

# 六连阴似入无底洞 200点跌出腊月寒

## “双杀”恐慌宣泄 技术反抽临近

□本报记者 李波

### 沪指连续破位 半月跌逾200点

新低和破位几乎成为本周A股市场的“关键词”。从2300点到2250点,再到2200点,本周短短四个交易日沪指已经连续跌破了三个重要整数关口,沪深股指更是逐日刷新调整以来的阶段新低。

具体来看,昨日沪深两市低开低走,截至收盘,沪指收报2180.90点,下跌47.63点或2.14%,深成指收报8871.09点,下跌221.94点或2.44%。盘面上,有色金属、采掘、钢铁等权重板块大幅下挫,带动股指加速下行,期间虽有快速反弹,但很快重回震荡下行格局。昨日沪深两市分别成交473.05亿元和434.08亿元,较前一交易日小幅放大,但仍处于地量水平。

经过昨日的下跌,沪指指日K线已经形成“六连阴”,市场弱势一览无遗。值得一提的是,期间股指基本上是单边下跌,几乎未曾出现过有效反弹,并且跌速有逐渐加大的趋势。虽然从技术面来看大盘早已超跌,但市场似乎无视一切技术支撑拒绝反弹,陷入缩量阴跌的恶性循环。

市场连续的破位下跌缘于宏观环境的低迷以及政策放松预期的落空。经济加速下行、货币政策延续稳健、年底资金面抽血、外资热钱回流美元、欧债危机阴霾再现……种种迹象表明当前经济和流动性均不容乐观,市场相应缺乏业绩和估值的支撑,而政策预期的落空终于令挽救经济和流动性的最后一丝幻想归于破灭,市场情绪也由此前的犹疑不定变得谨慎,进而发展成为恐慌。

### 政策宽松预期落空 市场遭遇“双杀”

当前,不论是PMI等领先指标、工业增加值等宏观指标还是钢价等中观指标,均呈现持续回落的态势。11月PMI自2009年2月以来首次降至50%以下,反映经济环比增速不乐观。工业增加值同比增速连续两个月回落,显示工业企业产出的增长动力弱化,整体经济加快减速。“工业增加值同比-库存同比”指标依然为负并且继续下降,表明当前需求疲弱,去库存压力高企。而作为中游制造业代表的钢铁行业景气度低迷,国内钢价在前期大幅跳水之后持续弱势盘整。各项指标齐齐偏弱,显示国内经济正在全面加速下行。

值得一提的是,伴随央行超预期“降准”,此前不少市场人士预期货币政策将转向宽松,经济数据加速下行更成为市场猜测政策转向的重要理由。正是在此预期之下,市场坚守2300点“政策底”。然而,中央经济工作会议对货币政策的定调仍立足“稳健”,投资者对预期落空失望之余,对经济的担忧也骤然升温。

与此同时,年底市场资金面压力也开始凸显。2009年以来每年12月都是IPO最为集中的月份,本月以来IPO已经出现明显提速,众多公司都在年末冲刺发行上市,本就疲弱的市场将遭遇“抽血”。与此同时,12月份还将迎来二级市场的解禁洪峰。据统计,本月100家公司的限售解禁股高达199.24亿股,累计解禁市值约为1625.38亿元,环比大增75.37%。另外,从央行外汇资产和金融结构外占款的“双降”,到人民币兑美元现汇价连续第十二个交易日盘中触及涨跌幅上限,都反映出海外避险和套利资金正在大幅流出,这无疑将继续加剧流动性压力,从而给楼市、股市等国内资产价格带来调整压力。

持续货币紧缩带来的经济和流动性“双下”格局一直是压制A股反弹的“心病”,“稳健”的货币政策显然难以治愈,加上经济加速下行、流动性趋紧,“双杀”恐慌开始在A股市场蔓延,股指迅速击穿“政策底”,连续破位。

### 欧债魅影重现 信心再度受挫

对于欧债危机的“阴晴不定”,市场似乎已经习以为常。只是,当前A股在经济下行和流动性收紧的背景下元气大伤,基本无力对抗外围波动带来的负面影响。因此,欧债魅影再度成为本周A股的“助跌器”。

上周五欧盟峰会达成多项共识,欧盟领导人缔结财政契约,欧美股市应声大涨。然而,投资者对欧债危机的疑虑并未打消,由于契约缺乏实质性措施并且存在不确定性,因此在短期情绪回暖后,市场关于“空头支票”的担忧再起,本周一欧美股市转而下行。

本周三,有传言称欧洲第二大经济体法国可能失去AAA评级,与此同时,意大利5年期BTP债券的得标利率触及欧元区面世以来新高,加上德国总理默克尔“欧元区主权债务危机绝非轻易能够解决的问题”的表态以及美联储无意救助欧洲,市场对于欧债危机的担忧再度加剧。受其影响,欧美股市大幅下挫,美股更是收出“三连阴”。另外,商品期货市场遭遇重挫,周三纽约商业交易所2月份交割的黄金期货下跌4%,收于1586.90美元/盎司;1月份交割的原油期货价格暴跌5.2%,收于94.95美元/桶。

虽然近期A股低开低走几乎成为惯性,但不能否认隔夜欧美股市大跌在其中推波助澜的作用。特别是商品期货的重挫导致周四A股有色金属板块大幅走低,申万有色金属指数下跌5.98%,跌幅在23个申万一级行业指数中位居榜首。

分析人士指出,欧债危机短期可能“无解”,而投资者对其极度敏感,因此关于欧债危机的任何风吹草动都会引发全球资本市场的大幅波动。当前A股浓厚的悲观情绪无疑会放大负面因素,忽略利好因素,加上欧债危机加速热钱回流美元,A股不论在心理上还是流动性上还将继续受到欧债牵连。

### 转向契机缺乏 技术反抽临近

随着2300点“政策底”被击穿,市场下跌空间已经打开,12月以来沪指累计下跌逾200点。不过,市场的下行始终以一种“缩量阴跌”的节奏运行,这令“市场底”显得遥遥无期。

受基本面和资金面的压制,市场处于下跌通道中,而政策定调的明朗意味着市场转向信号和触发因素短期已经基本缺失。在这样的弱势格局下,成交的持续萎缩意味着资金陷入观望情绪,搏反弹者寥寥无几,即使盘中出现反弹也选择借机减仓,从而令市场再度进入下行轨道。“加速六连阴”之后,市场似乎正在陷入“无底洞式”的阴跌。

当然,随着市场快速跌至2100点附近,多空分歧开始加剧。一方面,技术上沪指指距5日均线渐行渐远,多项指标出现超卖迹象,短线存在技术性反弹的要求;另一方面,当前市场深陷“四面楚歌”,缺乏超预期的利好因素或转向契机。从股指期货市场本周表现来看,多头越挫越勇,空头岿然不动,多空鏖战已经进入白热化的阶段。

分析人士指出,由于外围动荡难平,国内经济加速下滑,流动性遭遇抽血,政策面并未转向,因此市场缺乏上涨的理由和动力,短期难以见底。另一方面,短线技术性反弹或正在临近,不过如无超预期利好出现,则市场运行方向难以改变。



CFP图片 制图/王力

## 政策基调低于市场预期 机构认为明年货币环境相对宽松

□本报记者 朱茵

市场失望情绪在蔓延,昨日一些机构分析,刚闭幕的中央经济工作会议将明年的政策重心转向经济增长,但却没有表示进入政策放松的范畴,这令市场感觉失望,但同时机构预期明年货币增速未必低。

### 政策基调令市场失望

瑞银经济学家汪涛表示,中央经济工作会议于12月14日闭幕,但市场对会议制定的明年经济政策走向略感失望。虽然政府明确将政策重心由通胀转向经济增长,但是没有证据证明政策会超出逐渐放松的范畴。摩根大通首席经济学家朱海滨认为,整体而言,来自中央经济工作会议的声明未出现意料之外的内容。

高盛经济学家宋宇认为,预计决策当局将暂时保持最近的政策立场不变(温和放松),除非有更明确的迹象表明实体经济特别是出口增长进一步放缓,以及通胀率进一步下滑,特别是以快于预期的速度下滑。

此外,政府再次强调了将继续实施房地产调控政策。“考虑到中国经济的结构性失衡,我们认为对政府而言,不管是实施新一轮大规模的政策刺激、再度快速扩张信贷,还是反转房地产紧缩政策,都没有必要同时也是无益的。不过,市场可能会因缺乏政策明显放松或流动性显著

改善的信号而略感失望。”汪涛认为,政府承诺加大对保障性住房建设的投入,并抓好保障性住房建设和运营工作,但并未表示会放松商品房调控政策。会议还特别强调了鼓励企业投资于“实体经济活动”(相对于房地产而言)对于实现长期持续增长的重要性。这似乎表明政府将逐渐降低整体经济对房地产的依赖。

摩根大通认为,政策的放宽不会使房地产市场直接获益(房地产行业的紧缩政策将持续下去),而且因实际利率仍处于较低水平,近期内无政策性降息迹象(除非外部环境于日后出现急剧恶化)。虽然2012年财政政策将支持增长,但重要的是需注重政策的实施将与2008年-2009年的刺激增长长期大不相同,当时的重点主要是公共部门的投资。而此次潜在的广泛“积极”政策基调是针对财政政策,我们预计政府可能会减税及增加财政支出以支持某些行业增长(例如经济适用房、服务业、医疗保险和社会保障体系、节水和地铁投资)。

高盛认为,尽管中央经济工作会议名义上定下了2012年的全年政策基调,但实际的政策制定具有高度的灵活性,且官方的政策声明已为不同的解读预留了充足的空间,因此只要政府认为需要,实际的政策立场可以进一步放松或者收紧。

会议没有公布明年具体调控指标,但按照申万的预测,明年GDP8%左右,CPI目

标可能为4%,M2目标14%左右。

### 明年货币环境相对宽松

虽然对政策定调略有失望,但外资机构以及国内研究机构对明年的货币环境还是相对乐观,高盛甚至对通胀仍存担忧。

货币政策面,虽然仍基本维持稳健基调,但我们预计2012年的货币环境实际上将相对放宽。尤其是,我们预计2012年上半年将会三次下调存款准备金率。信贷方面,我们预计未来几个月内新增贷款情况将好转,2012年将达到8.2万亿元。”摩根大通表示。

申万研究所李慧勇表示明年或将呈现货币政策无为,而财政政策有为的格局。再现2008年4万亿刺激计划,信贷大规模投放的可能性非常小,因为即使想这样做,银行受到存贷比的约束也不能大量投放信贷,而财政政策可以有为,主要是体现在继续推进结构性减税,推进营业税改增值税和房地产税试点,合理调整消费税范围和税率结构等。

国泰君安证券研究所姜超等认为,政策转向稳增长,但货币增速未必低。考虑到11月企业短贷大幅增长2847亿,企业新增贷款总额达4183亿,尽管环比回落,但同比多增441亿,企业信贷连续两月小幅同比增长,表明目前信贷已有持续改善迹象。预测12月的新增信贷6000亿,全年新增信贷达到7.4万亿,预测2012年新增信贷8万亿。

## 探底之路漫长 基金进退失据

□本报记者 黄淑慧

周四A股市场跌势未改,上证指数2200点整数关口失守。在跌跌不休的市场面前,公募基金也备感迷茫,操作上左右为难。

### 基金操作左右为难

虽然近段时间以来基金整体对市场持谨慎甚至是偏悲观的态度,但这轮恐慌式下跌的剧烈程度还是超出了不少基金经理的心理预期。

对于2200点整数关口的失守,较为乐观的基金认为,虽然市场缺乏积极因素提供上涨的动能,但是在现有的估值水平下跌到这个程度,短线杀跌已经接近尾声,市场已经接近短期底部。

博时基金宏观策略总经理魏凤春就表示,目前来看,A股市场情绪降至长期低点,场内交易冷淡,短期避险情绪较重,后市预期较差。但震荡下行风险明显降低,目前市场估值向下偏离较大,相对低估行业较多。值得关注的是,基金主动加仓的趋势

较明显,上市公司高管减持规模有所收缩,相反的增持数量和规模在增加,这说明正面的情绪反馈正在逐渐增强。

不过,也有较为悲观的基金经理认为,整数关口的屡屡跌破将引发恐慌盘抛售而导致股指出现惯性下挫,年内应把控制风险放到第一位。

面对目前这么一个尴尬的市场,基金操作上也是左右为难。不少基金经理都表示,最近仓位上并没有太多的变化。加仓,谁也不敢说现在就是底;减仓,很害怕减仓之后市场就迎来反弹。这种由不确定性所带来的不安全感困扰着大家。

### 2012年行情分歧较大

对于中期行情如何演绎,基金之间的分歧仍然较大。上海一位基金经理对中国证券报记者表示,从估值角度而言,目前A股的估值水平具有极高的吸引力,市场整体估值处于历史低位,动态PE已经低于2004、2005及2008年的水平。虽然宏观形势仍然不明朗,但他对明年A股表现不是太

悲观,市场可能呈现前低后高的走势,上半年还是会有一些压力,但下半年随着经济的触底企稳可能会有行情。

但较为悲观的声音则认为,虽然通胀得到较大程度的遏制,但国内经济增速仍处于下降趋势,而且不排除出现超预期下滑的可能,若无持续的利好政策刺激,市场仍难有良好表现。从中央经济工作会议来看,基调是稳增长而非保增长,没有超预期的消息,因此市场反应平淡甚至给予了偏负面的解读。外围方面,欧债危机的解决还需要时日。

事实上,在一些基金公司内部,基金经理之间的观点也出现了较大的分歧。较为乐观的人认为,今年跌得狠一点,明年就容易有像样点的行情。而悲观的观点则认为,经济的休整需要1-2年,明年难以见到大的机会。

基金普遍认为,2012年一季度,随着通胀与经济增速的继续回落,政策是否“给力”转暖 and 流动性是否足够回归充裕将成为焦点,同时年报业绩增长确定的行业将受到关注。

## 黄金“金光”不在 商品又现暴跌

□本报记者 胡东林

国际金价两个月来首次跌破1600美元/盎司,一周跌幅逾10%;油价创8月份以来最大单日跌幅,芝加哥大豆创14个月来新低……以美元走强为诱因,大宗商品再现暴跌一幕。分析人士认为,市场大跌内因在于美国经济阶段性格局的转变下带动的相关资产预期回报率攀升,从而降低了黄金和大宗商品商品的吸引力。就后市而言,黄金等贵金属和以原油为代表的大宗商品表现或将分化,前者将继续一段时间的弱势,后者尤其是农产品跌势则更为有限。

### 金价调整或延续

美元走强之下,以黄金和原油为代表的大宗商品市场14日再现暴跌,COMEX黄金和NYMEX原油期货主力合约单日跌幅皆在5%左右。在12月8日至14日的5个交易日里,国际黄金价格从1750美元上方下跌至目前的1570美元附近,跌幅已超过10%,两个月来首次跌破1600美元;原油也从100美元桶附近一度跌至95美元之下,创下自8月份以来单日最大跌幅。即使农产品也未能幸免,CBOT豆类大幅收低,大豆价格跌至1100美分,创下14个月以来新低。而在此期间,美元综合指数从78迅速反弹,已成功突破80关口,创出近一年来新高。

历史经常出现相似的一面。回顾2011年9月份,国际金价在四个交易日中一度狂泻200美元并跌破1600美元整数关口,但随后迅速止跌并出现可观反弹。这次黄金价格走势与前次暴跌如出一辙,在跌破1600美元之后能否重新反攻回升?天一金行高级研究员肖磊认为,本轮金价暴跌的内因并非美元反弹,而是美元反弹背后美国经济阶段性格局的转变,这种转变带动的相关资产预期回报率攀升,从而降低了黄金的吸引力。“金价牛熊拐点尚未出现。但外汇市场一旦形成趋势,趋势延续一个季度是很正常的事情,也就是说黄金市场的阶段性走弱行情也有可能维持一个季度。”他相对看好商品的抗跌性,认为短期原油弱势要较黄金更为有限。

这一轮金银价格的深幅回调,更多的是技术层面的要求。“行业咨询机构西汉志认为,这一轮恐慌性抛售,更多的是体现在价格上的落差,这与美元的强势上涨和原油及大宗商品等的疲弱有一定关系。但从黄金白银ETF基金的持仓变化来看,市场还没有到达极度悲观的程度。截至12月14日,黄金ETF净持仓量保持在1294.8吨,白银ETF净持仓量也维持在9769.12吨。

也有分析人士认为,美元这种连续三五个交易日的持续上涨,更多的是外汇市场的投机干预结果,不可能长期持续下去。因此,美元指数在重回80.50上方之后,需要技术性的修正,这也同样成为金银大跌之后横盘小做休整的原因。建议投资者目前还是以做空的思路为主,倘若果真在1535美元处得到有效的支撑,则可以逐渐轻仓进多单。”

### 看好农产品抗跌性

国际商品下滑对国内商品期市形成拖累。受其影响,12月15日国内商品全线低开,其中基本金属跌幅明显,沪铜一度跌破53000点整数关口,但尾盘缩减持幅。相比较工业品低迷表现,国内农产品异军突起,其中连豆大幅增仓上行,带动周边商品全面反弹。白糖、油脂豆粕等品种悉数脱离低位,收盘以上涨报收。基本金属总体确立下降趋势,且离前期创下的年内低点已经不远,市场信心的恢复可能得等到年后。”世华财讯沈振东指出,2012年的政策宏观基调已定位为稳健,短期不大可能出现政策面的利好,金属需求将维持低迷和观望心态。

相对而言,国内农产品表现强势,一方面国内通胀回落,物价调控压力放松,政策面压力减轻。另一方面,国内托市政策对农产品市场有支撑作用,且国内农产品整体供需维持紧平衡状态,农民惜售又助涨了坚挺格局。此外,前期国内农产品持续回落,技术面已有超跌迹象,行情进行技术性修正,后市将较工业品更为抗跌。”招商期货研究所所长黄耀民表示。

南华研究所所长朱斌认为,从金属工业品、农产品与能源分类别看,投资增速下滑必然带来工业品需求下降,明年工业品表现不会很好,整体偏空。回顾2009年初到2011年的上涨行情中,表现最好的是工业品,其次是农产品,最差是能源。这个格局2012年可能会发生变化,工业品金属表现会最差,农产品相对平稳,原油在内的能源市场或存在一定的上涨机会。