2500点“三次反攻”是昙花一现还是“持久战”

受汇率改革和区域规划获批等利好消息刺激，周一股市航空、纸业、金融、地产等板块强势上涨，推升指数单日反弹2.90%。然而，大涨之余，市场不免担忧，此次在2500点的反弹会不会又是“昙花一现”，反弹能不能转化成“持久战”成为市场关注焦点。

周期股走强是市场反转基础

□中信证券研究部 策略组

在海外市场逐步走稳、人民币汇改再启、保障房建设加速推进的背景下，建议投资者逐步买入那些估值合理、业绩稳定、调整充分、且未来预期可能好转的周期股，这是下半年市场产生反弹并反转至3000点以上的重要基础。

自4月15日A股市场从3181点展开调整以来，到目前点位上，依据市场一致预期计算的沪深300指数的2010年动态PE仅为13.4倍，如果考虑2011年的经济增长，则沪深300的动态PE可能回落到11.2倍的水平。从历史数据比较看，我们认为这一估值已经具有相当的吸引力。有很多投资者担心目前市场估值中所隐含的业绩预期过于乐观。对此，我们认为，即使在最悲观的情况下，2010年全市场净利润同比增速回落至15.82%，参照2008年1664点时沪深300指数15倍的动态PE，上证指数也可维持在2510点之上。

从2009年8月份以来，传统周期股展开了漫长的调整之旅，虽然期间也有过几次持续时间较短的反弹，但市场的热点始终集中在代表中国经济转型方向的成长股领域。对于这一现象背后的逻辑根源，我们认为在房地产和出口这两个传统周期的拉动力量都趋于减弱的背景下，整个A股市场的股价表现将沿着“转型期成长股的持续性和周期股的阶段性”这一路径运行。而从4月中旬以后，市场在“4月16日地产调控《国十条》—地方政府执行压房价政策—通胀上升—海外避险情绪升温”这些事件冲击的影响下逐级下探的过程中，也出现了一个较为明显的困局。即市场的反弹总是从中小盘的成长股发起，而大盘周期股却一直呈现弱势调整状态；但是从估值角度看，中小盘个股又往往存在高估值的压力，这使得市场反弹的空间和力度都受到了较大程度的制约。另一方面，如果资金总在中小盘成长股中抱团取暖，则大盘周期股就很难出现真正像样的反弹，而没有大盘周期股的回升，市场也很难出现系统性的上升行情。而目前前期强势股的补跌对于解决大盘上涨的“困局”具有特殊功效，一方面可以适度降低成长股的高估值水平，并为其业绩和估值的匹配赢得时间；另一方面可以推动部分资金更多的关注那些估值合理且未来预期有望好转的传统周期股，而这类权重股的上涨将推动大盘的企稳回升。总体上看，我们认为“强势股补跌—周期股回升”将为下一阶段的市场运行提供一种更具持续性的模式。

保障房建设加速将成为周期股上涨的新动力。6月13日，住建部、国土部、发改委等6部委联合发文，要求各地做好2010-2012年保障性住房建设规划和“十二五”住房保障规划编制，我们认为这对于市场理解政府推进保障房建设的决心以及稳定周期股预期都构成重要利好。

海外市场企稳、人民币汇改将利好部分周期股。从近两周海外市场连续反弹看，投资者对欧债危机担忧有所缓和。人民币汇改再启，从具体影响看，升值不利于出口而利于进口，目前国内进出口基本均衡，因此汇改对经济影响整体中性或略负面；但对市场而言，因为多数低等级的出口企业未能上市，因此汇改影响整体中性或略好。从行业选择的逻辑上看，升值收益的板块可能已经被市场所熟悉，我们依据投资逻辑分为三类：第一类是热钱逻辑，即升值预期可能导致热钱大幅流入，并布局于人民币资产，这在2005-2006年前后尤其明显，直接促成了一轮牛市的爆发，热钱逻辑的主要收益行业是房地产和银行，近期香港的内房股涨幅较大部分反映了海外资金对升值的预期；第二类是负债逻辑（影响资产负债表），即承担较多人民币负债的企业将从升值中降低负债偿还压力，其受益的板块是有较多外币负债的航空；第三类是成本逻辑（影响利润表），国内部分行业依靠进口的石油、矿石等其他原材料较多，本币升值将会降低这些行业的相对进口成本从而提升收益，其受益行业是依靠大量进口纸浆的造纸行业、长协矿比例较大的钢铁企业、有一定进口比例的石油石化行业等。

建议投资者关注两条主线。一是关注估值较低，行业不确定性因素逐步释放，盈利增长相对比较明朗的周期行业，主要是地产、股份制银行、保险和石化，二是受益于人民币升值的航空，以及受益于保障性住房建设的机械、家电，主要推荐公司为：金融街、首开股份、中国平安、民生银行、中国国航、青岛海尔、中国石化、报喜鸟、海螺型材、丰乐种业、达意隆、苏宁电器、中材科技。

汇改利好刺激 期指主力大涨2.84%

周一期指盘初延续弱势震荡，但在人民币升值预期不断强化提振下，上午11点过后走出一波近乎垂直的拉升行情。不过，有业内人士分析认为，由于目前经济增长有放缓趋势，人民币汇改重启对股市激励的持续性仍有待观察。

具体而言，沪深300指数21日收盘报2,780.66点，涨84.49点或3.13%；股指期货IF1007收报2,804.80点，涨77.40点或2.84%，盘中最低至2,718.0点，最高至2816.6点，其成交持仓量分别为277989手和21545手；IF1008收报2,820.6点，涨93.2点或3.42%；季月合约IF1009收盘涨2.72%，IF1012收盘涨2.86%。

据世华财讯分析师陶玮玮介绍，昨日期指盘初一度延续弱势震荡，11点后受益于人民币升值预期加强的金融、地产、造纸和航空等板块加速上扬，受此激励，期指多方力量迅速增强，带动期指突破盘初弱势震荡格局快速回升，并重新收复5、10日均线。期指午后延续上午回升趋势，但反弹动能明显减弱，显示在复杂的国内外经济环境下，市场持续做多信心仍显不足。

他认为，整体来看，虽然上周六央行宣布将推进人民币汇改，增强汇率弹性，使人民币升值预期再次升温，而在当今楼市调控氛围浓厚背景下，人民币升值带来的热钱进入股市可能性大大增加，而这将有利于股市资金面的改善，利好股市走势。不过由于目前经济增长有放缓趋势与05年汇改经济高速增长背景有所不同，因此人民币升值预期加强是否会带动热钱快速流入，最终推高股市等资产价格存在不确定性，因此短期内对期指的持续性提振作用仍有待观察。(王超)

长江证券：真正机会需待四季度

□本报记者 朱茵

长江证券研究部6月21日召开中期投资策略会，认为在经济增速放缓的背景下，三季度将是市场寻找到底部的相对较为合理的时间点，而市场机会主要在四季度，房地产、煤炭等强周期股有望成为趋势性反弹主力。

长江证券研究部认为，今年将是调结构的元年，是经济从高速增长转向平稳增长的起点，经济增速将在高速之后进入平稳通道；结合转型期的中外对比，未来经济周期将长期在复苏和滞涨中徘徊，繁荣和衰退的期限缩短，周期本身将从过去的高波动转向低波动的过程。

从增长动力和产业结构来看，长江证券认为，中国非常接近高速增长末期的日本。日本在70-74年经历了转型过渡期，过渡期的意思就是新兴产业尚未崛起，而旧有产业还存在增长空间，这种过渡有赖于宽松货币政策以及政府支出带来的需求。在过渡期之后，日本经济增长比较稳定，没有再出现10%以上的增速，同时实现了增长动力和产业结构的转换，表现为向消费社会转变和第三产业的崛起。对于下半年而言，产业结构调整仍将延续，传统产业继续面临淘汰落后产能和节能减排的压力，而第三产业和新兴产业将在政策扶持下长期增长。此外，国内农村剩余劳动力已经严重不足，这一点从民工荒自东向西的蔓延可以窥见，同时低端劳动力工资在大幅上涨，而近期发生的富士康和本田事件，以及全社会增加居民收入的呼声，都预示着国内刘易斯拐点的出现，中国廉价劳动力的增长模式已经难以为继。

长江证券认为，从下半年的配置策略上看，三季度是估值的安全边际主导配置时间点，四季度则是市场趋势性反弹的主导配置时间点。

从实体层面上讲，小周期衰退阶段将是企业盈利出现集中下滑的阶段。事实上，工业增加值同比在小周期滞涨阶段已经出现上行乏力或小幅下滑，但在这个阶段由于通胀因素的扰动所带来的资本市场的预期不一致化使得市场对于上市公司的盈利预测出现偏差，结构性的行情是市场的主题。但是，工业增加值变动作为上市公司盈利变动的领先指标显示，二季度很可能是制造业上市公司的盈利高点。随着单月工业增加值同比的进一步回落（5月份回落至16.5%的同比已经超出市场预期），上市公司业绩增长的下降将会是一个必然的趋势，而三季度可能是一个集中显现的时间段。在衰退后期，伴随着流动性及工业增加值的快速下滑，在衰退预期兑现之后，市场将寻找到真正的底部。由于反弹中高弹性的基本特征、防御型行业之前的高溢价、对经济的乐观预期，在衰退后期，周期股将实现明显的超额收益，这是四季度趋势性反弹的主导配置。因此转型期的数据表明在经历一个小周期衰退之后，经济和资本市场真正复苏还是要回归本源，有赖于传统产业的支撑。这也是传统产业股票爆发第二次机会的根本。

7月比想像乐观 2500点比想像坚强

□国元证券投资咨询总监 康洪涛

上周六，央行宣布将根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。不难发现，此时央行表态是一个全面权衡的结果，并不意味着短期人民币就此升值。就目前国内经济现状来看，如果此时启动人民币升值，将对管理层正在调控的楼市再度形成支撑，这或许又将引发国内继续紧缩的预期，即便央行此次表态对市场构成中性偏好的消息，但市场震荡筑底的格局依然难以改变，只能说此次央行表态给正在坚守2500点关口的市场增加了一些做多的砝码。

近期来，国家密集批准多个区域经济规划，提升区域经济在经济发展中的比重。重庆“两江新区”挂牌首年，不仅本地工业投资将达到300亿元，也将作为西部门户、对整个西部大开发起到重要的带动作用。而海南的国际旅游岛定位，对于当地产业结构转型起到了积极效果。地域政策一旦得以实施，就在本周的时刻了，我们首先来看恒生AH股溢价指数是用以判断内地和香港市场估值差异的简易指标，该指数跌破100点，表明在两地上市的公司中其A股整体估值低于H股。从历史来看，当AH股溢价指数较低时，A股之后的走势往往较好。其次，上周的下跌同以往不同，出现了强势股的补跌，虽然股指下跌不多，但个股普遍跌幅较深。以医药为首的强势股连续两日大幅下挫，中小板指数经大幅反弹后也出现下跌。根据以往经验，强势股补跌暗示市场即将见底。虽不能保证新一轮行情的展开，但短期的反弹已经临近。再次，据统计，房地产和银行、保险类个股在6月18日100万元以上的成交单中竟都是资金净流入。而从海外资金看，据跟踪20亿美元基金的EPFRGlobal统计，6月以来，国际市场上的资金已连续三周录得向中国净流入。6月17日传出消息，宏利金融旗下宏利资产管理（香港)有限公司已获得中国外管局批出的2亿美元QFII额度。社保基金理事长戴相龙透露年底将提高中国股票占总资产的比重至30%。最后，上周银行、地产股有明显企稳迹象，A-H股价差已是历史最低值，其中金融股的负溢价更持续良久。随着房产税的逐步清晰，地产政策调控已接近极限，之后是一个逐步消化的过程，而股价的跌幅早已反映了这些利空，持续下跌空间已基本不存在。故此，7月份的行情比我们想像中的更加乐观，2500点的位置也是比我们想像中的更加坚强。

A股市场中期上涨或下跌的拐点，往往与偏股型基金仓位的高点呈现反向相关。即基金股票平均持仓创历史新高、或逼近历史新高，A股结束中期上涨行情进入调整；当基金股票平均持仓大幅下降，特别是跌破70%时，A股将结束调整进入中期上涨。据统计，截至上周统计，基金的股票仓位基本全部有所降低，其中全部可比基金的仓位较一季度大幅下降。我们认为这一信号有助于作出大盘进入底部区域的判断。2500点的反复不仅是一个简单点位的反复，也绝对不是一个重要支撑的标准，而是一个策略和战略上高度筹划的阶段，所以7月份的行情应该比我们想像中的乐观了不少。

而我们再来仔细观察盘面和相关信息，你就会觉得2500点的争夺不象看起来很脆弱，也许破局也二次探底。如果我们从估值看，2500点附近已经到了一个比较合理的区间。

2500点底部不确定性仍很大

□华泰证券研究所

周一大盘出人意料地高开高走。金融股护盘迹象明显，在权重板块走稳的影响下，小盘股超跌反弹，23个申万一级行业指数全线收红。但是成交量并不尽如人意。由于从2009年9月到今年4月的反弹始终未突破2009年8月的高点，且在随后的调整中跌破了2639点的支撑位，行情演绎为自2009年8月起始的中级调整。从最近的一次调整来看，上证指数下跌超过了20%，而个股跌幅超过20%的逾千家。连续调整带给投资者的不是“遍地黄金”的暗喜，而是略显茫然的焦虑。我们认为，一直被寄予希望的经济结构调整以及新兴产业中的投资机会在2500点附近可能并不能支撑两市持续反弹行情，市场震荡筑底的过程仍将持续。

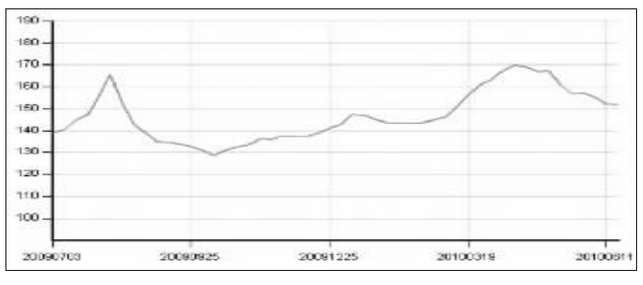
首先，传统行业对经济的贡献不可替代，转型带来的阵痛期为企业的中线利润带来不确定性。以钢铁行业为例，对经济复苏的乐观预期使得钢铁行业的产量在今年初达到高峰，1-4月单日粗钢产量达到178万吨，年化产量已达到6.5亿吨，同比增长15%，产能利用率达到88%。然而，调结构的政策定调让市场出现了变化，作为主要下游需求的房地产、汽车、制造业先后面临着平稳房价、低碳环保的冲击，再加上高价铁矿石带来的成本压力，下调出口退税等政策的负面影响，钢铁行业的盈利空间难有太大亮点。受此影响，焦煤的价格也无起色，6月份以来，大部分焦化企业继续了限产保价的行动。而动力煤虽然即将进入夏季用电高峰，但随着地方煤矿的相继复产，供给会有小幅增加。并且由于节能减排要求的具体实施，中小煤矿的运行成本有所上升，利润受到挤压。因此，传统行业在转型过程中，都在逐步地由旧繁荣向新繁荣变革，过程比较复杂。低估值并不能完全说明安全边际的有效性，但调整的空间有限。投资者在对这些传统资源类行业做布局时可更多地关注产业升级中的领跑者。

其次，新兴产业大多是以附加形式出现，以中小产业规模为主，想像空间较大但成长性易被透支。新兴产业的相关投资机会自年初说到年中，智能电网、手机支付、环保减排、软件开发等各种题材支撑起上半年指数萎靡个股活跃的市场特点。在政策的大力扶持下，上市公司的发展也较为迅速，国电南瑞、许继电气、荣信股份等智能电网相关公司业绩在今明两年都将有所释放。再加上创业板以及大批中小板的集中上市，为新科技个股带来投资热潮。然而这些板块刚刚进入补跌阶段，在反复争夺后仍有调整空间。高估值始终是后期投资的大障碍，对于高成长性个股而言，中报业绩增长将拉低部分高估值风险，届时会是较好的重新介入的机会。

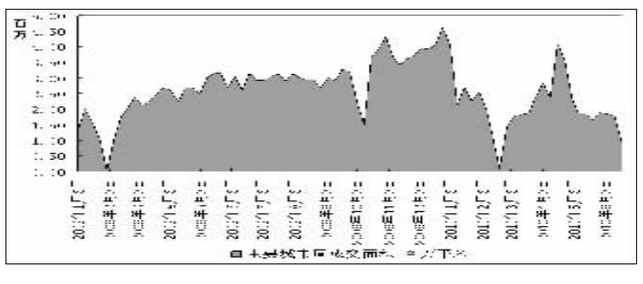
通过以上分析我们不难看出，权重板块目前处于走势较为平稳的阶段，而新兴产业中的个股将顺势加大分化，所谓的风格转换仍需酝酿。预计短期大盘震荡的幅度会维持相对温和。投资机会方面，建议关注两条思路，一是短线关注有消息刺激的主题投资板块，抓龙头。例如前期在软件扶持政策刺激下，当天出现异动的个股中中国软件是明显的龙头。区域板块中，罗牛山、海南高速、三木集团在海南和海西板块就是较为活跃的个股，即使持续性不佳，抓龙头股有所获利的概率也稍大，但是大盘不济时，冲高回落的风险也较大，建议投资者不以重仓操作。第二条思路是中线关注城镇化加速带来的投资机会，此外，收入分配结构也将增大中低收入群体的消费能力，建议关注业绩增长确定的品牌服装公司，七匹狼、报喜鸟，家纺类的富安娜等。

■ 数据工厂 | Data

Myspic钢材价格综合指数



房地产成交量图





截止到昨日晚上20点，共有4748人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	58.0%	2754
震荡	18.4%	873
下跌	23.6%	1121

目前仓位状况（加权平均仓位：67.5%）		
选项	比例	票数
满仓（100%）	47.5%	2253
75%左右	15.6%	741
50%左右	11.6%	549
25%左右	10.2%	485
空仓（0%）	15.2%	720

常用技术分析指标数值表（2010年6月21日）

航空证券北京中关村南大街(中电信息大厦)营业部提供

技术指标		上证(综指)	沪深300	深证(成指)
移动平均线	MA(5)	↑2558.44	↑2745.69	↑10180.01
	MA(10)	↑2550.80	↑2738.61	↑10158.30
	MA(20)	↓2580.64	↓2768.38	↓10230.72
	MA(30)	↓2606.42	↓2786.05	↓10205.34
	MA(50)	↓2770.84	↓2962.62	↓10862.91
	MA(60)	↓2825.94	↓3024.38	↓11131.08
	MA(100)	↓2908.89	↓3118.65	↓11602.67
	MA(120)	↓2957.30	↓3178.04	↓11884.12
	MA(250)	↓3021.03	↓3268.70	↓12220.41
乖离率	BIAS(6)	↑0.92	↑1.05	↑1.00
	BIAS(12)	↑1.26	↑1.46	↑1.51
MACD线	DIF(12,26)	↑-54.77	↑-54.79	↑-163.40
	DEA(9)	↑-67.00	↑-67.87	↑-212.68
相对强弱指标	RSI(6)	↑56.27	↑56.91	↑57.14
	RSI(12)	↑47.02	↑48.42	↑50.02
慢速随机指标	%K(9,3)	↑47.85	↑48.29	↑47.08
	%D(3)	↑44.34	↑44.79	↑45.14

技术指标		上证(综指)	沪深300	深证(成指)
心理线	PSY(12)	↑50.00	↑50.00	↑50.00
	MA(6)	47.22	47.22	↑44.44
动向指标（DMI）	+DI(7)	↑18.38	↑19.95	↑18.33
	-DI(7)	↓27.61	↓25.40	↓24.16
	ADX	↓25.25	↓18.11	↓17.41
	ADXR	↓33.85	↓26.88	↓25.74
人气意愿指标	BR(26)	↑140.80	↑161.53	↑191.09
	AR(26)	↑244.33	↑267.44	↑296.13
威廉指数	%W(10)	↓9.50	↓6.19	↓10.12
	%W(20)	↓49.05	↓45.93	↓38.38
随机指标	%K(9,3)	↑58.52	↑59.24	↑55.34
	%D(3)	↑47.85	↑48.29	↑47.08
	%J(3)	↑79.85	↑81.12	↑71.86
动量指标	MOM(12)	↑-5.94	↑7.40	↑105.43
	MA(6)	↑-74.93	↑-79.05	↑-223.98
超买超卖指标	ROC(12)	↑-0.23	↑0.27	↑1.03

股市有风险，请慎重入市。 本版股市分析文章，属个人观点，仅供参考，股民据此入市操作，风险自担。