

从炒作稀缺性到追逐预期差 “三纠偏”新解“弃大抓小”逻辑

□本报记者 徐伟平

新年伊始，大盘股和小盘股再次出现“跷跷板”走势，大盘股震荡回调，而小盘股则呈现量价齐升的态势。显然，IPO的正式启动非但没能为市场带来风格转换的机会，反而让股市的“跷跷板”现象愈演愈烈。分析人士指出，与2013年小盘成长股单边牛市行情不同，本轮“弃大抓小”的投资逻辑已经悄然发生改变，小盘股的上涨逻辑由前期的炒作稀缺性溢价转变为对短期预期差的纠偏。

“跷跷板”有新意

2014年的前两个交易日，主板大盘股表现依旧低迷，而创业板指数却强势上行，市场再次玩起了“跷跷板”。1月份的前两个交易日，沪指累计下跌1.55%，下破2100点整数关口；与之相比，创业板指数连续两个交易日累计上涨3.71%，重新回到高位区域。

但值得注意的是，本轮的跷跷板游戏却“别有新意”。首先，创业板指数的领涨龙头“换角”，曾经风头无二的传媒股短期涨势有所放缓，取而代之的则是电子及信息类个股，长方照明、天津信息以及和晶科技连续两个交易日涨停。此类品种与传媒股相比，前期涨幅相对较小，短期受益于利好消息驱动，上涨势头较为强劲，为创业板指数的反弹提供了明显支撑。

其次，券商股“意外下跌”，成为拖累主板指数的“罪魁祸首”。11月30日，证监会发布《进一步推进新股发行体制改革的意见》，受此消息的影响，自12月2日起，中信非银行金融指数大幅反弹，收出四连阳，期间累计上涨5.16%。但随着本周IPO正式开启，券商股的市场表现却让人大跌眼镜。上周五，中信非银行金融指数下跌2.67%，权重股的大幅下挫也拖累主板指数的表现。有市场人士表示，资本市场上对于券商股的利好预期其实早在去年12月初就已经提前反应，当新股正式开闸时，券商股反而面临着“见光死”的窘境。

从稀缺性到预期差

回顾2013年创业板的单边上涨行情，新



IC图片

股停发所造成成长股“稀缺性溢价”是一个重要因素，期间多次IPO重启的传闻一度促使小盘成长股集体回调，也有效的佐证了这一点。但当新股的“靴子”真正落地时，市场的反应却让人大跌眼镜，大盘蓝筹股未能伺机走强，而小盘成长股的盛宴反而有重启之势。分析人士指出，单纯的将此认定为投

资者对小盘股的盲目乐观并不合理。其实，本轮弃大抓小的投资逻辑已经悄然发生改变，小盘股的上涨逻辑由前期的炒作稀缺性溢价转变为短暂的预期纠偏行情。

首先，短期悲观预期的纠偏。去年12月初证监会决定重启IPO，且首批上市的企业居多，为了迎接新股的市值配售，在流动性未明显改善的环境下，资金显现出偏好深市小市值标的倾向。

创业板盛宴难续，该指数也大幅下挫逾8%，创史上最大单日跌幅。前期的大幅下挫可能是市场短期悲观情绪的发泄，但随着投资者情绪逐渐平复，创业板指数也逐渐企稳，并出现一波上攻行情，显示投资者仍然不愿放弃手中的“香饽饽”。此外，创业板中的部分成长股在经历了杀跌后估值优势开始显现，经济转型、发展新兴产业，仍将是决定2014年股市运行方向的主导因素，这对有成长预期的创业板个股股价起到了较好的推动作用。在市场一致预期发生偏离的背景下，短期悲观预期的纠偏为本轮创业板反弹提供了坚实基础。

其次，供给端冲击预期的纠偏。此前，市场认为供给剧增的主要冲击对象可能是创业板，小盘成长股由于供给增加，独有的稀缺性将不复存在。但值得注意的是，在新股上市初期，由于总体新股发行数量有限，不但会压制“老股”，反而可能会助推新兴产业中原有小盘成长股的炒作热情。此外，为维护已有持仓市值的稳定，创造更好的打新基础，创业板的主力资金也有推升股价的动力，同时也为将来的拉高出货做好中长期准备，供给端冲击可能并不如市场所预期的那么突然而至。

最后，资金配置预期的纠偏。近期，以银行股为代表的大盘蓝筹股纷纷破净，市场曾一度预期蓝筹股的短期买点已到，资金有配置蓝筹股的需求。但在新股1月发行的背景下，资金对已经跌至白菜价的银行股并不感兴趣，资金的配置仍将以上升为第一要务。在新股发行时按照交易所的打新规定，沪深两市市值配售打新是分别计算的，深市的新股申购只能按照深市市值进行配售摇号。而在第一批准备上市的公司中，明显属于深市创业板和中小板的企业居多，为了迎接新股的市值配售，在流动性未明显改善的环境下，资金显现出偏好深市小市值标的倾向。

总的来说，在新股上市初期，创业板中的小盘成长股所受波及可能并不大。当然，未来随着新股的密集上市，供需关系一旦逆转，小股票的炒作就面临着极大的泡沫收缩风险，投资者仍需对此保留一分清醒，不宜盲目乐观。

新年两连阴开局 期指空头悄然回归

□本报记者 熊锋

2014年头两个交易日，股指期货四个合约连续下跌。就上周4个交易日来看，主力合约IF1401三跌一涨，跌幅达1.05%，整体呈现偏弱走势。市场人士指出，尽管期指成交量低迷显示出市场的谨慎情绪，但是伴随期指连续两日的弱势回调，总持仓连续回升、净空单居高不下等讯号却透露出空头势力悄然回归。目前市场的空头氛围较浓。

2014年首回合空头小胜

就上周全周来看，空头占据明显优势。虽然多头在2013年的最后一交易日发动反击，但仅是昙花一现，此后2014年的两个交易日，期指报收两连阴。

从上周一的走势来看，市场一度预期国务院发布保护投资者的新“国九条”将给市场带来利好，但当日走势并不给力，股指期货小幅高开后震荡下行，收盘全线微跌0.3%左右。盘中依然被空头主导，全天的高开低走凸显偏空氛围。

上周二作为2013年的收官战，多头的表现一度给市场注入了“强心针”。期指四个合约全线上涨报收，涨幅在0.8%左右。主力合约突破近期高点，日内创阶段性新高，最终以一根较长的阳线来告别2013年。并且，随着市场资金面最紧张的局势暂告段落，市场对于短期走出偏强格局有一定的想象空间。

不过，2014年开门见绿。上周四，期指偏弱震荡，2014年末取得开门红，最终小幅收阴，跌幅在0.7%左右。这主要由于1月1日和1月2日分别公布的官方及汇丰去年12月PMI数据低于预期引发了市场对于经济形势的担忧。此外，资金面偏紧压制了市场做多股指的积极性。上周五，期指继续下跌。早盘跳空低开后弱势运行，主力合约日内大部分时间在2300点之下震荡运行，直到尾盘才勉强回升至该线之上。上证指数破位下行，近期震荡平台下沿遭遇考验。

空头氛围再度升温

市场人士指出，结合上周走势及持仓变化等讯号综合来看，期指空头氛围再度升温，短期来看上行不易。

就上周五来看，上海中期资深分析师陶勤英指出，从当日期指日内持仓变化来看，空头相对主动性较高，日内期指的走势几乎与持仓量变化背道而驰，表明当日多头参与积极性不高。截至收盘，期指总持仓量持续回升，伴随着期指连续两日的弱势回调，持仓量的回升表明空头势力再度回归，而期指成交量依然维持低迷，显示出市场的谨慎情绪。总体而言，目前市场的空头氛围较浓。

国泰君安期货资深研究员胡江来持类似观点。他认为，期指量化加权指示信号大概率地指向空头方向，期指日内走势较弱，连续两个交易日出现低开走势，基差以及价差信号自上周四开始回落，下行迹象明显，近期参与者的多头情绪偏弱。他分析，近期一度呈现的多头格局未能持续，整个时段内期指下行迹象并未根本性扭转，在IPO重启、经济数据疲软、QE即将退出等多重因素作用下，期指可能继续下行。

上周五收盘四个合约总持仓大幅加仓2669手至128757手，成交量增加82595手至625123手。就净空单来看，主力合约IF1401前20名会员净空单增加300手至10805手，而IF1401及IF1403两个合约前20名会员净空单增加608手至13519手。

广发期货研究员胡岸认为，从日内持仓变化来看，随着期指持仓的上升，期指不断创新出新低，空头势力的回归给期指走势带来了不小压力。从收盘总持仓来看，元旦假期过后，总持仓连续两日攀升，在此情况下，期指增仓下行，暗示短期走势不容乐观。

“预计在净空单居高不下的情况下，期指上行不容易”，胡江来认为。

1月3日主力合约IF1401主力 前十席位持仓变化

持多单量排名			
名次	会员简称	持多单量	比上交易日增减
1	国泰君安	14272	459
2	中证期货	6512	398
3	广发期货	4649	181
4	华泰长城	4161	130
5	北京中期	3721	425
6	海通期货	3538	-243
7	南华期货	3440	-410
8	光大期货	3339	129
9	鲁证期货	3067	-552
10	新湖期货	2546	-197
汇总		49245	320

持空单量排名			
名次	会员简称	持空单量	比上交易日增减
1	海通期货	12684	-476
2	中证期货	11469	-920
3	华泰长城	8139	900
4	广发期货	7603	-218
5	国泰君安	7592	971
6	银河期货	4017	51
7	中粮期货	3744	-66
8	南华期货	3057	-286
9	光大期货	2893	47
10	申银万国	2858	-241
汇总		64056	-238

大盘低调“迎新” 资金喜新厌旧

□长城证券 张勇

新年过后大盘并未延续节前反弹走势，相反在IPO重启前夕连续两个交易日下跌，将节前反弹成果吞噬，并且逼近了前期低点2068点一线。投资者对于IPO重启对大盘的影响分歧很大，乐观的认为利空出尽，大盘将展开反弹行情；悲观的则认为股票供给增加，加剧市场资金紧张，大盘将延续下跌。笔者认为，目前的新股发行节奏较快，而投资者普遍存在喜新厌旧的投资偏好，在短期无明显增量资金入市的前提下，势必有部分资金从老股撤出到新股中，导致大盘下跌。

供给压力致市场下跌

虽然市场普遍预期元旦后新股IPO重启，但是一旦新股真的批量发行了，对市场的影响还是需要重新审视。

目前共有16只新股获准发行批文，本周将有8只新股发行。虽然新股发行实行网上新股市值配售，但是网下申购部分依然会对资金形成分流效应。投资者目前的普遍看法是：本轮新股经历了严格的审查，而且经过了去年经济下滑的考验，质量普遍较高。从已经公布的发行价区

间测算估值水平，普遍在20~30倍PE之间，相比于目前中小板、创业板四五十倍的市盈率，发行价合理甚至偏低，具备了较高的参与价值。新股备受瞩目，老股受到冷落所难免。

至于新股发行对于市场的影响，关键依然要看发行节奏。从历史上新股IPO重启后的影响力看，并没有直接的对应关系，发行节奏依然是核心。如果简单测算每周发行8只，全年发行400只，总融资规模在5000亿元的水平，将会对市场造成一定冲击。不仅是新股，还有大量的老股票通过定向增发、发行债券等方式融资，总融资规模无疑是非常巨大的，很有可能超出市场的承受能力。

笔者认为，新股发行重启的同时严格执行股票退市制度，让股票总量维持在一个均衡的水平，是保持股票供求平衡的重要手段。美国股市之所以常年呈现慢牛走势，重要的原因就是股票能上能下，总量基本维持不变。就国内股市而言，股票的壳资源价值依然存在，大量的借壳上市仍在上演，股票的数量就会持续增加，导致股票供求关系失衡。

总体看，新股批量重启短期会对市场造成冲击，大盘依然会持续下跌直至新股发行节奏放缓。

笔者认为，导致这一现象的根本原因依然

在于基本面因素。在经济弱复苏背景下，金融、地产以及有色煤炭等周期行业静态估值低，但是未来预期悲观，预计在相当长的时间依然会受到市场冷落。中小板、创业板估值高，但是很多行业受到政策扶持，将继续受到投资者的追捧。当然，在创业板、中小板上市新股数量的增多，迟早会从量变演化为质变，推动创业板的估值回归。但从近期看，深强沪弱、创业板更强的格局不会发生改变。

继续关注成长股机会

在市场趋势判断上，预计上证综指依然会维持弱势格局，前期低点2068点被击穿的可能性依然较大。而创业板指数在前期高点1400点附近也会出现震荡，直至新股上市影响被逐步消化之后才能确定方向。在新股批量重启后，短期影响依然负面，投资者应该谨慎应对。

在投资策略上，建议投资者继续关注成长股的投资机会。在经济转型以及新股刺激效应下，成长股仍有可能在一季度领跑市场。其中，节能减排、航天军工、生态农业、苹果产业链等主题投资较多，投资者可以重点关注。低估值周期性行业由于市场预期悲观，建议继续谨慎观望，不可轻易图便宜买入。

沪综指或击穿2068点

历史新高。

造成创业板与沪市走势背离的主要原因是，新股发行将从本周三开始，按照新的配售规定，沪深两市持仓市值分别计算，而首批新股中以创业板、中小板企业居多，市场资金明显偏好于深市市值品种，造成资金从沪市向深市转移。

与此同时，市场主力借助投资者对首批上市新股热炒的预期，竭力推高创业板、中小板股价，为将来出货做好准备，使得创业板表现远远超过沪市股票。目前创业板市盈率水平已经达到55倍左右，在首批新股发行上市前后，创业板供求关系势必发生逆转，估值风险的释放只是时间早晚问题，对此投资者应有足够的警惕。

短期市场压力较大

消息面上，上周五晚间思美传媒和扬杰电子分别获得证监会IPO批文，至此已有18家公司即将登陆A股市场，从1月8日开始到15日，六个交易日将发行15只新股，发行节奏相当密集，而大盘股陕西煤业的具体发行时间尚

未公布。按照证监会安排，今年1月份将有50只新股陆续完成发行，上周五沪指收盘2083点，低于2012年暂停新股发行时的大盘点位，在持续低迷的市场背景下，高密度的进行新股扩容或将放大IPO重启的冲击力，拉低A股市场的运行重心，不排除春节前沪指击穿2000点大关的可能性。

此外，周四公布的最新数据显示，去年12月中采PMI指数为51%，较上月回落0.4个百分点，代表企业生产活力的新订单指数和新出口订单指数环比下降，内外需都出现了疲弱的迹象；采购量指数、原材料库存指数也出现回落，企业补库存的动力依然不足，表明宏观经济稳中趋弱比较明显，这再次加剧了市场对于未来经济形势的忧虑。

从资金面看，上周央行没有在公开市场进行任何逆回购操作，净回笼资金290亿元。进入2014年，商业银行的考核因素逐步消退，加上财政存款的集中投放，隔夜回购利率已经回落。虽然短期流动性出现一定好转，但中长期市场流动性仍将维持紧平衡，本周三开始新股申购对资金的需求将会持续增大，春节前的市场流动

性不容乐观。

技术面上，上周沪指反弹至30周均线遇阻回落，周线再度收阴，5周均线与10周、20周均线形成“死叉”，30周均线持续走低，中期技术形态明显趋弱。从日线上看，沪指上周四个交易日三阴夹一阳，周五股指继续向下击穿5日、10日均线，日线KDJ指标拐头下行，MACD指标DIFF线与DEA线向下发散，呈现破位下行态势，预计后市将跌破节前低点，并将继续考验下档2030点附近的支撑力度，短期市场弱势运行格局将难以改变。

综上所述，春节前A股市场仍将受新股扩容、流动性紧张的双重压制，沪指能否在2000点上方止跌企稳，需要密切关注政策面以及市场量能的变化。从多数银行股股价接近每股净资产看，权重指标股的下跌空间并不大，如果后市创业板的泡沫一旦破灭，市场资金向主板回流，大盘产生反弹的机会将会明显增大。

操作策略上，建议将仓位控制在三成左右，重点关注食品饮料、国企改革、军工、教育传媒、家电板块以及高送转品种的投资机会。