

# 低价股逆袭 领涨股杀跌 成交量井喷

## 资金面承压 A股料陷2300点拉锯战

□本报记者 徐伟平

### 股市向好逻辑并未改变

□刘煜辉

8月规模以上工业增加值数据可能再次让人纠结,该数据环比7月回落了2.1个百分点,意味着拖累三季度名义GDP增速近0.8个百分点。

其实,数据不好贯穿了整个8月份。先是7月份金融数据低于预期,市场纠结了一两天,最后稳住了。随后是传闻8月上旬信贷疲弱,接着PMI数据向下,市场则是上午纠结,下午又拉了回来,之后是连续五天上升。李克强总理在达沃斯论坛表示M2回落至12.8%,市场同样再次纠结,随后又恢复平稳。

很多人没有预料到近一段时间以来市场行情走势会如此之强。从2250点到2280点,到2300点很多投资者陆续卖出了,但投资者卖出后发现,市场似乎没有调整的意思,只好换个品种再次建仓。在博弈场合,踏错节奏是常有的事,不怕踏错节奏但要想明白错在哪里。9月16日市场出现调整,沪综指跌幅达1.82%,股市面临再一次纠结。

我们的格局应该大一些。这一轮股市持续上升其合理性不同于以往。简单讲,就是股市想明白了,拿定主意了,所以要上涨。在新常态背景下,经济下行的风险始终存在,风险暴露不可怕,关键是有没有准备好应对的机制。只要能顺利承接,不确定性的降低就会转化为市场上涨的动能。

我们认为,新常态下,决定股票指数方向的关键力量是对系统性风险预期的变化,而非经济指标强弱。

中国正走在正确的发展路径上,未来三年的重点是财政巩固。经济增长速度放缓,但经济增长质量预期不断提升。作为经济质量的晴雨表,股票市场大概率会持续上行,可能不会轻易“先下坡路”。中央推动的经济转型方向,投资机会较大,这可能二三年内难以证伪。

我们5月底就开始看多股市,6月份市场走势进一步明确,7月初我们曾判断当月存在变盘的可能。7月底,习主席的讲话代表着中央对中长期经济方向和政策的确定性判断。这个讲话非常重要。我个人对新常态的理解,感觉包括两层核心涵义。

第一,明确了要不要转方式调结构。这既是对中长期形势的一种判断,也是一种态度。

新常态(New Normal)原本来自PIMCO在2008年金融危机之后创出的新名词,表示宏观经济从繁荣-衰退周期到正常的恢复过程,其对应的就是转型、再平衡过程。这个词对应当下的情况是非常合适的。

经济学中只有“稳态”(Steady State)概念,新常态更确切的理解是:从一个“旧稳态”逐步转向一个“新稳态”的过程。中国经济会经历从过去10%的高速增长逐步到5-6%的长期稳定可持续发展的“新稳态”的实现过程。目前只是一个中间站,这类似于上世纪70年代至80

年代中期的日本经济。

高层对中长期经济的判断是明确的,我认为其中的经济思想包括两个代表性的内容。一是《人民日报》刊发的“三期叠加”(换挡期、转型期、消化期);一是《学习时报》刊发的“习主席经济十论”(速度论、叠加论、定力论、伤筋论、耐心论)。这两个是核心,代表着高层对经济规律(即经济潜在增速逐步下行)的尊重,与之对应的就是“旧常态”。经济增速一放缓,就要把总需求推上去,不是不可以,但要付出违背规律的代价,就是通货膨胀、资产泡沫、资源错配和杠杆飙升。

因此,即便经济短期再下台阶,也必须刮骨疗伤,放弃过往依赖“高投资+低人工成本+低廉资源”不可持续的粗放增长模式。

新常态的第二层涵义是怎么干。我的理解就是“慢撒气”,即不会靠强力挤压,即不靠紧缩政策或周期性市场力量的集中释放,而靠未来财政和政治建设所产生的内生收敛。做手术是明确的,但要在购买医疗保险的状态下进行手术,摆脱硬着陆预期、降低经济的尾部风险成为主流意见。而这个“医疗保险”可能是一整套货币金融机制的非常规安排。

我认为,这一套机制正在准备,但在央行的资产负债表和其他正式报告中暂时无法证实。上半年央行的资产负债表只温和扩张了7.5%,相较去年底呈减速状态,而商业银行的资产负债率增长了13.5%,相较去年底呈提速状态,两者呈现剪刀差。经验上银行间流动性不会有宽的感觉,但实际上市场流动性非常充沛。我们发现有一个部门表扩张是明显的,即政策性金融,国开行的资产负债表二季度就扩张了1.5万亿元。央行与“政策性金融”之间的联系是怎样进行的仍是个“谜”。

在新常态下,我们可以展望一下市场变化的场景。

宽松政策会延续,不会收紧,央行资产负债表扩张概率较大,资金供给趋势偏宽松;依法治国指向“节制资本、节制权贵”,不健康的、无效的资金需求会逐渐产生内生收敛的效果;中线地产周期向下,意味着通胀难变成真老虎,宏观政策顾虑的因素不多;利率向下的力量可能在中线呈逐步聚集的态势,难出现急速跳跃性的变化,国家的尾部风险开始下降。债市从纠结到慢牛的概率较大,债券可能由于需求内生萎缩,长端收益率先下行,然后倒逼短端下行,这是一个缓慢释放风险的过程。股票市场则可能正在经历“以预期切换引导”的估值修复。

总之,我们看问题的格局要大一些。近一段时期,股票市场为什么表现较为强势,就是市场想明白了,拿定主意了。未来政策大概率会向权益领域倾斜。

(作者系广发证券首席经济学家、中国社会科学院教授)

### 基金业人士:市场仅是短期调整

□本报记者 曹秉瑜

16日市场大幅跳水,上证综指跌幅达1.82%,创业板指和中小板指跌幅分别达3.47%和3.84%。部分公募基金业人士认为,市场仅是短期调整,个股仍较为活跃。虽然基本面支持力度有限,但经济增速放缓,对于那些有定价能力的企业来说,其产品需求能得到保障,同时经济增速下滑对其成本端利率下降反而有好处,利润空间可能得到提升。

#### 市场或短期调整

A股昨日上午维持震荡,下午上证指数大幅下跌,成交放量,显示之前的获利盘在出逃。业内人士普遍认为,8月底至9月上旬,上证指数回落100多点,获利盘累计较多。

南方基金首席策略分析师杨德龙认为:“目前跟风盘较多,看到大盘调整,获利了结。”深圳金田龙盛投资总经理杨丙田认为,昨日的急跌是因为9月下旬13只新股申购,预计会冻结大笔资金。

博时新兴成长基金经理曾鹏认为,从经济基本面来看,企业盈利并不足以支撑目前市场估值修复的持续性。而政策方面,市场已经包含了较多的政策预期,后续除非有更大的实际改革政策的出台,否则市场可能会进入震荡调整。

但部分公募基金“乐观派”认为,目前仅是短期调整来临。广州私募创翔则研究总监钟志锋认为,从昨天的情况看,涨停的个股有30只左右,而跌停的不到10只,说明市场较为活跃,预计仅仅是之前的跳空缺口回补。“上涨过程中把空头洗出有好处。”钟

志锋说。

北京某公募基金经理表示,对市场仍然有信心。本次调整将不会像今年2月至4月调整期那么长,因为目前改革已经向前推进了好几步,并且有较多的政策利好,此次将只是短期调整。

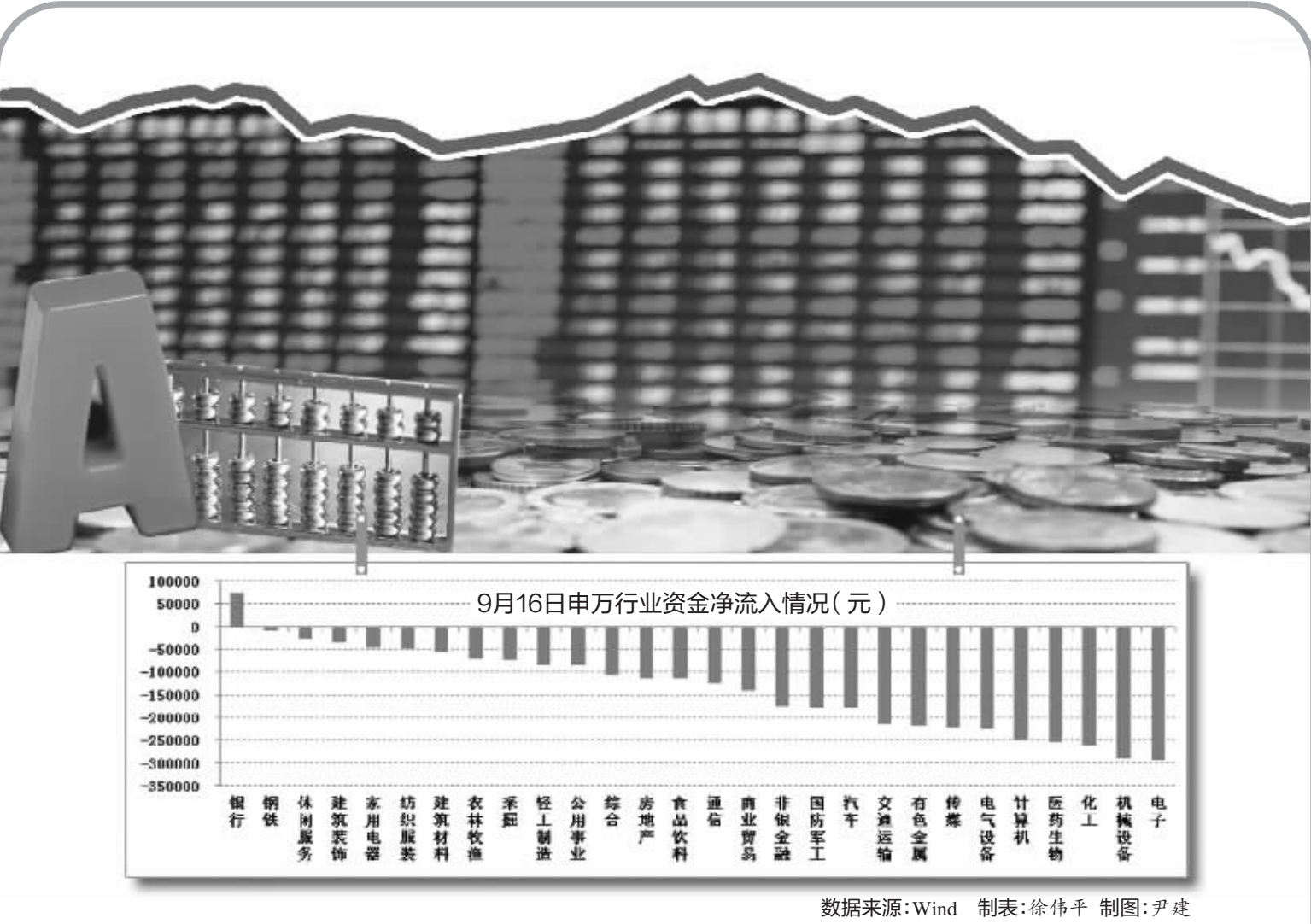
上海某知名私募人士表示,市场没有什么问题,经济数据并不是一个“致病因素”,相反经济增速放缓,经济更健康,对于有定价能力的企业来说,其产品需求在经济下滑期能得到保障,同时经济下滑对其成本端利率下降反而有好处,利润空间反而会提升。

#### 降息可能性不大

中金公司日前发布报告认为,经济下行压力凸显,经济增速放缓加大政策放松压力。在定向宽松之外,全面降准或降息的可能性进一步提高。

杨德龙认为,中金提出全面降准或降息,是因为近期经济数据比较差,中央不希望经济数据进一步下滑。13日,国家统计局发布的数据显示,2014年8月份,我国规模以上工业增加值同比增长6.9%,比7月份回落2.1个百分点。杨德龙认为,如果出台全面降准或降息措施,预计会是在四季度。

对此,上述上海某知名私募人士认为,降准或降息的可能性不太大。当前,我国已经处于利率市场化进程中,降息本身对降低融资成本的效果有限,效果可能在于增强市场信心。该人士认为,想要融资成本下降,必须是一些非理性需求下降,例如来自房地产行业等对利率不敏感行业的融资需求下降。前述北京某公募基金经理认为,预计最多采取局部降息的方式。



连续高位震荡数日后,沪深两市昨日迎来深度调整,成交量显著放大,创下自2010年11月12日以来的新高。前期的领涨品种成为杀跌“重灾区”,而趴在地上的低价股却成为资金追逐重点,上演了逆袭的戏码。

分析人士指出,9月以来这一轮逼空式上涨主要源于资金面的推动,并无明显的利好出现,投资者情绪高涨是助推市场持续上攻的主要力量。从货币供给角度看,未来一段时间内资金面压力重重,资金面收紧可能意味着短期流入股市的增量资金减少,股指震荡调整的需求凸显,2300点拉锯战或在所难免。

### 股指放量下挫 反弹或近尾声

经历了一个月的整固,8月底沪深两市开启“二次上攻”模式,沪综指收出6连阳,期间成交量不断放大,演绎了一波逼空行情,甚至出现了大小盘齐升,蓝筹成长共舞的和谐景象。其实,近期公布的经济数据明显回落,资金面改善程度亦有限,但市场却视而不见,在新高路上越走越远。市场人士指出,此时推动市场继续前行的已不是经济面和资金面的因素,投资者高涨的参与热情成为抬升股指的中坚力量。不过,上周沪深两市成交额虽继续放大,但股指却停滞不前,放量滞涨显示出资金对本轮反弹的推动力开始减弱。

连续高位震荡数日后,沪深两市昨日选择向下调整,沪综指累计下跌1.82%,报收于2296.56点,失守2300点整数关口;深成指下跌2.36%,报收于7921.07点,失守8000点

整数关口。与之相比,此前表现强势的小盘指数跌幅更加猛烈,中小板综指跌幅达3.50%,报收于7435.19点;创业板指数下跌3.47%,报收于1475.73点,失守1500点。值得注意的是,A股昨日成交额达到4941.59亿元,创下2010年11月12日以来的新高,放量下破重要支撑位也宣告了这波“二次上攻”可能结束。

与此同时,领涨品种杀跌和低价股“革命”也在一定程度上印证了短期市场调整窗口打开。一方面,以国防军工、电子、传媒为代表的前期领涨品种成为昨日杀跌的“重灾区”。申万传媒、电子和国防军工指数分别下跌3.85%、3.95%和4.71%,跌幅在28个申万一级行业指数中位居前三位。考虑到此类品种是“二次上攻”的主力,昨日的放量杀跌可能意味着资金已经基本达成了锁定利润、获

利离场的共识,集中抛售了这部分领涨品种。另一方面,与之形成了鲜明对比,趴在地上的低价股却大幅上涨。以山东钢铁和马钢股份为例,本周一其收盘价均为1.91元,是两市中少有的“一元股”,不过昨日放量反弹,盘中一度触及涨停板,分别上涨6.28%和5.76%,报收于2.03元和2.02元,成功脱离“一元股”群体。这部分低价股由于基本面较差,本来鲜有人问津,昨日在市场整体下跌时却放量大涨,让人颇为意外。有市场人士指出,本轮上涨已经走过一轮,低价股最后上涨往往预示着这轮反弹接近尾声。

此外,近期A股走强之际,外围股市纷纷出现调整,尤其是恒生指数在9月4日刷新反弹新高后,连续7个交易日下跌,期间累计下跌4.59%。港股的连续下挫似乎也为A股的调整埋下了伏笔。

汇占款再度负增长311亿元,央行口径外汇占款虽略有增长,但也只有寥寥数十亿元。9月份,公开市场到期资金量较少。最新数据显示,本周及下周到期资金量分别为330亿元和250亿元。尽管预计财政部将继续开展国库现金定存,但由于下周有500亿元前期国库定存到期,实际投放额度仍有限。

分析人士指出,一方面,从货币供给角度看,未来一段时间内资金面压力重重,资金面收紧可能意味着流入股市的短期增量资金将收紧,考虑到资金此前一度是前期逼空行情的重要推手,流动性收紧后,市场的反弹高度亦将受到制约;另一方面,今年上半年利率水平的下降大部分是货币政策放松的作用。近期,有迹象表明央行全面放松货币的态度并不明确。尽管未来货币政策大概率会因经济增长走弱而进一步放松,但其过程或相当缓慢,很难带动无风险利率快速下降,资金批量流入A股的持续性仍有待考察。

所谓“交割日魔咒”,一般称“到期日效应”,指的是在股指期货最后交易日(即交割日)当天,因到期原因引发的期货和现货成交量和价格波动率发生扭曲的现象。考虑到在此前市场二次上攻之际,不少投资者开立多头仓位,而在本周五的股指期货交割日中,多头资金可能会平仓,这无疑将加大市场波动幅度。

其实,昨日多方资金已经开始撤兵,多方前二十席位昨日共减仓12562手,其中减持最多的是多方第二巨头中信期货,为3367手。

元,刷新历史新高水平;融券方面,当日的融券余额报收43.57亿元,较前一交易日小幅下降0.52亿元。由此来看,本周一融资热情依然高涨。

不过,融资是一把双刃剑,涨时助涨,跌时助跌,面对沪深两市本周二的大幅调整,融资客获利了结倾向大增。从这一层面来看,5655.78亿元的融资盘更像是烫手的山芋,这部分资金一旦跟风出逃可能会加重市场调整的力度。

另一方面,本周是股指期货IF1409合约的交割日,“交割日魔咒”可能会再度来袭。

### 三大因素扰动 资金面存隐忧

由于资金是9月以来这波逼空行情的重要推手,流动性自然而然成为投资者关注的重点。央行周二上午开展了14天正回购操作,中标利率持稳于3.70%,交易量为150亿元,比上周四增加50亿元。交易员称,尽管正回购操作略微加量,与本周到期资金量环比增多的变化相符,且操作量总体有限,单日依旧实现了资金净投放,但结合短期略显紧张的资金面情况来看,市场从中看不出有明显政策放松信号。

不过,资金利率上已经率先有所体现。周二隔夜资金供给紧平衡,7天及更长期限的资金则较为紧张,特别是21天等跨季末、跨国庆长假的品种较紧张,显示当前市场机构对季末流动性状况不无担忧。

分析人士指出,季末因素、新股申购和外汇占款负增长短期对资金面造成扰动。首先,近年来,银行为应对考核,在月末、季末突击揽储,造成流动性季节性波动已成常态。9月是季末月份,考核的影响往往会更大一些。

### 离场意愿升温 紧盯期指两融

昨日大盘放量下挫,显示场内资金离场的意愿明显升温。而股指期货和融资融券市场中资金的动向更值得投资者重点关注。考虑到此类资金经过杠杆放大,如果市场继续大幅下挫,不排除此类资金跟风出逃,可能会加大市场调整幅度。

据Wind数据显示,9月15日融资融券余额达到5699.34亿元,较上个交易日大增91.42亿元,刷新了单日增幅纪录。融资方面,当日融资余额报5655.78亿元,其中,融资买入额为506.43亿元,融资偿还额为414.49亿元,当日的融资净买入额达91.94亿