术分析的角度看，双头一旦形成，将会向下考验2050点平台支撑。在没有明确的止跌信号出现之前，投资者仍需保持谨慎。尤其市场融资融券交易比重上升之后，个股的波动幅度将会加大，需要防范。而对于创业板而言，目前下结论牛市已经结束依然还早，毕竟创业板上升通道依然保持良好，经历了三季报业绩考验和近期股价的大幅下挫，依然会有明星个股出现，创业板的魅力犹存。

在操作策略上，短期关注市场风格切换倾向，寻找安全品种。近期高估值题材股纷纷大幅下挫，低估值蓝筹股体现了一定的抗跌性。从题材股撤退的资金势必要寻找新的投资机会。银行、汽车、家电、电力等低估值行业投资者可以适当参与。偏好题材股的投资者仍可以继续关注战略新兴产业，近期环保、新能源等板块较为活跃，并且政策友好，适合激进的投资者参与。

上周二起沪综指连跌四日，累计跌幅为1849点反弹以来之最高，而年内一路走牛的创业板指数也遭遇自585点以来的单周最大跌幅。做空力量集中释放，尤其是年内多头的“生阵地”、代表新兴产业的创业板指数大幅杀跌，似有进入中期调整的可能，给整体市场走势蒙上阴影。

临近年末资金获利了结，十八届三中全会前部分资金退出观望，是市场大跌的最主要原因。不过另一些中长期因素却逐渐乐观，这其中，以深化经济领域改革释放经济活力最为重要。分析人士指出，尽管中国经济面临转型期的种种考验，但只要投资者对于改革及转型成功的预期存在，A股市场很可能走出震荡上行的慢牛格局。

大跌或是中短期因素主导

上周，A股市场做空力量集中释放，沪综指收出四连阴，周累计跌幅达到2.77%，并在周五盘中跌破了目前位置最低的60日均线(2132点)。

与此同时，今年一路走牛、成功扛过6月钱荒的创业板指数上周累计下跌5.98%，为585点以来最大。

实际上，无论从接近90%的指数涨幅还是超过90%的个股上涨比例来看，创业板年内走出了真正意义上的牛市。因此，创业板指数大幅杀跌，并且在形态上有进入中期调整的可能，很大程度上打击了整个市场的人气。

而就微观的市场结构来看，一方面，自7月初开始活跃的“大改革”概念也在上周明显失去动力，自贸、土改、养老金、民营银行等板块均遭遇较大抛压；另一方面，医药、食品等防御类品种也上涨乏力。

整体看，主流热点大幅调整，防御类品种无法继续吸引资金，市场上升动力骤降。分析人士指出，市场“失速”的主要原因可能来自于两个方面：一是临近年末，一些涨幅较大的股票遭遇了大规模获利回吐。这其中以新兴产业股最为典型，比如传媒板块连续下跌，其中

机构出货恐是主导力量。实际上，今年以来一些主要投资小盘、新兴、成长类股票的基金，业绩优异，年末抛售锁定利润及排名实属正常。

二是临近十八届三中全会，前期逐渐升温的改革预期进入了关键验证期，这促使一些较为谨慎的资金暂时退出观望，等待预期明朗，这也对市场形成压力。此类资金的抛售行为主要压制了自贸、土改等“改革”概念股的表现，由于当前市场热点多出于此，它们的回调令场内活跃资金暂时失去方向。

长期因素渐趋乐观 一致预期却难速成

尽管上周的大跌为市场前景增添了不少阴郁气氛，但更为长期的因素却隐隐趋向乐观。而在诸多因素中，改革深化与转型成功的预期可能成为支撑股票市场长期上行的关键。

在过去两三年乃至当前，投资者最为担忧的问题就是中国经济转型能否成功以及转型期必将经历的种种阵痛，不乏分析人士认为中国经济可能在这一步过程中出现失速。此种担忧一度将A股市场中很多股票的估值压制到相当低的程度。

不可否认的是，宏观经济的确面临各种制约，内部如地方债务负担沉重，产业结构不合理，投资及出口增速下滑，人口红利逐渐消失等等；外部如欧美经济复苏乏力、美联储QE面临退出、地缘政治不稳定等。这些因素很可能令宏观经济增速在未来相当长的时间内保持在相对较低的水平。

但同时也应看到，长期以来制约中国经济内生性增长的制度因素，正有望得到改变，尽管这一改变在很大程度上是被迫的。提升效率”是经济领域改革深化的关键词，也是当前在中国生产要素禀赋出现变化下的必然选择。可以看到，近期投资者最为关注的国企改革、地权改革、打破行业垄断引入竞争等政策，均是以提高企业经营效率或资源利用效率为目标。

实际上，不少发达国家也经历过制

度变革期，例如上世纪70年代日本迫于石油危机而进行的制度改革，70年代末起撒切尔主导的英国国企改革，美国在80年代初开始的提升效率的改革等。从

股市的表现来看，尽管这些国家在制度变革阶段经济活力仍然不够强劲，但股市表现却都是牛市。

不过，由于一些客观因素的存在，改革深化以及转型成功的预期，并非速

成。最近的考验期即将到来，相信无论高层传递出怎样的信号，市场都会有不同的解读。可以预计，改革与转型将是未来几年中国经济的主题，也是投资者需要持续重点关注的因素，其过程必然曲折，但目前看方向比较明确。

除改革与转型预期外，人口结构决定了在未来相当长的时间里，中国经济将会受到内需的支撑而不会明显失速，虽然老龄化进程开始，但真正失去动力可能至少要等到2020年之后。新技术的应用以及历史欠账的填补也可能为一些产业的发展提供动力，从而对整体经济形成支持，比如移动互联技术、新能源、环保等。

另外，尽管整体流动性不会如过去几年快速增长，但在社会流动性配置变化可能有利于股票市场。这主要取决于房地产市场、实体经济、境外投资、股票及债券市场等不同投资渠道预期收益的优劣。

震荡上行是主基调 牛股或将频繁出现

总体来看，制度变革红利以及转型成功的预期对于股票市场至关重要，其过程曲折和方向明确决定了股票市场可能以震荡上行为主基调。从市场结构来看，改革与转型将使得结构性牛市深入演绎。基于产业上升周期以及制度变革产生的牛股可能频繁出现。

从未来可见的利空因素来看，地方债务问题不时曝出、房地产调控、小经济周期波动、美联储QE退出、IPO重启等都有可能成为市场下跌的理由，

但只要改革与转型的进程持续，任何短期的快速下跌都可以成为投资者进场的机会。

产业景气向上产生的投资机会可能更为确定，这类牛市已经在创业板上进行了将近一年之久，中短期来看，估值偏高、资金获利丰厚可能对此类股票造成压力，但如果整体市场环境持续回暖，未来几倍甚至是十几倍大机会可能仍将出自这一群体。

基于改革红利的炒作不会就此罢休，而将是长期的过程，上升过程中，剧

烈震荡将如影随形。除了当前已经崭露头角的自贸区、土地改革、金融改革、民营开放等概念外，国资重组也可能是未来诞生超级牛股的摇篮。

对于那些既无改革雨露灌溉，又无高增长光环庇护的股票，也并非全无机会，传统行业集中度提升也可能造就大市值的公司，近期受益于此的典型行业便是乳业。相信在未来数年，一些传统行业中的少数上市公司同样可以复制行业巨头的成长过程，其股票市值也将

热点概念登周跌幅榜前列

□本报记者 张怡

上周，上证综指下跌2.77%，创本轮行情启动以来，也即1849点以来最大周跌幅，年初至今上证综指下跌了6%。前期涨幅较高的热点如信息消费、上海自贸区等悉数退潮，并登上了上周概念跌幅榜前列。

据中国证券报记者统计，上周跌幅最大的WIND概念指数为互联网金融指数，跌幅达10.69%，而这个板块年初至上周的涨幅超过138%；其次，O2O、第三方

支付、移动互联网概念指数的5日跌幅均超过8%，而这三个概念在年初至上周的涨幅分别超过24%、112%和94%。

此外，前期涨幅较高的网络游戏、上海自贸区、网络彩票、网络安全等今年以来涨幅较高的热点如信息消费、上海自贸区等悉数退潮，并登上了上周概念跌幅榜前列。

不过，值得注意的是，其中智能电视在上周的跌幅仅为1.77%。四川长虹逆势连续上涨，而兆驰股份股价并未出现明显下跌。

概念指数上周跌幅榜

名称	5日涨跌幅	年初至今
互联网金融指数	-10.69%	138.08%
O2O指数	-8.93%	24.21%
第三方支付指数	-8.56%	112.23%
移动互联网指数	-8.47%	94.05%
网络游戏指数	-7.49%	171.00%
云计算指数	-7.48%	84.95%
民营银行指数	-7.40%	27.15%
电子商务指数	-7.40%	88.82%
大数据指数	-7.31%	77.31%
文化传媒指数	-7.10%	96.58%
上海自贸区指数	-7.01%	112.86%
网络彩票指数	-6.75%	108.48%
土地流转指数	-6.73%	21.62%

股指下行空间有限

□西部证券 方全安

上周A股市场震荡幅度明显扩大，沪指在冲高2230点之后出现持续下跌走势，市场恐慌情绪开始蔓延，上海自贸区概念、文化传媒、互联网金融、土地流转等前期热门题材股全线回落，两市个股活跃度显著降低，股指完全回补了9月9日上跳缺口，后市大盘在惯性下挫后有望迎来技术性反弹机会，低位不易盲目看空继续杀跌。

从上周市场盘面变化分析，创业板顶部形态基本确立，由于板块整体市盈率偏高，创业板在估值压力下，市场风险出现集中释放，创业板指数上周跌幅接近6%，乐视网、东方财富、神州泰岳、福瑞股份等个股深幅下挫，华谊兄弟、机器人、桑乐金等前期热门品种股价也在不断走低。受创业板暴跌拖累，主板、中小板指数持续下挫，自贸区概念、金融改革、土地流转、养老概念以及文化传媒板块成为市场下跌主导力量，获利盘套现意愿相当坚决，市场观望气氛再度趋浓，低位承接力量缺乏，沪深股指出现了连续杀跌行情。从周五银行股逆市上扬的表现看，大盘下行的空间相对有限，如果本周市场资金向蓝筹股转移，能够形成新的市场热点，股指短线反弹有望展开。

消息面上，上周公布的10月汇丰中国制造业采购经理人指数初值为50.9%，较9月终值环比上升0.7%，创7个月以来新高。其中，新订单指数为51.6，环比回升0.8，也升至七个月高点。新出口订单指数环比回升0.1，产出指数环比回升0.8，显示出中小制造企业经营环境有所改善。10月汇丰PMI指数超出市场预期，对A股市场具有一定的提振作用。

从资金面看，市场短期流动性紧绷局面没有得到改善。由于9月

我国外汇占款增加1263亿元，连续两个月出现净增长，热钱流入迹象明显。央行对调控市场流动性，在公开市场上暂停三期逆回购操作，加上财政缴款、月末考核等因素，导致上周银行间同业拆放利率全线上涨，在一定程度上加剧了市场对流动性的担忧。此外，9月CPI同比涨幅超过3%，使得四季度通胀压力进一步增大，预计未来央行将会保持流动性中性偏紧的调控方向。

11月三中全会召开在即，市场对于改革红利的预期正在逐渐降温，从上周金融改革、土地流转以及养老概念等题材股的表现看，市场炒作的力度已经明显下降。未来改革政策正式出台后，随着相关配套政策和实施细则的推出，A股市场上长期受益的行业和个股将会再一次得到深入发掘，四季度市场依然具备较大的结构性机会。

从技术面分析，上周沪深股指持续下跌双双跌破半年线，完全回补了9月9日的跳空缺口，在60日均线附近获得一定支撑，其中沪指日K线上形成“四连阴”，5日、10日均线拐头向下，中短期技术形态趋弱。周线上，沪指连续两周收阴，短期跌幅超过4%，技术性超跌反弹较为强烈，预计惯性下探至20周均线2100点上下，股指将出现超跌反弹。对于大盘反弹的高度也不易期许过高，沪指2180—2200点区域存在较强阻力，弱势震荡将是当前市场主要的运行特征。

综上所述，笔者认为，在三中全会召开前政策维稳和四季度宏观经济将持续复苏的背景下，本周大盘持续下跌空间有限，沪深股指在60日均线附近经过震荡整固，后市有望展开技术性反弹，蓝筹股的走势变化较为关键。在持仓配置方面，可以适当加大对防御性行业的比重，重点关注家电、食品、医药、汽车以及银行股的市场表现。

期指做空升级 多头反击无果巨亏5亿

□本报记者 熊峰

股指期货主力合约上周一涨四跌，全周下跌67.8点，跌幅为2.79%，周K线报收两连阴。上周期指空头力量大幅增强，尽管浙系资金以及国泰君安席位等多头主力资金同样加大布局力度，但最后无功而返，巨亏5个亿。在多位市场人士看来，期指弱势短期有望延续。

空头力量大幅增强

上周期指最大的看点是市场做空力量不断升级，完全踏准市场节奏。而伴随下跌，期指总持仓连续增加，也说明市场做空热情高涨。

上周五，浙系资金曾大举买入。上周一期指全线大涨，似乎表明多头格局有望延续，并且当日空头“认赔”，期指净空单大幅回落。

不过，多头掌控的局面并未延续太久。此后的四个交易日，空头的表现更为强势。上周二，期指空头卷土重来。当日期指全线下跌，回吐了周一的大部分涨幅。不过，空头当日反扑相对谨慎，尤其是空头当日尾盘大举撤单的态势，使得市场猜测空头周二的表现可能仅仅是虚晃一枪。

然而，此后的三个交易日空头的力量更为凶猛。本周三，股指期货四个合约23日继续下跌，报收两连阴。值得关注的是，当日期指做多力量明显加大了布局力度，“多头”国泰君安期货席位大手笔加仓多单，表明多头主力资金并未就此认输，反而明显增大了反扑的力度。

不过，上周四期指继续下跌，多头的信心受挫。期指冲高回落，全线下跌，市场多家机构观点转空。上周五，期指继续全线大跌。主力合约IF1311大跌43.6点，跌幅为1.81%。上海中期分析师陶勤英认为，期指当日空头加仓力度较大，两波跳水行情都伴随着持仓的迅速上升，市场空头格局明显。当日期指成交量及持仓量均出现增长，量价配合表明短线期指弱势行情或将延续。

广发期货资深研究员郑亚男认为，期指再次下挫，前期支撑的30日均线跌破后连续两日未见多方反抗的力量，7月以来反彈的势头线也毫不犹豫的跌破，弱势彰显。总持仓继续小幅攀升，市场多空博弈升级，但净空单的连续上升表明做空力量明显增加。若多方力量继续有所反抗，期指可能暂时震荡格局，甚至还有反击的空间。如果多头放弃，短期恐将延续。