

# 结构行情为主 等待超跌机会

□光大证券 曾宪魁

沪指周四触及2850点的关键支撑位后有所反弹，但对反弹空间暂不宜乐观看待。其一，市场成交量没有明显放大，深沪两市周四累计成交量为1596亿元，是最近两个月的次低点，接盘力度不足；其二，领涨的钢铁等板块大多属于前期下跌较快的品种，盘中拉升过急，缺乏持续反弹基础；其三，近期食品饮料、医药等弱周期行业持续走强，显示资金防御重于进攻的心态。

## 通胀压力仍未缓解

本周央行公布的《2011年第一季度货币政策执行报告》明确表示，继续采用多种工具调节社会融资总量来抑制通胀，包括动用价格型工具、明确存款准备金率不存在绝对

上限等。我们认为，未来通胀压力仍然很大，加息周期或被延长。

首先，有关方面近期表示，目前的连续上调存款准备金率吸收了80%的外汇占款，数据显示，年内四次提存大约吸收了1.3亿人民币资金。而除去FDI和贸易顺差外的热钱达1.1万亿元人民币，加上连续两年过度投放的货币，外部的短期流动性仍需要控制。

其次，在宏观经济数据如PMI、工业增加值等回落后，企业ROE整体走弱，多余的热钱正在冲击非贸易品，房地产市场中多余的热钱也在流入商品市场。

再次，政策动用多种力量来抑制企业涨价行为，虽然行政作用短期能减轻物价上涨速度，但对长期物价下降所起作用并不大。

最后，美国虽然明确了QE2结束

的时间，但日前美国供应管理协会（ISM）宣布，4月的ISM服务业指数为52.8点，低于市场预期。QE2的到期和本拉丹威胁的结束，并未引起美元指数快速出现拐点，在美国核心通胀率偏低的情况下，美国加息周期仍不确定，美国经济的疲软复苏使得美国加息周期并不明朗，大宗商品价格难以快速下降。

值得注意的是，A股市场正在反映多次下调后的累积效果，十次提存主要是为收回外汇占款，一旦美元回流，国内货币政策造成的叠加效应也会增大市场波动。

## 银行股扩容预期强

在巴塞尔三协定明确后，中小银行的资本充足率面临重新估算。年报显示，招商银行、深发展、中信银行、民生银行、兴业银行、光大银

行的存贷比分别为74.59%、72.37%、72.83%、72.74%、71.21%、71.15%，离75%的上线更加接近。未来存贷比上限导致的经济问题可能显现，或通过银行股的扩容来解决。

我们注意到，民生银行、招商银行都准备了再融资计划，央行和银监会对地方融资平台的收紧，也需要加快地方商业银行上市进行配合。在五月创业板上市速度减缓后，银行股的潜在扩容又为市场增加了供给压力。

## 等待跌出来的机会

国资委网站5月3日发布关于积极参与保障性住房开发建设有关事项的通知。虽然开发商存量资金逐步趋紧，但房价仍高企未降，有关方面明确强调要调降房价后，央企也明确表示要加入保障房建设。通过

加快保障房建设、收紧房贷来调房价的措施正在加快。保障房建设的促进，有利于整体经济在固定投资增速降低后的稳定。

但值得注意的是，部分行业内的分化也在加剧。如地产行业中的部分商业地产正在走出牛市行情，住宅类地产重回起点，保障房概念反复拉锯。我们认为，在A股重回年初起点后，除通过主题轮动来把握阶段性热点外，通过寻找商业模式领先、管理层优秀、符合未来经济增长方式自下至上择股的方式也较为可取。

综合来看，沪指在关键技术点位获支撑，但成交量尚不足，在前期中枢位附近仍可能会反复争夺，建议投资者关注电力、商贸、医药、低价重组股、被错杀小市值个股的结构性机会。

## 低估值≠下跌空间有限

□民族证券 徐一钉

5月5日全部A股、沪深300的静态市盈率为18.83倍、14.81倍，基于2011年一季度的动态市盈率为16.29倍、12.45倍。从动、静态市盈率看，A股市场的下跌空间并不大。但我们认为，低估值并不意味股市下跌空间有限，如果未来公司业绩增长处于回落期，估值水平必然伴随着业绩的回落而上升。

## 政策之手难放松

近期坊间传闻，高速公路收费酝酿下调，其背后的逻辑是，高速公路高收费是高物价的重要推手，反映出管理通胀已从抑制或延缓“产品涨价”，转向更深层次的治理，也意味着目前管理通胀的严峻性。最新数据显示，全国工业企业产品库存迅速上升，产品积压严重。目前国内通胀压力很大，再加上财务费用增加、劳动力成本上升、原材料成本上涨、人民币升值等因素，上市公司业绩增长恐将逐季回落。这与一季度很多机构对2011年上市公司业绩预期有一定差距。

央行2011年一季度货币政策执行报告称，稳定物价和管好通胀预期是下阶段工作关键。多种工具控通胀，并重申准率无绝对上限。5月3日，有关方面表示，将继续动用利率和存准率等系列措施遏制通胀，继续向市场发出货币收紧的信号。我们预期，4月份主要经济、金融数据公布后，央行在提高存款准备金率、加息之中至少将推出一个，也可能在5月内被先后推出。此外，在管理层对房地产市场的持续严厉调控下，金融监管部门的风险管理也在加码。

## 控制仓位应对调整

2661点反弹以来，很多机构乐观看待后市的主要逻辑是：随着去年底货币政策从适度宽松转向稳健，预计随着国内经济增长回落，到6月底货币政策将从紧转向松。因此，机构很看好2661点开始的反弹，预期行情的高度也较为乐观。从目前情况看，国内的货币政策调控力度不减，房地产调控可能要加码，政策重点显然仍是管理通胀，这些机构此前的预期可能要落空。既然参与这轮行情的逻辑基础变了，一些机构必然要重新调整操作思路，近期机构资金持续流出，想必就是对上述变化的反映。

同时，两市单日成交量也早已提示应该注意风险。今年3月以后，上证综指先后三次上冲3000点，但每次上冲3000点两市成交量均逐渐减少，并且呈现上涨量小、下跌或冲高回落时放量的格局。4月后，虽然上证综指站上3000点大关，但也是三次冲击3000点成交量最小的一次。目前A股市场活跃的主要是存量资金，从单日成交量逐渐递减看，支撑市场上涨的资金并不充裕。而3067点调整以来，两市单日成交量依然延续下跌放量、反弹缩量状态，量价持续背离说明调整远没有到位。

2010年11月均线拉出中阴线后，上证综指在随后的6个月主要在该月均线中运行。从以往的规律看，A股市场经过半年多的盘整后，即将面临方向性选择。单从6个月不能摆脱实体166点的中阴线看，A股市场选择向上突破的概率很小，上证综指向下拓展空间或是概率事件。2850点是非常重要的技术位，短期对A股市场有一定的弱支撑，多空力量会在2850点附近纠缠。如果2850点很快就被有效击破，说明沪深股市很脆弱；否则，看好后市的机构还有机会营造“强势调整”的氛围。

我们认为，2661点以来的反弹业已结束，大盘自3067点开始已经进入阶段性调整，调整级别高于2661点至3067点的反弹，调整时间不会少于12个交易日。在具体品种方面，国际白银出现暴跌走势，拖累原油、黄金、伦敦有色金属等大宗商品大幅下跌，国内资源股面临很大的调整压力，但我们中期依然看好国际大宗商品的走势。此外，银行股、医药股透出一些机构持仓继续转向低估值、防御性品种。总体而言，我们建议投资者通过控制仓位应对阶段性调整。

## 苏彦祝：二季度A股维持震荡格局



第一创业证券投资总监 苏彦祝

□本报记者 钱杰

目前的估值已经基本上反映了紧缩预期，二季度A股下跌的空间比较有限，但系统性大涨的可能性也很小”。第一创业证券投资总监（兼创金资产管理总部总经理）苏彦祝在接受中国证券报专访时表示，二季度调控政策将步入“观察期”，A股震荡向上的概率较大，板块分化将更为明显，看好低估值的银行股、资源股和部分被错杀的消费、医药及环保类股票。

## 大盘下跌空间不大

中国证券报：大盘近期遭遇连续下跌，指数已连破3000点、2900点大关，您怎么看这次调整，背后的主要原因是什么？

苏彦祝：其实最主要的原因跟我们年初做出的判断一样，就是在CPI涨幅居高不下、紧缩政策频出、流动性趋紧的大背景下，A股不可能出现单边上涨的趋势，只能以震荡行情为主。目前行情的主要特征依然是震荡，大盘尚不具备系统性上涨的条件。1-3月指数在业绩超预期的大盘蓝筹股带动下，已经积累了一定的涨幅，在紧缩

预期加强的情况下，自然有一些投资者会选择获利出局，大盘短期出现调整并不意外。还有一大原因就是近期公布的年报和一季报显示，中小盘股票的业绩普遍低于市场预期，遭到了投资者的抛售。

中国证券报：最新公布的PMI数据显示经济增速已放缓，这是否意味着紧缩政策有望放松？您怎么看二季度的行情？

苏彦祝：在目前的情况下，紧缩政策已进入“观察期”，继续加码的可能性不大，但恐怕还很难放松。

PMI、汽车销量增速以及新房销量等多种先行指标确实已经显示经济增速开始放缓，但并没有出现十分严重的下滑，尤其是大量保障房的开工会弥补商品房投资的下滑。整体来看，房地产投资的规模比较稳定，所以我们对于今年的经济还是比较乐观的，下半年经济不会出现“硬着陆”。

不过，CPI涨幅仍处于5%左右的高位，通胀压力尚未缓解，而且从影响通胀的各种因素来看，只有蔬菜价格这一短周期因素降下来了，而劳动力价格、房租和石油价格等长周期因素都没有下

降，因此，通胀高压可能还会维持一段时间，紧缩政策不会在通胀水平明显降下来之前放松。

我们判断二季度仍然是个震荡市，在CPI下来之前都不会有大行情。不过，我们认为指数下跌空间也不大，上证指数可能会在2800点-3200点之间来回震荡。因为市场的盘整其实从去年4月份就已经开始，自楼市调控政策出台以来，市场已经对各种可能出台的紧缩政策有了比较充分的预期，在各种板块轮番调整之后，目前A股的整体估值已经够便宜了，已经反映了很多预期的利空政策。

## 看好银行和消费

中国证券报：在今年一季度，市场出现了明显的风格转换，以银行股为代表的大盘蓝筹股领跑，而中小盘股票尤其是些新兴行业类股票则跌势不休。您怎么看待这种风格转换，未来这种“二八”现象会否延续下去？

苏彦祝：之所以会出现这种分化，主要是因为去年大家对于中小盘公司的盈利增长预期过于乐观，而对于大盘股的业绩预期又过于悲观。

比如去年市场普遍看好医药板块，预期医药类个股的盈利会出现40%-50%的上涨，其实要实现这样的涨幅并不容易，只有少数优质公司能够做到，大部分医药类公司是无法达到的。

所以在经历了去年的大涨之后，一季度医药股遭遇连续调整。而对于银行股这类大蓝筹，去年很多人担心银行的坏账增加拖累业绩，导致银行股估值明显偏高，但年报显示银行行业的坏账并没有出现大

幅上升，一季度业绩增长又十分强劲，超出了很多人的预期，自然就会被市场刮目相看，迎来估值修复。

未来这种“二八现象”可能会出现一些变化，即大盘股和中小盘股的走势都会出现分化。因为二季度流动性依然趋紧，股价的上涨必须靠公司的业绩上涨来推动，而不能依靠市场的估值上升推动，所以要更加精选个股。大盘股中有一些个股的估值修复已经基本到位，而中小盘股中也有一些股票的价格经过连续下跌已经进入估值合理的投资区间，甚至不乏一些被错杀的好股票。

中国证券报：二季度您建议投资者可以从哪些方向来“寻宝”？

苏彦祝：消费、医药和环保类优质公司是我们长期看好的大方向，它们代表了中国经济转型的方向，从长线看肯定会跑赢大盘。但是从短线看，这类公司的整体估值并不便宜，所以投资者要有耐心，从中挑选业绩优秀的公司，待估值回落到合理价位时买入。此外，我们也比较看好银行股和部分资源股（主要是煤炭股和铁矿石股），尤其是攻守兼备的银行股。目前多数银行股的市盈率已经回落至6-7倍，与金融危机A股见底时的银行股估值差不多，而现在银行业的盈利增长仍然比较确定，只要紧缩政策不放松，国内流动性就会偏紧，银行业的息差就可以维持在较高的水平；而如果紧缩政策放松，流动性一宽裕，银行业的息差虽然会下降，但市场整体的估值也会随之上升，推动银行股上涨。因此，二季度银行股仍然值得关注。

## 市场重心将继续下移

□东兴证券 侯毅

大跌之后的市场终于迎来了一丝喘息的机会，周四上证指数低开后探底反弹，最终以小阳线报收。但我们认为，短期市场仍将震荡寻底，投资者应以轻仓观望为宜。

偏紧的货币政策短期难有改善。一方面，目前通胀问题依旧严峻，虽然进入4月份后，食品类价格在气候转好和宏观调控的双重作用下出现回落，但考虑到翘尾因素和外围大宗商品价格，4月份的CPI增速仍然会维持高位。周二央行在公布的首季度货币政策执行报告中表示，下一阶段要根据形势发展要求，继续运用利率等价格调控手段，调节资金需求和投资储蓄行为，管理通胀预期。央行本周在公开市场仅发行60亿元三月央票，发行规模比上周减少了近一半。公开市场回笼速度突然放慢，或与准备金率将在短期内调整有关。另一方面，继印度之后，周三越南宣布再次上调回购利率一个百分点，以进一步收紧银根。有专家指出，迫于通胀压力，亚洲其他一些新兴市场国家会迎来一波加息潮。

扩容抑制A股向上动力。资本市场在“社会融资总量”的构成中将扮演越来越重要的角色，股市扩容在所难免。最近一段时间，新股发行高市盈率、高发行价和高超募金额的“三高”现象不但没有消失，反而愈演愈烈。在已发行的部分股票中，市盈率七八十倍属于常态，一百倍也不足为奇。近期市场持续出现新股破发的现象，表明投资者对“三高”发行的警惕性已经越来越高。

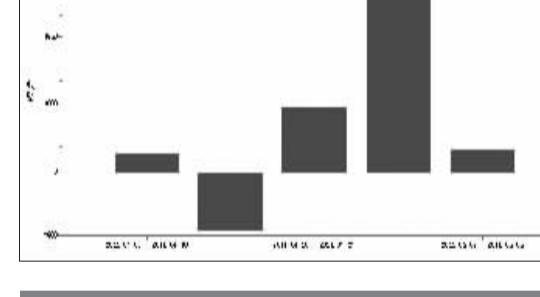
4月PMI指数出现环比下滑，表明经济增速的整体放缓态势越来越明显。“三驾马车”中，消费明显低于预期，反映高通胀对消费者产生的压力日益明显，需求增长减慢导致库存增加，并可能引起经济增速下降的趋势越发明显。同时，去年我国出口的高基数效应将导致今年出口同比增速明显放缓。随着全球大宗商品价格逐步上涨加上人民币升值，2011年我国贸易条件可能进一步恶化。在投资增速上，本轮楼市调控的使命远未结束，如果未来房价再度出现反弹，调控的靴子仍将悬而待落。持续紧缩的政策导致房地产销售增速明显下滑，其将最终带动房地产投资增速回落，经济也将进入一个类似“滞胀”的周期。

从技术上看，指数昨日缩量反弹，弱势震荡。上证指数完成了一波标准的下跌形态，下跌形态的完成意味着大盘做空能量完成了第一次释放。但这并非是底部信号，只有再经历一次放量恐慌性下跌，再次缩量筑底，方可确认阶段底部形成。我们认为，对短期反弹高度仍不应过度乐观，2880点附近有较强压力。

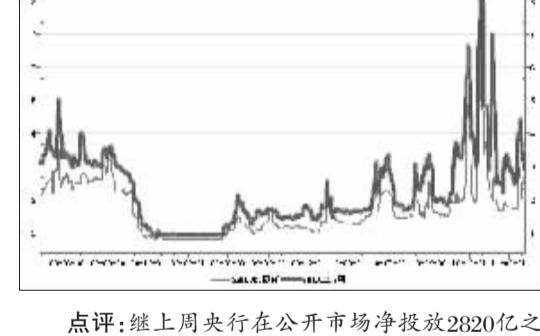
在操作策略上，基于对市场整体弱势的判断，建议投资者严格控制仓位，可以适度关注部分超跌股的反弹机会，特别是那些基本面优秀，但却被市场错杀的个股。

## ■ 数据工厂 | Data

本周公开市场继续净投放



短期SHIBOR大幅回落



点评：继上周央行在公开市场净投放2820亿之后，央行本周继续实现净投放，不过规模较小。数据显示，本周央行发行票据580亿元，正回购金额为330亿元，同期票据到期量为200亿元，正回购到期量为970亿元，共向公开市场净投放260亿元。

资金利率方面，节后中短期SHIBOR曾略有回升，不过5日出现整体回落，特别是隔夜和14天SHIBOR回落显著，分别跌破2%和3%关口。截至5月5日，隔夜和14天SHIBOR分别报收于1.9942%和2.9350%，较前一个交易日分别大幅回落52.25和26.25个基点，较节前也明显回落；1天和1个月SHIBOR分别报收于2.9650%和4.5165%，较3月报收于4.5209%和4.5165%升至4.5209%和4.5165%；3个月和6个月SHIBOR也均较节前有所下降。

分析人士指出，此前市场普遍预计本周实现资金净回笼，不过，央行周四发行的3个月央票规模大幅下降，加上再次暂停91天正回购操作，导致本周继续净投放。这有助于缓解短期资金面的压力，各期限SHIBOR周四出现显著回落。不过，当前资金利率仍未回到3月份的低位，加上货币紧缩政策预期依然强烈，因此资金面难以重回宽松。另一方面，由于4月份PMI显示经济增速下滑，因此货币政策暂时可能进入观察期，但鉴于通胀压力和政策粘性，放松言之尚早。对于A股来说，趋紧的资金面和趋缓的经济增速显然难以支撑其展开反弹行情。（李波）

## 隔夜SHIBOR大幅下行

□本报记者 李波

5日，上海银行间同业拆放利率SHIBOR的绝大部分品种出现明显回落。具体来看，隔夜、7天和14天SHIBOR

分别报收于1.9942%、2.9650%和2.9350%，较5月4日分别回落52.25、3.33和26.25个基点，隔夜和14天SHIBOR分别跌破2%和3%关口；1个月SHIBOR报收于4.5165%，升至4.5209%。

央行5日发行60亿元3个

月央票，发行规模较上周降低了近五成，公开市场资金回笼突然放慢是导致SHIBOR短期利率大幅下跌的主因。本周公开市场整体为净投放，在一定程度上缓解了短期资金面的压力。不过，当前资金利率仍未回到3月份的低位，资金面仍难言宽松。

由于通胀压力仍然较大，并且央行表示适时运用“双率”工具，因此市场对货币紧缩政策的预期十分强烈，短期SHIBOR仍有上升压力。

## 常用技术分析指标数值表(2011年5月5日)

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
MA(5)	↑2893.83	↓3164.16	↓12208.42
MA(10)	↓2933.57	↓3212.81	↓12386.46
MA(20)	↓2981.24	↓3275.08	↓12661.65
MA(30)	↓2973.72	↓3271.57	↓12689.23
MA(50)	↓2952.74	↓3259.55	↓12740.41
MA(100)	↑2886.14	↑3194.10	↑12544.72
MA(120)			