

# 经历了70%以上深幅调整 A股是否跌至“绝望底”

倘若新股申购收益率不创新低、新股破发率不被刷新,新股的人气底或将成为,指数即使仍未见底,但离底部也不会太远。日后一旦M1增速在股指横盘或下跌过程中走平甚至不降反升,这将是市场资金底的强烈信号。

文/东方证券 魏颖捷

从“9·19”三部委联手出手救市起,到10月8日三率齐降,中石油近两周连续出现单骑救主的大单护盘,融资融券进入试点阶段,央企入市增持。无论从利好出台的频率,还是力度来看,不可谓不强。但各路资金似乎并不买账,股指在短暂反弹后再度临近前期的政策底。

A股累计最大跌幅超过70%,在政策利好相继出台的背景下缘何“见光死”?PE(市盈率)、PB(市净率)、PEG(市盈率/增长率)乃至PS(市

销率)和D/R(市息率)这些前两年的主要估值体系一时间都失去了参考价值。那么A股的底究竟在何方,还有哪些指标值得借鉴呢?“行情在绝望中产生”,许多大级别底部往往在多重利空集中打压,市场人气最为悲观的时候所产生。“绝望”无疑是底部的重要特征之一。那么当下的市场是否彻底绝望了?有没有指标来量化市场的绝望程度呢?我们将下述指标作为市场的“绝望系数”来具体分析。

## 三大指标预示底部不远

**新股低迷程度:**在前两年的大牛市中,新股申购被视为零风险、高回报的时尚理财方式。2007年共有119家新股发行,网上平均中签率约为0.3%,上市首日加权平均涨幅约为128%。据测算,新股年化平均收益率超过15%。

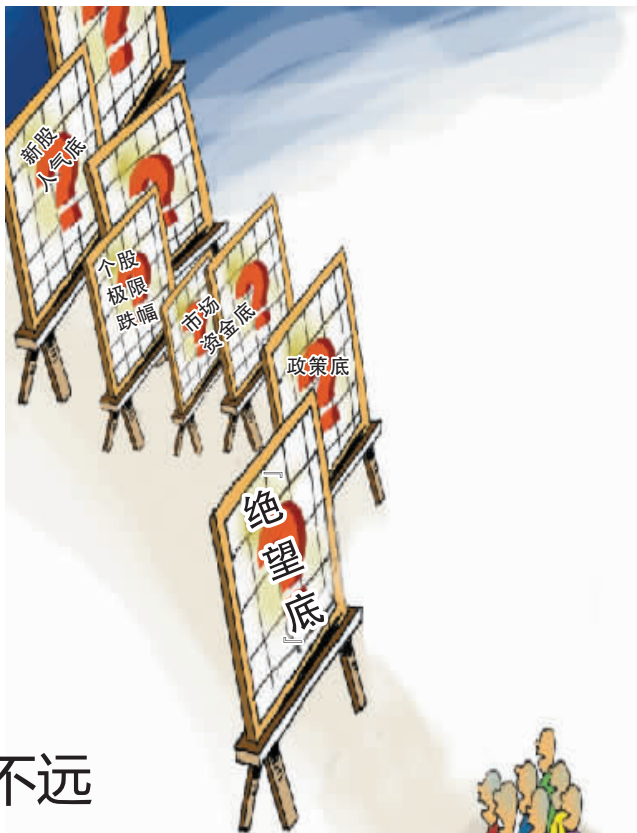
2007年新股申购收益率(按首日涨幅乘以现金申购中签率计算)排名前三位的分别为中国石油、中国神华和金风科技,其对应的收益率分别为3.32%、2.09%、1.39%,对应上证综指的收盘点位分别是5634点、5715点和5233点。

通过比较新股首日涨幅和申购中签率,我们发现以下规律:新股的上市首日涨幅、申购冻结资金和指数点位大致成正比,而中签率则大致成反比。“行情在疯狂中结束”,当整个市场都处于疯狂状态时,各路资金不会放过任何机会,一级市场的收益率自然水涨船高,因此新股收益率的顶部也往往预示着市场顶(表一)。

相比之下,自股指跌破2000点大关后,新股市场陷入前所未有的低迷。多项纪录被不断刷新,川润股份和水晶光电连续10个跌停刷新中工国际连续6个跌停的纪录。东方雨虹上市后第三天即告破发,刷新了新股破发速度的记录。大洋电机上市首日收盘涨幅仅为7.66%,创下近2006年以来中小板新股首日涨幅最低纪录。烟台氨纶发行市盈率仅为6.67倍,创下中小板新股发行市盈率最低纪录。而2007年9月21日上市的新股澳洋科技近一年内最大跌幅超过85%,创下新股破发程度之最。

截至目前,今年共有76只新股上市,已经有46只破发,新股破发率高达60.5%。尤其进入8月后,“逢新必破发”的定律日益显现。同时,2008年以来IPO融资额也呈现出逐季加速回落的趋势。以今年3季度为例,IPO融资额约为130亿元,同比下降88%,环比也大幅下降61%。从新股申购收益率来看,第三季度已回落至2.24%,不仅大大低于2007年的15%,同样也低于银行一年定期存款利率3.87%。

一年内连续5项新股纪录被相继刷新,新股人气的趋势性扭转使得打新股已无避风港可言。今后一段时间内,倘若新股申购收益率不创新低、新股破发率不被刷新,新股的人气底或将成为,指数即使仍未见底,但离底部也不会太远。



**资金流向趋势:**资金始终是决定行情涨跌的重要因素,前两年波澜壮阔的大牛市不仅是由基本面好转所引发,更多地呈现出资金推动型的特征。(见图一)

通过图1我们不难发现,股市的涨跌与狭义货币供应量M1呈现出高度正相关。大的下跌往往伴随M1的快速下跌,大的上涨行情往往也伴随着M1的快速上涨。M1可以理解成银行存款向资本市场的流出趋势,当M1增速不断减少时暗示股市资金是在外流,因而股市的下跌也就很难避免。

今年M1增速仅4月份小幅上扬,而4月份股市正好在印花税调低的利好刺激下出现“4·24”的反弹行情,沪深指4月的月K线呈现出一根带长下影的中阳线。而其余月份股指跌速和M1的增速下滑则呈现出惊人的相似。9月M1增速降至9.43%,已处于2001年以来M1增速的底部区域。从这个意义上来看,股市的资金面再进一步恶化的空间已极为有限,日后一旦M1增速在股指横盘或下跌过程中走平甚至不降反升,这将是市场资金底的强烈信号。

**个股下跌惨烈程度:**个股下跌的幅度往往是反映市场绝望程度的一个极限指标。上轮熊市中,百元股亿安科技,从最高价126.51元最低跌至3.58元,复权最大跌幅为高达96.7%。截至上周收盘,两市最大跌幅超过80%的个股有137家,其中金马集团最大跌幅为91.08%,多家有色金属上市公司最大跌幅在9成左右。上轮牛市涨幅最大的有色板块无疑成为调整的重灾区,这一点与2000年科技股泡沫后的惨烈下跌有很强的可比性。

随着牛市泡沫最大的板块已大幅下跌,个股极限跌幅再被刷新的概率已不大。

## 三数据不排除继续向下修正

**个股破净率:**在弱势中,净资产往往会和上市公司的清算价值挂钩,寻求避险的资金出于风险控制考虑,往往会将PB(市净率)作为衡量股价是否具有足够安全边际的重要标准,往往会将PB(市净率)作为衡量股价是否具有足够安全边际的重要标准,往往会将PB(市净率)作为衡量股价是否具有足够安全边际的重要标准。

2005年两市破净个股一度超过200家,占两市总数超过15%。截至2008年10月19日,两市破净个股约有137家,约占两市个股总数的8.72%。即使考虑到近两年上市公司资产评估价值大幅增长和上市公司倾向于轻资产的运作模式,目前市场的破净率并未见底。

**最低平均股价比:**股价是投资者信心的真实写照。Wind数据显示,截至上周五收盘,沪深两市可进入计算的1596只A股的算术平均价已降至6.32元,为此轮调整以来的最低平均股价。两市1元股共有19家,2元股约有220家。两者合计占比约为13.8%。

而上一轮熊市的最低平均股价是在2005年6月3日沪指报收1013点,当天A股的算术平均股价4.62元。此轮调整的最低股价较上轮熊市高出约46%。若考虑到近两年的分红和送股,该比例会更高。

但经历近几年的快速发展,上市公司无论从综合竞争力还是内部治理能力,较上一轮熊市都有显著提高,所以机械地套用上一轮熊市的极限平均股价作为此轮调整的“股价底”有失偏颇。

站在价值投资的角度,上市公司质地的提升自然

会向股价传导,但1.6元的平均股价比仍然过高。从这个意义上看,6.32元成为此轮调整“股价底”的概率不大,不排除两市平均股价进一步向下修正的可能。

**大盘极限换手率:**“先见地量,后见地价”是技术派用来研判底部的重要指标之一。当市场换手率到一定水平时,往往预示着市场内在做空动能已经彻底释放,市场的主跌浪已过。虽然股价仍会惯性下跌,但力度已经很弱。

上一轮熊市的极端换手率为0.4%,出现在2004年9月,当时股指在1300点左右。沪综指在地量出现后仍惯性下跌约23%才真正触底。而此轮股指的极端换手率出现在今年的9月9日,为0.6%,对应的收盘点位是2145点。倘若只考虑大盘换手率,以0.6%作为极限换手率,股指在地量后惯性下跌23%计算,沪综指对应的点位在1650点至1700点区域。

除上述因素外,A+H股价格比也是研判市场绝望程度的重要指标。截至10月20日收盘,76只A+H股的算术平均价格比为2.41,而2005年年底31只A+H股的算术平均价格比为1.67。目前A+H股的价格比较上一轮熊市仍有将近50%左右的溢价。从这个意义上看,尽管A股在大幅下跌后纵向估值已合理,但在全球处于主跌浪的今天,A股与H股的相对价值仍未有下跌空间。

到底是H股上涨来缩小溢价率还是以A股的下跌来缩小溢价率则有待观察。A+H股算术平均价格比=所有A+H股价格之和/A+H股家数)。

## 熊市阴影难以彻底消除

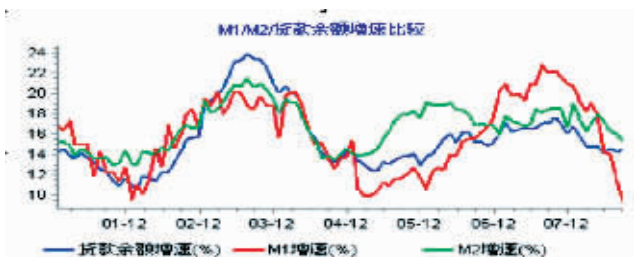
回到市场,从影响股市涨跌的本质来看,资金面、宏观经济、行业景气度、上市公司基本面和市场内在的筹码分布都是关键。全流通所带来增量抛压仍属未知,国内外经济减速势必对大多数行业形成负面拉动,上市公司业绩面临见顶回落,场内筹码仍过于散乱,主流资金建仓意愿有限。上述问题如同悬在A股头顶的“堰塞湖”,在没有得到

彻底疏导之前,熊市阴影难以彻底消除。

但如果用绝望系数来衡量,2000点下方市场的绝望程度虽未见底,但离“绝望底”已不远。我们应该意识到市场的风险是涨出来的,而机会则是跌出来的。A股的主跌浪已过,尽管余震还会不断光顾市场,但这何尝不是一次中长期建仓的良机呢?

代码	名称	发行价格	按均价计算首日涨幅	申购收益率	现金申购中签率
601857	中国石油	16.7	170.83%	3.32%	1.94%
601088	中国神华	36.99	87.47%	2.09%	2.39%
002202	金风科技	36	280.91%	1.39%	0.49%

表一:07年新股收益率排名前三的个股



图一:01年以来M1/M2贷款余额增速

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
M2增速(%)	18.94	17.48	16.29	16.94	18.07	17.37	16.35	16	15.29
M1增速(%)	20.72	19.2	18.25	19.05	17.93	14.19	13.96	11.48	9.43
贷款余额增速(%)	16.74	15.73	14.78	14.7	14.86	14.12	14.58	14.29	14.48

表三:08年1月至9月主要货币数据一览