

又到“捡便宜货”的时候了

应从收益率、波动率、流动性三方面考虑投资

如果将今年3月穆迪调低中国主权评级的行为比喻成相声中说的“楼上那第一只落地的靴子”，那么6月份中国市场由银行间拆借利率引发的恐慌、乃至绝望，这是否意味着“第二只靴子”落地了呢？回望过去两周，中国的资本市场让投资者寝食难安，上海同业拆借市场利率飙升，震动全球，股票市场大跌。如此突如其来的恐慌意味着什么？何时是尽头？

中小银行或将减少同业负债

今年3月，因中国地方政府债务问题，惠誉和穆迪调低中国主权评级。如果把穆迪的行为比喻成相声中所说的“楼上那第一只落地的靴子”，那么当晚，人们则一直在等待着“第二只靴子”落地，以免再被惊扰，可结果等了一宿没见动静。这种未知的等待给市场平添了不确定性，使人们感到焦虑、纠结。

事实上，自今年5月底开始，银行间市场流动性骤然紧张，先后导致短期利率和长期利率的飙升。连凯认为，此次流动性紧张造成如此长时间的严重影响，其主要原因是央行在银行间市场流动性短暂紧张时，没有像以往一样施以援手。而央行态度的转变实则来自整治银行同业业务的行动，且这一行动是整治“影子银行”的一部分。

“在利率市场化之前，央行对货币供应量和信贷管理都是通过数量控制。‘影子银行’的发展给决策与监管部门的管理造成较大困难。银监会今年3月份下发《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，对商业银行理财资金直接或通过非银行金融机构、资产交易平台等间接投资于‘非标准化债权资产’业务进行了限制，取得了一定效果。但‘非标准化

债权资产’的另一大资金来源恰是银行同业业务。2012年以来，中小银行的同业负债快速增长，且与同业资产的差值越来越大。同时，中小银行‘短融（同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产）长投（信托等非标理财产品）’的行为愈演愈烈，而支撑的重要因素是央行会一如既往地满足流动性需要。”连凯认为，央行态度的转变造成市场对货币紧缩和流动性危机的过度担忧和反应，或将迫使商业银行承担流动性风险，特别是中小银行会逐步减少同业负债水平。

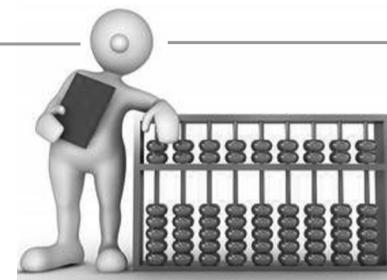
他同时指出，面对新增外汇占款下降、财税上缴及其他操作新规对流动性的压力，央行持续在公开市场进行正回购和央票发行等回笼货币的操作，但应该注意到的是，5月底以来公开市场基本是净投放，并未真正紧缩。

关注资金池业务流动性风险

不少投资者疑虑：市场原何对货币紧缩和流动性危机反应过度？在连凯看来，这又会涉及到银行资产负债表。“当银行的资产（即贷款）的基础资产（比如房地产），隐含着价格下跌风险时，市场的预期就成为产生流动性风险的关键。也就是说，资产负债表的风险在于未来资产价格下跌带来的资产减记和拨备的风险，央行要防患于未然，控制和缩减相关规模，从而控制市场的负面预期。一旦市场一致预期资产价格会大幅下跌，流动性风险就发生了。”连凯称，流动性风险是一种隐含风险。当市场好时，这个风险常被忽视；一旦市场转势，流动性风险便会即刻索命。

连凯强调，未来一段时间，市场最大的风险可能是部分资金池业务所面临的流动性风险，甚至信用违约风险。个别机构的资金池业务期限错配，在流动性紧

张的情况下，可能面临信用违约。一方面，在投资者预期流动性趋紧的情况下，募集新资金用于兑付到期资金变得更加困难；另一方面，依靠银行间拆借获得流动性资金也变得困难，且成本上升。他指出，从资产负债表的风险过渡到流动性风险，是金融危机演变的路径。“我个人认为，金融危机的开始，资产价格下跌，金融机构面临的是资产负债表的风险，因此要修复资产负债表必须减少杠杆，央行这次‘不作为’是敦促商业银行做这件事。应该说，央行此举是未雨绸缪，因为中国房产和平台贷资产并未大规模破灭，但现代社会信息传播很快，当市场参与者之前预期相当悲观，且迅速形成一致的悲观看法，之后稍有风吹草动，便容易形成流动性风险，比如说上一轮美国金融危机中发生的部分银行挤兑。”



沪指跌0.61% 权重股领跌

3日两市双双低开，盘中，在金融有色股走低的带动下，沪指跳水跌逾2%失守2000点。重返1时代，股指午后呈现低位震荡态势，沪指跌幅近1.5%，其中金融、地产、有色等权重板块领跌，传媒、家电、石油板块表现活跃，截止收盘沪指报1994.27点，跌12.29点，跌幅0.61%，成交量766.8亿元。深成指报7703.74点，跌65.10点，跌幅0.84%，成交量1018亿元。两市近30只个股涨停，创业板今日持续火热大涨近2%，再创年内新高。

板块方面，3日互联网板块延续近期强劲走势，终盘飚涨6.02%，涨幅领衔沪深两市。3日传媒娱乐板块走强，收盘大涨3.82%，位居涨幅榜第二位。公共交通板块今日走势较强，个股多数飘红，收盘涨2.08%，居涨幅榜前列。此外，电脑设备、公共交通和半导体等板块强于大盘；证券行业、水务行业和房地产等板块弱于大盘。

分析认为，股指反弹60分钟线出现调整信号，市场持续第七个交易日最后交易日反弹之后，有二次探底的技术要求。从周K线运行，本周是四连阴之后的下跌低抗形态，所以，多头会竭尽全力护盘，避免周线收阴；下周初是危险期。创业板继续沿5日均线上攻，趋势不变。上证指数强压力位：2015点，指数宽幅震荡上涨，反弹空间有限，周线形成明显空头趋势，2000点之上都属于强卖压区。

中信证券认为，下半年发达经济体复苏进程将有所改善。在发达经济体的带动之下，全球增长将趋于稳定，但由于新兴市场高增长难以再现，全球经济反弹的力度不算强劲。中信证券策略组认为下半年上证指数核心运行区间下限在1900点，上限在2500点。

400亿国债10日发行

财政部昨日发布公告称，7月10日发行2013年第五、六期储蓄国债（电子式），最大发行额为400亿元。专家分析称，近期银行理财产品利率飙升，短期产品年化收益率甚至一度超过6%，可能对国债销售形成挤压，因此本次国债发售可能并不会像以往一样火爆。

公告称，本次发行的两期国债均为固定利率、定期限品种，最大发行总额为400亿元。第五期期限为3年，票面利率为5.00%，最大发行额240亿元；第六期期限为5年，票面年利率5.41%，最大发行额为160亿元。两期国债发行期为7月10日至7月19日，7月10日起息，按年付息，每年7月10日支付利息。

6月非制造业指数环比降0.4%

2013年6月，中国非制造业商务活动指数为53.9%，比上月回落0.4个百分点。分行业看，服务业商务活动指数为52.6%，比上月上升0.3个百分点，其中邮电业、互联网及软件信息技术服务业、电信广播电视和卫星传输服务业、航空运输业、生态保护环境治理及公共设施管理业等行业商务活动指数位于临界点以上，企业业务总量增长；住宿业、餐饮业、道路运输业、铁路运输业、装卸搬运及仓储业等行业商务活动指数低于临界点，企业业务总量减少。建筑业商务活动指数为59.3%，比上月回落2.9个百分点，继续位于临界点以上。

（本报综合）

如何解开A股深跌困局

释放期指做空冲动

自从6月份以来沪指已经累计下跌达到20%的幅度，深证成指下跌幅度一度达到30%，沪深300现货指数累计下跌幅度也接近30%，究其原因，主要是受到以下要素的压制。

一，宏观经济整体复苏乏力。5月份的经济数据进一步减弱了市场的投资热情。根据数据显示，5月宏观经济数据的疲软减弱了资本市场的投资价值。根据数据显示，5月份工业增加值同比增长9.2%，相比较4月份9.3%略微下降0.1个百分点。工业品出厂价格PPI同比下降2.90%，较4月份幅度再添0.3个百分点。显示企业的复苏力度依旧偏弱。值得一提的是5月份社会零售总额同比增长12.90%，同比增速出现小幅度提升，但消费总额的增长背后缺乏经济持续复苏的源生动力，故股市整体依旧承压。

二，利好消息未能兑现引发市场信心崩溃。6月份市场曾经在2333点创出新高后，在经济数据的不利走势上便呈现出加速

下行的态势，表明市场对于宏观经济复苏进程的担忧。在利空要素的萦绕之下沪指呈现出连续下跌的态势，根据数据显示，从2333点创出阶段性高点到砸穿2000点整数关口，沪指累计下跌幅度已经达到20%，对市场泡沫进行一次彻底挤压。

6月中旬，沪指一度在2135点构筑企稳平台，而更为重要的是此时汇金增持银行股一度引发市场对政策底部的猜想。6月18日沪指仅小阳报收，微涨0.14%；6月19日下跌0.73%，盘中跌幅一度逼近2%；截至6月20日早盘收盘，沪指再度下跌1.42%。利好效应显示出逐步淡化的效应叠加经济整体复苏乏力为指数后市加速下行埋下伏笔。

三，期货市场主力做空的利益冲动。一般而言，若宏观经济整体向好，则在期货市场上多头加仓迹象会相对明显，相反若经济复苏力度不让人满意则主力的做空意图往往就会比较明显。更为重要的是大盘蓝筹股

的投资价值逐渐丧失令沪深300现货指数整体承压，根据数据显示，沪深300指数自从步入6月时间之窗后，便呈现出加速下行的态势，累计跌幅一度达到30%，大盘股整体的衰竭形态愈发明显。在这背后自然离不开期货市场做空主力的利益博弈。

若期待A股市场在下半年有良好的表现，则后市必须要克服以上三大障碍，那么解决方案是什么呢？

第一，加速经济结构调整，转变经济增长方式，促进产业升级。淘汰低附加价值的行业，引导资金进一步流入高附加价值行业，合理运用产业结构政策，布局政策对宏观经济的整体进行良性规划。令经济得意保持稳定增长的态势。而一旦经济运行在良性回到当中，则有助于资金进一步汇集到金融市场当中从而服务于实体经济，避免资金在金融市场上仅仅做击鼓传花而无法创造附加价值。

第二，政策消息的维稳讯息

的重要性。6月中旬，汇金增持银行股的消息不仅未能带动大盘企稳回升，反而成为了大盘后期加速下行的导火索。在公告汇金增持后，大盘表现依然难言乐观。6月18日沪指仅小阳报收，微涨0.14%；6月19日下跌0.73%，盘中跌幅一度逼近2%；总体表现不尽如人意。眼下面对汇金继续放水，有助于给市场营造出维稳的气氛，有助于大盘阶段性底部的构造。当前市场需要提振信心以维护金融市场的健康运行。

第三，股指期货做空利益冲动的释放如何解决？之所以空头主力愿意积极大量放出空单积极做空，其根源依旧来自于市场对宏观经济整体无信心，只有在此背景之下，资金的做空意识才能够真正达成。因此股指期货市场中空头主力实际上充当的依旧是价值发现者的角色，一旦指数泡沫过高，即使处在2000下方的估值低点，依旧需要不断的进行挤压。