

沪综指创13个月以来收盘新低

# 内外大小 M头四大诱因

□本报记者 魏静

## 海外“黑天鹅”潜伏

在上周连续缩量阴跌之后，本周一大盘继续追随外围市场脸色”。沪综指周一续跌1.96%，报收2478.74点，该收盘点位创出13个多月以来的收盘新低。事实上，市场的破位下行并未伴随“黑天鹅”的现身，仅仅是因为上周五美股大跌导致全球股市周一普跌。

而在9月下旬，欧债到期及美联储议息的时间窗口都将开启，鉴于欧债的偿债方案及QE3的推出与否都存在不确定性，故不排除“黑天鹅”的再次现身。

从欧债的到期规模来看，9月份欧债面临偿债高峰，其中意大利及法国的月底到期债务最大，到期量均是两国未来两年单月到期的峰值水平；西班牙也将在10月份迎来244.2亿欧元的到期债务。在此巨量的偿债高峰面前，近期意大利等国的CDS再次出现波动，衡量银行间借贷意愿的指标——欧元区银行同业拆借利率和隔夜指数掉期利率间的利差（Euribor-OIS）也持续扩大。现如今面临的问题是，如果欧元区不实施救助，任由债务违约，则对欧洲乃至全球金融市场将产生剧烈震荡。目前来看，欧洲央行不实施救助的概率较低，若救助则重担将落在欧元区经济强国德国等国身上；然而救助规模很大，再加上德国等承担救助重担的国家本就对救助存有疑问，故不排除会出现一定的变数。

从QE3的推出与否来看，不确定性也很大。从逻辑上看，美国要推出QE3需要足够低的就业率及较低的核心通胀率共同配合。当前，美国就业市场一直未出现改善，而核心通胀率已接近2%的水平，在这一情况下，美联储很难贸然推出QE3，短期只能暂时等待及观望。退一步来讲，即便9月下旬美联储正式推出QE3，可想而知其规模相较QE2肯定将大幅减少，相应的，其对市场的影响也会大幅减弱。在QE3对A股短多长空的影响之下，预计“短多”的影响时间也会有所缩减。

## 国内“四面”面面相觑

虽然A股的破位下行有外围因素的干扰，但推动A股重心逐级下移的主要幕后推手还是国内因素。

从宏观基本面来看，8月宏观经济数据公布在即。尽管市场一致预期8月CPI不会再创新高，但普遍认为其还是将位于6%的高位。从这个角度来看，此前期待的通胀回落预期只能又一次落空，未来高通胀的压力将继续存在，并将对A股持续构成压制。经济层面，尽管8月份PMI环比略升，显示经济形势良好，但由于海外经济放缓及国内部分基建项目暂停，下半年出口及投资增速均可能低于市场预期；且根据通胀见顶之后半年经济才将逐步见底的规律，下半年经济下行风险还有待释放。

政策层面，央行扩大存准率征收范围的举措，几乎宣告了政策宽松预期的落空。短期而言，紧缩政策加码的概率虽不大，但还远未到政策宽松的时间窗口。首先，通胀居高不下，而管理层多次关于调控物价不放松的表态，说明通胀若不出现实质性回落，则政策宽松很难成行。其次，海外经济体状况不断，经济复苏或只能无奈放缓，在“外乱”的背景下，管理层也不会贸然放松紧缩政策。

资金面方面，存准率征收基数的扩大，进一步加剧了资金面的紧张程度，SHIBOR各期限品种均重新抬头向上。其实，单就存准率征收基数扩大这一政策影响而言，短期对资金面的压力有限，因为未来两周即9月5日至17日两周内，公开市场到期量分别高达1760亿元和1190亿元，而9月存准基数上调对9月份银行资金面的紧缩作用只有1000多亿元，因此未来两周资金面将相对较为宽松。不过，就未来一个季度而言，资金面的偏紧格局将持续存在。一方面有存准分阶段上缴所带来的持续影响，另一方面，下半年出口存在不确定性，因而外汇占款也将维持于较低水平，从而令四季度的基础货币增速出现放缓。

技术面上，昨日的破位下行，已令市场构筑成标准的“M”头形态，从技术角度而言，后市继续向下寻底的概率大幅提高。2437点可能不会是此轮下跌行情的终点，大盘也许会继续考验2319点的支撑。

## “大块头”心有余力不足

当前，唯一能支撑A股“底部说”的因素便是估值底已探明，尤其是代表蓝筹股的沪深300指数市盈率已跌破998点时的水平。然而，曾被市场寄予众望的权重股，尤其是银行股真能不负众望，成为大盘的“定海神针”吗？

坚定看多银行股的投资者，无非是认为银行股5倍的PE水平已跌无可跌。事实上，由于行业的差别，国际上衡量银行股估值通常使用的是市净率这一指标。尽管A股16家银行股目前的市盈率已普遍跌至5.6倍的水平，以当年中报\*2计算，交通银行及民生银行的市盈率最低，分别降至5.46及5.58倍，但其市净率却普遍高于1倍。据悉，国际上银行股的市净率通常不到1倍。按照当年中报计算，A股银行股最低的市净率是交通银行，为1.17倍，最高的是深发展A，为2.21倍。当然，我们不能简单地拿A股银行股的市净率去与外围市场的银行股进行横向比较，但至少不能简单地通过5.6倍的市盈率就认定银行股的绝对底部已探明。再加上，AH银行股联动也正日趋加强，港股银行股的持续下行，也不可能地会在一定程度上拉低A股银行股的股价水平。

既然“估值底”有待继续检验，加上年内流动性将持续偏紧，那么银行股很难出现较大行情，即便是心护盘，多数情况下也只会是昙花一现。在外围市场动荡、国内政策未明的影响下，A股市场心态持续谨慎，热点仅靠存量资金来实现闪转腾挪。而有限的资金想要撬动“大块头”银行股，无疑只能感叹“有心无力”。

## “小家伙”个性化色彩浓

既然被市场认为最具反弹动能的“大块头”们因为种种原因难以起舞，市场风格转而难换，那么在市场弱势下行的格局中，“小家伙”是否具有群体吸引力呢？

从大小盘估值溢价连续四周超过200%警戒线的角度来看，这一整体估值溢价水平亟待向下回归，保持强势的“小家伙”一定是有其“个性化”成分的，而这种“个性化”的存在显然无法对整体小盘股乃至整个市场产生积极影响。参考当前外乱内忧的局面，不排除出现小盘股大跌、大盘股小跌的回归方式。当然，现在的市场中确实存在一批能抵住大盘下跌冲击的优质小盘股，但值得注意的是，在内外影响因素不明，市场出现系统性上涨概率极小的背景下，一是要防备“强势股”补跌现象的出现，二是要充分考虑到寻找“个性化”优质小盘股的难度。存量资金要折腾，很可能只会选择一些盘子较小的优质成长股，毕竟“船小好掉头”，但普通投资者能不能做到对这种优质小盘股的“精确”捕捉和“准确”逃离，恐怕在风险与收益之间要考虑周全。



IC图片 合成/韩景丰

## 六年来A股量价呈较强正相关性

□本报记者 曹阳

2478.74点，沪综指周一创出13个多月以来的收盘新低。拉长视角，2437.68点与2478.74点之间，沪综指日K线已然构筑了一个以2636点和2616点为双头、2507点为颈线的比较标准的“M”头。假如按照标准的量度跌幅来看，或许将直指2319点。这个标准的“M”头背后的成因是：外围方面，9月下旬欧债到期和美联储议息的时间窗口逐步临近；内因方面，8月份宏观经济数据公布在即，宏观、政策、资金、技术四方面都似乎找不到新的积极因素；大盘股虽然有“估值底”护身，但只守不攻的结果只能是节节败退；小盘股虽然时常有“强者”出现，但仅靠“个性化”的星星之火实在难以燎原。



5日，受上周五欧美股市下跌以及短期资金面趋紧影响，A股延续跌势，上证综指下跌1.96%。与此同时，两市成交量延续低迷，其中沪市仅成交564亿元，略高于上周五。持续萎靡的成交量表明市场人气的涣散，不过一再出现的地量也唤起了部分投资者对地价或将出现的期望。历史经验表明，阶段性的地量往往对应着阶段性的地价，仅从量能的角度来看，A股的确存在短期阶段性见底的可能。

### 观望气氛浓厚

周一，沪深两市共成交1058.7亿元，其中沪市成交564亿元，已连续三个交易日未能突破600亿元，而市场也连续三日阴跌，并且伴随着市场重心的下移，跌幅有逐步扩大的趋势。

A股地量的频现表明了市场观望情绪的浓厚。毕竟，在当前欧美经济复苏缓慢、国内货币政策持续偏紧的背景下，投资者对未来国内经济难免产生悲观预期，特别是银行存款准备金缴存基数扩大的消息，更增加了投资者对政策超调的担忧。即使当前A股的整体估值水平已与美股不相上下，场外投资者也还是选择观望。

值得注意的是，在两市成交量持续低迷的背景下，指数的跌幅却有扩大的趋势。在沪市成交低于600亿元的近三个交易日中，上证综指分别下跌了0.44%、1.09%和1.96%。尽管周一A股的大跌主要受内外双重负面因素的叠加影响，但不可否认，在成交量维持一定地量的情况下，指数跌幅的扩大很

可能表明了接盘力量趋弱。换言之，如果说上周四与周五部分机构还在选择低位吸筹以等待可能出现的反弹，那么周一外资观望的资金或许开始选择等待更低买点的出现。

### 地量或迎来“地价”

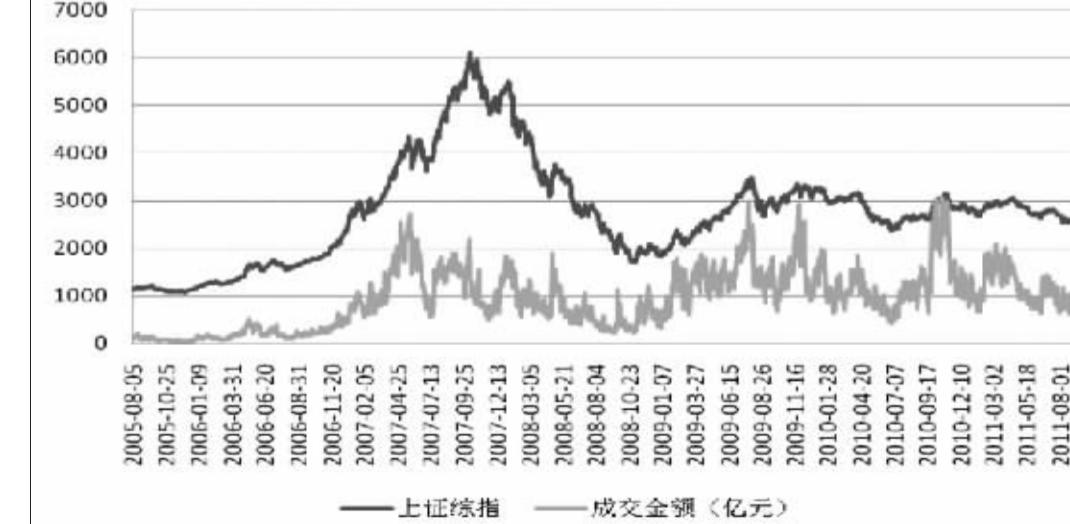
通过观察六年来沪市成交量与指数的走势对比可以发现，在大部分的交易时段中，量价存在着较强的正相关性，也就是所谓的“地量见地价”。特别是2009年之后，成交量与指数的正相关性更为明显。

今年以来的两个阶段低点2661点与2610点附近都伴随着成交金额的持续萎缩，而去年7月初沪综指跌至阶段底部2319点附近时，沪深两市的单日成交量甚至持续低于900亿元，当时沪市的成交金额甚至一度低于500亿元。因此，仅从量能的角度来看，沪深两市近三个

交易日成交量的持续萎缩的确增大了市场接近底部的可能性。但如果借鉴2010年7月2日沪综指创下2319点阶段底部以及今年8月9日沪综指创下2437点阶段底部的经验，沪深两市在经过一段时期的地量调整后，往往会出现一根大阴线，并伴随“多杀多”的惨烈局面，进而探明阶段底部，2010年6月29日108点与2011年8月8日99点的暴跌皆是如此。如果后市伴随着量能的持续萎缩，再度出现类似的暴跌，那么前期2437点的底部恐怕难以支撑得住。不过，这或许也意味着阶段底部的探明。

另外一种情况则要糟糕得多，套用一句股谚就是“地量之后还有地量”。当前市场的地量仅仅是与前期的成交量相比较得出的结论，但是谁也无法判断未来市场的量能会萎缩到何种程度。2008年的“熊市”就是最好的佐证，伴随着指数的下跌，沪深两市的成交量持续下降，沪市从日成交1500亿元一路萎缩，直至接近200亿元的日成交额，而指数则以“温水煮青蛙”的方式最终阴跌至1664点。

## 上证综指量价趋势对比



## 担忧欧美经济衰退 亚太股市跌声一片

□本报记者 黄继汇

由于担忧美欧经济再次陷入衰退，加上欧洲债务危机风波不断，昨日亚太股市大幅下挫。日本日经225指数下跌166点至8784点，跌幅达1.86%；韩国综指下跌82点，跌幅为4.4%，收于1786点；新加坡海峡时报指数跌至2773点，跌70点，跌幅为2.46%；香港恒生指数下跌295点，收于19616点。

### 美就业数据疲软

上周五美国发表的相关经济数据不如市场预期，投资者对美国经济前景的担忧情绪加强。美国股市三大股指均呈现2%以上的跌幅。

美国劳工部2日发布的数据显示，8月份，美国新增就业岗位为零。由于缺乏新增就业岗位，8

月份失业率未见好转。此前，美国失业率连续三个月上升，从4月份的9%攀升至6月份的9.2%，7月份失业率较前月下降0.1个百分点，降至9.1%。今年8月份美国非农部门失业率与前一个月持平，保持在9.1%的高位。

自2007年12月美国进入本轮经济衰退以来，美国共有超过800万人失去工作，是自第二次世界大战以来美国历次经济衰退中失业人数最多的一次。

高盛8月底发布的最新研究报告称，因美国经济“进一步丧失动能”，所以下调美国今年下半年经济增长的预估。这是该公司在8月第三次下调美国经济增长预估。

高盛在报告中称，鉴于近来发布的不佳经济数据，进一步调降下半年的美国经济增长预估。高盛目前预计第三季度美国

GDP增长1.0%，第四季度为增长1.5%，此前预估均为增长2.0%。

美国经济学家鲁比尼称，美国经济增长已经陷入停滞，即便美联储推出新一轮定量宽松措施，其效果最终也是有限的。

### 欧债危机又一波

希腊副总理兼财政部长韦尼泽洛斯2日称，希腊经济今年可能衰退5%，由于今年的经济衰退幅度高于预期，希腊可能被迫调整削减财政赤字的目标。

据路透社报道，由于与希腊政府就该国实现经济改革目标存在分歧，来自欧盟、国际货币基金组织(IMF)和欧洲央行的三方代表团上周暂时中止了对希腊改革的评估。

周一美股因假日休市，本周美联储将发布关于经济形势的褐皮书，美国总统奥巴马准备发表新的刺激经济改善就业政策，美联储主席伯南克将发表演讲。投资者在这之前普遍采取谨慎操作。

签约和重组的可能性。

针对希腊与欧盟和IMF之间在执行紧缩措施方面出现分歧的情况，韦尼泽洛斯说，希腊与欧盟和IMF官员当天中断关于紧缩措施执行情况的讨论是计划之中的事情，双方将于9月14日恢复磋商。

此外，意大利债务问题也出现雪上加霜之势，意大利政府上周有意放弃此前公布的455亿欧元财政紧缩方案，引起了欧洲央行强烈关注，该行行长特里谢3日敦促意大利必须推行改革措施。

周一美股因假日休市，本周美联储将发布关于经济形势的褐皮书，美国总统奥巴马准备发表新的刺激经济改善就业政策，美联储主席伯南克将发表演讲。投资者在这之前普遍采取谨慎操作。