



# 垃圾股风险释放 超跌蓝筹机会或至

□华泰证券研究所 徐天竹

昨日，股指在受到隔夜欧美股市反弹的消息刺激下小幅高开，之后一直保持弱势震荡走势，盘中再创2107.63点阶段新低。银行、煤炭等权重股走势相对较强，对大盘形成一定支撑。与此同时，市场对退市风险的恐惧从ST股扩散到B股，造成ST股普跌，沪深B指再次收出长阴。鉴于外部环境仍不明朗、国内经济企稳有待确认、ST股和B股部分资金逃出，短期市场将继续承压。建议投资者继续观望，控制仓位，回避风险较大的垃圾股，可适当关注一些前期超跌的蓝筹股。

## 外部环境仍不明朗

从近期欧美市场来看，A股外部环境仍不明朗。

美国方面，在劳动力市场、投资增速和消费表现低于预期的背景下，美国经济复苏的信心押宝在房地产之上。从上周数据

来看，地产复苏道路似乎仍然曲折。美国6月新屋销售季调后环比下降8.4%，6月新屋开工数修正后环比下降3.1%，而6月NAR季调后成屋签约销售指数也环比下降。上周同时公布的美国二季度GDP增长1.5%，在地产复苏道路并不明朗的背景下，美国要维系2%的全年GDP增速颇有难度。建议关注三季度美国地产数据，若持续走弱，则QE3将渐行渐近。本周美联储会议预计仍将中性的货币政策为主，对市场难有积极影响。

欧元区最新7月综合采购经理人指数(PMI)显示初值为46.4%，低于预期的46.5%，连续第六个月萎缩。目前危机正向核心国逐步蔓延，欧元区核心成员国德国和法国的PMI数据也显示本国经济继续萎缩。制造业产出大减，加大了欧元区重陷衰退的概率。虽然上周四欧央行行长德拉吉和德法领导人相继声明亦力挺欧元，但对于欧元区经济而言仍

属治标不治本。考虑到本周欧元区将公布多项经济数据，其中失业率、PPI和经济景气度指标预期将继续衰退，经济数据不佳恐对市场短期形成负面压力。

## 国内经济企稳有待观察

央行最新统计数据显示，6月末我国企业固定资产贷款增速比3月末高0.4个百分点。固定资产贷款增速回升表明企业固定资产投资活动的资金需求增加，这主要是由于二季度以来我国各项投资加速带来的资金需求回升所造成。因此，市场对7月银行业新增信贷预期较高，预计在7000亿元左右。除此之外，7月份汇丰中国制造业采购经理人指数(PMI)目前已升至49.5%，创下5个月来的最高值。在一系列经济政策作用下，信贷投放等多项数据呈现经济增长“缓中趋稳”迹象。

部分经济数据的转好得益于国家政策微调，但是这种趋缓与转暖是否具有持续性，还有待

数据进一步确认。我们注意到，在上半年银行新增贷款整体出现反弹的同时，新增中长期贷款却出现了增速放缓和占比下降的现象。这个现象暴露出了目前我国经济的结构性问题，即近期投资增速回升的侧重点更多是在基础建设和房地产投资，而工业企业投资增长偏少，实体经济仍然缺乏活力。因此，经济是否真正见底还有待观察，作为实体经济的晴雨表，短期A股市场也难有过多表现。

由于物价趋势性下行以及翘尾因素影响的进一步减弱，市场对下周即将公布的7月CPI普遍预期在2%以内，这也为三季度央行降息和降准打开窗口，未来货币政策趋于宽松。考虑到央行在过去的两个月内连续降息，短期内再次降息的可能性相对较小。为了配合“保增长”的需要和增强市场流通性，近期央行继续降准或是大概率事件。而从前几次降息和降准对市场的影响来看，未

来即使降准或者降息，恐怕也难以对市场形成太大的刺激，信心提振作用有限。

## 回避垃圾股 关注超跌蓝筹

周末上交所宣布拟将被实施风险警示的股票纳入一个新的板块风险警示板，涨幅限制为1%，跌幅限制为5%。我们认为，管理层对此类短线恶炒行为的打压必然导致市场对垃圾股的恐慌，造成ST股和B股板块中部分炒作资金的出逃现象，对整个市场形成打压。但从中长期角度看，离场资金将选择新的品种介入，蓝筹由于其具有政策、估值等多方面优势，或将成为市场新的关注点。

操作策略上，近日指数连创新低，市场情绪相对较为谨慎。因此建议投资者继续保持谨慎观望的态度，控制仓位不要盲目抄底。在投资标的的选择上，建议回避风险较大的垃圾股，可以适当关注一些前期超跌的蓝筹股。

# “音乐”如停 “舞蹈”即止

□信达证券 陈嘉禾

昨日市场的下跌主要由中小公司构成，周末出台的上交所风险警示股票交易实施细则是主要的推动因素。不过，从市场格局来看，细则的出台看则为主因，实则为诱因。

假设一下这个细则不是在A股，而是在美股出台，会有什么样的影响呢？恐怕什么影响都没有。从美股的市场构成来看，小公司的估值普遍较大公司低。事实上，这在全球也是一个普遍现象，甚至在印度、马来西亚、泰国、越南等新兴市场也是如此。这个现象背后的逻辑很简单，因为小公司的非货币重置成本所占的比例相对大公司更少。

而在A股，小公司的估值则比大公司高，平均高出1到2倍。

这种溢价主要来自于以下几个方面：没有市场化的IPO机制以及不成熟的退市机制所导致的上市资源稀缺性、与上一个原因相伴生的小公司更强烈的筹码属性（即更高的股价波动性），以及更重要的从2009年开始的小公司泡沫中股价与预期相互反馈导致的股票价格高估。

在我们看空小公司的这两年里，许多人对我们说，中国的小公司高估有其内在属性，是不会改变的。但是，正如彼得·林奇在谈到日本股票1980年代的高估值时所描述的，当整体日本股市在1990年代之前高估的时候，日本市场上有无数的逻辑说明日本的股票与西方如何不同、为何将会一直享受比西方更高的估值。但是，经济的规律最终战胜了投资者为自己找到的理由：现在日本股票的估值不仅比当年低了很多，甚至在整个发达国家股市群体中也属于低估的。

这两种现象导致在美股挖掘到低估值、高质量的公司比在A股容易得多，换言之，做价值发现型投资较A股也就容易得多。从某种意义上来说，正如劣币驱逐良币一样，这种现象也催生了A股投机者的增加、投资者的减少。

不过，抛开一些高估值的小公司不谈，股票仍然是中国最好的大类资产。在过去十几年中，A股的股票平均每年的基本面增速大概在15%到20%之间，高于债券，甚至高于房租的增长速度。

有些人也许会说，经济规律在纯粹的自由市场是有效的，但A股所在的市场并不是纯粹的自由市场，制度的影响也很大，所以导致A股不会完全遵从经济规律。事实上，这种意见疏忽了一个方面，即制度的设计实际上是经济规律的产物，而不是逆行。经济规律以及很多其他的社会规律产生了经济与社会的状态，导致制度的设计者必须做出适合当时情形的制度。

在几年乃至十几年的周期上，由于信息传导的时滞性，这种制度的设计可能落后于经济规律的发展，但并不代表这两者之间

有天然的隔阂。然而，作为投资者来说，几年或者十几年的时间已经足够长，业绩的压力导致绝大部分的投资者都不能坐等制度与经济规律的回归。这就牵涉到第二个问题——转折点。

从眼前的这个问题来看，一直以来支持小公司高估的因素主要有以下5个：上市公司股票在僵硬的发行制度与退市制度的共同作用下产生的筹码化、充足的流动性、“四万亿”时代经济转型预期导致的对小公司前景过于乐观的预期、与之伴生的小公司股价上涨的赚钱效应、小公司大于大公司的业绩增速。从当前来看，这5个因素都在消退。就像花旗银行前总裁Chuck Prince说的“当音乐响起时，你便必须起身跳舞”的反面一样，当音乐停止时，舞蹈也会停下来。

在细分结构上，这种小公司的高估也带来了A股与成熟市场的区别。当仔细研究美股的股票数据与A股的差异时，我们发现了两个在美股显著、在A股却不明显的现象。一是美股有大批ROE很高但估值很低的公司，二是在美股有相当多的公司估值非常低（无论是PE还是PB），显示了市场对这些公司十分共同的认识。

在我们看空小公司的这两年里，许多人对我们说，中国的小公司高估有其内在属性，是不会改变的。但是，正如彼得·林奇在谈到日本股票1980年代的高估值时所描述的，当整体日本股市在1990年代之前高估的时候，日本市场上有无数的逻辑说明日本的股票与西方如何不同、为何将会一直享受比西方更高的估值。但是，经济的规律最终战胜了投资者为自己找到的理由：现在日本股票的估值不仅比当年低了很多，甚至在整个发达国家股市群体中也属于低估的。

这两种现象导致在美股挖掘到低估值、高质量的公司比在A股容易得多，换言之，做价值发现型投资较A股也就容易得多。从某种意义上来说，正如劣币驱逐良币一样，这种现象也催生了A股投机者的增加、投资者的减少。

不过，抛开一些高估值的小公司不谈，股票仍然是中国最好的大类资产。在过去十几年中，A股的股票平均每年的基本面增速大概在15%到20%之间，高于债券，甚至高于房租的增长速度。

有些人也许会说，经济规律在纯粹的自由市场是有效的，但A股所在的市场并不是纯粹的自由市场，制度的影响也很大，所以导致A股不会完全遵从经济规律。事实上，这种意见疏忽了一个方面，即制度的设计实际上是经济规律的产物，而不是逆行。经济规律以及很多其他的社会规律产生了经济与社会的状态，导致制度的设计者必须做出适合当时情形的制度。

在几年乃至十几年的周期上，由于信息传导的时滞性，这种制度的设计可能落后于经济规律的发展，但并不代表这两者之间

# 悲观情绪将继续拖累股指

□长江证券策略小组

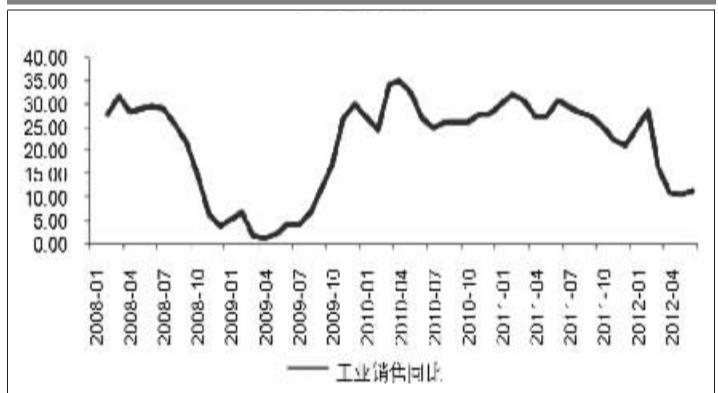
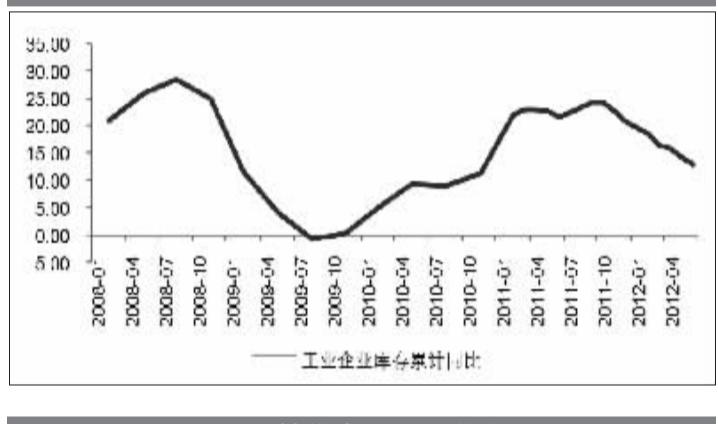
上周上证综指屡破新低，不过板块强弱出现一定逆转：非银行金融、医药和房地产等前期强势板块上周领跌大盘；之前表现平淡的银行、煤炭等周期板块上周则出现企稳迹象，昨日更是顽强抗跌。我们认为，随着强势股出现补跌，市场悲观情绪将会扩散，而昨日遭受市场抛售的风险警示股票以及其它业绩不佳的股票将持续承受压力，中小板、创业板的调整风险将加剧，投资者应加大对业绩的关注度。

## “假复苏”只等7月数据确认

上周公布了6月份工业产成品库存累计同比增速，结合本月之前公布的工业销售和中观层面上的行业产量数据，我们认为三季度的经济状况或有超预期向好的可能性。所以，基本面其实并不是愈来愈糟糕，而是出现了一定的复苏迹象，只不过拉长到1-2年，将会是“假复苏”，未来只需等待8月公布的7月工业生产数据进行确认。

但是从上周市场平淡的反应来看，中长期问题在影响市场因素中的“权重”过大，所以短期投资者情绪正在开始走向过度悲观。这是我们愿意看到的。由于基本面复苏的持续时间不是3-4年的小周期，因此单纯依靠基本面，市场高度有限，所以短期继续宣泄对强势板块的悲观预期，将会有利于三季度中后期的操作空间。

首先，6月工业销售情况有所



企稳。总体上来说，自年初以来，工业销售始终处于本轮衰退以来最快速的下行过程中，而最新的6月数据显示，工业销售开始出现了一定的企稳。从中观行业面上的数据上来看，中游制造业行业在6月也出现了许多产品产量同比企稳的迹象，如钢材、水泥，尽管企稳的水平比较弱，但较年初以来的快速下降已有很大改观。

其次，上周公布的库存累计同比增速继续明显回落，与上月回落速度相同，保持在1.4%。这也解释为什么在销量同比出现一定回升的情况下，6月的工业增加值同比继续出现一定下滑。但如果6月销售回暖的趋势在三季度继续延续，那么生产的趋势依旧会遵从销售的走向，只不过由于库存反向的对冲，生产的回升

毫无疑问，强势板块补跌是悲观情绪的一种体现。一些市场指标显示，尽管上周指数一再创出新低，但在上周前半周，投资者都依然处于对经济悲观、对市场仍有期盼的情绪中。例如，从当前处在上升趋势中的股票数目来看，上周周初依旧有11.7%处在上升通道，而在历史上较为悲观的底部，该指标均在5%以下；又比如，上周初板块的一致性趋势仅有73%，这说明多头仍有一定的“避风港”，市场情绪的悲观程度明显不够。值得注意的是，上述两指标在上周的最后两天强势股补跌的情况下分别开始下降和上升。

总体而言，随着股指创新低，悲观情绪将会扩散。在未来的一到两周内，尽管基本面数据会有一部分的恢复，但在无强有力政策的情况下，指数难有起色。板块上将会进入强势股补跌时期，因此估值防守将开始优于行业防守。行业配置上，强调估值防守和行业防守并重，建议配置银行、电力及公用事业、食品饮料板块。

# 内外难成合力 港股年线处或遇阻

□香港智信社

欧洲央行行长德拉吉日前重申了维护欧元区的决心，并暗示将干预西班牙及意大利的国债市场，投资者对于欧债问题的担忧显著降温，欧美股市也出现了持续反弹的走势；内地A股近日的表现则与欧美市场截然相反，经济的疲弱、政策的观望令股指连连创新低，沪综指周一盘中已逼近2100点大关。

港股市场近日的走势与欧美更为贴近，连续的跳空上行令恒指重回19500点关口之上，短线将再度挑战年线即牛熊分界线，但考虑到内外市场短期难以形成合力，而欧债问题仍有可能反复，预计恒指成功收复年线的可能性较低。

恒生指数昨日收报19585.4点，上涨310.44点，涨幅达1.61%；

大市共成交443亿港元，较上一交易日持平。受到内地A股弱势拖累，中资股跑输大市，国企指数与

段，欧美因素及内地因素对于港股影响力的大小也不尽相同。以近期走势为例，由于欧债风波此起彼伏，欧美因素对于港股涨跌的影响则更为重要。从历史经验看，港股每轮趋势性的上涨或者下跌，均伴随着A股与欧美股指的合力做多或做空，当二者的作用力出现反向运行之时，港股难以出现趋势性行情。

从目前港股面临的内外环境来看，德拉吉口头刺激对于欧美市场的正面影响或告一段落，市场下一步更为关心的是欧洲央行的实质性举措；美联储本周议息，市场普遍预期此次会议不会就进一步的宽松政策采取行动；内地方面，即将于8月上旬公布的最新经济及通胀数据将成为市场关注焦点，若政策面短期不推出进一步的宽松举措，预计A股继续下行的概率较高。因此，在内外市场难以形成合力的背景下，港股延续反弹并收复年线甚至20000点的难度较大。

## 恒生AH溢价指数创近三个月新低

□本报记者 蔡阳

7月30日，受上交所拟设风险警示板消息影响，沪深两市业绩存在隐患个股大幅下跌。在恐慌情绪的蔓延下，沪深两市尾盘跳水，双双收跌。其中，沪指指跌18.85点或0.89%，收报2109.09点，创下今年5月3日以来的收盘新低。

由于恒生AH溢价指数近期震荡下行，令A+H股溢价率近期持续下行，AH折价股不断增加。目前，在76只A+H股中，有12只为AH折价状态。其中，折价率最高的是中国交建，其AH股价格比为0.83，银行股中呈现AH折价的是招商银行、建设银行和农业银行，其AH股价格比分别为0.85、0.95和0.97。AH溢价率最高的三只股票是S仪化、洛阳玻璃和山东墨龙，其AH股价格比分别为5.42、4.72和4.48。

在A股走弱与港股走强的此消彼长之间，恒生AH股溢价指数低开低走，盘中创下5月7日以来的阶段新低。早盘恒生AH溢价指数以108.17点开盘，盘中窄幅震荡，收盘在沪深两市尾盘跳水的情况下，指数加速下行，盘

中最低探至107.38点。截至收盘，恒生AH股溢价指数收于低点，报107.45点，创下了今年5月3日以来的收盘新低。

有分析认为，近期外围股市企稳反弹态势明显，港股有望延续反弹，而A股则受制于经济下行压力，短期难有明显起色，后市恒生AH溢价指数或延续下行。

目前仓位状况 (加权平均仓位:59.5%)	
选项	比例
满仓(100%)	46.9%
75%左右	8.5%
50%左右	8.0%
25%左右	9.0%
空仓(0%)	27.7%

常用技术分析指标数值表(2012年7月30日)

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
MA (5)	↓2129.48	↓2353.69	