

不以一眚掩大德、反弹行情未结束

——A 股放量暴跌的临时点评

A 股临时策略报告

2012 年 3 月 15 日

主要观点：

- 市场暴跌归因：
 - 中小板对上证 180 的市盈率溢价由年初 2.5 倍的低点、3 月 13 日已再度修复至 3 倍的高位；累积上行的指数、不断攀升的中小盘估值溢价、概念的爆炒，背离使得市场具有较强的内在调整要求；这也是我们自 2 月份下调准备金率的点评报告开始到本周周策略报告，提示“市场处于估值修复的后程、2450-2500 点一线仓位重的投资者适宜阶段性减仓”的主要归因。因此，今日市场在上冲 2450 点上方后出现调整存在着必然性、是可以理解的；只是单日内下挫的程度存在着偶然性。
 - 总理有关地产调控等市场敏感事项的表述，作为催化、引发了预期的波动。
- 后市的看法：不以一眚掩大德、反弹逻辑依然存在
 - 市场反弹逻辑链并未因为单日暴跌而破裂。虽然“房地产调控不能放松”，但调控的目的是让经济平稳发展、而非主动刺破泡沫、引发经济硬着陆。从目前支持首套房贷款、降低首套房贷款利率以及保障房建设的推进来看，经济平稳增长的预期是合理的。
 - 物价经济双回落、逆周期政策，超额货币供给的存在、资金价格的回落，有利于支撑并延续估值的修复；规划项目的落实，政治周期下投资周期的存在以及包括汽车地产在内的内在需求的存在，海外环境的改善，经济 2 季度将触底；这些有利于市场延续反弹的逻辑依然存在。
 - 策略分析角度，寻找合适的历史参照系尤为重要。笔者倾向于今日是反弹中继的暴跌；理由除了是估值的历史低位、驱动本轮市场反弹的内外部环境犹在，另外一个原因是今日暴跌是反弹过程中发生的、而非是平台破位后的暴跌、可从历次经验对应的情景中看出端倪。
 - 对于后市，我们需要看到股票市场环境改善的趋势，不以一眚掩大德、反弹行情未结束。操作上，仓位低的投资者可借助市场分歧增大之际、逢低吸纳、尤其是今日抗跌甚至微涨且前期涨幅相对不大的个股；同时，维持在政策进一步催化之前、依然以 2450-2500 点仓位重者阶段性减仓为思路。

分析师：沈正阳
执业证书编号：S0550511010009
TEL: (8621)2036-1167
Email: shenzy@nesc.cn

编辑：策略组
TEL: (8621)2036-1167
FAX: (8621)2036-1159
地址：上海市源深路 305 号 4 楼
邮编：200135

一、事件描述：2132 点反弹以来首现放量暴跌	2
二、市场下跌的理由探讨	2
1、市场持续上涨、概念股热炒，形成市场调整的内在压力	2
表 1：中小盘对权重股的估值溢价回升至 3 倍、估值溢价再度出现压力	2
2、总理有关地产调控等敏感事项的表述，引发了预期的波动	2
三、后市的看法：不以一眚掩大德、反弹逻辑依然存在	3
1、市场反弹逻辑链并未因为单日暴跌而破裂	3
2、实证角度：今日放量下跌更似反弹中继而非下跌途中	3
表 2：2007 年以来历次指数放量下跌对应的市场阶段	3

一、事件描述：2132 点反弹以来首现放量暴跌

今日(3 月 14 日)指数上冲 2476 点后遇挫、放量暴跌；上证指数下跌 2.63%、成交量急剧放大至 1700 亿、环比增加 66%。中小板、创业板跌幅更大些。前期热炒的传媒、电子等主题性板块有退潮迹象；相对而言，钢铁、金融、食品饮料等相对抗跌。今日的下挫是市场自 2132 点反弹以来的首次放量下跌。

二、市场下跌的理由探讨

1、市场持续上涨、概念股热炒，形成市场调整的内在压力

市场自 2132 点反弹至今，未有日频的暴跌出现，连续的上行、累积涨幅较大；同时，市场反弹的内在结构上出现了显著的分化，概念股再度被热炒，这是市场调整的内在要求、也可以定义为技术性的。

因为，以中小板市盈率(TTM)对上证 180 指数的估值溢价由年初的 2.5 倍左右的低点、经过本轮反弹、至昨日(3 月 13 日)已经再度修复至 3 倍的位置。

对于风格轮动，我们认为，既不能机械的以均值回归论而认为中小板对上证 180 的估值溢价需要回落至 2008 年、2005 年 1.5 倍左右的水平；毕竟由于权重股的低估值、中小板本身的成长预期、25 倍-30 倍，对于成长股而言是合适，因此，如我们本周周报中的谈到，某种意义上，中小板的估值溢价、更多符合爆米花过程、即可以较长时间的偏离于均值水平。对应的，比较合理的估值溢价在 2.5-3 倍较为合适，继续上行的空间较小，而且 A 股市场成长股的比例不超过 10%。

因此，面对累积上行的指数、以及不断攀升的中小盘股的估值溢价，这种背离使得市场具有较强的内在的调整要求；这也是我们自 2 月份下调准备金率的点评报告到本周周策略报告，提示“市场处于估值修复的后程、2450-2500 点一线仓位重的投资者适宜阶段性减仓”的主要理由；因此，今日市场在上冲 2450 点上方后出现调整存在着必然性、还是可以理解的；只是单日内下挫的程度存在着偶然性、是难以意料的。

表 1：中小盘对权重股的估值溢价回升至 3 倍、估值溢价再度出现压力

板块名称	市盈率 TTM20120313	市盈率 2008-10-31	市盈率 2005-7-29	市净率 20120313	市净率 2008-10-31	市净率 2005-7-29
全部 A 股	14.56	13.54	19.7	2.16	2.14	1.68
中小企业板	31.21	16.2	25.4	3.55	2.89	2.6
创业板	38.66					
上证 180	10.56	12.54	14.95	1.81	2.25	1.85
沪深 300	11.55	12.41	14.42	1.93	2.26	1.84
上证 180/中小板	2.96	1.29	1.70	1.96	1.28	1.41

数据源自 WIND，东北证券

2、总理有关地产调控等敏感事项的表述，引发了预期的波动

温总理今日记者招待会上就有关地产调控以及前期若干敏感事项进行了回答，某种意义上引发了市场预期预期的波动，可以解读为引发市场发生波动的信息源之一。

总理在回答有关房地产调控的时，认为“房价还远远没有回到合理价位”、“调控不能放松”。因此，前期憧憬地产调控放松的预期，受到了明显的冲击；导致盘中地产板块成了领跌品种、单日地产板块指数

下跌了 4.6%；远大于综合指数。

三、后市的看法：不以一眚掩大德、反弹逻辑依然存在

1、市场反弹逻辑链并未因为单日暴跌而破裂

技术性的下跌，并不可怕；可怕的房地产崩盘等一系列引发经济硬着陆的预期，这也是分析后市时需要说明的。

笔者认为，从总理的表述中，虽然有“房地产调控不能放松”，但调控的目的是让经济平稳发展、而非主动刺破泡沫、引发经济硬着陆。这一点，可以从“第一，要保持房地产长期平稳和健康发展。如果盲目发展，出现经济泡沫，一旦破灭，不仅影响房地产市场，而且会拖累整个经济。”的表述中得到启示。而且从目前支持首套房贷款、降低首套房贷款利率以及保障房建设的推进来看，经济平稳增长的预期是合理的。

其次，本轮市场反弹的逻辑是，经济物价双回落过程中，逆转周期政策发力；流动性改善是必然且首要的选项，这也是我们去年 4 季度开始、一直认为包括下调准备金率在内的改善流动性的政策会出台的必然性，市场也已经验证了这一点。其实，年前以来整个海外市场的反弹，也是从欧美量宽开始的。目前来看，未来还将下调准备金率、资金价格也将有所回落，从而支撑市场估值水平。

同时，十二五规划项目的逐步落实、经济体内生增长动力存在逐步修复的过程；而估值的低位、股市政策环境的改善，均有利于股市整体的估值修复的进程；尽管短期内仅仅依靠估值修复的指数上行空间相对有限，但更不支持市场显著下行。

因此，物价经济双回落、逆周期政策，超额货币供给的存在、资金价格的回落，有利于支撑并延续估值的修复；规划项目的落实，政治周期下投资周期的存在以及包括汽车地产在内的内在需求的存在，经济 2 季度将触底；这些有利于市场延续反弹的逻辑依然存在。又因为市场在上冲 2450-2500 一线而出现调整、也是预期之内、可以理解。因此，我们认为，单日的下跌，并不意味着市场反弹逻辑的破裂、并不意味着反弹的结束。

2、实证角度：今日放量下跌更似反弹中继而非下跌途中

单日的暴跌，从策略分析的角度，寻找合适的历史参照系尤为重要。我们选择 2007 年至今历次单日下跌超过 2%且成交量环比大增超过 30%的交易日。

我们发现，比较多的放量下跌出现在熊市之中、下跌初期、中继以及尾声阶段都有；也有些案例是出现在上涨的中继、后期阶段。比如 2007 年 2 月 27 日 2700 点附近的暴跌、属于牛市中继的暴跌、事后开始大牛市、但原因是莫须有的日本主妇回笼资金所致；2009 年 11 月 24 日 3200 点附近的暴跌、属于反弹后期的暴跌、事后指数维持了接近 2 个月的 3000-3300 点区间整理，原因也是无厘头的、更多归因是对通胀以及转型的担忧；2011 年 2 月 22 日，2850 点附近、春季行情反弹中继的暴跌、事后指数再次震荡上行至 3067 点，单日发生的事情是政治局讨论当年的政府工作报告和十二五规划草案。

似曾相识，市场的暴跌、总是发生在一轮大熊市或者一短反弹行情之后，理由有时候甚至是无厘头的。这一次，笔者倾向于认为是反弹中继的暴跌。理由除了是估值的历史低位、2400 点下方指数本身的低位以及驱动本轮市场反弹的内外部环境犹在，另外一个原因是今日暴跌是反弹过程中发生的、而非是平台破位后的暴跌、这个可以从暴跌的历次经验图形中看出端倪。

综上，今日暴跌是市场持续反弹并风格再度背离、指数反弹至 2450-2500 点一线出现的下跌，又是总理有关房地产等敏感事项做表述情况下发生的，可以理解、不必过度悲观。本轮市场反弹的逻辑依然存在，且从历史单日放量暴跌的参照系来看，也更类似于反弹的中后期而非结束。因此，对于后市，我们不能因为单日暴跌而迷失方向，我们需要看到股票市场环境改善的趋势，不以一眚掩大德、反弹行情未结束。操作上，仓位低的投资者可借助市场分歧增大之际、逢低吸纳，尤其是今日抗跌甚至微涨且前期涨幅相对不大的个股；同时，依然在政策进一步催化之前、依然以 2450-2500 点仓重者阶段性减仓为思路。

表 2：2007 年以来历次指数放量下跌对应的市场阶段

时间	收盘价	成交量	涨跌幅	成交量	放量暴跌分析
20110808	2526.82	11755100	-3.79%	33.92%	下跌途中的放量暴跌

20110725	2688.75	12085600	-2.96%	46.50%	
20110523	2774.57	11143800	-2.93%	32.66%	
20110222	2855.52	19178200	-2.62%	31.16%	反弹中继的放量暴跌
20100629	2427.05	7136187	-4.27%	57.68%	下跌尾声的放量暴跌
20100419	2980.30	15639400	-4.79%	51.98%	下跌初期的放量暴跌
20091124	3223.53	29077699	-3.45%	42.73%	反弹后期的放量暴跌
20080916	1986.64	3382060	-4.47%	48.88%	下跌途中的放量暴跌
20080818	2319.87	3586664	-5.34%	31.85%	
20080610	3072.33	6072753	-7.73%	42.01%	
20080520	3443.16	8893232	-4.48%	31.56%	
20071105	5634.45	15490099	-2.48%	46.09%	下跌初期的放量暴跌
20070227	2771.79	12921200	-8.84%	41.91%	上涨中继的放量暴跌

数据源自 WIND，东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。