

三因素揭大跌之谜

两指标或能标识底部

□中证证券研究中心 丛榕

8月份最后一个交易日沪指大幅下挫6.74%,创下2008年6月10日以来最大跌幅。我们认为,流动性明松暗紧、市场融资力度加大和经济复苏进入平缓期,是股指大幅急速调整的三大主要因素;但目前市场环境尚不构成熊市,宽幅震荡应是大概率事件,本轮领跌的权重行业和基金仓位,或是标识区间底部的重要指标。

三大因素导致大跌

从仓位上看,基金并非是导致本轮调整的主力,险资、年金等追求绝对收益、有止损硬约束的资金减仓可能是撞到第一块“下多米诺骨牌”的推手。但无论是何种资金,减仓的理由无非是以下三类:

第一,流动性尤其是新增信贷明松暗紧。虽然管理层一再申明货币政策是动态微调,但显然货币政策从超宽松向适度宽松转变的速度和程度都超出预期:上半年天量信贷结束并不意味“猜信贷”游戏结束,游戏可能以“向下猜”的方式延续,市场对8月份新增贷款猜测不断下调,甚至低于3000亿元;另一方面,公开市场操作明显收紧。8月份公开市场净投放仅仅120亿元,远远少于5-7月份1020亿元、1030亿元和1505亿元,即使考虑到9月份到期资金较多,央行意在平滑,这一数值也让投资者感觉过少。

第二,融资再融资压力加大。之前创业板和IPO提速增添了供给担忧,但对流动性总体充裕的预期仍然强烈,因此指数和估值继续得到支撑,但随着资金面转折超出预期,融资压力被迅速放大:7月份股票市场融资金额猛增至929.95亿元,环比提高了356%;同时,市场再融资预期愈加强烈,尤其是银行股,由于

基金认为

流动性收紧冲击将逐步减弱

□本报记者 徐国杰 上海报道

沪深股市8月31日大幅下跌,上证综合指数和深证成份指数分别下跌192点和864点,跌幅为6.74%和7.55%。煤炭、石化、钢铁、有色、地产等领跌大盘。对此,部分基金认为,近期市场回落更可能是流动性短期收紧之后,市场对前期过度上涨的一次修正,随着市场连续下挫,估值具备吸引力,已经再次显示出投资价值。

市场人气受打击

有基金表示,由于据称企业贷款意愿不足,8月份整体信贷增量将低于7月份;在资本充足率和拨备覆盖率等监管指标的约束下,部分银行已经停止放贷,这对市场信心形成了明显打击。与此同时,发改委近期连续出台控制物价上升的举措,加剧了投资者对宏观调控的担忧。在信贷增量回落的背景下,市场开始担心经济可能会出现二次探底。

此外,新股发行并没有因为A股市场持续下挫而放缓,中国北车和中冶科工等大盘股IPO的接踵而至,以及近期基金募集等新增资金的阶段性减少,使市场资金面承受巨大考验。同时,大盘股加速发行进一步打击了市场人气,使得市场恐慌情绪蔓延。此外,伴随着“银监会要求商业银行提高资本充足率”的传闻,银行等权重板块持续回调,加剧了市场对于政策收紧的担忧。

估值具备吸引力

汇丰晋信基金认为,8月信贷增量回落是正常行为,由此判断中国经济出现二次探底为时尚早。在中央政府三令五申“保增长”的背景下,中国经济重新出现大幅回落的可能性不大。汇丰晋信判断,近期市场回落更可能是流动性短期收紧之后,市场对前期过度上涨的一次修正。汇丰晋信认为,流动性因素对市场的短期影响仍然存在,但是在现有估值

面临资本充足率的压力,不少银行必须增发,粗略计算将会吸纳近千亿元资金。

第三,流动性再难以提升市场估值,A股将更依赖于经济复苏,但度过加速反弹期后,经济进入平缓阶段。2009年上半年,依靠超宽松的货币政策和财政政策,中国经济成功走出谷底,1-6月份GDP累计同比增速达到7.10%,二季度环比折年率甚至接近20%。下半年指望经济维持这一增速显然不现实,上市公司业绩也需要较长时间修复。经济不能提供更多超预期结果,自然需要通过股价下跌来完成估值消化。

短期市场将宽幅震荡

相比归纳市场下跌原因,大致框定股指下限或许更为重要。我们依然认为,短期内市场将呈现出宽幅震荡格局,上证综指以2800点为轴心,上下300点为震荡区间,不排除惯性和情绪作用将这一区间略微拉大。

出现底部的指标大概有以下两类:首先是基金仓位回落到75%左右。据中信证券测算,截至8月28日开放式基金仓位降至80.23%,较前一周仓位下调1.85%,净变动1.45%,虽然比峰值时有所减少但仍然处于高位。基金仓位过高压制了市场反弹动能,下行风险大于上行动力。粗略计算基金仓位回到75%左右下行动力将逐渐衰弱,因此密切跟踪基金仓位是后市的必修课程。

其次是观察大盘股止跌。按照总市值加权法计算,8月5日至8月31日,黑色金属、有色金属、房地产和采掘行业跌幅均在24%以上,而医药生物、食品饮料等小市值行业跌幅均在15%以内。显然,本轮下跌权重行业是“罪魁祸首”,大盘股止跌的时刻大致上也就是股指达到下限之时。

下,流动性对市场的冲击力度将会逐渐减弱。目前沪深300的2009年市盈率已经低于20倍,市场已经再次显示出投资价值。

中海基金进一步指出,对政策的担忧和宏观数据观望是卖掉股票的理由,而基于经济复苏的预期则是持有股票者的主心骨,这种多空博弈将表现为市场震荡整固的常态。同时,在2800点时对应的2009年PE约为19倍。业绩好转而估值较低的公司已经有买入的吸引力。

国联安红利基金表示,二季度证券市场基本单边上行的格局大幅超出了许多投资者的预期,其主要支持仍然在于全市场流动性的极度泛滥和实体经济尤其是汽车和房地产销售的超预期增长。但值得关注的是,虽然经济在恢复,投资者是否已经把过多的美好预期都体现到现在的股价之中。考虑到以上因素,国联安红利基金下一阶段策略是继续基于经济持续恢复的假设,积极发掘前期被市场所忽视的、涨幅滞后估值相对合理的个股,如消费品、化工、电信、电力等领域的个股。

对基金投资者而言,有基金建议后市可以关注两类基金,即那些市值规模适中且近期表现出极强抗跌性的基金和能够参与新股申购的债券型基金将是比较理想的投资组合。来自银河证券基金研究中心的统计数据表示,在過去的一个月时间内,基金净值跌幅控制在7%以下的偏股型开放式基金共有6只,包括嘉实主题、银华价值优选以及国联安红利股票基金等。除了加入抗跌尖兵外,投资组合中还可以加入能够打新股的债券型基金。天相投顾的数据显示,2005年以来260只新股上市首日平均涨幅达到143%;其中2007年新股发行118只,上市首日平均涨幅更高达195.3%。2009年IPO重启后至今,债券型基金在约2个月期间的平均净值增长率接近2009年前6个月的3倍。

短期内市场将呈现出宽幅震荡格局,上证综指以2800点为轴心,上下300点为震荡区间,不排除惯性和情绪作用将这一区间略微拉大。

流动性明松暗紧
市场融资力度加大
经济复苏进入平缓期



新华社图片 合成/王建华

公开增发上市全部破发

新股面临破发大考

□本报记者 万晶 深圳报道

刚刚完成公开增发并上市的3只股票全部破发。中国证券报记者统计发现,截至8月31日收盘,今年实施公开增发并上市的美的电器、新安股份和新兴铸管全部跌破增发价。刚刚IPO上市的新股股价也节节下挫,光大证券和中国建筑8月31日收盘价都距离发行价仅有1元左右,面临破发大考。

3只公开增发股全破发

美的电器打响今年公开增发第一枪。7月30日公开增发1.891亿股,增发价15.75元,募资规模29.78亿元,超额认购倍数约为1.81倍。增发股上市首日即8月12日,美的电器收盘价报在15.72元,遭遇破发。到8月31日收盘已跌至15.22元,浮亏比例3.36%。

8月7日进行公开增发的新兴铸管,增发价为11.7元,增发3亿股,募资约为35.1亿元,超额认购倍数接近20倍。8

月24日新兴铸管增发股上市首日报收12.44元,但随后几日随大盘节节下挫,8月31日新兴铸管仅收于9.94元,浮亏比例高达15.04%。

新安股份于8月中旬实施增发,增发价定在44.68元,增发2193万股。8月27日增发股上市首日报收43.20元,较增发价跌去了1.48元。截至8月31日,新安股份已经下挫至40.85元,浮亏约为8.57%。

除已完成公开增发并上市的3家公司外,WIND统计显示,截至8月31日,还有13家公司公布了公开增发预案,计划增发25.96亿股。随着A股市场走弱,这些即将进行的公开增发命运难测。

相对于公开增发,今年以来上市公司以定向增发为主。WIND统计显示,截至8月31日,今年以来A股市场有75家上市公司实施了定向增发,共完成募资1573.93亿元。平均每家公司增发约为3.25亿股,与去年108家公司定向增发,平均每家公司

发行量仅为1.72亿股相比,今年的平均发行规模将近翻倍。

新股平均涨幅收窄

新股命运也不容乐观,WIND数据显示,截至8月31日,18只新股上市以来平均涨幅约为41.27%。涨幅较之前大大收窄,18只新股上市首日平均涨幅高达66.35%;14只新股上市后5日平均涨幅为61.2%;10只新股上市后10日平均涨幅60.04%。

尤其值得注意的是,光大证券8月31日收于22.19元,距离发行价21.08元,仅有1.11元之遥。中国建筑8月31日收于5元,离4.18元的发行价也相去不远。博深工具11.50元发行,而8月31日也仅收于13.89元。

对于公开增发股票遭遇破发等现象,英大证券研究所所长李大霄表示,公开增发股票破发现象并不足为奇,由于前期市场信心足,增发定价相对较高,破发是近期市场走弱的一种表现。谈到新股未来表现

时,李大霄认为,新股破发也有可能,亦属市场正常现象,随着市场调整,未来新股发行定价有望更加科学和理性,价格趋于合理。

有券商表示,前期市场一路上扬,上市公司公开增发意愿增强。虽然非公开发行要求相对较低,但发行价格相对较低;公开发行价格可以更高。因此,符合公开发行条件的上市公司可能会选择公开发行。另有机构投资者称,由于很多机构投资者对市场未来走势看不准,并不敢买入非公开发行股份,上市公司更倾向于公开增发。

第一创业证券发布的报告认为,货币政策微调逐步明朗化,信贷大幅收缩局面近期仍将持续,市场流动性短期将发生转变,在股票供给持续加快的情况下,新发基金显得杯水车薪,市场在巨额融资面前面临难以承受之重,市场短期再平衡似乎难以避免。市场短期创出此轮调整新低可能性很大。

到1073.57亿元。而且,这一数字尚未包含33家没有增发价格下限的公司,7-8月的增发预案融资规模将远高于千亿元的水平。

从发布增发预案的情况来看,地产公司的资金需求非常旺盛。除了万科A之外,招商地产、苏宁环球、新潮中宝、中航地产、华业地产、世茂股份、滨江集团、阳光城、华雨家族等多家地产公司7月以来发布了增发预案。这些地产公司预计募集资金将达到372.39亿元,占增发预案合计融资金额的34.69%。

在信贷增速明显放缓的环境下,股票市场或许已经无法承受IPO、再融资加速带来的扩容压力。国内经济的回暖,使得房地产、金融等众多行业出现了旺盛的资金需求,但是面对市场重心不断下移,融资还应力而行。

保险资金对后市存在分歧

□本报记者 丁冰 北京报道

沪深股市8月31日大幅下跌,保险公司对于未来股市的看法存在分歧。

有保险机构在“谨慎乐观,超跌反弹”的基本判断下表示继续加仓,或通过灵活波段操作把握市场机会;也有保险机构表现十分谨慎,坚持“多看少动”,准备锁定长期收益,避免短期风险。

谨慎乐观派: 波段操作

北京某中型保险资产管理公司人士表示,由于前期仓位并不高,其所在保险机构自大跌以来依然在持续加仓,但支持加仓的理由已有所改变。“股市跌到3000点左右时,我们认为市场在合理调整,由于坚持下半年经济加速复苏的判断,因此选择3000点加仓。股市跌至2800点之时,我们属于被迫做多,补仓以摊低成本。整体而言,我们对下半年市场仍然持谨慎乐观态度。”

北京多家中型保险资产管理公司的态度都与此类似。由于他们上半年加仓时间普遍较晚,多在二季度末,那时市场已经开始从2700点向3000点上攻。现在当市场再度回归到2700点以下时,上述几家保险公司均认为已到合理区间。

在股市下跌过程中,除了这样一批加仓的保险资金外,还有一批资金通过强化波段操作来博取收益。

对于未来权益投资策略,刚刚发布了中期业绩的中国人寿高层表示:继续波段操作。中国人寿财务总监杨征表示,根据近两月的股市行情,虽然回调会有发生,但股市还远未见顶。针对震荡行情,中国人寿将继续加强波段操作,做好战略布局。

来自投行方面的消息证实了这一点。7月中国人寿自上证指数跌破3400点位后开始减仓,而当8月上证指数跌至2800点区域时,中国人寿携200亿元资金率先抄底。杨征表示,中国人寿此举是按照波段操作策略来开展的,作为重要的机构投资者,每天在市场上几十亿元的频繁进出在所难免。

谨慎保守派: 锁定长期收益

中国平安对市场的态度延续了上半年的谨慎。“平安上半年新增投资中主要为现金和定期存款,分别占51.98%和13.85%;对权益类资产持有谨慎的投资态度,这在保费迅速扩张时期,或许面临较大的资产配置压力。”国海证券分析师黄秋盛认为,在资产配置上,平安没有及时追随资本市场变化,投资策略过于保守。

对于下半年的投资策略,中国平安总经理张子欣表示,今年对市场看得比较谨慎,但由于股市投资对保险资金长期资产匹配非常重要,因此也将继续在股市投资,下半年将会维持目前10%左右的比重在股票和基金的投资上,而不会进行短期的大规模买进或卖出。

随着近期资本市场波动幅度的加大,平安董事长兼首席执行官马明哲表示,作为一家保险公司,回避资本市场过度波动的风险是其首要任务,平安将会寻找一些比较稳健的、现金流比较好的产品进行投资,逐渐完善资产结构的合理性。

张子欣表示,随着经济企稳,通胀不可避免会出现,预期利率水平的上升将影响到平安的长期负债,因此,平安在接下来的投资上将锁定股票、长期基建以及房地产等相关投资的长期收益,避免短期波动的风险。

另有持谨慎态度的保险公司人士认为,新股的密集发行和银行地产企业的大规模融资给市场造成巨大压力,下半年银行信贷收紧已成定局,但经济复苏和企业业绩好转不可能超出市场预期,股市在这两者夹击下,很难走出大反弹行情。“操作上我们谨慎观望吧。”上述人士表示。

融资热情升温 股市连泼冷水

□本报记者 刘兴龙 北京报道

8月31日,中国中冶公布A股招股说明书,A股市场将迎来又一只大盘股。同日,沪深股指跳空后大幅下跌,沪综指跌幅达6.74%,创15个月的跌幅新高。同一幕曾出现在7月29日,当日中国建筑上市,股指大跌5%。这是巧合,还是面对融资的不断升温,股市已难堪重负?

两月融资规模1346亿元

万马电缆7月10日登陆A股,揭开了IPO开闸的序幕。与此同时,蓄势已久的上市公司融资热情也得到了集中释放,达到143%;其中2007年新股发行118只,上市首日平均涨幅更高达195.3%。2009年IPO重启后至今,债券型基金在约2个月期间的平均净值增长率接近2009年前6个月的3倍。

市场持续反弹,但是由于IPO暂停,使得融资规模维持在较低的水平。8月份,上市公司仅增发融资86.65亿元,到3月份融资规模降至67.27亿元。即使是募集资金最高的4月份,增发融资也只有230.76亿元。

然而,IPO开闸改变了这一局面。7月份,随着中国建筑驶入A股,当月IPO融资达到544.25亿元,增发融资规模也一举达到了309.49亿元。进入8月份,虽然有多达11只新股上市,但是由于没有出现大盘股,IPO融资下降至163.72亿元。不过,上市公司的再融资热情却持续升温,增发融资311.12亿元,配股融资11.17亿元,可转债融资6亿元,募集资金合计达到了492.01亿元,环比7月份增加59%。

除了IPO家数增多,再融资规模持续环比增加之外,上市

公司融资渠道也在拓宽。8月份张江高科、泰豪科技和英力特的配股相继上市,这是自2008年9月以来再次出现配股融资;厦工股份发行6亿元可转债,这也是2008年10月以来的首次可转债融资。

千亿增发预案蓄势待发

8月27日,万科A宣布了再融资计划,拟公开增发A股,扣除发行费用后的募集资金净额不超过人民币112亿元。当日,上证指数大幅下挫2.91%。从近期市场回调的过程来看,大幅下跌往往伴随着扩容压力的增加。

虽然市场连泼冷水,但是却浇不灭上市公司的融资热情。包括万科A在内,仅7-8月份已经有91家公司发布了增发融资的预案。其中58家公司披露了增发价格下限,参考拟发行数量,募集资金合计将达