

2300-2500或筑成阶段性底部

□中国银河证券研究部策略团队

海外债务危机的“搅局”，令A股反弹行情无奈夭折。目前来看，国内政策、国际市场这两个压制A股的短期力量还将发挥作用，而A股自身的业绩和估值只能起到抵抗下跌的作用，不构成反弹的动力，因此A股短期难以摆脱震荡格局。参照美国大危机后股市的表现，A股在2300-2500点探明底部的概率较大。

“内忧外患”的局面继续

国内市场期盼的政策放松迟迟未见，倒是加息预期隔三差五地来临。上周央行分别调升了一年期、三个月期和三年期央票发行利率8个基点以上，并重启了三年期央票的发行，这使得前期由于海外市场动荡而淡化了的加息预期重新抬头。过去一段时间人民币升值加快，市场曾据此猜测汇率工具将替代利率和存准率跃至货币政策前台。因此当上周加息预期再起时，A股市场表现得极为脆弱。除了加息

预期的重燃，国内房地产调控政策也将加码。上周住建部公布了新增限购城市的5项标准，其中主要针对的是过去半年房价涨幅较快的地区和中心城市周边地区。从房价统计数据显示，二、三线城市今年以来一直领涨全国，新一轮限购范围很可能向这些城市扩散。

国际方面，美国最新发布的一系列经济数据不容乐观。7月份美国房屋销量一改此前两月购房合同数量增加的情况，出现了3.5%的下降，表明房地产市场并没有实现人们期待中的复苏。同时，最近一周新增失业福利申请数量上升9000人，季调后突破40万关口，也高于市场预期。再加上，费城联邦储备银行8月制造业指数大跌至-30.7，为2009年3月以来的最低水平，而这是只在衰退期间才能见到的水平。此外，摩根士丹利和高盛近期同时下调了对今明两年全球经济的增长率的预期，其中调降幅度最大的是美国和欧元区，这一系列负面消息在重挫海外市场的同时也拖累了A股表现。

2300-2500点的支撑力较强

虽然近期A股市场再现疲弱，但消息面仍然有些利好因素。首先，地方融资平台的风险已大为缓解。据媒体报道，近三分之一的平台贷款因确认现金流达到全覆盖而将转入公司类贷款，这缓解了银行资本充足率的压力，对银行股构成利好。其次，上周国务院副总理李克强在香港表示，将允许以人民币境外合格机构投资者方式(RQFII)投资境内证券市场，起步金额为200亿元。虽然RQFII的方案尚不确定，而且是有额度的审批，但毕竟实现了境外人民币与境内证券市场的对接，将吸引更多资金进入国内市场，对于A股市场是个长期利好。

再次，较好的中报业绩和大盘股的超低估值能够对股指形成一定支撑。从已经公布中报业绩的1289家上市公司来看，净利润同比增长34.39%，其中主板增长34.95%、中小板增长31.8%、创业板25.87%，应该说截至目前，中报业绩的表现好于投资者的普遍预期。从估值水平来

看，与2008年11月时相比，当前代表超级大盘股的上证50指数TTM市盈率为10.43倍，低于当时的12.36倍；不过中小板股票的市盈率则大大高于当时的估值水平。

尽管外围形势恶浪涛天，但A股相对稳定，主要是因为欧美股市处于震荡区间的顶部区域，而A股处于震荡的底部区域，且A股市场早在前期的下跌中释放了大部分风险。参考大危机后的股市表现，上证综指2300-2500点或为震荡低点的概率较大。未来较长时期内，全球股市都难摆脱震荡格局。

反弹还需物价显著放缓信号

需要指出的是，上述利好充其量也只是抵抗市场下跌的一股力量，未来A股市场要想走出一波反弹行情，还要取决于未来物价的走势。今年以来宏观面的政策决策始终围绕物价和房价展开，可以说，物价因素才是左右A股市场中期运行的重要力量。近期的欧洲债务恶化、美国遭标普降级，增大了实体经济

再度衰退的风险，也使得8月以来大宗商品价格特别是铜、锌等原材料价格大幅回调，而同期食品价格中猪肉价格也整体处于回落中，因此8月份CPI将逐步回落。目前来看市场对物价步入下降通道存有普遍预期，但下降可能是一个缓慢的过程，而只有当物价处明显下降趋势或者物价下降积累到一定程度后，市场才可能期待政策放松带来一波较大级别的上行。

短期来看，我们认为国内政策变动的空间不大，国际市场对A股还会产生扰动。A股自身的业绩和估值限制了下跌空间，但刺激A股大幅反弹的动力尚未形成，区间震荡将是短期的主要特征。全球经济的不确定性限制了周期类股票的表现，但稳定增长的防御类板块，如大消费概念包括食品、纺织服装、商业贸易，以及受益于人民币升值的航空、造纸，则可进一步关注。此外，金融板块也可关注，银行业的低估值高增长，融资融券放开均有利于证券行业。

仅有估值底还不够

□东兴证券 张景东

过去一周欧美股市“二次探底”来势汹汹，其中德国已经下探新低，美股也已临近前期低点，形势岌岌可危。受此影响，A股也未能独善其身。周五A股再次出现向下的跳空缺口，这给短期走势平添了更多忧虑，短期行情或难以乐观。

实际上，最近一周以来，A股市场并不乏利好因素。如RQFII的推出，证监会对于“中国版401K”的积极探索以及对融资融券业务及转融通业务的推进，均可看作实质性的利好；但是市场对这一系列利好反应平平，显然是还未从全球经济二次探底的忧虑中走出。相反，央行新发票据利率走高，却引发了加息预期重燃的担忧。这种对利好的麻木和对利空因素的敏感，正是典型的弱势特征。由此来看，A股走出独立行情，也许并不现实。

在内忧外患的形势，近期A股一退再退，底线不断被打破，之前2437点的超跌反弹轻易收官，多方难以聚集人气。成交量的悄然萎缩，显示市场活跃度下降，投资者退出观望的迹象越来越明显。

究其原因，本质在于当前利空因素确切而紧迫，相反利好因素遥远而虚幻，或者力度太小。如RQFII的推出在即，但在可预见的未来能够给市场带来的增量资金却较为有限，对比如高速扩容带来的资金压力而言，实在是杯水车薪。至于“中国版401K”，虽然美好，但却是水中月、镜中花，遥不可及。整体而言，这种利好的实质当前还难体现，交易规则的改变难以成为扭转趋势的根本动力，其只能在趋势形成后构成强劲的推动力。

实际上，当前我们能够依赖的仅剩估值优势。在当前的点位下，A股整体估值已经达到历史底部，这无疑会为市场提供最终的安全边际。但是当前的低估值也有其缺陷，主要是结构性差异较大，使得股指吸引力大打折扣，而短期内我们似乎还看不到差异明显缩小的迹象。另外，对于绝对估值偏低的金融、地产等传统板块，质疑声也不少，主要是认为其未来将丧失成长性，因此低估值可能回升常态。不过，笔者认为，简单的拿国际同行的估值作为标准，实在有些片面。

与欧美股市相比，A股在过去两年的反弹中涨幅落后，当美股已逼近历史高位时，我们还在3000点以下挣扎，当前更是跌到2500一线。估值的历史底部，为我们提供了支撑，但也反映了投资者对未来的悲观预期。但是仔细想来，中国经济在全球范围内依然领先，而中国股市又处于估值底部，本来这应该是一个对全球资本具有巨大吸引力的地方；只是现在我们仍看不到希望。相对而言，市场自身的努力已经足够，估值底部就是最好的表现，但来自其它方面的支持实在太少。我们期待着积极的改变出现，否则市场的二次探底将难以避免。

期指陷入宽幅震荡格局

□东证期货 杨卫东

近期外围市场暴跌频现，可谓是股灾连连，美债欧债事件极大地挫伤了市场投资信心，在恐慌情绪之下市场波动明显加大。而国内期指市场也未能独善其身，行情跌宕起伏，短期内难以摆脱外围债务危机的间接影响，预计在市场忧虑消散之前，期指将陷入宽幅震荡格局。

上周期指先扬后抑，在这一过程中，尽管成交量明显放大，但持仓量却持续减少，体现出投资者更多是进行短线抢反弹。未来走势的不确定性使得短线交易明显上升，在行情剧烈波动之中，短线投机客交投意愿出现较大的提升。也正是基于这样的判断，期指很难走出趋势性行情；另外，当前期指总持仓量处在相对低位，仓位的低迷无疑会限制行情的发展。事实上，持仓量出现拐点，并且拐速越快，量能越大，往往才会孕育一波行情，而当前显然没有此迹象。

从多空力量上看，本次期指触底反弹，更多是空头主动性减仓所引发，而不是多头主动性入场带动；尽管随后部分多头参与了反弹操作，但参与量有限，整体信心不足。总体来看，空头在近期的行情中绝大部分时间占据了主动地位，短期内反弹结束，重回调整也在情理之中。

当前行情难以走出趋势行情，更多仍缘于市场信心的问题。市场信心、情绪影响行情走势的例子在历史上不胜枚举，恐慌事件所反映出来的问题是本质，但带来的信心和情绪影响却是最为直观和直接的。当前外围市场的动向仍是我们关注的重点，短期内欧美市场仍不稳定，市场仍会受到恐慌情绪影响而产生波动，我们还不能认为最坏的阶段已经过去，整体市场预期仍处于谨慎阶段。

反观国内宏观形势，相比国外，略显平淡，国内焦点集中在通胀和政策预期上，尽管7月CPI再创新高，但市场对于8月CPI预期明显乐观，考虑到翘尾因素以及猪肉价格等回落的概率较大，再加之外围市场的负面效应，短期内对于调控政策出台的预期较低。当然，近期对于政策放松的市场预期再度升温，我们认为政策放松还为时尚早，但至少短期内不会进一步收紧。因此，当前市场的焦点仍然集中在国外而非国内，美债欧债问题如何演变将成为影响市场的风向标。

我们判断期指短期将陷入宽幅震荡格局，市场在大幅恐慌下跌中于8月9日形成的低点将是阶段性的一个重要低点，短期内跌破该低点的概率较小，9月中旬之前期指箱体整理的概率较大。

外围风雨飘摇 A股向下空间有限

□长城证券金融研究所 张勇

上周股指震荡回落，在经历了短暂的反弹后，再度受到欧美股指暴跌的冲击，最终无奈选择向下寻求支撑。从内部因素看，成交量持续低迷，缺乏增量资金支援是大盘反弹无功而返的主要原因；事实上，前期大盘的反弹如“困兽犹斗”，是场内存量资金自救行为，因此反弹高度有限，重回弱市只是时间问题。不过，整体来看，虽然欧美股市出现了第二轮暴跌，但A股表现相对坚强，尤其是大消费以及中小板、创业板为代表的成长股走势相对独立。A股表现坚强的背后，或许是源于投资者对中国经济的乐观预期。

从海外冲击波的影响来看，尽管投资者对欧美经济陷入衰退、欧债危机加速蔓延的担忧情绪日益加深，加上欧洲债务危机仍处于发酵阶段，随时有可能对全球资本市场形成新的冲击波，但是其对A股的冲击力度将会有渐次减弱。上周美国陆续公布的重要经济数据中，对市场打击更大的是费城制造业数据，该数据上个月一举创下两年多来最大的降幅。欧债危机不仅未出现好转，反而出现进一步恶化的趋势，随着芬兰政府与希腊政府就为第二轮金融援助提供担保达成协议后，奥地利、荷兰与斯洛伐克等多个欧元区国家先后要求希腊为新救助贷款提供抵押，而这也可能导致希腊新一轮救助计划宣告流产。目前市场关注的是9月份意大利即将到期的巨额债务，如果出现违约，无疑会对整个欧元区乃至全球金融市场造成重创。

欧洲出现主权债务危机，就是政策为博选民好感、福利过度及财政无法承担所引发。欧洲国家宏观政策向民众的“许诺”超越了一些当事国的生产力水平，因此，满足人性贪婪导致了政策失灵和“市场失灵”共振的风险。需要注意的是，在宏观政策失灵或在群体痴狂时，运用国家资本的政策力量，通过合乎价值规律无为而治或有为而治的政策，才能校正市场失灵造成的失衡。

一是“无为而治”，对市场少干涉，让市场保持价值运行的样子，宏观政策

投行倒闭。本轮债务危机的根源是财政收支严重失衡，冲击最大的将是商业银行，因而近期欧洲银行股价普遍出现大幅下挫。从传导机制看，欧美债务危机短期影响仍是沿着资本市场传导，但是中期影响仍然体现在对中国出口的影响上，进而影响到中国实体经济。整体判断，中国经济会受到一定冲击，但是必须看到一点，全球经济的衰退是一把双刃剑，如果人民币加速升值、原油等大宗原材料价格下跌反而有助于中国降低通胀。中国财政收支总体平衡，税收收入连续多年高速增长，完全有能力通过积极财政政策加大民生投入，进而推动中国消费的增长。我们判断，在中国经济面临转型之际，当投资、出口受到冲击之后，扩大内需将变成唯一选择。外部冲击无疑会加快这一进程，个税起征点提高，提高养老、医疗、教育等支出将会推动中国居民消费，已经有机构提出了消费黄金十年，虽然有些乐观，但是趋势相对正确。

就A股的调整而言，本轮调整会否再创新低存在一定分歧。我们总体判断市场下跌空间有限，击穿2319点的可能性不大，但是结构性风险依然存在。从动态估值来看，沪深A股动态PE为13倍，低于1664点的水平，表明系统性风险导致的权重股下跌空间比较有限，从这个角度而言，2500点以下足是低风险区域，存在估值修复的投资机会。

从市场热点看，上下游行业表现迥异，低估值与高成长板块表现分化加剧。水泥、钢铁等强周期行业连续下跌，而食品饮料、医药等大消费仍然相当抗跌。银行、地产等低估值表现低迷，而创业板、中小板仍有强股股逆市上涨。基于结构分化的特点，配置策略仍以调仓换股、积极防御为首选，“吃药喝酒逛商场”仍是抵御风险的核心配置。

从市场热点看，上下游行业表现迥异，低估值与高成长板块表现分化加剧。水泥、钢铁等强周期行业连续下跌，而食品饮料、医药等大消费仍然相当抗跌。银行、地产等低估值表现低迷，而创业板、中小板仍有强股股逆市上涨。基于结构分化的特点，配置策略仍以调仓换股、积极防御为首选，“吃药喝酒逛商场”仍是抵御风险的核心配置。

防止政策失灵与市场失灵共振

□华宝证券研究所所长 李国旺

宏观政策需要遵守自然规律和价值规律，但与政策对应的市场本身，在自我运行生长发育到一定程度，就会在市场参与者贪婪的欲望驱动下过度膨胀从而导致市场“失灵”。实际上，投资者的狂热，往往又与政策不顾客观事实、脱离客观现实及政策失灵有关。政策只有自觉尊重客观规律，才能在投资群体狂热癫狂、发生偏离规律的非常态时，用合乎价值规律的政策法规纠偏，否则过度的宏观调控会导致市场失灵加剧。

欧洲出现主权债务危机，就是政策为博选民好感、福利过度及财政无法承担所引发。欧洲国家宏观政策向民众的“许诺”超越了一些当事国的生产力水平，因此，满足人性贪婪导致了政策失灵和“市场失灵”共振的风险。需要注意的是，在宏观政策失灵或在群体痴狂时，运用国家资本的政策力量，通过合乎价值规律，即使有人想从市场中搞坏事，也没有群众基础。当国家提供了社会保障相关的公共产品时，居民的家庭资产负债表将会极大改善，原来支付在医疗、上学、住房、养老上的支出减少或不再存在，百姓就可能将这些支出花费在日常生活、享受、发展的支出上，从而开辟出新的大消费市场与新的投资机会。

在常态下要真正的清静无为，让社会经济“自组织”发挥自我调节功能。无为而治，不是无所作为，而是所有政策都要合乎客观规律。“无为而治”的政策取向，为社会安定、社会稳定提供了资本市场投资的最大“确定性”因素，减少“不确定性”的风险，从而提高了资本收益率。

二是在市场照顾不到的公共或公益领域，“有为而治”，保障经济运行公正公平公开。宏观政策重点是清静无为，创造方便百姓释放能量的制度与法律环境，让百姓在自然、和平、公正、公平的环境中经营和生活。简单、明了、公正的社会公约、规范、法律、制度，也是公共产品与公益产品，这些公约、规范、法律、制度是社会群体和谐的粘合剂。宏观政策如果尊重遵守价值法则，顺从价值规律，即使有人想从市场中搞坏事，也没有群众基础。

当国家提供了社会保障相关的公共产品时，居民的家庭资产负债表将会极大改善，原来支付在医疗、上学、住房、养老上的支出减少或不再存在，百姓就可能将这些支出花费在日常生活、享受、发展的支出上，从而开辟出新的大消费市场与新的投资机会。

上周全球股市继续受经济担忧情绪的影响而表现疲软，美国经济数据不佳，欧洲银行业的系统风险又逐步增加，市场避险情绪不断提升。在全球经济形势日趋严峻情况下，中国内地与香港经济走势也面临较大的风险，而两地股市在担忧中走软。尤其是港股市场，在连续两周跌幅超过6%之后，上周再跌1.12%，市场投资气氛尽显谨慎。

在全球市场风险性因素不断提升的时候，黄金等传统避险资产受到追捧，毕竟全球经济前景的不明朗趋势，令投资者对股市的警惕性提高，于是转投黄金等避险资产成为当前投资者的首选。从当前的经济形势看，国际黄金价格后期仍有望继续上扬。

美国信用评级风波之后美国经济复苏再次受到冲击，美联储近期公布的经济数据结果大多不及市场预期，投资者更对美国经济的前景感到惶恐，因此市场对于美联储将继续实施QE3的预期也跟随着经济的疲软而不断增强。不过市场仍在期待美联储进一步的经济暗示，希望从中能够找到对经济发展有利的

线索。此外，欧债危机阴霾一直难以消散，投资者不得不开始对欧元区银行业系统的安全性产生疑虑，市场担忧一旦欧洲债务危机再度复燃，欧元区的经济复苏或成泡影，而更令市场忧虑的是，欧美经济的放缓甚至重返衰退的预期引发了全球经济增长下滑的可能，全球金融市场面临的压力不断增强。

港股已经连续四周走软，欧美市场的利空因素不断聚集，中国内地近期的加息预期也持续上升，内忧外患形成的压力严重阻滞了市场交投热情的上升，预计港股后市仍将面临压力。

上周全球股市继续受经济担忧情绪的影响而表现疲软，美国经济数据不佳，欧洲银行业的系统风险又逐步增加，市场避险情绪不断提升。在全球经济形势日趋严峻情况下，中国内地与香港经济走势也面临较大的风险，而两地股市在担忧中走软。尤其是港股市场，在连续两周跌幅超过6%之后，上周再跌1.12%，市场投资气氛尽显谨慎。

在全球市场风险性因素不断提升的时候，黄金等传统避险资产受到追捧，毕竟全球经济前景的不明朗趋势，令投资者对股市的警惕性提高，于是转投黄金等避险资产成为当前投资者的首选。从当前的经济形势看，国际黄金价格后期仍有望继续上扬。

美国信用评级风波之后美国经济复苏再次受到冲击，美联储近期公布的经济数据结果大多不及市场预期，投资者更对美国经济的前景感到惶恐，因此市场对于美联储将继续实施QE3的预期也跟随着经济的疲软而不断增强。不过市场仍在期待美联储进一步的经济暗示，希望从中能够找到对经济发展有利的

港股压力或再升级

□周宝强

上周全球股市继续受经济担忧情绪的影响而表现疲软，美国经济数据不佳，欧洲银行业的系统风险又逐步增加，市场避险情绪不断提升。在全球经济形势日趋严峻情况下，中国内地与香港经济走势也面临较大的风险，而两地股市在担忧中走软。尤其是港股市场，在连续两周跌幅超过6%之后，上周再跌1.12%，市场投资气氛尽显谨慎。

在全球市场风险性因素不断提升的时候，黄金等传统避险资产受到追捧，毕竟全球经济前景的不明朗趋势，令投资者对股市的警惕性提高，于是转投黄金等避险资产成为当前投资者的首选。从当前的经济形势看，国际黄金价格后期仍有望继续上扬。

美国信用评级风波之后美国经济复苏再次受到冲击，美联储近期公布的经济数据结果大多不及市场预期，投资者更对美国经济的前景感到惶恐，因此市场对于美联储将继续实施QE3的预期也跟随着经济的疲软而不断增强。不过市场仍在期待美联储进一步的经济暗示，希望从中能够找到对经济发展有利的

上周全球股市继续受经济担忧情绪的影响而表现疲软，美国经济数据不佳，欧洲银行业的系统风险又逐步增加，市场避险情绪不断提升。在全球经济形势日趋严峻情况下，中国内地与香港经济走势也面临较大的风险，而两地股市在担忧中走软。尤其是港股市场，在连续两周跌幅超过6%之后，上周再跌1.12%，市场投资气氛尽显谨慎。

在全球市场风险性因素不断提升的时候，黄金等传统避险资产受到追捧，毕竟全球经济前景的不明朗趋势，令投资者对股市的警惕性提高，于是转投黄金等避险资产成为当前投资者的首选。从当前的经济形势看，国际黄金价格后期仍有望继续上扬。

美国信用评级风波之后美国经济复苏再次受到冲击，美联储近期公布的经济数据结果大多不及市场预期，投资者更对美国经济的前景感到惶恐，因此市场对于美联储将继续实施QE3的预期也跟随着经济的疲软而不断增强。不过市场仍在期待美联储进一步的经济暗示，希望从中能够找到对经济发展有利的

上周全球股市继续受经济担忧情绪的影响而表现疲软，美国经济数据不佳，欧洲银行业的系统风险又逐步增加，市场避险情绪不断提升。在全球经济形势日趋严峻情况下，中国内地与香港经济走势也面临较大的风险，而两地股市在担忧中走软。尤其是港股市场，在连续两周跌幅超过6%之后，上周再跌1.12%，市场投资气氛尽显谨慎。

在全球市场风险性因素不断提升的时候，黄金等传统避险资产受到追捧，毕竟全球经济前景的不明朗趋势，令投资者对股市的警惕性提高，于是转投黄金等避险资产成为当前投资者的首选。从当前的经济形势看，国际黄金价格后期仍有望继续上扬。

美国信用评级风波之后美国经济复苏再次受到冲击，美联储近期公布的经济数据结果大多不及市场预期，投资者更对美国经济的前景感到惶恐，因此市场对于美联储将继续实施QE3的预期也跟随着经济的疲软而不断增强。不过市场仍在期待美联储进一步的经济暗示，希望从中能够找到对经济发展有利的

上周全球股市继续受经济担忧情绪的影响而表现疲软，美国经济数据不佳，欧洲银行业的系统风险又逐步增加，市场避险情绪不断提升。在全球经济形势日趋严峻情况下，中国内地与香港经济走势也面临较大的风险，而两地股市在担忧中走软。尤其是港股市场，在连续两周跌幅超过6%之后，上周再跌1.12%，市场投资气氛尽显谨慎。

在全球市场风险性因素不断提升的时候，黄金等传统避险资产受到追捧，毕竟全球经济前景的不明朗趋势，令投资者对股市的警惕性提高，于是转投黄金等避险资产成为当前投资者的首选。从当前的经济形势看，国际黄金价格后期仍有望继续上扬。

美国信用评级风波之后美国经济复苏再次受到冲击，美联储近期公布的经济数据结果大多不及