

# “峰回路转”需待宏观形势明朗

□国都证券 张翔

经济“软着陆”及通胀压力见顶仍可积极预期，但鉴于诸多不确定性的存在，市场信心的提振还需要宏观形势的进一步明朗。短期A股市场上行动力有限，投资者应谨慎操作，以把握局部机会为主，从增长预期较为明朗的大消费与新兴产业领域中挖掘成长性突出、估值合理的个股。

## 宏观形势有待明朗

在周一大跌之后，A股已连续两日实现反弹，强势股的大量涌现也显示市场信心有所恢复。不过，在真正决定A股趋势的宏观形势明朗之前，指望A股全面走强并不现实。

首先，虽然市场对政府主导的投资寄予乐观期待，但固定资产投资的实际表现有待观察。在外需不振、通胀抑制消费、持续紧缩压低商品房投资的背景下，下

半年拉动经济主要依靠保障房、水利等国有部门主导的基建投资。而目前来看，除了高铁投资可能因此次动车事故而放缓外，保障房投资的推进也存在不利因素。其一，虽然地方融资平台可以通过发行企业债来筹措资金，但由于投资者对其财务状况深感忧虑，因此其发债难度较大，而且筹资成本也可能偏高。其二，一些迹象表明，目前保障房的土地供应并不顺利。此外，随着房地产调控的不断深入，下半年地方政府土地财政收入势必进一步萎缩，这也将制约地方政府在水利建设、市政建设等其他领域的投资。

其次，虽然CPI同比增速在6月份或7月份见顶的可能性较大，但通胀压力回落幅度十分有限，因而投资者对通胀的顾虑不会轻易消除，而且政策微调的空间也十分有限。结合结尾因素及猪肉价格涨势缓和等情形来判断，目前市场一致预期7月份CPI同比增

速将小幅降至6.2%。不过，即便统计意义上的通胀压力见顶，投资者对通胀的担忧依然存在，毕竟食品中的新涨价因素仍在显现，而且近日美元贬值再度引发大宗商品价格的上行。

综合而言，我们仍可对经济“软着陆”及通胀压力见顶抱积极预期，但鉴于诸多不确定性的存在，投资者做多信心的提振，还需要宏观形势的进一步明朗。

## 资金面未现明显改善

回顾1月底行情，行情的发展与货币市场利率的回落十分吻合。银行间7天回购利率由8%以上的水平迅速回落，绝大多数时候维持在4%以下，隔夜利率则基本维持在3%下。而从目前的情形来看，7天回购利率仍接近5%、隔夜回购利率仍高于4%。资金面未出现预期之中的改善，A股表现自然受到拖累。特别是6个月票据直贴利率高达8.5%，显示出中小企业

资金紧张的局面仍未改变，这预示A股市场面临的大小非减持压力依然较大。

此外，新股供给压力再度显现。伴随新股首日表现的转强，企业融资的积极性明显恢复。下周进行IPO的新股达到9只，而且市场也即将迎来一家大型央企的巨额融资。在增量资金有限的背景下，快节奏的新股融资对A股资金面明显不利。

## 反复震荡中关注局部机会

鉴于投资者对经济趋稳、通胀压力缓解、政策微调的预期有待兑现，且美国债务上限谈判的不确定性尚未消除，短期市场缺乏持续上行的动力，反复震荡仍将是主要运行格局。

就行业配置而言，伴随经济预期的改善，周期性行业仍存在结构性与阶段性机会，但在形势明朗之前仍缺乏走强基础，投资者应以持续跟踪为主。相比而言，

符合经济转型趋势的大消费与新兴产业的增长前景更为确定，目前资金流入迹象较为明显，像食品饮料、医药生物、新材料、高端装备、节能环保等行业均表现良好。建议投资者结合中期业绩重点关注成长预期良好的个股。

虽然近两日反弹中创业板、中小板表现抢眼，但对其行情的持续性，我们依然持谨慎判断。下半年偏紧的政策环境不会改变，针对中小企业的“定向宽松”在具体落实上也存在较大难度，人民币升值、成本上升负面因素也将始终存在。就中小企业的中报来看，低于预期的情形也较为普遍。此外，持续不断的新股IPO，也导致中小企业的供给压力难以缓解。总体来看，中小企业股票不具备全面走强的基础，后市分化不可避免。投资者应以把握个股机会为主，从增长预期较为明朗的大消费与新兴产业领域中挖掘成长性突出、估值合理的个股。

## 短期反弹空间有限

□东兴证券 侯毅

周三A股市场低开高走，盘中热点活跃，题材股的热情被全面点燃：农药、航母、铝业等概念个股轮番上涨。大盘在大幅之后收出“两连阳”，不过成交量能依旧低迷，反映市场在这个位置依旧谨慎。我们认为，在量能未能有效放大的背景下，市场短期反弹空间有限，更多是个股行情的演绎。

本轮反弹的原动力来自于温家宝总理在《金融时报》上发表的署名文章，他表示中国整体价格水平处于可控范围内并预计将稳步回落，政府对价格上涨在今年内得到有力控制充满信心。这给了市场对紧缩政策将会出现松动的预期，大盘从2610点一路涨到了2826点。但是，此前市场普遍预期CPI从7月开始就缓慢回落，而从目前通胀运行的态势来看，以肉禽为主的价格7月份依然持续上涨，而CPI非食品价格同比增速不断创出有统计数据以来的新高，反映出长期通胀水平不断上升，预示着未来CPI将维持高位，甚至不排除会创出新高。另外，上周五召开的政治局会议强调要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务。因此，在物价和房价没有得到有效遏制之前，紧缩的货币政策难言松动。

资金面上，虽然SHIBOR利率近几个交易日连续调整，但是目前从整个市场来看，利率还是偏高。前期持续上调存准的累计效应正在显现，资金回笼压力较大。另外，资金价格一般在月末维持较高水平，市场资金紧张的预期短期还很难彻底改变。

7月汇丰制造业PMI初值创下28个月以来的新低，反映出经济增速的整体放缓已是不争的事实。具体来看，产出分项回落2.6个百分点，下滑出现加速。而新订单继续下滑了2.2个百分点后，本月又下滑0.9个百分点，显示制造业企业尤其是中小企业的景气度出现下滑。随着今年宏观调控政策的实施，相

当一部分中小企业面临着因融资、汇率变化带来的困难，濒临倒闭。而导致本轮大跌的直接诱因——高铁追尾事件，也将对过去过度依靠投资拉动GDP增长的粗放型发展模式提出质疑，高铁连续故障、事故及部分地区桥隧、反映市场在这个位置依旧谨慎。我们认为，在量能未能有效放大的背景下，市场短期反弹空间有限，更多是个股行情的演绎。

本轮反弹的原动力来自于温家宝总理在《金融时报》上发表的署名文章，他表示中国整体价格水平处于可控范围内并预计将稳步回落，政府对价格上涨在今年内得到有力控制充满信心。这给了市场对紧缩政策将会出现松动的预期，大盘从2610点一路涨到了2826点。但是，此前市场普遍预期CPI从7月开始就缓慢回落，而从目前通胀运行的态势来看，以肉禽为主的价格7月份依然持续上涨，而CPI非食品价格同比增速不断创出有统计数据以来的新高，反映出长期通胀水平不断上升，预示着未来CPI将维持高位，甚至不排除会创出新高。另外，上周五召开的政治局会议强调要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务。因此，在物价和房价没有得到有效遏制之前，紧缩的货币政策难言松动。

资金面上，虽然SHIBOR利率近几个交易日连续调整，但是目前从整个市场来看，利率还是偏高。前期持续上调存准的累计效应正在显现，资金回笼压力较大。另外，资金价格一般在月末维持较高水平，市场资金紧张的预期短期还很难彻底改变。

7月汇丰制造业PMI初值创下28个月以来的新低，反映出经济增速的整体放缓已是不争的事实。具体来看，产出分项回落2.6个百分点，下滑出现加速。而新订单继续下滑了2.2个百分点后，本月又下滑0.9个百分点，显示制造业企业尤其是中小企业的景气度出现下滑。随着今年宏观调控政策的实施，相

## A股进入“估值底”了吗

□华西证券 张苏豫

今年以来，市场似乎形成了“政策顶、估值底”格局。不少分析人士认为，市场目前17倍左右的市盈率（TTM法）已经低于2005年大牛市启动前水准，和2008年底部相当，能够成为支撑大盘的坚实基础。不过，如果从市盈率历史演变、估值的结构性特征以及周期性对市盈率的影响这三个角度来观察，那么当前的“估值底”可能也存在着一些不确定性。

## 估值存在中期下行趋势

A股市场整体估值水平和欧美等成熟市场相比一直偏高，这一方面由于中国经济高速增长，另一方面缘于历史上整体A股规模较小，炒作氛围浓重。选取流通市值/存款余额为例，2001年6月流通市值/1.88万亿，存款余额13.5万亿，A股流动市值/存款余额为13.95%，这一比值在2005年11月更是降低至3.54%，只要发生小规模的分红，就会引发A股趋势性行情；而伴随A股全流通以及不断扩容，至2011年6月，流通市值达到20.08万亿，同期存款余额78.64万亿，这一比值则达到25.54%。

中短期A股市场涨跌和M1增速息息相关，从更长远角度看，伴随A股规模越发庞大，占据货币供应量、存款余额比例越来越高，估值本身有一个向欧美等成熟市场靠拢、金融资本和产业资本融合的过程，而这一过程首先发生在流通市值较高的板块和个股上面。以上证50为例，2009年一季度成分股净利润为1.42亿，2011年一季度达到3.10亿，业绩翻番，但目前点位和2009年同期点位相比提高不足10%，对应市盈率由20倍左右降低为10倍。这一股价涨幅远低于业绩增幅现象，其实是在流动性的约束下（尤其是伴随全流通解禁），完成了自身降估值过程。

由于市场本身的估值下限处于逐渐下行过程中，因此参考历史底部估值来确定未来行情的推断也就存在局限性。从最近一年情况看，场外资金入场寥寥，完全靠场内资金的腾挪，这种局面只有当市场估值足以吸引外围资金入场才能得到改观，这也客观制约了中期

市场的上行。

## 估值结构化差异明显

截至2011年6月30日，A股整体市盈率为17.25倍（TTM法，下同）。相较而言，2005年6月998点前后最低市盈率为18.37倍，2008年1664点前后最低市盈率13.32倍。单看整体数据值得乐观。

但如果将市场分解，分四种口径（整体A股，整体A股剔除银行板块、整体A股剔除银行板块及中石油中石化、整体A股剔除沪深300）分别计算，则结论有所不同。对于前两次底部的估值情况来看，整体A股、整体A股剔除银行、整体A股剔除银行和石油石化这三种口径的差别不大，但目前三种统计口径的偏差幅度分别达到36%和54%。

与此对应，尽管整体A股估值在历次底部相差不大，但其他三种口径下的统计值则大相径庭。例如，剔除银行股，今年6月底A股市盈率比2008年低点高出52%；在后两种口径下，今年6月底市盈率分别为26.58倍和39.50倍，均较2008年底部高出80%以上。

由此可见，以银行板块和中石油中石化为首的少数蓝筹股拉低了整体A股估值。

那是否可以，蓝筹估值太低有修复潜力、中小市值个股估值高而面临下行压力呢？笔者认为并非如此，主要有两个原因。第一，历史底部形成通常有种种原因：2005年的股改无疑对市场构成冲击；2008年则是全球金融危机，国内经济增速快速下滑，经济面临硬着陆风险；而目前市场环境远远好于历次底部，只是高通胀引发的货币政策收紧以及对经济转型的担忧，因此对绝大多数个股而言，估值没有向历史底部看齐的必要性。第二，蓝筹尤其是银行板块估值较低，一方面由于流动性约束下的降估值过程，另一方面缘于对

四种口径下的全部A股市盈率				
各板块历史底部市盈率情况	全部	全部—银行	全部—银行—石油石化	全部—沪深300
05年998前后	18.37	18.66	21.56	34.08
08年1664前后	13.32	15.45	14.39	21.55
11年6月30号	17.25	23.52	26.58	39.50

未来业绩增长的担心。以银行股为例，一旦未来坏账率提升，将面临业绩下滑的困境，导致市盈率激增，自身估值“被上行”，目前的低估值为未来地方融资平台压力预留了空间。

## 景气度干扰市盈率结论

观察上市公司净资产收益率，A股上市公司1995年至今的11年间，整体净资产收益率均值为12.9%，2010年16.12%的净资产收益率高于历史平均水平，表明目前经济景气度相对较高。若上市公司景气度下降业绩下滑，则采取市盈率估值作为安全边际存在一定片面性。不妨采用市净率辅助参考。

我们仍然采用此前的四种分析口径，今年6月30日对应市净率分别为2.50倍、2.94倍、3.17倍、3.58倍，2005年6月6日对应四项值为1.66倍、1.63倍、1.65倍、1.57倍，2008年11月4号对应四项值为1.96倍、1.99倍、1.88倍、1.61倍。

2011年6月30日整体A股市净率高出此前两次低点27.5%和50.6%，和2002—2004年相当（相信没有多少投资者认为2002—2004年市场估值偏低）；而在另外三种口径下，目前的市净率比2008年底部高出47.7%、68.6%、122.3%，较2005年底部高出80.3%、92.1%、128.0%。

使用市净率计算得出的结论和市净率相比，充分表明一旦景气度下滑，则目前距离历史估值底部更加遥远。

综上所述，目前的“估值底”在很大程度上缘于银行股预留了安全边际；在整体经济平稳增长的情况下，整体A股尤其是中小市值个股的长期涨幅可能会低于业绩增速，完成漫长的降估值过程；同时，需格外警惕上市公司盈利景气度的变化，若景气度发生大幅波动，则目前估值或无法对A股市场构成绝对有效支撑。

## “疗伤”行情中关注业绩亮点

□湘财证券 王玲

继股指在上周出现比较明显的回调整理后，本周在高铁事件冲击下股指再现恐慌性抛盘。我们认为，恐慌之后的修复需求有望驱动市场企稳，但整体弱势格局短期内难以出现有效改观。

## 宏观经济环境令市场承压

在市场普遍预期政策有松动可能的背景下，22日中央政治局会议部署下半年重点工作，提出要继续加强和改善宏观调控，实施积极的财政政策，稳健的货币政策；物价仍是宏观调控首要任务；坚持不懈地搞好房地产市场调控和保障性住房建设。

同时，7月汇丰制造业PMI预估值降至48.9%，跌破50%的荣枯分界点，创28个月新低。采购库存的下降和产成品库存的上升反映了企业在面对终端需求偏弱的情况下库存的压力仍然较大。购进价格指数在连续下跌了四个月之后小幅反弹，预示7月的PPI环比增速可能加快，或对下半年的控通胀造成一定压力。新出口订单上升则预示7月的出口增长可能加速。

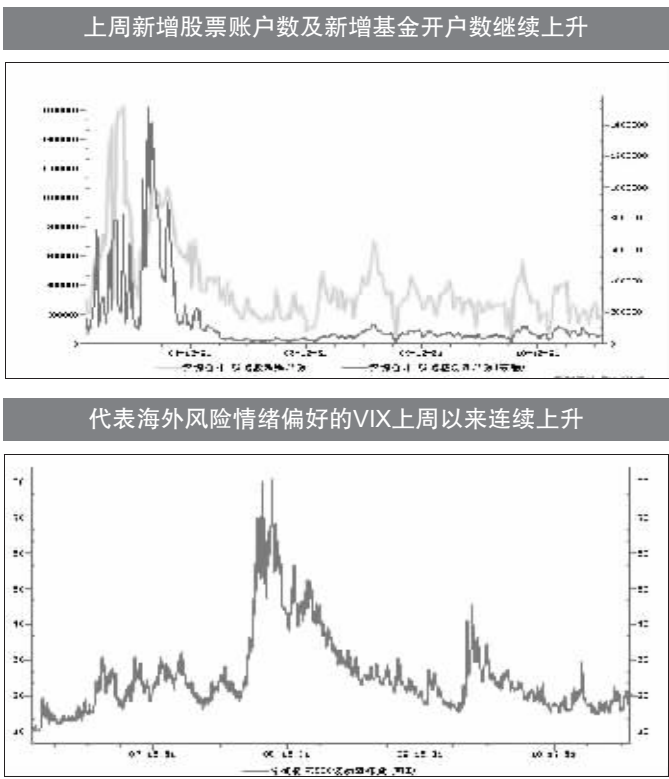
我们认为，管理层的基调和措辞无疑打击了市场信心，政策倾向选择等待而非骤然放松。房地产二、三线城市限购政策效应及企业资金面紧缩状况仍将对市场产生承压。

## 资金压力抑制市场走强

根据央行数据，今年上半年人民币房地产贷款累计新增7912亿元，同比少增5985亿元，余额同比增长16.9%，比一季度末回落4.4个百分点。其中，人民币房地产开发贷款累计新增2098亿元，余额同比增长13.7%，比一季度末回落3.8个百分点。由于限购政策以及房贷收紧，上半年购房贷款累计新增5815亿元，余额同比增长18.5%，比一季度末回落4.8个百分点。目前，房贷利率创近10年最高，贷款额度收紧，购房者贷款额度明显紧缩，不仅贷款时间拉长，贷款额度基本都有明显收紧。而SHIBOR利率则在上周大幅攀升，本周虽有回落，但仍处于高位。

由于资金紧张，国家开发

## ■数据工厂|Data



点评：A股上周震荡走低，自6月底反弹以来周K线首度收阴。从账户统计来看，场内外资金情绪延续此前的上升趋势。一方面，新增股票开户数和新增基金账户均较前一周有所上升；另一方面，尽管上周参与交易的A股账户数占比较高，但依然处于5月份以来的高位。

据中登公司的最新数据显示，上周沪深两市新增股票账户数为203930户，较此前一周的182382户有所上升，上周新增基金账户数为57339户，较此前一周的46364户显著上升。在市场初现调整迹象之时，场外资金不仅未止住进场步伐，还加快进场的步伐，这表明资金依然看好后市。

资金活跃度方面，统计显示，上周参与交易的A股账户数占总

银行取消新债发行，铁道部21日发行的短期融资券也出现罕见的意外流标。而16家上市银行中已经有14家银行宣布了再融资计划，再融资规模（不含广发银行A+H股）约为4635亿元。证监会7月25日晚间公告，中国水利水电建设股份有限公司首发申请定于7月29日由证监会主板发审委审核，这意味着A股今年以来最大IPO已正式启动，该公司计划募集173.168亿元资金。

在三季度前景未明朗情况下，政府投资减少、银行资金紧张、股市扩容压力等因素都将会抑制市场的反弹空间。

## 市场唯一亮点在于业绩

目前有超过50%的上市公司已发布业绩预告，创业板有70家公司，占比30%，中小板披露581家，占比98%，主板则为452家，占比32.8%。其中，业绩增速在20%—50%之间的有205家，在发布业绩预告公告的上市公司中，预减幅度在20%—50%之间的有82家。行业分布方面，中小板中公用事业、黑色金属、有色金属、纺织服装和食品饮料行业业绩增速较为突出，采掘业、房地产、轻工制造、机械设备行业业绩增速堪忧。

面对业绩因素、海外市场、高铁事件，我们认为，阶段性、事件性因素短期仍将主导市场的走势。投资者需采取轻指数，重个股的操作思路。在追求短期确定性的市场修复行情下，建议继续关注中报业绩良好、且有持续性的行业。值得一提的是，经过前期的大幅下挫后，短期股指虽有止跌迹象，但疲软的态势没有得到改变。周二市场企稳主要是尾盘中国石油的拉动所致，历史经验显示，指标股的护盘往往改变不了市场本身态势，并且高铁股的做空能量尚未充分释放。

据悉，《“十二五”农药工业发展专项规划》日前正式出台，规划提出推动农药原药生产进一步集中，到2015年农药企业数量减少30%，并通过兼并重组培育2—3个销售额超过100亿元、具有国际竞争力的大型农药集团。行业内的龙头企业有望从市场份额和话语权的扩大中受益，投资者可做重点关注。

## ■数据工厂|Data



账户数的比例为83.56%，较前一周的9.03%小幅下降，但该水平依旧处于今年5月份以来的高位。

海外市场方面，代表投资者恐慌程度的VIX指标上周以来持续上升。在美债危机持续发酵的背景下，美股接连重挫，全球风险偏好情绪显著下降，短期而言，美股或也将维持弱势震荡的走势。

上周在一系列利空的打击下，市场显现出调整迹象，上周末的动车追尾事故以及美债危机的升级更是加剧了这一调整走势。对于动车追尾事故，当前市场可能存在反应过度的嫌疑，但在政策放松预期落空导致本轮反弹根基松动的背景下，大盘重拾升势的概率较小，在实现一定程度的超跌反弹之后，市场或仍以弱市震荡为主基调。（魏静）



截止到27日20点,共有1733人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	58.0%	1005
震荡	14.5%	251
下跌	27.5%	477

目前仓位状况 (加权平均仓位:68.3%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	50.9%	882
75%左右	14.1%	244
50%左右	10.5%	182
25%左右	6.6%	114
空仓(0%)	17.9%	311

股市有风险，请慎重入市。 本版股市分析文章，属个人观点，仅供参考，股民据此入市操作，风险自担。