

# 惯性下跌暂现休止符

□长江证券策略研究团队

11月制造业PMI延续反弹走势,但股市并没有给出积极响应,本周一A股再次刷新年内低点,其运行已基本摆脱了短期经济状态改善所带来的提振效应。就12月来看,年底股市资金供给与需求的缺口增大,叠加美国财政悬崖问题下的事件性风险,惯性下跌的僵局暂时还看不到终点。

## 不宜为“短期企稳”所动

最新公布的11月制造业PMI指数为50.6%,较上月回升0.4个百分点,连续两个月在临界值之上,进一步验证了经济的阶段性企稳。从11月较10月的环比变化上来看,该数据也达到了2005年以来的中位数。在中周期下行动力与季节性上行动力制衡的初期,前者的作用占了主导,8月PMI逆季节性回落;进入9、10月份,PMI趋势的扭转确认了今年旺季效应同样存在,只不过来的比较

晚、幅度比较弱。

分项库存周期指标验证了当前需求并不强劲的判断。新订单回升、原材料库存增加、成品库存指数微弱上涨但仍在50%以下,在生产量指标回升的情况下,成品库存去化减慢表明需求并不足以将增加的生产量全部吸收。总体来看,库存周期状况表明当前的需求情况出现了一定的环比改善,但是产能相对过剩的供给端企稳仍将比较脆弱。

行业上,PMI综合指数上涨行业个数多于下降的行业个数。前期PMI综合指数回升幅度较大的石油加工及炼焦、非金属矿物制造业在本月回落幅度居前,最具代表性的传统周期性行业的旺季效应渐入尾声。

综合此前对PMI总指标与分项指标的分析,我们认为当前经济处在季节性因素主导的微弱企稳阶段;无论从我们所跟踪的需求指标,还是观察的政策动向来看,都不存在使中期经济下行发

生扭转的因素。在实体经济需求并无实质改善的背景下,经历短暂停稳后,经济再次转入衰退中继的可能性较高。接下来,随着季节性旺季因素转淡,中周期下行动力重回主导的概率较大,届时PMI环比回升幅度将有所收窄并且存在再次回落的可能性。

## 供给端或有过分悲观之嫌

从小周期上来看,货币与价格是决定需求量的重要变量,而供给端库存的调节构成了价格轮动的部分。工业品价格的反弹对于企业库存具有一定的领先作用,原因在于盈利绝对值的改善以及价格的保值作用。但是我们看到在PPI同比上升的情况下,工业库存却出现了去化加速的情况。

首先,从工业库存水平来看,三个月的趋势数据已经决定了整体工业上已经进入了被动去库存的状态,但是在需求、生产和价格短期企稳的情况下,库存去化的速度却在本月出现了一定的加速。我

们认为这体现了企业供给端由于中期产能和投资需求担忧下,对短期需求的不信任感大大增强,并导致了库存回补动力不足。

其次,这种销售需求回升而库存继续去化的情形,我们在过去每一轮的库存周期中都会遇到,由于工业库存数据统计的是生产厂商的库存,其中并不包括流通环节经销商等的库存,因此,我们在小周期波动中,将库存可以视为短期价格变化的供给,结合10月工业销售的继续反弹,我们认为PPI同比的回升将会在今年四季度、明年一二季度延续。

利用销售-库存差的指标可以看到,过去这一数据在5-10%的区间表明短期供需进入一个平衡阶段,往往对应PPI同比向上或向下的拐点,从10月的数据来看,这一差值已经回升至2%多,因此,我们更希望看到实体企业家短期“更悲观”一些,这对短期盈利的提升空间才可能更明显。

## 关注海外事件性风险的冲击

实际上,上周公布的经济数据并不悲观,但市场对此的反应却异常平淡。一方面,去年四季度基数较低,在投资者对经济阶段性企稳已有较为一致的预期之后,经济基本面已不是决定当前市场变化的核心因素;另一方面,年底股市流动性抽离的概率较高。同时,12月中旬美国财政悬崖问题下的海外风险也尤其需要警惕。

目前来看,两党关于“财政悬崖”的议题并未完全达成一致。民主党力主对高收入阶层年收入25万美元以上)增税,这与共和党的想法背道而驰。而控制众议院的共和党,对于财政议题有着非常之大的影响力。在此紧要的时刻,通过博弈来争取更多的筹码,这对于共和党来说也是一个非常好的机会。参考2011年债务上限提升的案例,当时利用债务上限提升的时限,共和党借此进行了激烈的博弈,全球金融市场也出现了大幅波动。

## ■博客论道

龙头力哥:

## 股指破位 市场情绪低落

周一两市早盘在保险板块的带动下一举突破前期箱体压力线,一度激发市场交投热情;但随后在酿酒板块凶悍杀跌的拖累下,股指在前期低点稍作整理之后再度向下破位,恐慌气氛进一步弥漫,市场情绪再度低落。

玉名:

## 过好“年关”需把握三方面

在年底这个特殊的时间段里,资金间的暗战会越来越频繁。笔者建议投资者要把握好三方面的问题。

第一,每一次反弹都是股民减仓的机会。近期市场的反弹都发生在创新低之后,而且往往是当天反弹后隔天马上下跌。

利用销售-库存差的指标可以看到,过去这一数据在5-10%的区间表明短期供需进入一个平衡阶段,往往对应PPI同比向上或向下的拐点,从10月的数据来看,这一差值已经回升至2%多,因此,我们更希望看到实体企业家短期“更悲观”一些,这对短期盈利的提升空间才可能更明显。

笔者认为,酿酒板块在杀跌之前一度构筑过箱体整理平台,但遗憾的是,阳线在箱体区域内并没有占据主动权。处于相同处境的还有其他概念板块,做空手法均如出一辙,即通过在低位构筑箱体整理平台、吸引抄底入场之后向下关门砸盘。

玉名:

## 过好“年关”需把握三方面

在年底这个特殊时间段里,资金间的暗战会越来越频繁。笔者建议投资者要把握好三方面的问题。

第一,每一次反弹都是股民减仓的机会。近期市场的反弹都发生在创新低之后,而且往往是当天反弹后隔天马上下跌。

利用销售-库存差的指标可以看到,过去这一数据在5-10%的区间表明短期供需进入一个平衡阶段,往往对应PPI同比向上或向下的拐点,从10月的数据来看,这一差值已经回升至2%多,因此,我们更希望看到实体企业家短期“更悲观”一些,这对短期盈利的提升空间才可能更明显。

到了年底这个特殊时间段里,资金间的暗战会越来越频繁。笔者建议投资者要把握好三方面的问题。

第一,每一次反弹都是股民减仓的机会。近期市场的反弹都发生在创新低之后,而且往往是当天反弹后隔天马上下跌。

第三,提防涨幅依旧较大的个股的补跌风险。从量能上看,两市成交量连续低于800亿元,多只个股出现几十万元的日成交额,甚至有个股出现数十分钟内没有交易的情况,这说明市场中一些股票正在日益被边缘化。而这些个股中大量品种上市初期股价被炒得过高,随后表面看上去经历了一段下跌,但实际上相比于大小非的低成本,依然是涨幅过大;所以投资者要提防这些个股的补跌风险。相反近期一些“601”开头的权重股走势比较稳定,就是其经历持续下跌后,其股价已和基本面价值差不多了,因而近期才出现止跌迹象。

整体而言,表面上指数还在跌,还在创新低,但距离短线支撑位已经比较近了,市场内也有个股开始反弹,而这也给了投资者减仓的机会,尤其仓位重的投资者。

郭施亮:

## 两原因致权重板块轮番下跌

最近权重板块轮番出现暴跌,为何会出现这种情况呢?一般而言,权重板块的轮番暴跌主要缘于两大因素。其一是基金的砸盘效应。基金作为权重板块的主要参与者,其操作行为深刻影响着市场的走势;随着利空消息的密集出现和指数的持续低迷,基金大规模进行减持,从而导致权重板块下挫。

其二是市场估值水平依然较高,资金又普遍以权重品种的大幅杀跌来降低市场的估值水平。尽管当前部分权重板块的整体估值水平很低,市盈率低于10倍的股票比比皆是,但是大部分的中

小盘股票整体估值相对较高,权重品种的低估值造成了市场整体估值的偏低。近日,权重板块的轮番暴跌可以说是对突发性利空消息的过度反应,也可以认为是在加速市场整体估值水平的下降。

当前,大盘创新低已是不可避免的事情,而本周初也是大小非解禁的密集期,因此市场整体下跌的趋势依然难以改变。研判

十二月,笔者对本月的走势保持观望的态度,投资者不要盲目期待大反弹行情的出现。(申玉彬整理)

更多内容详见中证网博客:  
<http://blog.cs.com.cn/>

## A股估值体系仍需调整

股市同期也录得正收益,这也意味着我们还需从经济之外找到A股市场下跌的原因。

首先,政策层面,投资者对于进入改革攻坚期的政策差异化解读较为明显,对于推动温州金融综合改革试验区、土地法修正案拟提高补偿标准及财政部宣布扩大营业税改征增值税试点等政策未予理会,对于直接涉及资本市场改革措施等则解读过度。

从该项政策本身来看,在新股扩容的时代,绩差公司的有序退出会提高市场效率并引导市场资金进行更为理性的资产配置,而另一方面由于ST个股壳资源的炒作模式将面临终结,会导致部分场内博弈资金的恐慌性流出,从而对市场产生新一轮的冲击。毕竟18家上市公司事小,所能联想到的百余家ST公司能否走出退市阴云事大,故此这对于熊市情绪主导下的投资者而言,该政策很容易被解读为短期的利空政策。

其次,年末因素导致场内获利盘出逃意愿强烈,市场估值体系需再做调整。不难看出,短期内领衔大股下跌的是白酒等前期领涨品种,因为这类板块经过近一年多的独立行情走势后,获利积累丰厚,故越是临近年底其套现的冲动也越强烈,加之考虑到类似白酒等前期领涨板块经过连续上涨后,相对其他品种估值优势已逐渐消失,在市场新的系统性风险下,估值调整在所难免,因此任何一个事件的冲击都足以导致即使被投资者最为看好的消费品板块,也难逃下跌的厄运。

再次,央行的政策操作转为以逆回购为主,而且以逆回购招标利率的稳定低位来体现偏松的货币政策取向,而在年底前,商业银行在揽储压力不断增大和存贷比的硬约束下,只能更多的通过大力发行理财产品来争夺存款资源,因

此使得在利率市场化趋势不可逆转的情况下,货币市场资金价格很难回到较低的运行区间,从而相对宽松的流动性却很难传导入A股市场。即使是证监会推出扩大RQFII的额度审批速度,但A股市场依然有远水不解近渴之忧,加之A股市场缺乏赚钱效应,因此事实上A股市场成为相对封闭的存量资金运作的市场氛围,其场内资金流出趋势能否被扭转,更需强力的外界因素来打破。

整体而言,经过新一轮系统性下跌风险之后,12月A股市场整体需重新调整估值体系,虽然经济好转的因素能够起到间接的支撑作用,但也只是一轮弱市反弹行情展开的必要条件之一,投资者情绪才是主导短期走势最主要的因素。

## 热钱流向将左右港股后市运行

恒生指数昨日最终收报21767.85点,下跌262.54点,跌幅达1.19%;大市交投萎缩,共成交538亿港元,中资股领跌大市,国企指数与红筹指数分别下跌1.54%和1.25%。

AH比价方面,近期持续受到资金追捧的银行类H股昨日集体遭遇获利回吐,恒生H股金融业指数跌幅达到1.63%,而银行类A股则延续了近日横盘窄幅震荡的格局,同时又由于银行股在恒生AH股溢价指数中所占权重较高,因此昨日该指数显著回升1.18%,报收96.62点。截至昨日收盘,在全部A+H股中,A股相对折价个股数量达25只,其中多为银行、保险、基建等权重股;与此同时,仍

有17只个股的AH比价在2倍以上,其中以绩差、小盘股为主。

我们从AH比价数据及结构上不难得出两点结论:第一,目前两地市场中的一些大盘蓝筹股股价已经完全接轨,甚至出现了H股相对溢价的状况,这反映出两地市场流动性充裕程度的差异,虽然比价数据更多的是反映A股及H股相对涨跌的结果,但其跌至足够低的水平后,A股若继续下挫,难免会对相应H股乃至港股大市带来负面影响。第二,比价数据的结构性特征较为显著,多数小盘股呈现出A股高溢价的状况,这说明两地市场的投资理念和资金主题仍有较大差异,其造成的结

果或将是两地资金的“跷跷板”效应,即资金从高估值、高溢价的A股流出,通过各种途径流入香港市场,这将对部分小盘的H股及红筹股带来投资机遇,而相应A股的“挤泡沫”过程仍将延续。

港股大市方面,从技术上看,恒生指数本周的走势较为关键,若延续周一的跌势,很可能形成M头的技术形态,双头均出现在22000点水平,这将对后市走向较为不利;反之,若恒指经历短暂调整之后重拾升势,并突破前期高点及22000点阻力区域,则有望延续今年6月份以来形成的上升通道,中期强势可以确立。

中期来看,热钱流向将左右

港股后市的运行,目前美元兑港币汇率依然维持于7.75水平,表明港股仍处于流动性较为充裕的环境之中,大市走向也易涨难跌。然而,热钱流向并非没有阶段性逆转的可能,毕竟美国的财政悬崖问题依然是未来一个月内左右全球金融市场的最大不确定因素,若谈判出现僵局,资本市场短线下挫不可避免。另外,海外投资者对于中国资产的追捧也并非不会出现变化,EPFR显示中国股票基金已连续12周净吸金,主要缘于对中国经济见底的判断,然而,若中国央行延续货币紧平衡的格局,A股市场继续杀跌,国际热钱流向或将出现逆转,港股也将间接受到拖累。

## A股或上演“绝处逢生”好戏

创新政策被过分解读,这也是上周四券商股全线杀跌的主要原因。

## 经济基本面企稳回升提供反弹基础

上周公布的11月份汇丰中国制造业采购经理指数PMI初值达到50.4%,13个月来首次回到荣枯分界线上。据国家统计局服务业调查中心、中国物流与采购联合会12月1日发布的数据显示,11月份PMI为50.6%,比10月份50.2%上升0.4个百分点,并创下近7个月的新高。连同10月份,中采PMI已连续两个月在荣枯分界线以上,而且环比升幅也强于以往季节性的回升幅度。因11月份是传统淡旺季转换的季节,最新的中采PMI表现可谓亮眼,指数变化折射出稳增长政策的逐渐起效,以及在转变经济发展方式的过程中,我国企业内生动力的提升和经济结构的改善,这两组PMI数据均显示了经济短期出现了触底反弹。

从以往的经验来看,在下跌行情的末端,强周期的大市值股因已经率先下跌,走势相对抗跌,而前期表现活跃且估值相对较高的中小市值股则往往会出现明显的补跌。而在熊市末端,此前抱团取暖的消费股一般难逃轮番补跌的命运。另外,市场在疲弱阶段往往对利空会过分解读。短线超跌,意味着惨烈的杀跌,但也可能是未来行情发

生逆转的一个信号。

## 经济基本面企稳回升提供反弹基础

上周公布的11月份汇丰中国制造业采购经理指数PMI初值达到50.4%,13个月来首次回到荣枯分界线上。据国家统计局服务业调查中心、中国物流与采购联合会12月1日发布的数据显示,11月份PMI为50.6%,比10月份50.2%上升0.4个百分点,并创下近7个月的新高。连同10月份,中采PMI已连续两个月在荣枯分界线以上,而且环比升幅也强于以往季节性的回升幅度。因11月份是传统淡旺季转换的季节,最新的中采PMI表现可谓亮眼,指数变化折射出稳增长政策的逐渐起效,以及在转变经济发展方式的过程中,我国企业内生动力的提升和经济结构的改善,这两组PMI数据均显示了经济短期出现了触底反弹。

从上市公司年度业绩预告来

看,截至上周末,沪深两市共有929家上市公司发布年度业绩预测,其中预喜、续盈、略增、预增)公司为482家,预忧、略减、预减、续亏、首亏)公司为403家,不确定公司为14家,扭亏30家。从预喜和扭亏公司占比看,达到55%。在有明确年度业绩正向变化幅度的833家公司中,能够实现业绩同比增长的达到451家,占比也达到54%,一半以上的预测公司2012年也仍有望实现业绩的正增长。特别是随着三季度以来的经济企稳,多家公司也随即进入业绩拐点,四季度单季业绩环比增长的公司明显增多,从具体单季环比数据看,833家公司中有600余家能实现业绩的环比增长。上市公司盈利最艰难的季度可能已经过去,未来伴随经济的转暖,企业业绩回升也许是大概率事件,这为市场反弹奠定了一定的业绩根基。

## 顺应“改革”大局

## 分享“结构红利”

中国经济经过30多年的快速

发展,社会经济取得了巨大成就。但同时,积累的深层次矛盾和问题越来越突出,已经成为阻碍社会经济继续健康发展的羁绊。对应在市场上,经济缺乏明确的增长力量和复苏动能,这恐怕也是当前市场各方的最大困惑。而股票投资就是应该洞悉未来政策的方向。十八大报告提出,加快转变经济发展方式必须以改善需求结构、优化产业结构、促进区域协调发展、推进城镇化为重点,着力解决制约经济持续健康发展的重大结构问题。近期李克强副总理强调改革是中国最大的红利,未来打破固有利益格局、调整利益预期或成改革的目标。对应到投资上,投资者需密切关注改革的力度和广度。经济转型的大幕已经拉开,城镇化、收入提升和环境治理等是转型的三大看点,其带来的“结构红利”仍然值得继续挖掘,相关轨道交通、新能源、医疗设备、环保新材料等题材均可重点挖掘。

## 常用技术分析指标数值表(2012年12月3日)

宏源证券北京金融大街(太平桥大街)营业部提供

目前仓位状况 (加权平均仓位:59.6%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	47.2%	1548
75%左右	8.4%	275
50%左右	8.2%	270
震荡	10.7%	351
25%左右	8.1%	267
空仓(0%)	28.1%	922

  

技术指标	
------	--