



汇金意在维稳 转势仍需等待

□本报记者 李波



汇金出手 沪指收“红星”

工商银行、农业银行、中国银行和建设银行17日发布公告，四公司于13日在A股市场获中央汇金公司增持。其中，汇金公司分别增持工行1932万股、农行4293.49万股、建行2449万股、中行1847万股。以13日上述四家银行平均股价计算，汇金公司此次增持四大行共耗资3.6亿元。

此前，光大银行、新华保险也发布公告，两公司均于13日获汇金公司增持，当日汇金分别增持了2200万股光大银行股

继增持光大银行、新华保险后，汇金公司周一晚间公告日前对四大行进行增持。在年线破位逐渐确认的背景下，汇金公司短期内的频繁增持或能在一定程度上对冲经济低迷、资金紧张等调整压力。不过，无论是从历史走势还是汇金增持的意义来看，决定大盘运行的关键仍在于宏观环境。综合经济、流动性、政策预期，当前市场缺乏上涨动力，但继续大跌的可能性也较小；大盘若要真正扭转颓势，需要数据改善、政策放松等积极信号的出现。

宏观环境不佳 延续弱势格局

□银泰证券 陈建华

自上周四大幅调整后，近三个交易日A股市场连续窄幅运行：沪深指数于2150点附近反复震荡，而深成指则于8400点附近持续整理。我们认为，虽然汇金频繁出手增持，但其并不能改变市场本身的运行趋势。在国内经济弱复苏、市场流动性趋紧以及政策保持相对稳定的宏观环境下，后期沪深指数不排除继续向下调整的可能。

从外部影响因素看，近几个交易日A股所处的环境不利好出现。上周末及本周一晚间，光大银行、新华保险以及工、农、中、建四大行分别发布了汇金增持的公告。就政策意图而言，我们认为，本来汇金增持透露出稳定市场、提振投资者信心的明显意图。

然而，从最终A股的表现情况看，本周以来两个交易日，沪深主板市场对政策面的利好反映较为冷淡，上证综指以及深成指虽有所企稳，但反弹乏力。同时，上周五大幅走强的中小板、创业板本周走势也开始相对谨慎，周一、周二连续高位整理。对于市场的这种表现，我们认为更多缘于投资者对历次汇金增持后指数走势经验进行了总结。

从历史上看，2008年以来汇金在二级市场上增持股票共发生过四次。就影响看，增持公告发布后虽然能对短期市场情绪产生一定提振作用，但其大都未能改变市场原有的运行轨迹，且增持对短期市场的影响也呈现明显的边际效应递减现象。在这一经验背景下，再度面临汇金增持的政策利好，近几个交易日A股延续之前的弱势格局在情理之中。

对于后期市场，我们认为沪深指数的最终走势将是实体经济层面、资金层面以及政策层面三因素共同作用的结果，汇金在二级市场上的增持虽能改变指数运行节奏，但无法改变其运行趋势。从实体经济层面看，月初国家统计局公布的5月份宏观数据显示，国内经济依然延续之前的弱复苏格局，在内需不足、外需面临考验的情况下，地产、基建固定资产投资的稳定，在很大程度上对冲了国内经济下行的风险，使得经济增速得以维持在相对稳定的水平。

从资金面的角度看，6月份以来国内市场资金成本呈现明显的上行局面，银行间市场中短期资金价格普遍走高。就具体原因分析，除了端午节假期、存款准备金缴纳等短期因素影响外，我们认为资本外流也是一个非常重要的原因。这一判断可以从人民币汇率市场的表现，以及5月份新增外汇占款大幅减少中得到验证。我们认为，国内市场资金紧张的局面预计仍将持续一段时间。

此外，从政策预期角度看，在政策更加强调经济结构转型、对经济放缓容忍度明显提升的情况下，短期内出台经济刺激措施显然是小概率事件。与此同时，面临市场资金紧张的局面，央行近段时间以来在公开市场的操作也表明，其并无大举投放货币的意图。预计未来政策预期整体仍将保持平稳。

对于A股市场来说，在当前不好不坏的经济增速、趋紧的市场流动性以及整体稳定的宏观政策预期的组合中，沪深市场运行将维持偏弱的格局。其中，代表周期权重股走势的主板指数，在市场整体环境依然偏负面的情况下，未来一段时间暂难看到趋势性机会，而流动性紧张局面的延续使得其不排除出现进一步向下调整的可能。

当然，可以预期的是，A股处于相对低位的现状以及汇金在二级市场的增持，将在很大程度上缓和两市向下调整的空间及节奏，使得后期主板市场即使出现下探，走势也将相对缓和。

在主板市场依然缺乏趋势性机会的情况下，我们认为后期市场关注的重点将依然集中在中小板、创业板的成长类个股中。虽然成长类个股前期普遍涨幅较大，但国内经济转型的背景、市场流动性趋紧以及市场风格偏好等因素，决定了此类个股后期仍将反复活跃。

举步维艰

市场重心或进一步下移

□招商证券

市场重心面临下移风险：一方面，美国国债收益率下半年面临回升可能，中国资本流入可能减缓，而且国内货币供应增速进一步回升空间已不大，去年底以来的流动性改善可能告一段落；另一方面，中国经济上半年已出现流动性陷阱迹象，实体经济并没有因流动性宽松而改善，下半年业绩检验面临压力。因此，市场重心面临下移风险，建议配置估值相对较低的地产、银行、汽车、家电、部分医药和食品饮料等品种；成长股估值较高，需等估值风险释放之后再择机配置。

经济举步维艰

内需欲振乏力。由于产能过剩和实体经济回报率低迷等原因，去年底以来，货币供应和社会融资额的明显增加并没有像以往那样拉动经济回升。相反，货币供应进入了以房地产为代表的资产领域，资产价格的膨胀不但没有拉动经济，反而进一步增加了实体经济运营的成本压力，实体经济受到进一步挤压。中国经济出现了虚拟资产的膨胀和实体经济的萎缩。

外需举步维艰。按理说，一轮经济复苏会经历刺激内需、产能形成、出口复苏、消化产能的过程，下一阶段产能出清将主要取决于出口周期。然而，外围多数经济体的低迷和人民币快速升值遏制了出口快速复苏的可能性。

中国经济当前面临的两难在于：如果让人民币贬值或者通过房地产等要素价格下跌来重塑出口竞争力、消化产能，那么首先要经历资本外逃、资产价格下跌风险对经济和金融产生的冲击；而如果要刺激内需稳定经济增长，则资金将绕开实体经济而进入虚拟（房地产）领域，推动资产类价格上升，资产价格上升不仅不能帮助经济复苏，反而会增加实体经济运行成本，进一步降低制造业国际竞争力、延缓产能出清过程。

最可能的现实选择就是维持现状，等待外需复苏逐步拉动中国出口，实现缓慢出清。这一过程当然是十分缓慢的，因此预计经济必定会在L型的底部徘徊很久。

流动性边际改善告一段落

在经济没有明确趋势的前提下，流动性和估值的波动是股市节奏的关键决定因素。对于流动性，我们认为，中长期内流动性整体上还是相对宽松的，但边际改善过程很可能告一段落，而且去年底以来股市的估值已经对流动性改善做出了充分反应，这可能会造成股市重心在三季度下移。

虽然中长期内流动性还会保持相对宽松，但流动性缺乏边际改善可能正在告一段落。原因在于以下几点：首先，货币供应量增速难以持续上升。截至4月份，中国广义货币供应量增速已达16.2%，已明显高于年初央行目标13%。而且货币的宽松对经济的刺激作用正在失效，只会造成资产膨胀和经济虚拟化倾向，这对经济复苏事实上不利。预计下半年货币供应增速有可能逐渐放缓，至少难以在当前基础上继续明显提升。

其次，随着中国经济复苏，QE退出的必要性日益临近，一旦美国减少债券购买，国债收益率会出现上升，中美利差会缩小，资金流入国内便会放缓；如果中国有意维持利差不变，那么必须提升国内债券收益率，对股票估值同样会产生压力。

再次，从人民币升值步伐来看，2005年汇改以来，年均升值幅度在3%，今年前五月升值幅度接近2%，由于升值过快抑制出口和产能出清，预计下半年升值速度有放缓可能，对热钱的吸引力也有可能会减弱。

更为重要的是，去年底以来随着国内流动性的改善，估值对流动性回升的反应已经比较充分。先是去年底至今年初的大盘股（银行、地产）估值快速提升，后是今年二季度小盘股疯狂，均反映了流动性好转带来的估值提升效应。目前，小盘股绝对估值和相对估值均已达到历史高位，下半年将迎来业绩检验期，由于经济低迷，业绩不达预期基本确定，小盘股向下修正的概率很大。

短期重心下移概率大

我们把去年底至今年上半年市场的上涨，定义为流动性改善和经济筑底预期带来的估值修正。由于经济没有显著复苏，业绩也难以出现显著提升，估值修正已超越业绩预期增长，在估值充分反应、业绩检验大概率低于预期的情况下，市场的重心很可能在三季度有所下移。

从中期来看，在经济L型走势的过程中，股市总体上将呈现弱势箱体震荡格局，历史上的许多案例均表明如此。根据经济增速和价格指数波动特征观察不同阶段股市的表现特征，我们选取了历史上日本、中国台湾和中国内地经济周期里面出现过的L型或U型筑底阶段：日本整个上世纪90年代、中国台湾1994-2000年期间、中国内地1996-2002年期间。从逻辑上和从实证上均表明，在经济L型或U型底部的过程中，股市整体上是箱体震荡的概率大。

从长期看，市场需要等待出口周期复苏和产能出清。长期内，出口已经成为决定中国经济和股市方向的关键因素，只有通过出口复苏消化掉国内产能，中国经济才有望迎来一轮复苏，股市才有望出现趋势性上涨。从具体指标看，要依次经历制造业投资触底回升和PPI转正，才能确定产能出清过程完成。

在战略性资产配置方面，随着中国经济转型，长期内值得配置的领域将局限于以下三类行业：服务业（地产、金融等）、消费品（医药、汽车、家电、食品饮料、纺织服装等）、新兴行业（环保、TMT、文化传媒、军工等）；就短期来说，建议配置低估值的金融、地产和消费品，包括地产、银行、汽车、家电、食品饮料和纺织服装等；新兴行业股票估值太高，等待估值下跌之后再择机配置。

此次增持是汇金公司对四大行股票实施的第五轮增持。回顾此前四次汇金增持之后的市场表现，大盘短期均给予正面回应，不过强弱不一，且逐渐呈现边际效应递减的态势。

首轮增持始于2008年9月18日，次日上证综指便大涨179.25点，之后向下探明1664点阶段底部后持续反弹至2009年8月4日的3478点。随着第一轮增持的结束，上证综指冲高回落。不久后汇金再度宣布对工、中、建三大行股票进行第二轮增持，上

证综指应声止跌，不过随后再度重回震荡下跌通道。2011年10月10日，汇金开始第三轮增持，当时农行已上市，伴随“四大行”的集体增持，当月上证综指大涨500点；第四轮增持开始于去年10月10日，大盘反映平淡，横盘震荡后继续下行，直至探明1949点底部。

分析人士指出，汇金增持在某种程度上意味着政策信号开始闪现，至少能够通过稳定银行股对市场构成支撑；而宏观环境显然难以单凭汇金增持四大行来改变。

首轮增持始于2008年9月18日，次日上证综指便大涨179.25点，之后向下探明1664点阶段底部后持续反弹至2009年8月4日的3478点。随着第一轮增持的结束，上证综指冲高回落。不久后汇金再度宣布对工、中、建三大行股票进行第二轮增持，上

证综指应声止跌，不过随后再度重回震荡下跌通道。2011年10月10日，汇金开始第三轮增持，当时农行已上市，伴随“四大行”的集体增持，当月上证综指大涨500点；第四轮增持开始于去年10月10日，大盘反映平淡，横盘震荡后继续下行，直至探明1949点底部。

分析人士指出，汇金增持在某种程度上意味着政策信号开始闪现，至少能够通过稳定银行股对市场构成支撑；而宏观环境显然难以单凭汇金增持四大行来改变。

因此，不论是经济面、资金面还是政策面，都不容忽视。

是一种投资行为，毕竟金融股当前估值已经处于历史底部，这不能简单视为“救市”。首轮增持探明的“1664底”以及第三轮增持的“10月革命”，更多缘于“四万亿”投资计划和美联储量化宽松的推动。另外，此次汇金出手稳定大盘，与IPO重启临近不无关系，也在一定程度上削弱了其本身的“正能量”。未来决定市场走势的关键依然取决于宏观环境，而宏观环境显然难以单凭汇金增持四大行来改变。

从外部影响因素看，近几个交易日A股所处的环境不利好出现。上周末及本周一晚间，光大银行、新华保险以及工、农、中、建四大行分别发布了汇金增持的公告。就政策意图而言，我们认为，本来汇金增持透露出稳定市场、提振投资者信心的明显意图。

然而，从最终A股的表现情况看，本周以来两个交易日，沪深主板市场对政策面的利好反映较为冷淡，上证综指以及深成指虽有所企稳，但反弹乏力。同时，上周五大幅走强的中小板、创业板本周走势也开始相对谨慎，周一、周二连续高位整理。对于市场的这种表现，我们认为更多缘于投资者对历次汇金增持后指数走势经验进行了总结。

从历史上看，2008年以来汇金在二级市场上增持股票共发生过四次。就影响看，增持公告发布后虽然能对短期市场情绪产生一定提振作用，但其大都未能改变市场原有的运行轨迹，且增持对短期市场的影响也呈现明显的边际效应递减现象。在这一经验背景下，再度面临汇金增持的政策利好，近几个交易日A股延续之前的弱势格局在情理之中。

对于后期市场，我们认为沪深指数的最终走势将是实体经济层面、资金层面以及政策层面三因素共同作用的结果，汇金在二级市场上的增持虽能改变指数运行节奏，但无法改变其运行趋势。

从实体经济层面看，月初国家统计局公布的5月份宏观数据显示，国内经济依然延续之前的弱复苏格局，在内需不足、外需面临考验的情况下，地产、基建固定资产投资的稳定，在很大程度上对冲了国内经济下行的风险，使得经济增速得以维持在相对稳定的水平。

从资金面的角度看，6月份以来国内市场资金成本呈现明显的上行局面，银行间市场中短期资金价格普遍走高。就具体原因分析，除了端午节假期、存款准备金缴纳等短期因素影响外，我们认为资本外流也是一个非常重要的原因。这一判断可以从人民币汇率市场的表现，以及5月份新增外汇占款大幅减少中得到验证。我们认为，国内市场资金紧张的局面预计仍将持续一段时间。

此外，从政策预期角度看，在政策更加强调经济结构转型、对经济放缓容忍度明显提升的情况下，短期内出台经济刺激措施显然是小概率事件。与此同时，面临市场资金紧张的局面，央行近段时间以来在公开市场的操作也表明，其并无大举投放货币的意图。预计未来政策预期整体仍将保持平稳。

对于A股市场来说，在当前不好不坏的经济增速、趋紧的市场流动性以及整体稳定的宏观政策预期的组合中，沪深市场运行将维持偏弱的格局。其中，代表周期权重股走势的主板指数，在市场整体环境依然偏负面的情况下，未来一段时间暂难看到趋势性机会，而流动性紧张局面的延续使得其不排除出现进一步向下调整的可能。

当然，可以预期的是，A股处于相对低位的现状以及汇金在二级市场的增持，将在很大程度上缓和两市向下调整的空间及节奏，使得后期主板市场即使出现下探，走势也将相对缓和。

在主板市场依然缺乏趋势性机会的情况下，我们认为后期市场关注的重点将依然集中在中小板、创业板的成长类个股中。虽然成长类个股前期普遍涨幅较大，但国内经济转型的背景、市场流动性趋紧以及市场风格偏好等因素，决定了此类个股后期仍将反复活跃。

□申银万国研究所 桂浩明

在遭遇“端午劫”，股市回落到半年前的位置之际，汇金公司果断出手，在二级市场连续操作，增持了六只金融股。这是历史上汇金第四次公开进行增持，作为一个投资界的“国家队”，汇金此举必然引起广泛的的关注。我们认为，尽管实际影响有限，但汇金增持的象征意义仍值得重视，因为他可能产生影响资金入市的“蝴蝶效应”。

增持实际影响有限

从汇金的历次增持来看，每次都是在股市暴跌，行情岌岌可危的情况下出手的。显然，此时他考虑的恐怕未必是相关公司的股价低，可以逢低介入以博取差价，而是为了显示自己对市场的信心。也因为这样，汇金增持往往被看作是一种类似“救市”的举措，汇金增持的股票点位也因此被人称之为“汇金底”。

不过，实事求是地讲，历史上汇金的几次增持，本身效果并不太突出。第一次是在2008年的9月，尽管增持导致股市大幅度上涨，但是几天以后行情就再度陷入跌势，并且很快向下破位，事后看那个“汇金底”与大盘最后形成的实际底部，相差很远。以后的几次增持，市场反映比第一次要小得多，基本上只是引发“一日游”行情，甚至只是少数相关个股的行情，对大盘几乎就没有什么影响。

这也难怪，一方面是汇金反复增持，