



指数波动范围已明朗 就看“故事”行情如何续

上周股指跳空高开，在上摸2402点后出现宽幅震荡——连续拉长的两根长阴。许多人被吓出了一身冷汗。但这番震荡对于那些已经“提前下车”的投资者来讲是在预料之中的。上周末股指虽然回收到2245点之上，但沪市日成交量沪市已从1800多亿元回落至1000亿元一线。这表明，这番震荡让市场高涨的热情有所退缩，重新转向谨慎。

◎东方证券 潘敏立

短期股指悬在两个缺口之间

上周在震荡过程中，股指回补了新形成的2323—2328点间的第四个跳高缺口，但却反手留下了2295—2316点的跳空缺口，同时在前一个下方跳高缺口底2185点处，曾经两次“点到而不回报”。短期股指身处在前面两个缺口之间，重新转向新的平衡。

就短期而言，先回补哪一个缺口就预示着股指运行的方向：未来如果是先向上回补2295—2316点处的缺口，那么2400—2566点将成为强阻力；反之，如果是先向下回补2185—2190点之间的缺口，那么2060—2100点将成为强支撑。

故在未来一段时间内，股指的运行方向和节奏的选择上还存在一定的悬念，但股指的运行区间是相当明朗的，即在2060—2566点之间不断地来回波动。在这个阶段的交易特征是：1、前期出局的资金短期将处于观望期，量能会回缩；2、热点的持续性不强，轮动的频率会更快；3、但人气仍在，还能维系震荡。故投资者在操作上，越靠近上限，仓位越下移；越靠近下限，仓位可上移。

当心“牛脾气”个股发“熊疯”

故就指数而言，如果没有意外的

利空，在修复后应该还会有再度表现的机会。这主要是基于还有相当部分的权重股还是低位区域波动，留出了未来修正性的补涨机会。

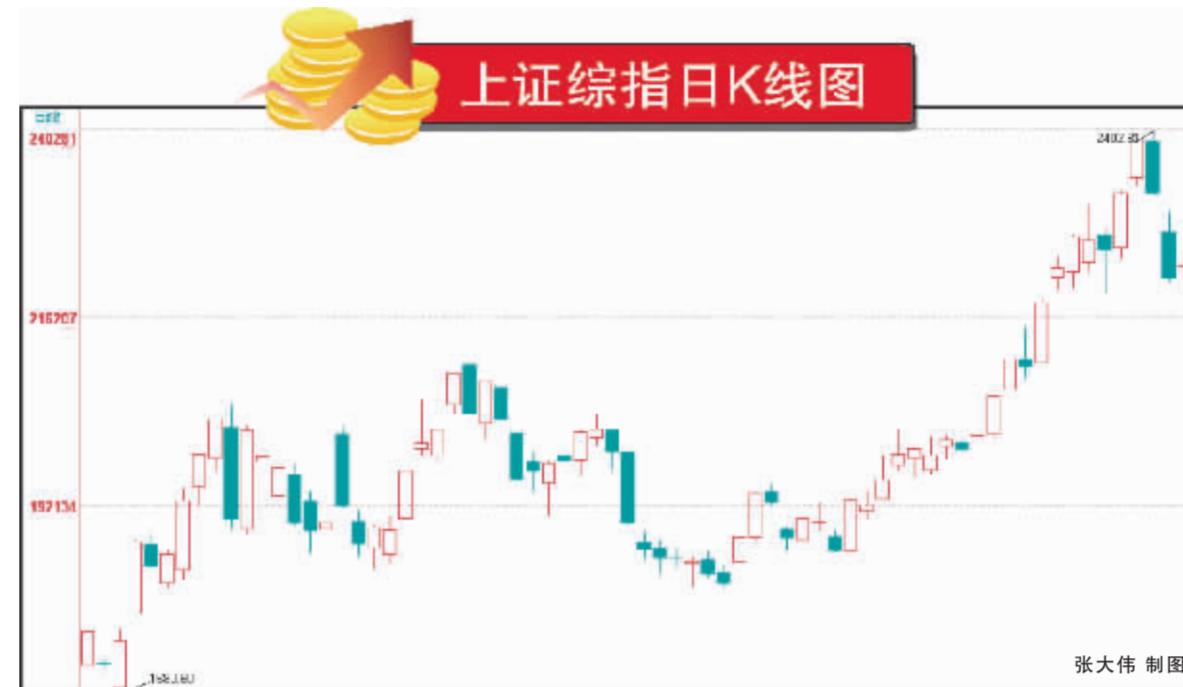
但是对于个股而言，可能会完全不同。对于前期累积涨幅较大的品种，不管大盘未来是涨还是跌，都应及早离场落袋为安。这些具有“牛脾气”的个股，未来一旦发起“熊疯”，必然是乐极生悲的多。

如果你是市场的敏感者，相信在上周的每一个交易日，你都会听见那些累积涨幅较大个股有主力紧张的心跳声，以及没有及时撤出而从“华山一条道上”滚下来的后悔唉叹声。这类“牛脾气”个股上周盘口已有20%左右的落差振幅，在露出了牛尾后迟早是会发“熊疯”的。由于已连续提示风险，日后就不再提了。

接下来靠什么编“故事”？

周边市场一片狼藉、经济数据并未明显回稳、上市公司的业绩即将密集公布，越往上涨需要更多的资金堆积……但主力出筹又极不顺利，因为“大小非”和散户跑得更快。在这种情况下，还将会有不断震荡和延伸的可能性。那么接下来靠什么编“故事”维系人气？

首先，从政策上索求板块“故事”。例如，(1)产业振兴规划大部分已经公布，但接下来的有色金属行业、房地产业究竟如何定调、以及传闻中还有第11个规划——物流



行业”，将成为近期的三大看点。同时，规划后还有细则，可以再轮一遍。

(2)区域经济整合规划。区域经济正超越产业成为市场关注的焦点。这可能需要些地理知识，目前已知的有：京津唐、长三角、珠三角、海峡两岸、广西北部湾、中部地区……目前已经初步形成连锁反应。

(3)近期利用财税减免、资产划转等方式推进企业重组，通过沿海钢铁建设和城市钢厂搬迁优化产业布局等钢铁业振兴规划细则也在传闻中，随之曝光的可能还有国内钢铁企业重组配对方案。最值得关注的是，钢材期货获得了准生证。钢铁板块已有被激活的迹象。

据传，2008年中央企业国有资产经营预算已经国务院批准，并下达至相关中央企业执行。国资委在2008年国有资产经营预算中向部分中央电力企业提供了126.7亿元灾

后重建资本性支出。电力板块的偏弱股也有望得到修正。

其次，招行限售股上市的“故事”。本周五招商银行47.99亿股限售股将解禁上市，转向全流通后，按上周收盘价计算，它将成为两市流通市值最大的个股。

根据统计，这批解禁的招行限售股是股权分置改革产生的，由13家法人股东持有。其中，持有最多的是公司第二大股东招商局轮船股份有限公司，持有17.82亿股；其次是中远远洋运输持有的9.48亿股；持股最少的是中交第三航务工程勘察设计院有限公司，持有292.55万股。

值得注意的是，招商局系的公司原本承诺在招行股价低于8.48元（不考虑除权除息）时继续锁定所持股份，但是截至上周五收盘，招行股价已经比8.48元的承诺价高出近70%。招行究竟是走出类似于平保、

海通式的走势，还是目前股价再度受压，将会是本月末影响银行股及股指的最大的一个悬念。

再次，年报送转的“故事”。根据已经公布的2008年年报，合计共有8家公司已经成为含权股。其中，中兵光电已经上涨3倍，可谓风光无限，目前手中持有的应该抛出了。近期，大东南、哈空调、江钻股份、万通地产也处于春风得意之中，短线均开始快速上拉中。由此可见，含权股的魅力十足。

除了关注已公布年报的含权股，一些在股指震荡时毫不畏惧还长阳连连，同时每股公积金和每股未分配利润又较高，一旦有传闻声起，也被列为疑似含权股”。但究竟结果如何，就要等年报真正公布时来验身了。

总之，只要有编“故事”的人在，就说明目前市场中的“故事”行情还有存在和发展的需求。

专栏

上半年行情或在四月前结束

◎金岩石

股市在沪综指2400点急跌回调，这是否意味着上半年的行情到此结束？2008年10月20日在《理财周报》的文章讲过：未来半年沪综指将以2000点为中轴，以正负15~20%的区间震荡。这个震荡区间的经济依据是什么？在国金证券2009年投资策略报告中，我们的投资策略师陈东等预测股指波动区间的量化标准主要有三：

1、股息率。沪综指1600点的股息率超过2%，所以会构成强支撑点位；2、市净率。底部区间对应的市净率是1.4倍，也是可参考的较低历史水平；3、市盈率。2400~2700点的上限是根据2009年动态市盈率20倍计算的，前提是2009年的牛市基调不变。

价值投资理论大师格雷厄姆和行为金融理论大师席勒研究股市的方法大不相同，但他们在选择投资机会的估值标准上有两点一致：1、市净率远低于历史水平；2、市盈率远低于过去十年的平均水平。这两个量化指标虽无法确定股市趋势，但由于是业内通用的估值工具，所以较容易形成判断股指高低的相对共识。然而中国股市的主要价值是交易价值，交易价值的两大支柱是资金流动和市场情绪，而这两大大支柱受政策影响很大。这就使中国股市经常出现在政策、资金和情绪的驱动下，股市动态较大幅度偏离市场的估值共识。所以在股市预测时，除了基本面的动态估值外，我们还要预测市场的情绪偏离度及其背后的原因。

在个人和企业的商业行为中，一切决策都是基于预测。但是预测者必须清楚，市场永远是“测不准”的。所以索罗斯先生把自己的基金定名为量子基金，“量子”的英文就来自于物理学的“测不准定理”。最近他又提出了市场的“易错性定理”，强调市场信息本身在流动中必然产生的误导和偏差。如果说测不准的原因主要是群体的心理活动，易错性的源头主要是市场的信息流动，股市投资决策的不确定性就必然高于实体经济。在测不准和易错之外，不确定性还来自于宏观经济的周期性。历史经验证明：1、宏观经济的波动通常超前于行业的波动，虽然在经济周期的波动中不同行业的表现有的超前、有的滞后，但总体而言宏观经济的波动超前于绝大多数行业；2、对上市公司未来业绩的预测落后于经济周期，统计证明，分析师在经济衰退时期的业绩预测有低估倾向，低估的幅度高于30%，因为可用的参考数据多半是经济繁荣时期的数据；3、分析师对以往预测的修正有滞后倾向，比如美国标普公司的评级现在有许多很离谱，但是修正评级的报告非常滞后。

预测容易纠错难，这是人性的弱点，也是许多投资大师成功的关键。索罗斯先生多次讲过他成功的关键是及时认错改错，这绝非虚言诳语。在股市预测中承认易错性，就像基督徒承认原罪一样，是投资人对市场的虔诚。如果承认分析师预测在经济萧条时期可能高估和滞后，就要承认我们预测的2009年上半年上市公司业绩可能会高估，那么预警就是：2009年上半年上市公司的业绩报告可能会低于预期，至少不会远高于现在的预测。所以在1季报披露时间接近时，股市的恐慌心理又会浮出水面，也就意味着上半年的行情将在4月前结束。

在亚布力会议开幕式后的首场论坛上，主持人逼我说出一年后的指数预测，虽然当日股指已近2300点，在被逼无奈之际斗胆预测了2010年2月初沪综指将在2400~2700点之间。理由有三：1、宏观经济的基本面在2009年很难有实质改善；2、“大小非”的解禁依然是股市的达摩克利斯之剑；3、股市融资的大门决不会全年关闭。股市若能突破3000点，那就是中国经济在全球衰退中领先复苏，或者股市资金流量全年一直保持目前的净流入状态。

本轮股市的春季攻势主要是资金推动的，我大致估算有1万多亿新增资金流入股市；1月份银行信贷投放1.62万亿，其中票据融资额暴增到7千多亿，可能有不少资金入市；基金的持仓比例比2008年底提高了约15%，新增投资3千多亿，在股市上涨的同时债市下跌，基金抛售购股的金额有1千多亿；此外就是散户和其他机构的资金。上周讲过，仅靠资金推动的股市上升难以持久，而且像1月份这样的资金流入也是不可预期的。此外还要看到，全球经济的基本面恶化，周边股市持续低迷，新股上市即将开闸，所以在未来三四个月内，股市将在2400以下震荡整理。如果股市由于政策性或情绪性的驱动偏离价值中枢进入2400~3000点区间，投资者要善于止损以规避风险。而股市的下行支撑有两个参考节点，分别为2100点和1850点，短期交易性机会还会频繁出现，长期投资的选择也将越来越多。

首席观察

“零利率”时代的美日股市

◎云清泉

进入2007年，多国相继应世行要求加息以抑制“流动性过剩”，日本也将利率调高到0.5%，可美联储对此不但无动于衷，反而在9月开始步入降息周期。截至目前，美、日已进入真正的零利率时代，英、加也处在1%的边缘地带。那么，美、日股市表现如何？对全球，尤其是国内股市又有什

么启示呢？

美股踏进零利率 寒冬腊月北风起

本世纪至今，美股格局为“两下一上”，可三大股指不同时期强弱差别却相当大。如与2000年初高点相比，道指不仅创新高幅度超过20%，而且一年多来最大跌幅47.5%也是最小的；纳指在“一上”过程中极其强劲，最大涨幅超过158%，这与它此前一度大跌近80%不无关系。可整体最平

紧缩，即陷入凯恩斯“流动性陷阱”，真可谓“三十年河东，三十年河西”。1999年初，日本步入零利率时代。2006年7月其央行六年来首度升息，可十几年来却始终维持在很低的水平。去年底又回到0.1%。值得注意的，一是在全球股市上世纪九十年代上扬过程中，日本股市却积弱难返，且与历史高位比较，日经225也远不止别时容易见时难，期间虽与欧美基本保持同步运行甚至一度飙升137%，但反弹高点却一个比一个低，而低点最大跌幅则高达80%；二是日经225与其他主要股指的峰谷明显存在时间差，如2000年初见顶后一个月，2003年4月落后欧洲一个月（美股半年见底），而在2007年2月即先于欧美8个月见顶，这也为判断周边市场的转折提供了某种依据；三是近20年虽没有利率变动周期，但与美元指数同商品期货的关系相似，日本利率、贴现率的升降对股指的涨跌也具有非常明显的放大效应。

日经又见零利率 小曲好唱口难开

曾几何时，日本股市也是“一年更比一年强”，不仅日经225在主要股指中首破一万、两万、三万并逼近四万点，而且1987年底股市市值竟占全球的41.7%，即超过美国而成为世界第一。全球十大银行中，日本居然占去六七。但这种辉煌却是“石破天惊无根底”，随着股市、房产的泡沫相继破裂，上世纪九十年代也成为日本“消失的十年”。纵使连续8次降息经济衰退也没有逆转，1998年后还连续7年通货膨胀

间存在一个非常有趣的关系。例如，上一次降息周期里，利率由6.5%经13次降至1%，平均调幅0.423%/次，

标普期间的月收盘跌26.2%，与股指以利率平均变幅的5.5倍连跌13次一样，而期间最大跌幅40.3%，则是8倍的13次下跌。再如，三次周期变动的平均时间为27个月，其中：始于2000年初的降息30个月内13次下调了5.50%，标普月收盘跌46%，非常接近于(-5.50% X 27= -30)的13次方即跌48%，而始于2004年的升息则在36个月内17次上调了4.25%，标普月收盘涨39%，略多于(+4.25% X 27= +36X0.6)的17次方即涨38%0.6为425~550的平方)。日本多年没有调息周期，2007年7月后在8个月内两次调升了0.5%，日经225同期月收盘上涨23%，而美联储周期最小变幅4.25%及平均周期则成为重要参数，即它以0.5% X 8= +27X425= +50)的速度连涨两次。若该规律延续，那么，标普见底时月收盘当在715点，以利率平均涨幅推算甚至可能低至630点，日经指数收盘落在6970点。

升息周期与股市 太阳一出闪光

这次金融风暴也是没有先例的，流动性由最初的“过剩”逐渐变为“不足”，其起因则是次贷危机，对全球的危害程度也大大超过当年房产泡沫对日本的影响。决定股市走向的关键固然是经济发展状况，但利率毕竟也是一个不可忽视的因素，只是下调空间已是“夕阳西下不久长”了。

从2001年以来情况看，美联储利率变动幅度、速度与标普涨幅

2003年3月中旬以来的新低。这对标普、纳指乃至全球股市可能都是一个不祥之兆。

从近十年的情况看，美联储的利率变动堪称“风势不顺不张帆”。换言之，升息周期始于股市已经完成底部构筑，降息周期之初都是股指筑顶之际，极端高点不是已经产生，就是即将出现。从这点判断，利率一旦破晓，美股的升势极可能就已經或即将形成。

零利率非最优选择 A股星火能否燎原

1996~2002年期间中国虽8次降息，随后两年多还保持“降无可降”的低利率政策，但从刺激消费来说，它并未达到预期效果。实际上，中国几十年来都没有形成明确的利率周期，也没有过利率。央行副行长易纲近日还表示，就中国实际情况看，零利率政策或准零利率政策并非最优选择，事实上目前利率水平处在一个“进可攻、退可守”的适当水平。更重要的是，中国没有出现日本那样的泡沫经济，更没有发生类似美国那样的次贷危机，尽管全球经济包括中国在内会受此冲击。

去年10月底以来，沪深两市形成了十分明显的震荡上行态势，期间周边的冲击既较为短暂又相当有限。在其他主要股指欲振乏力之际，A股市场近期的表现无疑就显得格外耀眼，不仅此前调整时的阴霾被这种烈火烧得精光，而且它完全有可能会继续燃烧，周边市场或在不久的将来也会被照亮。