

# 三大估值压力难消 大盘秋乏明显

□本报记者 龙跃

进入三季度后,尽管宏观经济发出阶段企稳的信号,但股市始终难以摆脱围绕2000点震荡的低迷格局。分析人士认为,从市场运行的主要矛盾看,由流动性紧张、结构性高估和长期预期不佳引发的估值制约,已经上升为当前市场的主要压力。由于化解上述不利因素的条件尚不具备,预计短期市场很难改变弱势震荡格局。

## 大盘走势“昏昏欲睡”

上周的5个交易日,沪指指最高收盘价为2085点,最低收盘价为2057点,落差不过28点,指数基本呈现一字横盘的运行格局。实际上,这种窄幅震荡的走势并不是在上周才开始出现的,如果不考虑8月16日的盘中异动,进入三季度后,沪指指其实一直处于围绕2000点窄幅震荡的运行格局中,低迷的行情走势给人以强烈的“昏昏欲睡”的印象。

但是从基本面看,A股市场其实还是出现了一些积极因素。7月份官方PMI达到50.3%,较6月份的

50.1%回升0.2个百分点;同时,最新公布的汇丰8月PMI预览值也改变了7月份继续滑落的态势,报50.1%,重新回到荣枯分界线上方。此外,从钢铁、水泥等一系列产品价格看,也大多出现了触底回升的态势。由此看,在阶段补库存、政策小幅刺激等因素作用下,已经可以初步确定,国内经济在7-8月实现了阶段企稳。

与此同时,在与外围股市走势的比较中,A股也体现出了更坚实的底部支撑。QE退出时间窗口渐行渐近,热钱流出预期提升,使得近

期不少新兴经济体股市出现明显下跌。比如,印尼雅加达指数上周下跌8.60%,印度、韩国等国股市也呈现向下破位迹象。与之相比,A股明显抗跌。有市场人士甚至认为,资金从新兴市场流出后,不一定回流美国,有可能逐渐流入估值低企的A股。

但很显然,从A股大盘实际走势看,上述积极预期只能给市场带来支撑,并未提供足够的上涨动力。既然经济阶段向好预期已经形成,那么一定还有别的因素在抑制市场的向上空间。

## 三因素制造估值压力

的预期又恰恰是股市估值的最重要决定因素之一。

其次,结构性高估压力未化解。A股估值很难出现系统性提升的另一个主要原因在于,今年以来的结构性行情使得结构性估值差异显著,进而意味着市场整体估值处于明显的“亚健康”状态中。上周五,创业板指数再创阶段反弹新高1225.89点,与1239.60点历史高点只有一步之遥。今年以来,创业板股票的大幅逆势走强,导致A股估值结构出现畸形情况。统计显示,当前创业板股票整体市盈率(TTM)相对于沪深300的估值溢价倍数高达5.97倍,处于历史最高水平,并且估值溢价倍数已经大幅超越了小盘股泡沫比较严重的2010年当年最高溢价倍数为4.85倍)。

最后,中长期担忧抑制短期估值提升空间。从决定估值的因素看,除了资金利率外,另一个较为重要的因素就是市场情绪。目前看,宏观经济转型大幕刚刚开启,未来国内经济运行存在着诸多不

确定性,这些不确定性的存在又会导致投资者的悲观情绪,进而给予当前A股相应的估值折价,这一点在那些产能过剩的周期性行业中体现的更为明显。统计显示,7月份以来,沪深股市有36只个股曾经创出股价历史新低,而在这36只个股中,仅有7只个股为纺织服装、农林牧渔等非周期行业股票,其余则均为化工、机械设备等典型周期股。值得注意的是,三季度以来的整体市场企稳是由经济企稳预期造就的,但理应在此阶段表现强劲的周期股反而大量创出历史新低,充分说明中长期的担忧情绪,已经使得投资者开始忽视相关品种的短期积极变化。

展望未来,上述三个抑制市场估值提升的因素很难在短期被化解,这也意味着尽管经济已经阶段企稳,但市场上行空间仍将有限。对于具体品种配置来说,基于估值瓶颈,那些短期走势不受估值制约的题材股,或许仍将是未来一段时间主要的市场热点。



CFP图片

## 股指下跌空间有限

□西部证券 王梁幸

虽然以印度为主的外围新兴市场出现暴跌走势,对国内A股运行存在较大的负面冲击,但A股上周仍表现出了较强的抗跌性,权重板块走势相对平稳,加上各类题材、概念板块不同程度的活跃,表明当前市场交投情绪保持在较为高涨的状态,随着经济数据的持续转好,资金供需面趋于平衡,以及中小盘股的活跃,股指运行的下档支撑力度将不断得到夯实,预计下跌空间较为有限。操作上,建议保持五成左右的仓位配置,不妨重点关注化工、医药、农业等板块的表现机会。

在度过了一段时间的数据“真空期”后,市场再度迎来了汇丰公布的PMI初值,而创出四个月新高的数据无疑将增强市场对宏观经济回暖并逐步复苏的乐观预期。数据重回50%以上的扩张区域主要得益于此前出台的温和刺激政策,包括棚户区改造、铁路投资以及IT信息产业发展加快等方面,同时对小微企业减税等扶持政策的效果也开始显现;此外,从本次PMI指数的分项数据来看,制造业新订单指数、出厂价格指数等转向扩张,而成品库存则有一定的萎缩,也意味着企业补库存的动作会在未来逐步加快。整体来看,预计未来几个月经济企稳的基础将不断得到夯实。

对于股指运行而言,下档的支撑需要多个方面的数据的好转来不断夯实,在近期各项经济数据中,有着“经济运行温度计”之称的用电量数据也有好转的迹象。数据显示,7月份全社会用电量同比增长8.8%,增速较6月回升2.5个百分点,连续两个月回升,撇开高温天气的原因,7月工业用电量也有9.7%的增长水平,较前期也明显回升。从近几年用电量增速与GDP增速基本保持趋同,工业用电量与工业增加值也基本同步运行的规律来看,用电量的回升一定程度上也可以作证国内经济已经有所企稳,这也将为A股后市的运行创造良好的基本氛围。

IPO重启时点虽然一再延后,但上市公司不断开始再融资的动作依然在不断加大资金面的压力,加上此前一度出现的“钱荒”局面,市场对供求关系趋于紧张的担忧也有所加剧。而针对当前的状况,央行近期在公开市场的操作也更趋向于灵活,彰显出稳定市场预期,并将供求关系稳定在相对平衡的状态的明显意图。上周央行再度通过逆回购操作向市场注入流动性720亿元,有助于平复有所抬升的资金利率。此外,财政部也宣布将于27日开展500亿3月国库现金定存的招标,这对于缓解市场的紧张情绪,减轻月末资金面的压力都形成正面的作用。

从上周的盘面运行特征来看,权重板块方面,虽然招商银行因为A+H股再融资的因素而在周五一度出现大幅回落,但其他银行、保险等金融个股并未跟随下挫,其K线技术形态也未明显破坏,一定程度上仍显现了护盘的作用,同时对于稳定市场情绪也有正面的意义;从反映市场人气状态的券商板块走势来看,龙头品种的股价也基本在60日均线附近震荡为主,相对平稳的走势使得股指下跌的空间变得有限。

此外,值得一提的仍是以中小板和创业板为主的中小市值品种,尤其是代表了未来经济转型方向的新兴产业板块在盘中反复活跃,使得盘面不至于缺失赚钱效应和板块效应。一方面,中小板综指和深综指依托5日均线震荡走高,创业板综指更是反复创出反弹新高,资金做多意愿强烈,另一方面,得到政策支持的信息产业相关的宽带、互联网、IPV6等题材概念股以及新能源、新材料等板块也在盘中反复活跃,使得场内的做多动能始终得以维持较为充沛的状态。

整体来看,虽然盘面上结构型特征依然相对突出,板块之间的走势也存在一定的分化格局,但只要不缺乏持续性的做多热点,市场的交投意愿就不会过于清淡,对于A股而言,下档支撑的力度也因此而得到不断的夯实。

净空单连续攀升 期指走势承压

## 光大独占空头首席

□本报记者 熊锋

股指期货主力合约IF1309上周两涨三跌,周线报收长上影十字星,微跌0.31%。目前,IF1309多空前20位主力席位的净空单已经连续4个交易日攀升,并且走势保持“下跌增仓,上涨减仓”。市场人士分析,这是空头势力回归的信号,将给期指走势带来压力。此外,备受关注的光大期货席位上周全周均位居空头第一位,并未大幅平仓空单。

光大全周居于空头首位

在光大证券“8·16”事件发生后,光大期货席位当日增仓空单7000余手。这使光大期货席位仓位变动成为本周股指期货的最大看点之一。

根据中金所盘后公布的数据显示,上周光大期货席位持有的空单数一直位居空头第一位,较以往的“空头一哥”中证期货席位空单高出1000余手。并且,上周光大期货席位并未出现此前市场担心的大幅平仓空单。对此,业界专家指出,光大期货逾7000手空单没有出现大量平仓稳定市场信心,还从源头上使光大证券减少了亏损,发挥了股指期货套保功能重要作用。

就19日而言,光大期货仅小幅平仓空单660手,此后的四个交易日,该席位空单有所增减,但幅度均小于19日。鉴于光大证券自营部门不得新开设股指期货,所以该席位所增持空单其实是光大期货的客户所为。

光大期货的天量空单为何没有大幅平仓呢?在接受中国证券报记者采访时,国泰君安期货研究所研究总监陶金峰表示,如考虑到股指期货套期保值基本原则,减持对冲现货头寸的股指期货空单,需同步减持相对应的股票现货头寸。目前,光大证券公告表示暂不减持“8·16”事件中股票现货,所以其没有大幅平仓期指空单也就可以理解了。

鉴于光大期货自营部门目前被中金所限制新开设股指期货,其9月合约最多能持有至9月20日交割日。有券商资管部门的负责人对中国证券报记者表示,对光大证券不应仅采取行政限制,监管部门应该允许光大证券逐步平仓“8·16”事件中的现货及期指头寸,为避免给市场带来的大幅波动,可以提前公告一下减仓计划”。

空头压力骤起

值得关注的是,主力合约IF1309前20名会员的净空单上周五继续增加576手至8789手,已经连续四个交易日攀升。市场主力资金盘踞的国泰君安期货席位一反此前坚定“做多”的态度,反而在上周五减多单150手并且加空单1111手,其净多单大幅减少1261手至292手。市场做空的意愿骤然升温。

长江期货资深分析师王旺认为,期指“下跌增仓、上涨减仓”状态延续,说明空头近期开始逐步占据主动。以上周五午后走势为例,盘中13点15分至46分,主力合约IF1309约半小时下跌逾60点,而持仓量大幅增加11964手,这是看跌信号”。

广发期货分析师胡岸亦持类似观点,她分析上周五下午期指在下跌过程中,持仓量一路狂增,主力合约盘中持仓最高11.5万手,刚好对应当日期指最低点,说明空头明显占据主动。近日期指总持仓和净空持仓已连续攀升,空头势力的回归给期指走势带来了压力。

上海中期资深分析师陶勤英认为,从期指日内持仓变化来看,上周五空头占据盘面的主导低位,午后期指的跳水由空头主动加仓所致,随着空头的获利平仓,期指触底反弹,但反弹力度有限。反映出目前多头信心匮乏,尤其在经济数据明显回暖的背景下,多头并未顺势推动股指上行,进一步反映出市场的做多信心不足。

就量化指标来看,国泰君安期货研究员胡江来认为,量化加权指示信号大概率地指向空头方向,9月合约存续期限内期指将可能继续下行。

8月23日主力合约IF1309主力前十席位持仓变化			
持多单量排名			
名次	会员简称	持多单量	比上交易日增减
1	国泰君安	8599	-150
2	中证期货	5777	-208
3	广发期货	4432	-285
4	银河期货	4192	155
5	华泰长城	4003	459
6	光大期货	3961	54
7	信达期货	3783	536
8	南华期货	3449	61
9	永安期货	2973	-360
10	浙商期货	2968	-103
汇总		44137	159

持空单量排名			
名次	会员简称	持空单量	比上交易日增减
1	光大期货	9593	-326
2	国泰君安	8307	1111
3	中证期货	8179	-942
4	海通期货	7635	167
5	华泰长城	6765	-157
6	广发期货	3890	509
7	南华期货	3591	-572
8	招商期货	2994	-108
9	银河期货	2368	152
10	国元期货	2138	677
汇总		55460	511

## 主板弱势震荡

# 创业板重归牛市征途

□长城证券 张勇

上周大盘继续上演惊魂一幕。继“8·16”事件导致股指形成阶段性乌龙顶2198点之后,上周五上证综指一度大幅跳水至2029点,但是尾市跌幅逐步收窄,形成了较长的下影线。两个周五,一根长上影,一根长下影,分别刺探了多空双方的实力。总体上看,目前A股市场中蓝筹股承受较大压力,市场热点重回成长股,预计主板市场将继续弱势震荡,而创业板重归牛市征途。

复苏存变数 蓝筹股承压

当前,经济复苏前景依然存在变数,国内外正负面因素抵消,股市影响中性。上周公布的经济数据总体依然偏好,汇丰中国制造业PMI预览值8月反弹至50.1,高于7月终值47.7,并创下3年来最大升幅。数据还显示,新订单分项指数初值也回升至50.5,为4个月高位。8月PMI数据强劲回升,原因依然是稳增长政策继续见效,工业增速继续上升,表明三季度经济有望企稳。

尽管如此,PMI回暖并未有效提振市场信心,变数主要来自于美国QE政策退出对全球经济的影响,尤其是新兴经济体的影响。虽然美国QE政策9月是否一定会退出仍然分歧很大,但冲击已经在全球股市开始体现,亚太股市纷纷大幅下挫,尤其印度尼西亚雅加达指数一周最大跌幅达到11.65%。印度股市一个月跌幅也高达11%,资金纷纷从新兴市场回流美国。从本次对比看,A股表现相

对坚强,并没有犯跟跌不跟涨的老毛病。不过,在亚太股市大幅下挫的背景下,A股难免唇亡齿寒,能够不跟随大跌已经难得。当然,影响A股中长期运行依然主要取决于国内宏观经济,经济数据回暖为股市打气,提供了抗跌的资本。

同时,经济转型政策致使大小盘股表现迥异,风格短暂切换后成长股再次执掌股市牛耳。在系列稳增长措施实施之后,宏观经济出现了企稳回升的迹象,部分大宗商品价格出现了反弹,周期股获得了一定喘息机会,有色、煤炭等均出现不同程度的反弹,但是力度一般,其余建筑建材、机械等稍作反弹后便重新陷入跌势。同时,招行配股消息导致银行板块集体下挫,加上“8·16”事件的影响,蓝筹股板块再次遭遇到较大的抛售压力。

经济重转型 成长股领航

而经济转型再次成为政策着力点。国家相继推出了环保、宽带中国、信息消费、信息安全等相关产业政策,信息安全甚至上升至国家战略,为节能环保、信息技术板块加油助威。在经历了两周左右的调整之后,创业板指数再次创出新高,软件、计算机、互联网、手游、传媒等板块相继爆发,热钱重新回流成长股。经历了中报洗礼之后,市场对于成长股的伪成长恐惧已经过去,政策助力导致新兴产业继续受到市场追捧,而周期股受到了冷落。

展望市场短期走势,依然是事件主导。首先,光大证券交易案余波未

平,处理过程依然对股市造成一定影响。该事件将直接导致监管力度加强,创新业务可能放缓,券商盈利前景受到影响。如果光大证券出现亏损,势必对整个券商板块造成负面影响。其次是招行启动350亿元的配股融资方案对市场的冲击。上周五招行突然暴跌引发股指大幅跳水令市场惊出一身冷汗,市场普遍担心招行配股意味着国内上市银行或开启新一轮再融资的开始。由于金融板块权重较大,光大证券或者招商银行的走势都会对上证指数造成较大影响,在负面影响尚未结束前,投资者对金融股乃至整个蓝筹股都会心存忧虑,制约了大盘蓝筹股的表现。

根据以上判断,上证综指依然会围绕1950-2100点之间震荡,不会有太多作为。而在经过了中报测试之后,创业板指数继续表现一枝独秀,上演独立牛市行情。

在投资策略上,建议激进的投资者优先关注成长股,创业板的牛市只适合风险承受能力较强的投资者。对于蓝筹股而言,估值高低是判断其买卖的重要依据,但对于创业板成长股,50倍甚至100倍PE以上再谈论估值没有任何意义。所以投资者对成长股的把握要点依然是政策给力、市场想象空间巨大、业务发展呈几何倍数增长。当然真正符合上述标准的个股仍属于凤毛麟角,需要投资者仔细甄别。稳健的投资者可以行业复苏的投资机会,如农林牧渔、家电、汽车、商业零售等板块,底部放量+行业回暖”是这类个股的择股标准,投资者可以适当参与。