2650点或能“扛”一段时间

□民族证券 徐一钊

此轮自2610点以来的反弹行情，主要受三方面因素的驱动：目前A股的市盈率与历史重点拐点相近；近期召开的中期策略会，券商集体认为2600点附近将筑底；同时，在严重超跌后，市场确实需要反弹进行修复。但我们认为，自2610点开始的反弹是破位后的技术性回抽确认，临近6月底，公募、私募等机构也有做净值的需要。预计在反弹结束后，A股将延续此前的中期调整走势。

本月底下月初迎来加息窗口

本周二，央行公开市场发行的一年期央票收益率打破逾两个月的稳态，上行近10个基点至3.4019%。一年期央票收益率高于基准利率，这是一个加息信号。本周三，央行年内第三次停发央票。值得质疑的是，今年1月17日和24日，央行曾连续两次暂停央票发行，随后央行就宣布于2月9日加息。受农产品价格上涨的影响，6月CPI将创出年内新高。我们预计，再次加息的时间将在6月底或7月初。管理层通过整顿物流来降低通胀的压力，也反映出国内通胀的压力极大。短期内，紧货币的政策不会放松。

本周市场有两个现象值得关注。其一是大宗交易逆势上升。截至6月20日，本月已有84家上市公司遭遇重要股东减持。仅仅在6月上旬，A股大小非股东和高管抛售了30.3亿股，套现金额406亿元，接近去年同期的两倍。即使单独比较大股东的减持量，6月份比5月份也有明显增加，由此可见产业资本加大套现力度。其二，从6月1日起，在香港H股市场中，建设银行、中国银行等银行股大幅下跌，农业银行跌幅最大为20.63%，工商银行跌幅最小为12.27%。上述表现反映出，产业资本对A股市场以及海外投资者对银行H股都持偏淡的态度。

估值底并未出现

6月20日，上证综指收盘点位为2621点，全部A股的静态市盈率为17.23倍，逼近512点、998点、1664点时全部A股15倍至17倍的市盈率。我们认为，简单地认为这四个点位市盈率水平相近，就得出2600点附近构筑大级别底部的结论，有些偏颇。首先，在上证综指分别为512点、998点、1664点时，银行股占全部A股的净利润远低于目前的水平。如果剔除银行股、亏损股，余下全部A股的静态市盈率为41倍，而41倍的静态市盈率并不低。其次，在512点、998点、1664点时，A股流通市值占总市值的比例只有33%左右。6月20日，流通市值占总市值的比例为75.91%。随着全流通时代的到来，A股整体的估值重心必然下移，大级别底部的市盈率水平也将下移，未来恐怕要低于512点、998点、1664点的平均水平。再次，目前中国所面临的外部环境（经济、金融），要比1664点时复杂得多，也充满了变数。国内仍面临巨大的输入性通胀压力，美国是否会变相推出QE3，美国经济是否滑落、或再次衰退，欧洲危机是继续恶化还是出现转机，上述情况都是较512点、998点时复杂得多。

如果把上证综指、深证成指、沪深300指数等A股主要指数“倒”过来看，就不难发现，A股各主要指数都在构筑一个大平台整理，而这个平台整理都有转化为“底部”的趋势。而“倒”过来看，各主要指数近两、三年形成的密集成交区，似乎有演化成顶部的趋势。2009年6月至今的25个月中，由于A股市场堆积的筹码越来越多，使得上档密集成交区的压力越来越沉重，上证综指只能到下一个密集成交区来寻求支撑，故此密集成交区正逐渐下移。

2650点附近支撑较强

近几年，A股有22个月在2650点之上运行，换手率超过700%。2650点之上换手非常充分，一旦该技术位被有效跌破，2650点-2700点将成为日后终结低级别反弹的区域。正是因2650点技术上的重要性，因此2650点被有效击穿或许还要费一些周折，但该技术位失守也只是时间早晚的问题。鉴于2650点之下筹码堆积量不足，下档强技术支撑位并不多，除了整数关口的心理支撑外，上证综指在2580点附近也存在着弱支撑，下档强支撑位只有998点至1664点的向上趋势线。

值得注意的是，每次高级别反弹出现前，A股市场都会出现急跌，个股出现大面积跌停。目前A股市场并没有出现这种特征，据此认为下跌空间不多的投资者居多。再加上很多机构预期7月可能见底，现阶段逢低介入的投资者不少，这些都不是高级别底部出现前的特征。

长江证券：先破后立 先下后上

□本报记者 朱茵

“下半年行情相对乐观，预计将先下后上，先破后立。”6月23日长江证券召开的2011年中投资策略会上，该研究所认为，在经历了快速的经济下滑和小周期衰退之后，市场有望迎来涅磐之后的重生。

趋势：涅槃之下才可重生

长江证券认为，尽管不能判断现在是否就是市场的绝对底部，或者说绝对的反转点已逐步显现，但就整个下半年的行情来说，可以相对乐观，并且能看到比现在要高很多的点位。但是如果想要获得这样的“重生”，在三季度之前仍需经历一个快速的经济下滑和小周期衰退的涅槃过程。

长江证券判断目前经济处于滞胀的格局之下，经济已经开始运行到了一个经济与价格同下的小周期衰退阶段，并且这样的一个周期运行阶段的出现也是新行情启动的必要条件。从宏观经济周期来说，目前处在滞胀后期阶段，是一个生产向下、通胀高企及流动性处在底部的形态。而自2000年以来的过去三轮中国经济周期来看，市场的底部均出现在小周期的衰退阶段，也就是需要价格的趋势性向下，而在衰退之后所出现的市场行情也往往具备持续性。

从微观的库存监控来看，尽管全社会的工业库存仍处在被动补库存的状态，但是从行业层面的监控来看，对整体库存具备领先性的偏终端需求的可选消费品行业，如交运设备、电子通讯设备等，均已经进入了主动去库存的状态，这预示着从5月开始全面的主动去库存将在越来越多的行业中展开，这一方面表明在需求下滑的情况下，去库存将伴随着降价的局面出现，另一方面也从微观上印证了经济周期运行到了衰退的过程。

再从盈利周期的角度来看，历史上三轮盈利周期的规律表明，当加工类的PPI价格超过了2.5%的临界值时将在很大程度上抑制需求，从而开始压制企业盈利的增长，而目前我们正在经历的就是第四轮盈利周期中的这一过程，盈利的见底回升对于新行情的启动至关重要。因而只有经历一个短暂的衰退过程，才能够消化目前盈利的不利价格因素。

另外，从政策周期的角度来看，财政和货币的政策组合对于宏观经济周期具有明显的跟随性，而每轮政策周期中，货币政策的放松又是对市场底部最敏感的因素，因此只有当看到价格约束在小周期衰退中得以缓解，才可能看到货币政策环比上的放松。从政策的角度来说，经济与价格最后一次的回落也是行情重生的必须。

行情：先破后立 先下后上

长江证券对于市场趋势下半年的判断是：整体先下后上。但同时强调对于“先破后立”的趋势判断最重要的基础依旧是库存周期，也就是这轮去库存行为可以得到完全的释放，在这个过程中，政策的干扰是最大担忧之处。如果政策短期突然放松，那么原先的“睡美人”行情可能就会发生变化，可能仅仅能够先存在短期的反弹行情，而更多的会迎来并不乐观的走势。

至于未来经济拉动的动力以及可能具备的行业机会在哪里？长江证券表示：对于经济在消化价格过程中出现下降之后再次获得新的动力的来源，主要有三个方面。其一，在经历主动去库存之后，企业盈利将逐渐恢复，在这样状态下，企业又会重新的进入补库存的周期中，这种加大开工回补库存的过程往往能够带动经济的回升。其二，在2-4年的范畴内，保障房对地产上下游产业链的拉动不容忽视。其三，也是最主要的中长期经济拉动点，是制造业投资对经济的拉动，制造业投资同其他的投资分项不同，它更多的来源于民间资本的推动，因此回报率是触发制造业投资最关键的点。在价格回落之后，工业企业的盈利水平将会逐渐开始回升，而房地产和信托产品等受到的打压会使其ROE水平逐渐降低，这种“跷跷板”的效应会给制造业在中西部需求扩张的大背景下带来新的机会。

长江证券特别表示，在整体的制造业内部，要区分的去看行业存在的不同机会。首先，对于产能过剩的行业来说，整体性的行业机会可能并不大，但是产业整合所带来的行业内大公司做强的机会，可能会提供一条投资这些行业内大规模公司的方向。今年的水泥实际上所走过的正是这样的一条道路。其次，对于那些制造业内产能尚不存在过剩的行业，中西部建设以及投资需求的扩张将会为这些行业带来整体扩张的机会，故更加倾向于看好那些子行业中的小龙头，其具备更高的成长性。

安信证券：通胀见顶不意味市场见底

□本报记者 钱杰 上海报道

在23日举行的中期策略会上，安信证券首席经济学家高善文表示，此轮通胀潮水正在退去，通胀高点就在近一两月内出现，此后将逐渐回落，预计今年三季度政策将转入中立和观察期，但通胀见顶并不意味着市场见底。安信证券首席策略分析师程定华则明确表示，由于资金紧张，下半年市场估值仍将下行，只是速率放缓而已，企业盈利也会出现温和调整，因此三季度很可能出现漫长的阴跌，年底才有可能会迎来反弹。建议配置低估值的银行、电力、地产、交运基础设施板块，继续看淡高估值的小市值股票。

二季度通胀将见顶

高善文预计，通胀高点将在今年二季度出现，预计二季度通胀水平在5.6%左右，通胀月份高点大约在今年6月份，达到6.2-6.3%。今年三季度通胀轻微回落，三季度仍旧维持在4%以上，明年二季度可能会下降到3%及更低。随着通胀趋势性的下降，这一轮紧缩周期也将大约在今年三季度之前结束，随后政策取向转入中立和观察期，下半年流动性紧张有望出现阶段性缓解。

他指出下半年通胀回落的原因有两点：一是从决定食品价格的“猪周期”来看，猪肉价格上升的大部分过程已经完成；二是生产资料价格的上升也正在接近尾声，随后将进入较长的下降周期。全球经济的增速正在由后危机时代的高增长向常态回归，回归的过程短时间内会转化为全球工业增速的下降，需求减少，将造成生产资料的价格下降。

不过，高善文也指出，通胀见顶并不意味着市场马上见底，必须等到市场利率见顶回落，才是市场见底更为确定的信号。”而利率能否跟随通胀同步在6月份见顶，目前还很难判断。

市场底还未来临

对于今年下半年市场的走势，安信证券首席策略分析师程定华的判断则显得更为悲观一些。“我不同意目前市场已经到了所谓‘估值底’的说法，从绝对数量上看，股市估值永远没有底，”程定华表示，不同的市场利率对应不同的估值底，“由于利率高企，俄罗斯和巴西曾经出现过股市估值只有四五倍的情况”，不能简单的以历史估值做比较来得出“市场见底”的结论。

从四月初就明确发出“看空”指示的程定华认为，今年以来市场估值的大幅下降主要原因在于货币紧缩政策带来的市场利率水平迅速飙升。虽然央行并没有连续加息，但央行已经累计8次提高存款准备金率，而根据我们的测算，每上调一次存款准备金率会导致市场实际利率上升1-1.25个百分点，也就是说，上调一次存准率相当于四次加息！”

程定华认为，只要市场利率还在上升，市场估值就会不断下降。“随着通胀同比数据的放缓，预计下半年货币政策收紧的力度和频率将同步放缓，市场整体估值水平下行的斜率也将放缓。与此同时，总需求放缓导致的PPI掉头下行以及企业产能利用率见顶，又会引起市场对于企业盈利的负面担忧。”

而盈利预测下调到底有多严重？程定华认为，从目前的情况来看，总需求和企业盈利的调整幅度有限，估值水平和企业盈利下半年双双温和下行的可能性较大，因此，指数不会出现像08年或者04年那种断崖式的下跌，而可能以阴跌的形式完成调整。

下行风险可控 逆向买入正当时

□中国银河证券研究部策略团队 孙建波 秦晓斌 王皓雪 李亚明

与过度悲观情绪不同的是，我们对下半年的A股市场偏乐观。在当前的市场环境下，对下行空间作出合理预判显得更加重要，而随波逐流继续卖出则不可取。对于长期价值良好、发展稳定的公司，现在到了逆向投资逐步买入的时候，而不应在低位恐慌时卖出。

挖掘价值的时机已来临

逆向投资是与趋势投资相对立的一种投资哲学和方法。价格跟随趋势运动是技术分析的三大假设之一，于是，趋势投资被广泛应用，甚至被奉为圭臬。但是，如果惯性地、机械地运用趋势投资，在趋势逆转的时候就会犯大错。当前，股市处于长期震荡周期，向上或向下波动的幅度都有限。当指数上涨的时间越长，往往认为它越有可能继续上涨，于是，在顶部时人们经常变得非常乐观，对风险视而无睹；当价格下跌的时间越长，投资者往往认为它还会继续下跌，于是，在底部时又变得极度悲观，拒绝接受一切风险。事实恰恰相反，在这个长期震荡时代，指数和估值都到了低位区域，故应积极挖掘价值型公司，实施逆向投资。

我们认为，当前就是挖掘价值的最佳时机，价值型公司的下跌正是逆向投资买入的契机。具体而言，回归逆向投资主要有以下四个方面的基础。

首先，从历史经验来看，大危机之后基本不存在更大的风险，即便有风险也相对可控。从欧美上百年的股市发展史来看，当一轮大的危机来临，股指持续深幅下跌，创出极端低点，之后常常进入震荡时代。在长达几年甚至十几年的股市震荡中，都不会有更低的低点出现，也就是说，大危机之后没有更大的风险。A股市场再次跌至2319点甚至更低位置的概率较小，目前的市场即便是受投资情绪的影响，也存在向下挖坑的可能性，但这个风险也相对可控。

其次，经济增速适度回升，通胀高位趋稳可控，这将逐步改善股市的宏观经济环境。投资者最为担心的是经济出现滞胀，以及经济社会的诸多深层次矛盾需要解决。就短期国内经济而言，二季度工业增速、消费增速、进出口增速处于小幅回落状态，但是回落幅度有限。5月份固定资产投资加速，房地产投资旺盛，投资成为拉动经济平稳较快增长的主要动力。三季度保障房建设、水利建设、能源建设将成为拉动经济增长的新动力，因此，三季度经济回升将成为大概率事件。与此同时，通胀高位趋稳，将适度减缓投资者对于通胀的担忧。虽然5月份CPI同比上涨5.5%，预计6月份将突破6%再创新高，但随着翘尾因素的逐步消退，物价数据前高后稳，通胀压力将逐渐减缓。目前PPI已呈顶部形态，CPI也极有可能在6、7月份筑顶。而经过上半年的持续紧缩，经济难以承受更大的政策压力，政策在下半年也将微调。虽然货币政策方面难有大的作为，但财政政策和投资方面还有一定的活动空间。

第三，上市公司业绩基本稳定，大幅下调盈利预测的可信度不高，这为逆向投资提供了较为坚实的业绩基础。研究表明，随着A股市场代表性的增强，上市公司业绩与宏观经济呈现高度的正相关及同步性。一季度GDP增速为9.7%，二季度可能回落至9.4%，回落程度非常有限，三季度经济回升预期较强，这将为上市公司业绩的基本稳定奠定坚实基础。从分析师对沪深300成分股的盈利预测来看，在经过一季度的下调之后，目前已趋于稳定。根据朝阳永续的统计，分析师对沪深300成分股2011年利润增速的一致预期小幅下行，中小板2011年利润增速由3月时的48.61%小幅攀升到49.22%，只有创业板的利润增速预期由62.13%降至58.22%。可见从全市场来看，分析师对上市公司的业绩增速仍抱有积极态度，虽然不排除业绩预测以后会下调，但是大幅调整的概率并不大，当前的估值水平已经相当程度的反映了业绩下调的预期。另外，上市公司的中报业绩仍然值得期待，随着7月份中报披露拉开序幕，市场对上市公司的业绩担忧将会有所缓解，甚至成为市场转折的驱动力。

第四，估值处于底部区域，继续压缩的空间很小。与全球市场相比，A股估值并不高，与经济增速相比，A股的估值优势也较为突出。尽管小盘股的估值水平仍显著高于历史最低水平，但蓝筹股已经处于或接近历史最低水平。事实上，估值对于市场的影响也往往是在顶部区域或底部区域，在大多数时间里估值的作用都不大。因此，目前的估值水平已经较为充分的反映了市场的悲观预期，这为逆向投资的确定提供了较为坚实的价值基础。

下半年A股将震荡回升

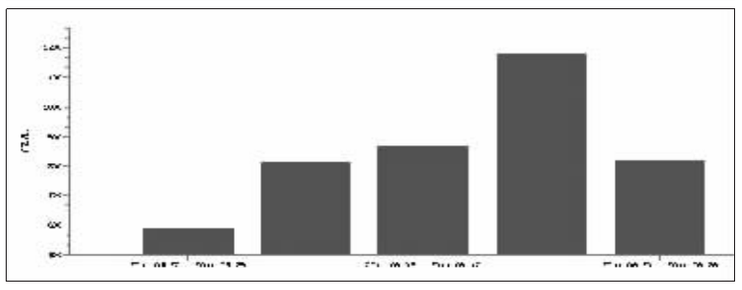
长期来看，我们认为，A股乃至全球股市都将进入长达数年的震荡时代，其根本原因是缺乏重大科技的突破和新的主流科技产品，工业生产缺乏新的利润增长点。中短期而言，下半年股市将震荡回升。在3300点上方成为震荡顶部区域，是逐步卖出点区间，而2700点下方成为震荡底部区域，是逐步买入的区间。

投资策略主要有三点：一是在价值低位，做好逆向投资的准备，在下跌中执行区间买入股票计划；二是优选价值型公司买入并长期持有；三是将主要投资机会放在中型蓝筹上。

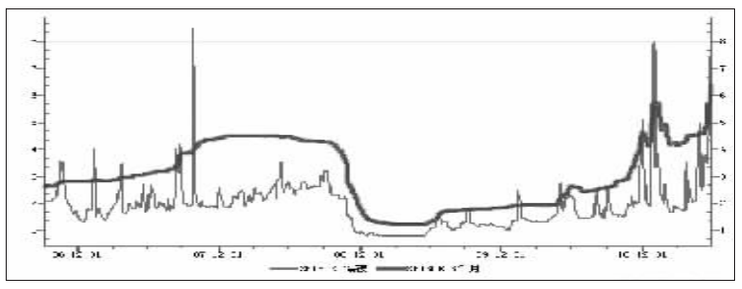
投资主线则有两条。从自上而下的角度，投资和通胀是下半年的关键词，相应的，投资主线有两条。一是投资受益的行业与板块。投资是驱动今年经济增长的主要动力，下半年随着保障房建设、水利设施建设、能源建设以及电信投资的提速，与之相关的水泥、工程机械、电力设备、电信设备等行业受益明显，可重点加以关注。二是抗通胀的行业与板块。尽管下半年通胀会趋稳，但通胀不会迅速消退，全年CPI有可能达到或接近5%，因此，抗通胀将成为下半年的另一条投资主线。在抗通胀的品种中，既可以关注估值合理、受益于价格提升的食品饮料行业和商贸零售行业，也可以关注估值合理、价格弹性和股价弹性最高的上游行业，如煤炭和有色金属。此外，下半年军工投资主题也应加以关注，90周年党建和紧张的周边局势都为军工股的投资提供了较好的催化剂。

■ 数据工厂 | Data

本周公开市场继续实现净投放



银行间资金利率大幅飙升



点评：本周公开市场继续实现净投放，各期限SHIBOR大幅飙升，资金面压力达到高峰。

公开市场操作方面，本周票据到期530亿元，正回购到期300亿元，合计向市场投放资金830亿元；央行票据发行10亿元，未进行正回购操作，合计净投放资金820亿元。至此，本周公开市场已经连续第六周实现净投放，并且净投放量较前四周显著上升。

受本周一存款准备金率缴款的影响，本周上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）全线大幅上行。截至6月23日，隔夜SHIBOR收报7.3325%，较上周四的3.9957%飙升333.68个基点，距离年初高点仅一步之遥；1周和2周SHIBOR双双“破九”，分别收报9.0708%和9.0642%，均创今年以来的新高水平；1个月SHIBOR报收7.9167%，较上周四的7.3708%上升54.59个基点；3个月SHIBOR收报6.3830%，较上周四的5.5884%上升近80个基点，并创下历史新高。此外，6个月、9个月和1年期SHIBOR分别收报5.1547%、5.0813%和5.0483%，均升至历史新高。

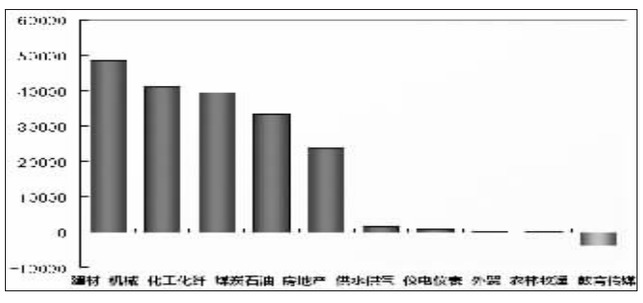
分析人士指出，本周资金利率飙升至年内甚至历史高点，显示当前银行间市场流动性颇为紧张。在资金面承压、存准率已达高位的情况下，此次提准不论对实际资金面还是紧缩预期都带来了较大的边际影响，资金面的紧张程度显著加剧。另外，央行昨日暂停央票发行，一方面充分反映出当前市场流动性过于紧张，另一方面也被部分市场人士解读为进一步释放了加息信号。（李波）

■资金流向监测

沪深两市资金净流入前十

代码	名称	收盘价（元）	流入金额（万元）	流出金额（万元）	净额（万元）	涨跌幅
000012	南 玻A	15.52	50743.66	39152.93	11590.73	9.99%
600720	祁连山	18.63	34879.92	24770.57	10109.36	9.98%
000157	中联重科	15.25	68926.39	59079.76	9846.63	3.32%
601668	中国建筑	4.01	36661.35	27766.84	8894.51	2.82%
600031	三一重工	17.67	60124.21	51609.89	8514.32	3.33%
000858	五 粮 液	35.72	55605.59	47697.98	7907.60	1.53%
601088	中国神华	29.62	72095.85	66877.12	5218.73	2.85%
000983	西山煤电	24.02	58600.10	53888.54	4711.56	1.14%
600160	巨化股份	30.13	46454.36	41885.08	4569.28	5.76%
601601	中国太保	21.06	22740.18	18211.69	4528.49	2.33%

行业资金净流入（出）金额 单位：万元



常用技术分析指标数值表（2011年6月23日）

国开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）	↑2649.62	↑2908.47	↓11513.36
	MA（10）	↓2675.34	↓2932.89	↓11546.61
	MA（20）	↓2701.22	↓2956.88	↓11574.86
	MA（30）	↓2743.05	↓3000.17	↓11718.77
	MA（50）	↓2827.37	↓3094.36	↓12033.08
	MA（60）	↓2854.39	↓3127.80	↓12160.43
	MA（100）	↓2865.37	↓3152.87	↓12322.85
	MA（120）	↓2851.36	↓3142.29	↓12309.00
	MA（250）	↑2787.97	↑3071.88	↑11924.79
乖离率	BIAS（6）	↑1.36	↑1.64	↑2.39
	BIAS（12）	↑-0.82	↑-0.68	↑-0.15
MACD线	DIF（12,26）	↑-47.34	↑-48.65	↑-129.60
	DEA（9）	↑-48.37	↑-52.17	↑-163.65
相对强弱指标	RSI（6）	↑53.98	↑57.14	↑65.72
	RSI（12）	↑43.76	↑46.65	↑53.94
慢速随机指标	%K（9,3）	↑29.33	↑32.27	↑41.23
	%D（3）	↓27.24	↑29.63	↑36.49

技术指标		上证（综指）	沪深300	深证（成指）
心理线	PSY（12）	50.00	41.67	50.00
	MA（6）	↓47.32	↓47.32	↓50.00
动向指标（DMI）	+DI（7）	↑25.86	↑27.11	↑33.49
	-DI（7）	↓28.65	↓25.87	↓18.98
	ADX	↓43.11	↓40.30	↑24.86
	ADXR	↓48.83	↓46.41	↓32.28
人气意愿指标	BR（26）	↑100.63	↑127.09	↑174.70
	AR（26）	↑157.65	↑177.23	↑230.58
威廉指数	%W（10）	↓37.98	↓31.06	↓7.93
	%W（20）	↓49.80	↓40.03	↓7.93
随机指标	%K（9,3）	↑36.54	↑40.80	↑54.69
	%D（3）	↑29.33	↑32.27	↑41.23
	%J（3）	↑50.98	↑57.88	↑81.61
动量指标	MOM（12）	↑-56.05	↑-46.63	↑34.06
	MA（6）	↓-76.42	↓-74.44	↓-121.76
超买超卖指标	ROC（12）	↑-2.04	↑-1.55	↑0.29

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。