

确认底部不难 展开上涨不易

□申万研究所 桂浩明

6月的“开门红”并未给投资者带来多少惊喜,本周一股指更跟随欧美股市的暴跌而跌跌不休,并创出年内单日最大跌幅。时至今日,市场已被悲观情绪所笼罩,预计认为大盘会再创年内新低的人士已不计其数。

不过,在笔者看来,尽管当前股市确实表现不佳,但后市表现倒也未必惨淡,短期内市场企稳,并在2300点附近确认底部的可能性依然存在。大家都清楚,时下股市的下跌,在很大程度上与实体经济表现不佳有关,人们担心这种状况的进一步蔓延会对股市行情构成压力。应该说,现在确实是实体经济表现最差的时候,由于有关方面已经把“稳增长”放在了更加重要的位置,并且开始采取了一些措施。因此在正常情况下,实体经济有望在未来几个月内逐渐走出低谷,并恢复正常增长的水平。而股市理应对此提前做出反应,虽然就目前的经济形势看,即便经济恢复了正常增长,也不可能再现以往那种高速增长的局面。但不管怎么说,市场毕竟摆脱了最坏的阶段,既然是这样,就不应该对股市的未来有过于悲观的预期,应该说情况正朝着向好的方面转变。哪怕这种转变并非一帆风顺,但趋势依然

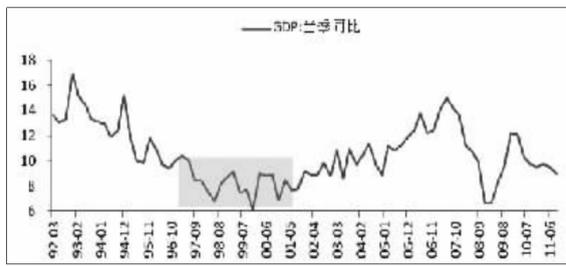
明确。因此,当经济表现最差、政策明显松动的时候,再盲目看淡股市就有点短视了。站在股市的角度来看,近几天大盘的下跌,多少有点恐慌的成分,而一旦投资者的情绪稳定下来,这种无序的暴跌格局不会再继续下去。值得注意的还在于,前几日大跌的欧美股市,日前已经显露出来企稳的某些迹象。

既然股市不会再继续出现大跌,换言之就是股指有可能在目前点位附近构筑并确认底部。那么是否还能再进一步说,在企稳以后它还能展开反弹并推高股指呢?也许,就股市一般的走势而言,这样的演绎过程顺理成章。但问题在于,我们说股市能够在目前的点位止跌企稳,一个很大的原因在于其低估值特征产生了作用。这就是说在基本面不至于再恶化的背景下,股市已经有了相应的投资安全边际。但是,如果在这基础上还要实现较大的上涨行情,那情况就不一样了。毕竟现在来看,经济景气程度还比较低,各行业的盈利能力普遍不佳,上市公司的效益还在回落,因此在一段时间内基本上就不存在支持股市上行的业绩基础。虽然大家也看到了宏观面的改善,但一来力度还比较有限,二来这种改善也不太可能对股市产生立竿见影的作用。就积极股市政策的推出,应

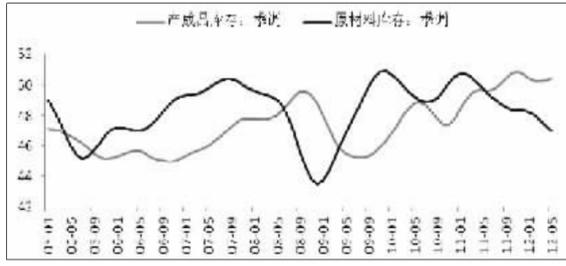
该说它能够对提振市场信心起到不小的作用,但是大家都知道,有了信心,自然会对股市的上涨行情起到某种强化作用,但是毕竟不可能改变股市的基本运行趋势,将弱势格局改变成强势格局。因而,股市未必不会再有大的下跌,但随着时间的推移,人们甚至也不难看出其已在确立支撑位;但是这并不意味着大盘紧接着就会有好的上涨。就现阶段的表现来说,市场很可能会继续维持弱势整理的格局,在一个不大的区间内作缩量波动。

显然,这样的行情有点折磨人。从操作层面上来说,适当的波动是交易行为存在的前提,而股指一旦陷入下跌余地有限、上涨又缺乏空间的状况,那么不仅会令市场活跃度进一步下降,而且还会使更多投资者因缺少操作机会而选择离开。最近一个阶段,一度在部分券商中流行的高频交易模式就难以施展,而股指期货的长时间多品种贴水交易状态,也令期现套利很难有效地展开。刚推出的跨市场300ETF基金,同样的也因出现交易价格低于模拟净值的情况,这使得套利交易举步维艰,成交量急剧萎缩,很多参与者只能选择亏本赎回。而问题的严重性还在于,这种状况的不断延续,会使得股市对投资者的吸引力越来越小,在与债券市场

目前经济类似于1997-2001年的情形,底部徘徊,复苏乏力



去产成品库存遇到波折



以及银行理财市场的竞争中处于下风以致不断被边缘化。从这个角度来看,现在这种跌不深也涨不动的局面,似乎并不比暴跌对市场的杀伤力小,人们千万不能因为股指跌幅相对有限就认为行情已经转危为安了,实际上现在仍存有危机,也需要更加重视,并

想办法予以解决。当然,对于现在投资者来说,从自身角度来看,必须要正视现实,毕竟市场改变现在这种状况并非一朝一夕就能实现,需要付出极大的努力。而在僵局还没有被真正打破的时候,也许持等待与观望的态度是最好的应对手段。

弱势基调不变 内因仍是主导

□银泰证券 陈建华

64点长阴之后,A股暂时止跌企稳。虽然指数未动,但盘面显示出资金倾向于选择防御板块进行配置,同时成交量萎缩也表明市场并未出现更多的积极迹象。应该说,当前A股弱势震荡的主基调依然未发生改变。

表面上看,周初A股两市大幅调整,主要是受外围市场大跌以及国内国际板传闻的影响;但就在逻辑来看,市场的这种走势更多是对近期以来各种利空因素累积后的一种集中释放。而这种利空的累积,从国内看一方面来自市场对政策调整力度有限且较为迟缓的失望,另一方面持续走低的经济数据也在不断增大投资者对实体经济的担忧;国外方面则来自于希腊、西班牙债务问题的轮番冲击以及欧美普遍低于预期的各项经济数据,显示出全球性经济增速放缓。

排除这种因利空叠加所出现的极端走势,我们认为当前A股依然处于稳增长政策陆续出台与经济增速持续放缓两者的博弈中,期间虽然外围因素也将对两市运行产生一定的冲击,但就主要因素而言,国内环境依然是决定A股两市运行的决定性力量,因此对于未来A股沪深指数的运行趋势,来自国内政策面的因素以及实体经济的发展趋势,将更起着决定性作用。

就国内实体经济的发展趋势看,经济增速持续放缓仍是当前市场的普遍预期。国家统计局的

数据显示,5月国内制造业PMI为50.4%,较4月份环比下降2.9个百分点;尽管存在季节性因素,但其环比回落幅度依然大于2005年以来该项指标季节性回落2.7个百分点的平均水平,这表明国内实体经济运行状况有所恶化。从分项数据来看,各分项指标的大幅回落显示出当前国内需求不足、生产疲弱、企业采购原材料积极性不高,同时库存积压等信息预示着当前国内经济呈现系统性放缓的局面。5月份制造业PMI数据的大幅回落表明,在目前国内经济再度呈现明显的放缓迹象,若无更多的刺激政策出台,预计未来放缓趋势仍将延续。

而就政策面的情况来看,在经济增速持续放缓的背景下,管理层稳增长力度也有所增大,但仍未达到全力刺激经济增长的程度。从具体政策来看,当前管理层稳增长的措施主要包括以下几个方面:一是积极扩大内需,出台节能家电补贴政策;二是加快固定资产投资审批,但仅限于计划内项目;第三方面则是加快制度改革,包括鼓励民间资本投资、税费改革进一步推进等。虽然当前管理层依然以“稳定”经济增长为主,且在投资扩张方面依然较为克制,但其体现出来的政策重心转变日益明显,而随着未来经济增速的持续放缓,我们认为不排除更多稳增长政策出台的可能。

在这样的市场环境下,未来A股维持震荡格局的可能性较大。虽然来自实体经济层面经济增速下

滑的担忧将对两市指数形成持续的负面影响,但来自政策面的利好预期将同样对市场形成有力支撑。然而需要注意的是,由于实体经济与政策的博弈具有明显的动态特征,因而其对市场的影响将不会偏于中性,某一方效果累积主导两市阶段性行情将是市场的主要运行方式,而这在5月份以来的市场走势中已得到了较好的体现。

5月份以来,A股市场的调整很大程度上源于在政策调整力度有限的背景下,对经济增速下滑的担忧成为主导市场运行的主要因素,但随着风险的持续释放,其造成的两市继续大幅下挫的空间将相对有限;可以预见的是,随着经济增速的进一步放缓以及通胀压力的减轻,通胀走势将是政策调整的一个重要参考考量,预计未来政策调控的力度将进一步增大,即后期因政策因素主导的阶段性反弹行情可期。

整体而言,我们认为在当前这种多空因素交织的影响下,A股沪深指数维持箱体震荡格局将是大概率事件。从更长的时间周期看,我们依然对未来A股市场维持较为乐观的判断,而这种乐观则是建立在国内经济企稳回升的基础之上。虽然时间上仍需等待,但却是较为确定的事件。在具体的板块配置上,短期建议投资者以政策线索为主线,把握受益于政策因素的局部板块个股的波段操作机会,重点可关注房地产、券商、家用电器以及水利建设、节能环保等行业个股。对于中线投资

者而言,在当前的震荡行情中建议逐步增大对建筑建材、交运设

港股缘何无视港元汇率走高

□香港智信社

美国4月工厂订单出现环比下滑,与市场预期背道而驰,结合上周公布的就业数据持续疲弱,投资者对于美国经济复苏的担忧情绪渐浓;与此同时,欧元区问题的复杂性亦超出市场预期,周一欧美主要股指延续跌势;内地A股仍处于政策与经济的博弈阶段,沪指指在相对有限;可以预见的是,随着经济增速的进一步放缓以及通胀压力的减轻,通胀走势将是政策调整的一个重要参考考量,预计未来政策调控的力度将进一步增大,即后期因政策因素主导的阶段性反弹行情可期。

恒生指数全日收报18259.03点,上涨0.4%;大市全日仅成交397亿港元,创出近期地量水平;中资股涨跌互现,国企指数收高0.24%,红筹指数则逆市走低0.39%。中资银行股为昨日大市反弹的主力,恒生金融分类指数以0.87%的涨幅成为表现最好的分类指数,其中,中国银行、建设银行均上涨1%左右。银行H股近期的相对强势主要缘于两点:首先,估值较低,H股股价几乎全线低于相应A股股价;其次,内地货币政策的宽松预期有利于中资银行利差的提升。然而,对于投资者来说,对该类股份的后期走向仍应留一份谨慎,毕竟中资银行股在港股市场中的相对估值优势并不明显,而且在当

前信贷需求疲弱的背景下,政策放松的效果也将大打折扣。

港元汇率近期持续走高,美元对港币汇率已从前期7.7712高点跌至昨日的7.758一线。按照以往逻辑,港元走高说明国际资金流入香港,港股也应放量拉升;然而,近期港股的持续下挫以及成交量的萎靡不振与历史经验相悖。究其根源,有外汇交易员表示,近期港元升值主要缘于联系汇率制度下,投资者将港币视为避险货币,当市场避险情绪极度升温之时,港元也将受到追捧。回顾历史,当美国次贷危机爆发后,资金于2008年9月及10月大量流入美元寻求避险,美元指数迅速攀升;而与此同时,港币也作为避险货币一度受到资金追捧,短短两个月时间,美元对港元汇率就从7.8跌至7.75的强方兑换保证水平;而与此同时,港股作为高风险资产亦出现大幅下挫。

因此,我们可以在绝大多数时间内将港元汇率作为港股的同步指标,但当全球避险情绪极度高涨之时,也会出现“港元假象”,港股投资者仍应谨慎操作。短期来看,在欧元区仍处于混乱状态之时,在美联储面对疲弱的经济数据仍闭口不言的背景下,全球金融市场的主题依然是避险,而作为高风险资产的港股仍难逃弱势。

策略汇

兴业证券:下跌提供中期买入机会

对于A股市场而言,当前最主要的矛盾仍然在国内而非海外。考虑到流动性宽松导致资金价格系统性回落,进而提升估值水平,通胀持续回落将加大政策调控的空间,而政策微调助力将帮助经济企稳,提升风险偏好。因此,未来数月是投资者可以操作的、明明白白的操作窗口。即便短期内,由于对政策预期的分歧和海外不确定性引发震荡,投资者不必恐慌,反而应该积极寻找机会,从容逢低买入。

我们倾向于认为未来数月,特别是三季度是最有可能出现“经济横盘、政策正面、通胀偏低”的窗口期。目前的政策环境显著优于去年8、9月份欧债危机阶段,彼时国内通胀高企,CPI在6%以上的水平制约了政策空间。根据兴业证券宏观团队预测,5月CPI有望回落到3.1%,6月进入3%以内,这将给政策放松提供充分的操作空间。

配置建议,我们看好保险、券

商、地产、汽车、环保、高端装备制造、新能源以及水利、市政类投资受益板块。我们建议投资者超配价格系统性回落,进而提升估值水平,通胀持续回落将加大政策调控的空间,而政策微调助力将帮助经济企稳,提升风险偏好。因此,未来数月是投资者可以操作的、明明白白的操作窗口。即便短期内,由于对政策预期的分歧和海外不确定性引发震荡,投资者不必恐慌,反而应该积极寻找机会,从容逢低买入。

国金证券:无需谈“政策”色变

自2008年以来,对政策变化的预期,而非仅对经济变化的预期,已经成为驱动A股市场的重要力量之一。在每次经济与政策的博弈进程中,投资者预期总会经历三阶段的变化:从不相信政策的改变到不相信政策的效果,再到高呼政策的胜利而遗忘经济运行的规律。应该说,目前市场正处于从第一阶段向第二阶段过渡的时期。

参考2008年末以来几次经济与政策博弈阶段中A股市场的走势,我们发现从投资者质疑政策出手到质疑政策效果的阶段,由于短期内政策能够起到一定的作用,后续经济的表现要好于

投资者原有的预期,因此预期差将推动市场震荡上行,我们对6月市场依然维持年初以来的乐观看法。

从更长的角度看,驱动市场的根本力量还在于经济内生自发的企稳回升。目前工业企业净利率依然低于票据利率,这在很大程度上抑制了企业的投资意愿,于是降准和降息的必要性凸显。货币政策若再次调整,则超出广大投资者的预期,并成为推动股票市场上行的催化剂。比较股票和债券两大类资产的收益率,我们认为对股票资产更具吸引力。配置方面,6月份建议超配建筑装饰、铁路设备及保险。

中投证券:6月或迎来降息窗口

我们一直认为,政策微调可抵御经济下滑的影响,之后经济逐步企稳、企业盈利增速环比回升。在当前经济仍处于底部区域的阶段,上述判断的主要观察指标是信贷。如果信贷能够保持较高的投放力度,那么经济的企稳回升就可期。

目前来看,5月信贷将是影响市场的重要数据,我们根据当前信息判断,预计5月新增信贷约6500亿元左右,市场影响中性。随着通胀水平的进一步回落,实际利率自4月开始将呈现持续转正,并且,随着6月份CPI大概率降至3%以下,实际利率水平将明显提高,利率下调的空间已然打

开。同时,近一段时间以来新增信贷规模相对较少,与“稳增长”的政策目标相悖,其中贷款成本偏高造成实体经济需求不足是重要原因,通过降息以实现信贷规模有序增长是最为直接的手段。另外,未来国家启动一批重大项目也亟须通过降息降低融资成本。我们认为,未来一年内存存2-3次左右的降息空间,6月、7月将迎来降息窗口;也不排除根据外汇率窗口情况进一步出现逆回购操作及下调准备金的可能。预计伴随“项目包”实施,6月有可能信贷会相对乐观放量,中长期贷款占比或也将出现改善。(魏静 整理)



常用技术分析指标数值表(2012年6月5日) 宏源证券北京金融大厦(太平桥大街)营业部提供

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
MA(5)	2350.16	2605.03	10034.24
MA(10)	2354.98	2607.59	10050.28
MA(20)	2365.52	2611.89	10078.42
MA(60)	2384.23	2628.34	10161.16
MA(100)	2371.80	2599.58	10067.83
MA(200)	2354.88	2562.04	9840.21
MA(250)	2355.12	2535.28	9719.65
MA(260)	2458.96	2685.95	10469.93
BIAS(5)	-1.90	-2.06	-2.06
BIAS(12)	-1.87	-1.87	-1.87
DIF(2,26)	-10.85	-4.35	-29.56
DEA(9)	-5.66	1.36	-6.78
RSI(6)	28.97	30.76	31.23
RSI(12)	37.01	39.98	40.19
%K(9,3)	50.01	53.39	53.63
%D(3)	56.40	59.23	58.02

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
心理线	PSY(12) 50.00	41.67	41.67
	MA(6) 44.44	45.83	45.83
	+DI(7) 11.30	13.38	17.08
	-DI(7) 40.36	38.40	32.70
动向指标(DMI)	ADX 35.35	26.02	22.12
	ADXR 34.37	27.26	24.81
人气意愿指标	BR(26) 115.35	151.29	164.22
	AR(26) 124.67	212.49	241.38
威廉指数	%W(10) 100.00	88.04	82.25
	%W(20) 100.00	90.34	86.03
随机指标	%K(9,3) 35.29	39.45	42.55
	%D(3) 50.01	53.39	53.63
	%J(8) 5.84	11.58	20.40
动量指标	MOM(12) -32.60	-15.13	-55.98
	MA(6) -13.28	7.27	-8.38
超买超卖指标	ROC(12) -1.39	-0.59	-0.56

不对称降息 稳增长的有效手段

□刘方旭

2012年以来,国内经济增速的持续放缓和欧债危机的不断反复,使得国内政府实现“稳增长”目标的压力不断增大,于是,政府实现这一既定经济目标的方式自然成为市场关注的焦点。

经济运行内忧外患

在国内宏观调控、外围经济特别是欧债危机再度恶化的背景下,中国GDP增速自2010年一季度达到增速高点(12.1%)后持续下滑下来,至今已连续8个季度,预计2012年二季度可能会跌破8%。物价方面,CPI在去年7月见到6.5%的高点之后连续下行9个月,长期负利率状态已经转正。全社会固定资产投资同比增速在2011年5月达到25.8%的近期高点之后,持续下行已经达到了11个月;工业增加值

增速从2011年6月高点开始下滑之后,2012年4月已经回到了9.3%的水平。此外,进出口贸易、货币信贷等方面的数据也均下滑明显。

海外方面,2012年5月6日,希腊议会选举中获得组阁权的三个政党组阁失败,希腊可能退出欧元区的阴霾笼罩全球资本市场。若希腊退出欧元区,全球的投资者将重新评估欧元区资产的信用、流动性和汇率风险,对欧元丧失信心的投资者将转配非欧元区资产,资金流出欧元区并推升美元指数;同时,投资者也会将资金从欧元区边缘国家转向核心国家。深陷债务危机的国家经济将进一步滑向深渊并可能将欧元区甚至美国经济拖向衰退,从而使中国经济发展的外部环境继续恶化。

不对称降息利在长远

面对中国经济的持续下滑,

2012年以来中国政府已推出一系列包括财政、货币、消费和投资等方面的组合政策。在此背景下,若经济增速仍继续下滑,降息作为一个货币政策手段或将被提上日程。从当前时点看,“稳增长”已经超越“控通胀”,成为当前中央经济工作的首要目标。温家宝总理近期特别指出,要将“稳增长”放到更重要的位置,根据变化加大预调微调的力度。

考虑到目前CPI回落基础不稳,为稳定通胀预期、保持现在存款基准利率水平,管理层可以通过只降低贷款利率或适当放宽贷款基准利率下浮的幅度限制,“不对称降息”放松,实现“稳增长”及“控通胀”的双向目标。

事实上,不对称降息主要在于降低了除了银行业之外各行业的财务成本,特别是处于盈亏平衡线附近的沿海出口企业和电力

等公用事业企业的财务成本,同时也有利于刺激民间资本的再投资,从而提高就业、推动出口和拉动内需。

而不对称降息的直接打击对象,无疑是银行,因为这主要降低了银行业的净息差,使得银行业的净利润增速放缓并可能降低银行放贷的积极性。目前,中国商业银行仍有近八成收入来自息差,多数银行在贷款利率中保有较好的议价能力。据银监会公布的数据显示,2012年一季度,商业银行净息差继续走高,达到2.8%,较2011年四季度上升10个基点。若降息0.25%,可能减少银行业净利润近千亿元。所以,不对称降息的主要障碍在银行。

然而,过去9年间,银行业净利润增速始终保持在15%以上,平均增速达到30%以上。A股整体的净利润增速和银行业(上市A股

银行)的净利润增速对比来看,银行业的净利润增速更快更稳定,银行业占A股整体净利润的比重也持续上升。对比2011年和2007年的上市银行数据,包括工农中建四大行在内的所有上市银行净利润均出现了100%以上的增长,部分股份制银行如华夏、浦发等甚至出现了300%以上的增长。

也就是说,尽管单边降息对银行短期盈利有所损害,但从长远看单边降息将有利于中国制造业的平稳发展、结构转型和产业升级,有利于降低银行业中长期坏账风险,从而为银行业赢得了更好的长远发展的宏观环境。另外,在央行货币政策史上,不对称加息(或降息)也有先例可循。2006年4月27日,中国人民银行决定,从2006年4月28日起上调金融机构贷款基准利率,而金融机构存款利率保持不变。