



4000点下路在何方

## 破4000

## 一慢二看三通过

本报记者 王磊

沪综指4000点在昨日被轻松击穿,盘中多方几乎没有还手之力,恐慌悲观情绪弥漫市场。很多投资者都在问:到底要跌到多少点?其实这个问题是没人能够准确回答的,当市场普遍感到“惨烈”的时候,投资者更需要保持“清醒”。有分析指出,在跌破4000点后,大盘会“慢”下来——跌速会放缓;投资者要“看”清市场格局的变化——市场话语权掌管者正在逐步更替;而“通过”这一时空阶段要做到有抓有放——结构性机会和波段操作仍是主流。

整体快速下跌趋势将放缓

从6124点跌到3902点,时间正好整整100个交易日,最大下跌2222点,最大跌幅达到36.28%,平均每个交易日下跌22个点。从绝对值和下跌速度来看,这一轮大调整确实足够充分,但有分析观点指出,这还不是得出整体快速下跌趋势将放缓的最重要依据。

我们选取申万23个行业指数中比较有代表性的两个行业指数——金融服务和农林牧渔指数,统计一下它们不同阶段的表现,即120日涨跌幅、60日涨跌幅和年初至今涨幅。上述两个指数这三个阶段的表现依次是金融为-23.17%、-29.82%、-29%;农林牧渔为29.33%、26.83%、14%。从中可以看出,对指数左右力很强的金融板块明显带动了指数下跌,而农林牧渔则显著体现了结构性

机会。值得注意的是,从年初至今,金融指数出现了加速下跌的态势,而农林牧渔指数则明显有接近涨势尾声的趋势。昨日农林牧渔大涨5.17%,而金融服务小跌1.15%,不论是中长期“剪刀差”的存在还是短期走势相对强弱的变化,都似乎告诉我们风格转化的临界点正离我们越来越近。

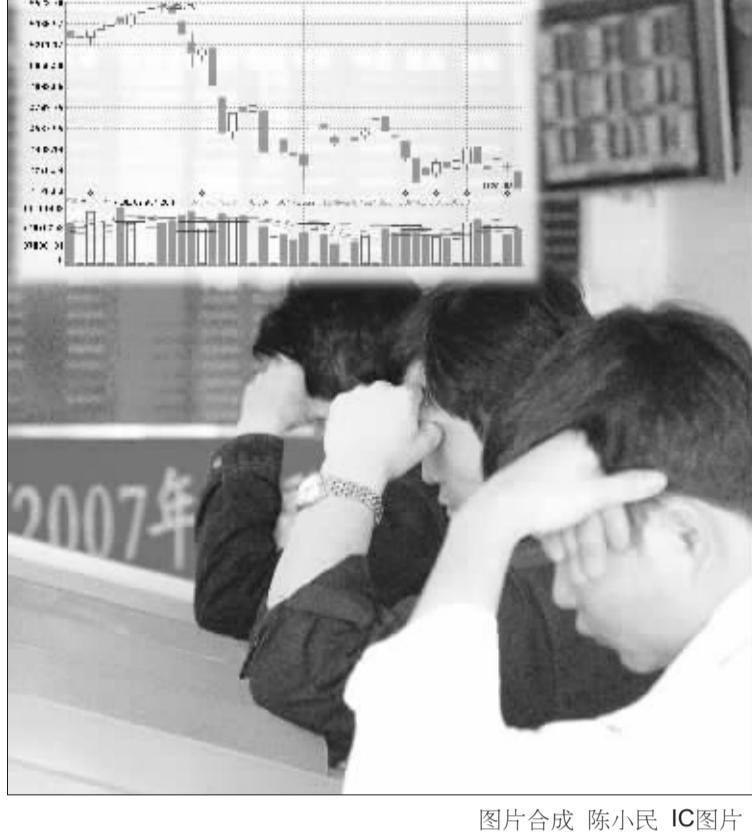
如果权重板块能够减缓跌势甚至反弹,那么大盘指数整体跌势的减缓便顺理成章,近日煤炭股的走强以及昨日中国联通的异动或许就是征兆。

## 市场大格局已发生变化

现在分析观点最喜欢用“不确定性”来概括当前的市场环境,包括次贷风波冲击的外围市场、紧缩宏观调控政策的继续、不利市场的业绩预期等等,但如果我们暂时抛开上述“不确定性”,有一点其实是完全可以肯定的,那就是“全流通时代”导致的市场话语权的更替。

面对大小非解禁步伐的一步步加快,我们总是习惯考虑市场承受能力和资金面的问题,而没有看到大小非登上前台对市场产生的影响和对整体格局的改变。有观点已经指出,原先的市场无非是机构和散户的博弈,估值水平往往是资金说了算,尤其是基金的话语权及其影响力,我们记忆中的“核心资产”、“五金花”都是那个时期的代表产物。

当大非小非们粉墨登场后,我们发现作为产业投资者的他们,因为更



图片合成 陈小民 IC图片

贴近实体,更了解行业动态,所以具备比基金等机构投资者更理性的判断,甚至是更合理的估值定位。也正是因为“大小非”们认为前期市场给予的估值已经超过了他们自身认可的上限,这才会导致减持现象的不断出现和力度的不断增强,相应股价因供需失衡导致下挫,甚至使得机构评

级不断下调。而“大小非”减持后的资金会继续投向实业求发展,当市场注意到其景气有被低估嫌疑且产业投资人自身也认可的时候,“大小非”们或许采取定向增发甚至直接从二级市场买入等方式再度介入市场,相应股价又会提升。

由此,具备实业投资眼光的“大

小非”开始逐步掌控市场话语权,这是全流通时代市场格局的最大变化,是目前投资者需要看清的市场发展趋势,关注“大小非”减持态度的变化或许更有利于判断估值水平的高低。

## 结构性仍不是“空话”

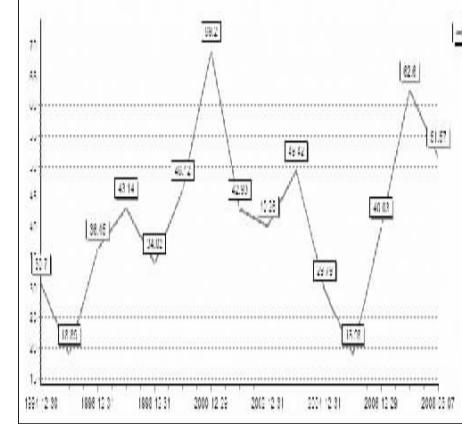
农林牧渔前期的超额收益是结构性机会的最佳体现,尽管受到的主要是“事件性”因素的推动,但市场总是在这样或那样的“事件”中运行的,近期走强的煤炭股也是在煤炭价格上涨、全球能源消费中心向煤炭转移等“事件性”因素的推动下而逆市走高的。

目前CPI、PPI等数据高企,继续维持高位的可能很大,通货膨胀已经成为影响当前市场的主要“事件”,在此情况下,要素价值的全面重估,价格上涨的影响正在逐步体现,尽管机构对一季度业绩的综合预测开始谨慎,“调低预期”、“增速减慢”正成为目前阶段的主题词,但结构性机会不会消失,如在要素价值重估中受益较多的上游资源或资源的延伸行业,以及中下游中产业结构较好的行业或有定价能力的企业。此外,结构性机会不仅仅存在于“事件型”的主题投资,也存在于阶段跌幅达到转折临界点的板块或个股,不论其是大盘蓝筹还是题材股。

尽管指数牛市已然离去,破4000点后的市场也还会震荡,但只要把握好结构性机会和波段性的策略,那么获取强于大盘指数收益的可能依旧很大。

由此,具备实业投资眼光的“大

## 沪综指5个月跌去30%



本报记者 丛榕

昨日沪综指跌破4000点整数关口,最深处探至3902.25点,收盘时全天下跌2.43%。自去年10月16日6124.04点的历史高位,股市调头向下,直至昨日,市场下跌已近5个月。那么,哪些行业是做空A股的主要驱动力?大幅下降的市场估值水平能否证明泡沫已被挤干?

我们统计了反映市场状况的各个指标性指数发现,首先,大盘蓝筹是做空市场的主要动力,而农林牧渔等受益内需的行业不跌反涨;其次,市场整体估值水平下降较快,主要是受益于权重行业的下跌,但市盈率下降速度超过A股整体水平的行业寥寥无几。分析人士指出,A股在从历史高点向下调整的这一阶段中,内外因素皆有影响,但就目前情况看,主要是由于A股自身供求关系发生变化以及国内宏观经济环境的影响增强。

## 大股票跌幅大

07年7月20日,上证综指第二次越过4000点整数关口后一路向上,到10月16日达到6124点的高峰,用时不到三个月。此后市场便进入调整阶段。尤其是08年1月14日后,沪综指加速下跌,从6000点到5000点,用时三个月,而从5000点到4000点,仅用了2个月时间。

据Wind资讯统计,按照总市值加权法计算,从10月16日至昨日,沪综指和深成指两大指标性指数分别下跌了30.02%和28.85%,覆盖两市蓝筹的沪深300指数跌幅达到32.81%;而在统计期内,中小板指跌幅仅为6.92%。

从下跌股票的规模可以发现,总市值最大的股票下跌幅度越大:统计期内,中证100成份指数下跌35.18%、中证200成份指数下跌20.16%、中证500指数仅下跌了2.76%。在中证200指数的拖累下,中证700成份指数下跌了13.75%。

种种数据显示,大盘蓝筹正是“空军司令”。据统计,从中国石油计人指数至08年3月12日,沪综指下跌了1246点,这期间中国石油、中国人寿和中国石化累计共下跌812点,占下跌点数的65%。

## 弱周期跌幅弱

指标性指数下跌,大盘蓝筹是最主要的驱动力,而大盘股集中的金融、采掘、有色和化工等行业,均属于强周期、受益投资的板块,跌幅自然不小;与之相反,农林牧渔、医药生物等弱周期、受益内需的行业不跌反涨,成为了本轮调整中的最大赢家。

据Wind资讯统计,按照总市值加权法计算,从去年10月16日至昨日,有色金属、采掘和金融服务是跌幅最大的行业,分别下跌了42.26%、35.56%和33.11%;而农林牧渔、信息设备和医药生物涨幅最大,分别上涨了23.47%、10.30%和3.65%。若从更细致的行业划分看,保险和石油开采业跌幅最大,分别为52.83%和46.24%;农产品加工和种植业涨幅最大,分别为51.32%和43.61%。

分析人士指出,股市向下调整中,弱周期、受益内需的行业超越A股平均水平,远远跑赢强周期型行业,说明市场已经不存在整体性机会,普遍获得超额收益的阶段结束,超额收益只存在结构性机会当中。

## 估值降预期差

随着指标性指数大幅下跌,市场整体估值水平快速下降,这有助于挤出一部分泡沫。按照TTM法统计,与去年10月16日相比,昨日全部A股市盈率为29.09倍,下降幅度为34%。从变化速度看,采掘指数降幅最大,为72%,当前的市盈率只有24.32倍;从绝对数值看,钢铁板块估值依然最低,为20.26倍。

从表面上看,市场整体估值水平已经进入了相对合理的区域。但实际上,全部A股估值水平的下降主要是权重行业如金融、采掘和有色主导的,其他行业估值下降速度并未超过整体水平。另外,在统计期内,农林牧渔和信息设备两个板块估值不降反升,农林牧渔也以90.29倍市盈率居所有行业指数之首。因而在整体估值水平下降的背后,仍有不少隐忧。

投资连结保险产品  
投资单位价格公告

本次计价日:2008年3月12日

产品	投资账户名称	买入价(元)	卖出价(元)
中英人寿金彩	积极型账户	1.20009	1.17829
连连/金芒果	指数型账户	1.07999	1.06037
投资连结保险	稳健型账户	1.08366	1.06398
连连/金芒果	避险型投资账户	0.99890	0.98076
中英人寿金彩	成长型账户	0.85084	0.83416
连连/金芒果	指数增强型账户	0.86870	0.85167
投资连结保险	平衡型账户	0.85455	0.83779
连连/金芒果	避险型投资账户	1.00038	0.98076

本款投资单位价格公告仅反映各投资账户以价的投业绩,并不代表未来的投资收益。中英人寿投资连结保险产品的投资单位价格为每份公告,如遇节假日则顺延。相关信息你可以通过中英人寿全国客服热线4008-800-9000或公司网址www.aviva-coco.com.cn进行查询。

## AH价差在跌势中扩大

H股继续下跌或将增添A股压力

本报记者 董凤斌

次贷危机令全球股市自去年9月以来大幅下挫,中资H股与A股累计跌幅最高,AH价差在跌势中拉大,而在价差接近多年以来极限水平之时,H股若进一步大幅走低,必然拖累相应A股表现。

## H股累计跌幅全球之最

我们统计了全球各主要股指自去年高点以来的累计跌幅。数据显示,虽然次贷危机集中爆发于欧美市场,但其累计跌幅却相对较低,道琼斯指数、标普500指数、伦敦富时100指数跌幅仅为14.71%、16.94%和16.15%;而亚洲区尤其是中国与日本股市却成为了重灾区,恒生指数、日经225指数、上证指数累计跌幅均在30%之上,国企指数的跌幅更是高达41.32%。

应该说,国企指数自去年11月1日创出的20609点,大幅滑落至昨日收盘的12094点,既有其内在原因,也有其外部因素。首先,前期涨幅过大,估值偏离合理水平。在内地A股连创新高、QDII范围扩大以及“港股直通车”等利好消息的推动下,国企指数自去年8月17日10253点低点飙升至20609点高点,仅仅用了两个多月的时间,期间涨幅达100%。当时,H股市场中不仅资金内地化、操作手法内地化,而且其估值水平也变得越来越内地化了,就连某些海外大行的研究员给予H股的目标价也高得离谱。

据统计,截至昨日,53只A+H股的H/A算术平均比价为0.482,大大低于去年10月底两地股指处于高点时0.583的比价,同时也逼近了近4年来H/A比价的极限低点。

如果我们假设目前AH股价差继续拉大的空间有限甚至目前的价差已经是极限值,那么,其联动性必将表现的更加明显。此时,A股的上涨将拉动相应H股走高,而H股的下跌也必将拖累其A股向下调整。从目前的状况看,第一种情况出现的概率仿佛较低,而上述H股市场下跌的理由还没有发生根本转变,内地的紧缩措施仍将持续,海外金融机构的资金状况短期内仍不可能得到缓解,而虽然目前H股市场估值水平已较去年高点以来有较大幅度的降低,但仍大幅高出本地蓝筹公司的估值水平(截至昨日,国企指数成分股与恒指成分股的历史市盈率均值分别为32倍和20倍)。

最后,国际资金的流出直接导致H股急挫。这一点可以从两方面解释:1.次贷危机令欧美金融机构遭受沉重打击,并需要对相关不良资产做大规模拨备,资金的压力对于这些大行来说是空前的,而多年以来,在人民币升值背景下的港股市场尤其

是这些大行的重要投资地,因此,在自身资金紧张以及H股过高估值的情况下,抛售股票套现自然是明智之举,而近半年来联交所披露的H股公司权益变动数据也印证了这一点。2.在美元持续走弱的背景下,日元利差交易平仓潮自去年以来时常涌现,其对于港股市场的抽水效应也不可忽视。

## AH价差几近极限

自去年下半年以来,AH股联动性渐趋明显,但这种联动仅仅体现为H股与相应A股走势趋于一致,而并不是绝对股价趋同。相反,如图所示,自2007年以来,AH股价差反而有扩大的趋势,其中,上半年价差扩大的主要原因是A股的涨幅远远超出H股,而自下半年尤其是去年10月份高点以来价差的拉大主要是由H股累计跌幅超过A股所致。

据统计,截至昨日,53只A+H股的H/A算术平均比价为0.482,大大低于去年10月底两地股指处于高点时0.583的比价,同时也逼近了近4年来H/A比价的极限低点。

如果我们假设目前AH股价差继续拉大的空间有限甚至目前的价差已经是极限值,那么,其联动性必将表现的更加明显。此时,A股的上涨将拉动相应H股走高,而H股的下跌也必将拖累其A股向下调整。从目前的状况看,第一种情况出现的概率仿佛较低,而上述H股市场下跌的理由还没有发生根本转变,内地的紧缩措施仍将持续,海外金融机构的资金状况短期内仍不可能得到缓解,而虽然目前H股市场估值水平已较去年高点以来有较大幅度的降低,但仍大幅高出本地蓝筹公司的估值水平(截至昨日,国企指数成分股与恒指成分股的历史市盈率均值分别为32倍和20倍)。

最后,国际资金的流出直接导致H股急挫。这一点可以从两方面解释:1.次贷危机令欧美金融机构遭受沉重打击,并需要对相关不良资产做大规模拨备,资金的压力对于这些大行来说是空前的,而多年以来,在人民币升值背景下的港股市场尤其

## 破4000 机构分歧依然很大

本报记者 李中秋 徐国杰

张帆认为,市场的结构性机会来自于煤炭、创投和部分医药股;他看淡周期性行业以及与美元形成跷跷板效应的大宗商品等相关板块。

同时东方证券也表现出谨慎乐观的观点。该机构认为,市场呈现弱势下探的走势,市场短期内放大了利空的影响,建议投资者在极度恐慌的时候保持一份乐观。

## 机构分歧显现

不过,在上证综指击穿4000点之后,机构开始出现一些分歧。有基金和部分券商认为,市场已经进入恐慌性阶段的后期,市场有望止跌;但悲观的券商则认为大盘见底为时尚早。康赛波分析称,近期市场会逐步起稳,今年2、3季度市场出现不错表现的可能性较大。而面对目前市场出现恐慌的心态,他表示,现在更需要具备领先于市场的判断能力。

中海基金3月的策略报告指出,3

月份的非流通股上市数量开始减少,而新股票型基金在停发多日后重新开闸,并保持每周2家左右的速度,这预示着市场供求关系开始好转,市场的转折机孕育而生。

相比之下,申银万国和齐鲁证券并不乐观。申银万国认为,虽然昨日沪市已击穿4000点心理大关,但投资者仍不宜盲目入场。2月信贷数据同比大幅下降可能预示着国家宏观调控效果已开始显现。今后宏观调控的力度肯定会加大,市场风险也会加大。因此,目前言大底见底为时尚早。齐鲁证券则认为,普跌之势是股指下跌的推动力,恐慌之中短期内还难以扭转人气。

虽然机构看法迥异,但大多数机构认为,即便是出现结构性投资机会,抢反弹也仍须谨慎。“从操作策略看,买入不动的操作方法可能失效,跟踪热点频繁操作可能会带来一定的机会”,长江证券策略分析师张帆表示。

但如果紧缩造成企业利润大幅下滑的话,市场还要面临新的问题。

康赛波指出,从技术面来看,牛市渐行渐远,但肯定会有一次B浪反弹,由于是急跌,在3800附近应该会有一波比较迅猛的上冲年线的反弹机会,类似于04年9月的行情。

另外一位来自朝阳永续私募平台的基金经理同样对市场甚为悲观,他是15-20倍市盈率的支持者。从总市值的角度分析全流通所需要的资本,他认为现在银行的储蓄资本只能支撑15-20倍的市盈率。如果08年到15倍PE,有可能会跌破3000点。

当然,除了悲观论调较为普遍之外,也存在零星的乐观声音。上海知名私募人士陈晓阳表示,“市场越是恐慌时越要有信心”,牛市还没有结束,因为中国经济体系尚未发生任何变化,而美国经济是因其内部经济发生了变化。

有意竞买者请与我司联系,索取详细资料,并按规定到我司办理竞买登记手续。

看样时间:即日起至2008年3月27日

咨询电话: (0591) 87623111 13107698584 13706950501 13705946967