



## 并非“5·30”再现 继续调整空间可能有限

在高密集政策及经济信息影响下,A股的单边上扬格局发生明显改变。尽管昨天大部分时间指数时有反弹的震荡下行表现显示无惧调控的“笃定”,然而权重股在尾盘的加速下跌使得市场出现恐慌性抛盘。从近期的各方面政策信息来看,调控预期和流动性紧缩政策的累积影响使A股偏牛低向高昂的头。此外,机构投资者对权重股的过度集中持仓也使得指数在羊群效应作用下短期跌幅加重。

### 三方压力促成市场大幅调整

◎上证联 沈钧

周二市场以工行为首的金融股和权重股领跌,且在尾市出现了加速下跌的格局,成交量有所放大。盘中不仅前期的热点如银行、地产、汽车、钢铁股等纷纷跳水,而且出现了近期罕见的不少个股跌停的现象,显示市场在各方压力下,已经陷入震荡调整期。

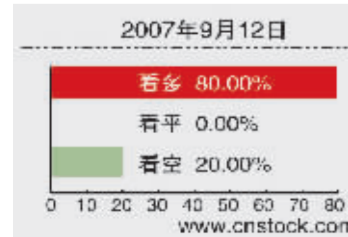
压力之一来自资金面。财政部2000亿元特别国债将通过全国银行间债券市场向社会公开发行;建行首次公开发行不超过90亿元A股,融资规模可能达到500多亿元,超过工商银行去年10月内地466亿元IPO融资纪录;建行排队回归,扩容大幕又重新拉开,短期内市场面临千亿元的扩容压力。同时九、十月份还是股改以来最大的一波“大小非”解禁高峰。期间,A股限售股解禁规模达268亿股,对应市值超过3000亿元。

压力之二来自宏观调控。周二公布8月CPI数据畸高,市场各方对央行的加息预期进一步增强。虽然宏观调控措施是防止经济过热,但在股市处于敏感点位,此时上调存款准备金率和加息,会对市场产生一定的影响。对银行而言,准备金的上调直接影响到其放贷能力。加息也将提高上市公司的财务成本,从而削弱市场对下半年业绩高增长预期。

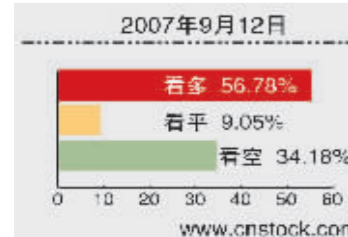
来自政策面调控的另一面是管理层作出了坚决打击内幕交易和市场操纵行为的决定。由于此次监管已经在具体违规行为的基础上制定了标准,对市场的影响将不只是停留在心理上和形式上,而将触动市场深层次的运行机制。与此同时,舆论也在不断提示市场风险。

压力之三来自技术面。技术指标的背离与股指留下的几个下方缺口需要回补,显示市场技术性调整仍将持续。上证综指回补8月24日在5050.28点—5052.24点的缺口后,会有反弹出现。后市的调整仍将以大幅震荡的态势进行。

#### 十佳分析师指数



#### 上证网友指数



◎上海证券研发中心 郭燕玲

### 持续紧缩的累积效应显现

今年以来,央行持续的货币收缩政策似乎已经成为投资者印象中无足轻重的调控政策。四次加息、七次调高存款准备金率仍无法改变国内充裕的流动性。加上通胀升温引起的负利率事实,居民的投资意愿前所未有的强烈。因此,年内每一次紧缩性政策出台对A股市场的影响不断弱化,在投资者心理上形成了负反馈效应,即利空出尽的预期,并导致每一次政策出台后投资冲动又将指数推向更高一层台阶。然而,笔者一贯的观点是需要观察流动性持续紧缩政策的累积影响,因此不能简单地认为10日央行的2000亿特别国债对市场的流动性会产生多大的影响,而是持续紧缩政策的累积效应开始显现。近期,随着大盘回归回调的涌动,市场资金需求明显升温,7天回购利率创出近年来新高表明A股市场短期资金面临的压力。尽管我们依然认同A股市场长期的资金供应依然充裕,但短期的资金紧张成为决定指数天平的一根羽毛。

### 通胀预期的调控压力升温

本周,统计局公布的8月份经济



上证综指60分钟K线图

昨日尾市出现大量恐慌盘抛售,致使股指大跌241.32点。预计今日股指将继续惯性下探,盘中或有可能反弹,但难改大盘进入阶段性调整趋势。

张大伟 制图

数据亦是指数天平倾斜的另一个砝码。刚刚公布的8月份CPI指标同比增长6.5%,PPI指标同比增长2.6%,其中食品价格上涨18.2%再度成为推动通胀升温的主要动力,而且核心消费价格的上升也使得通胀面临全面升温的压力。央行行长周小川关于央行密切关注通胀压力的表态反映了管理层对通胀的高度重视,在即将召开的“十七大”上无疑会成为民生问题的政策焦点。因此,通胀的调控预期在政策敏感期明显升温。此外,关于扭转负利率现实的政策预期也使得年内央行有再度加息的政策空间。笔者认为,9月份政策因素会成为左右市场情绪的要素,而在经济数据面前的心态动荡以及由此引起的指数波动是在预料之中的。

被视作为由基金等机构投资者主导的大盘蓝筹股行情,此后尽管资产注入等题材投资再度活跃,但总体来看,权重股的价值重估以及机构投资者对大盘蓝筹股的集中增持使得A股整体估值大幅提高,并出现一定的估值风险。众所周知,在机构投资者的一致联盟中,这种高估值并不会引起调整风险,反而会成为估值基础的堤坝;但如果出现统一联盟的分化,那么机构投资者的羊群效应则可能加大调整的风险。昨天尾盘权重股的加速下跌成为市场风险快速释放的催化剂,不排除机构投资者对权重股的短期集体减持所致。

### 与“5·30”行情的比较

尽管9月11日指数跌幅和跌停个股数量都非常大,但与“5·30”行情具有明显的差异性。一是调控

的对象不同,此次调控对象主要是经济要素,即通胀和流动性,而“5·30”的调控对象直指股票市场的非理性特征。二是市场结构的差异,“5·30”时的市场参与者绝大部分是个人投资者,而目前市场的主导力量是机构投资者。散户市场情绪化特征异常明显,而机构市场的羊群效应会相对明显。三是“5·30”时市场风险来源于低价股的非理性疯狂,而目前是蓝筹股和题材股的相对溢价,差异在于泡沫的发源地和相对理性度。

因此,此次的市场调整基础是经济的调控预期,调整的力度和空间具有相对理性的判断依据,出现非理性的市场波动行情可能性不大,即市场整体大幅下跌的可能性不会很大,但同时由于机构投资者的因素,结构性调整的力度会更加明显。这也预示着后期的结构性调仓是规避风险的主要投资策略。

#### 首席观察

## 加息周期下应加紧寻求防御性投资之策

◎中证投资 徐辉

毫无疑问,6.5%的月度CPI数据引发的加息忧虑,是昨日市场大幅下挫的主要动力。沪综指全日下跌241.32点,跌幅4.51%;深综指更是下跌5.28%。两市近1450只股票仅87只出现上涨。中短期来看,在央行加息到6.5%以前,A股大幅调整的几率不大;但以一个较长的时期来看,A股投资的风险已经相当大,寻求战略防御之策显得愈来愈迫切。

### 恐慌来自对大幅加息的预期

从现在的情况来看,中国有可能进入长期加息周期。而从日本等国通胀通缩周期来看,通胀出现后央行开始加息,加息并不能阻止股价进一步上涨,但当加息到足够的

幅度时,市场实际利率达到1.5%以上,具体是在1.5%到3.5%之间时,股价将出现崩溃。目前,一年期人民币的存款利率为3.6%,以8月份的6.5%的CPI数据看,存款的实际利率为-2.9%。从日本的情况看,假定目前中国年度CPI增幅为5%,存款利率达到6.5%到8.5%时,将引发资产价格运行趋势的反转。从这个角度看,扭转实际利率为负需要加息140个基点,而使得通胀逆转则需要加息290个基点。

从现在的情况看,央行可能采取的措施将是加快利息提升的步伐和速率,使得利息提升的速度快于通胀提升的速度,这样才能在可能的范围内遏制进一步扩张的通胀预期,使得通胀不至于失控。所以,以往27个基点的加息幅度可能难以适应当前通胀加速的趋势,加息幅度提升将是不可逆转的。这可能正是昨日市场大

跌的主要动因。

### 自我加强型循环对泡沫运行提出警示

昨日市场暴跌显示,投资者已经开始意识到情况的复杂和严峻。市场处在明显的高估值状态下,静态市盈率在前期达到60倍附近,已经接近2001年的估值水平。尽管上半年上市公司利润增长的幅度达到70%,但除去投资收益和资产注入因素外的实际增长水平仅在35%左右。

此外,上市公司股票投资收益将使得股票市场整体估值虚低,因为股票投资收益具有不确定性。如果以这种不确定的收益来计算市场估值水平,将正好起到相反的作用。在市场高估时,上市公司投资收益大幅增长,进而使得市场整体市盈率反而不显得太高。这两方面将进一步推升股票价格,进而再度导致上市公司投资收益增长,如此形成一个自我加强型的恶性循环,直到市场崩溃的出现。

从目前的情况来看,这一循环已经超出了虚拟价格的范畴,走向实体经济。我们看到,近期地价大幅飙升正好与地产上市公司大量增发相对应。高价增发的地产上市公司,通过购买土地的方式,在一定程度上做实了自身虚拟资产的价格;与此同时又抬高了土地的价格,土地价格的提升进而又推动房价的提升,其结果是地产类上市公司的收益也水涨船高。

总之,在泡沫膨胀的过程中,各式各样的自我加强型的循环在市场中出现,使得资产泡沫进一步扩张。从以往的泡沫形成和泡沫破裂过程来

看,自我加强型循环往往出现在泡沫的下半段,它的出现已经开始对参与泡沫游戏的人们提出了警告。

### 寻求战略防御之策愈加迫切

其实投资者中的很多人知道,股价最终会出现大幅下挫;但是看到在数月内、数年内泡沫仍然存在扩张的可能,谁也不愿意退出(其中大多数人相信,他们能够在盛宴结束前的一刻离开)。更何况在负利率的前提下,你持有现金肯定是亏损的。以8月份的数据看,持有现金的实际亏损是6.5%(年化收益);而持有股票等资产的收益,目前来看是远远超过了通胀的水平。

那么,在加息周期已经来临的背景下,我们该如何进行股票投资呢?笔者前期提出了两条泡沫化生存方式:一是增强A股投资的防御性,在整体高估中寻找相对确定的品种显得尤为重要。如以银行、地产和保险为代表的金融板块,以及以酒类、医药、食品、家电汽车为代表的消费板块值得关注,同时在整体高估的背景下寻求相对低估的板块,如钢铁、造纸、航运等板块中的优势企业。二是转投B股、H股以做实两年来的牛市利润。B股、H股在整体高估的背景下,利润同样将大幅提升,但由于其目前较低的估值水平——大致为A股的一半左右,使得其PEG处在一个较为合理的水平上。当然,股票投资之外,持有优质房产、持有黄金等实物资产也是度过通胀周期的良策。

#### 专栏

### 巴菲特红海掘金之八

## 从通胀中获利

◎姜勃

本年度境内CPI指数不断升高,通胀势头有所上升。在通胀指数上升的周期中,投资者如何进行投资?并在通胀的环境下如何控制风险呢?

出色的投资家高明之处在于利用通货膨胀使他的投资价值增长。以巴菲特投资喜诗糖果为例:1972年喜诗糖果的盈余约为200万美元,同时账面上有800万美元的净有形资产。巴菲特的伯克希尔公司在1972年付出约3500万美元买下喜诗公司。巴菲特这样分析:假设一家经营情况比喜诗公司较差的钢铁厂,年度净利润为200万美元,净有形资产1800万美元(钢厂设备成本较制糖业高)。这样两个不同性质的企业同样都年度赚取200万美元利润,不同的是喜诗公司以800万净有形资产就创造了200万美元的净利,而钢铁厂却以1800万美元净有形资产才创造出200万美元利润。

加上通货膨胀的因素,假设未来10年,产品价格、销售数量和利润都会成长,因为消费者的薪水增长,两家公司净利会变成400万美元。然而设备更新的过程中,喜诗公司只需要花费1600万美元,而钢铁公司则要花费3600万美元,所以在通货膨胀的周期下,很多企业会受到伤害,但那些具备消费独占性的公司却不会受到损害,反而还能从中受益。

巴菲特之所以紧紧围绕公司的分析来进行投资,并且长期投资,主要在于买入优秀的公司不仅能够获得收益,而且能在各种经济环境下规避风险,因为公司的个体风险才是投资中的最大风险,整个市场总是在不断的周期中上升下跌,但很多公司却在这种沉浮的经济环境中消失了。巴菲特之所以喜欢那些在之前10年、20年都能够持续增长的企业,原因在于这些公司具备在完整经济周期下存活的能力,这是非常重要的。股市永远是周期性牛熊更迭的,投资者无法精确预言股指的涨跌;但判断一家好公司、一家熟悉的公司是能够达到的。如果一家公司在经济衰退期依然能够稳定持续,就能够相信它在经济复苏的时候给你带来超额的回报。

所以在股指高位,宏观政策面紧缩的背景下,投资者切勿听消息投资,估值高位区域短线差价更不足取。一句俗语说得好:“没有免费的午餐。”只有在了解公司基本面,通过深入研究的情况下,才能取得稳定的投资收益;而真正能把握住基本面的价值型公司,又往往就在投资者的身边。这就是巴菲特红海价值策略的借鉴意义之所在。

**cnstock 理财**  
 今日视频·在线 上证第一演播室  
**避税盛行造就纳税侏儒?**  
 解析房地产业暴利论的税收根源  
 访谈嘉宾: 薛建雄 佑威房地产研究中心主任  
 时间:9月12日 10:30-11:30

**cnstock 理财**  
 今日视频·在线 上证第一演播室  
**“TOP股金在线”**  
 每天送牛股 高手为你解盘 四小时  
 今天在线:  
 时间:10:30-11:30 重庆东金……苏瑜  
 时间:13:00-16:00 罗利长、巫寒、陈钟、张刚、侯英民、吴磊、吴青芸、赵伟