



“左侧”或已现 “右侧”仍无解

□本报记者 龙跃

如果说“又爱又恨”是人们对股市的惯用形容词，那么时下的A股市场好像让人恨不起来也爱不起来。因为从估值、流动性等角度看，市场“左侧买入”窗口似已打开，这意味着系统性风险较2011年下降。但是，政策缓步放松及经济稳步下行，又令“右侧交易”时间远未到来。在“坏不到哪里去、好不到哪里去”背景下，A股兔年的最后一个交易周可能将面临“左侧”已现、“右侧”无解的局面。

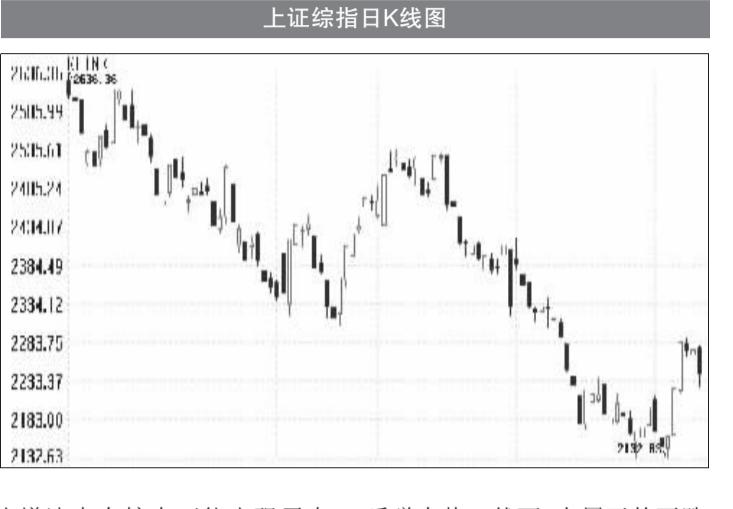
估值底部会否迎来契机

虽然市场整体估值中枢是否已出现上移趋势尚难断定，2132点是否是年内低点也得而知，但从操作层面来说，当前市场似乎已进入“左侧买入”区域，原因在于抑制估值的各方面压力都在显著减小。估值中枢已达历史底部。沪深300是A股市场的交易中枢，2011年12月沪深300市盈率(PE)为10.38倍，这一估值水平已经创出2000年1月

以来的新低。从市净率角度来看，2011年12月沪深300的PB为1.75倍，与2005年11月1.70倍的历史最低点只有不到3%的距离。

同时，产业资本认可度逐渐提高。如果说2500点附近大小非减持是导致市场无法向上的主要原因之一，那么在2100点位置，产业资本对股市已经由压力变为支撑力。据Wind资讯统计，最近一个月沪深股市重要股东卖出股票39.93亿元，买入股票43.91亿元，产业资本最近一个月净买入股票3.98亿元。不难发现，随着股价的持续下跌以及估值的持续回落，当前股市对于产业资本而言已不只是套现舞台。产业资本对公司的价值往往具有更高的敏感性，此时增持规模的扩大也反映出市场估值已经进入洼地。

社会加权利率下行逐渐启动。在实体经济对流动性需求减弱以及2012年货币政策较2011年宽松等因素共同作用下，市场加权平均利率下行脚步有望逐渐加快。一方面，2011年12月新增信贷超预期增长，而M1、M2同



比增速也有较大可能出现了向上的拐点；另一方面，在相关政策指引下，银行业务表外转表内的步伐已经迈开，这意味着社会中“便宜的钱”会越来越多。虽然短期看，SHIBOR票据贴现等利率仍然处于高位，但在上述因素作用下，一季度市场加权平均利率的逐渐下行仍然是大概率事件。

趋势性机会或未到来

进入2012年，市场出现企稳

增长的前景十分不乐观。同时，在调控政策的持续压力下，房地产行业进入寒冬，这意味着房地产投资增速今年会非常黯淡，加之地方融资能力制约以及经济转型的政策诉求，今年投资增速的下滑幅度预计会很大。

从去年12月的PMI指数、工业增加值增速等数据看，国内经济尽管下滑，但下滑速度比较缓慢，这意味着政策不太可能祭出2008年那样的“重手”。受制于原油价格等短期因素以及人力成本等长期因素，通胀警报并未解除。尽管房价已经开始下滑，但距离政策目标显然还有一定差距。为防止物价、房价死灰复燃，预计政策也不会在目前阶段大幅放松。

受上述一系列因素制约，A股市场整体股价虽已不高，但短期内似乎仍看不到趋势性上涨动力。或者说，“右侧买入”时机尚不成熟。在此背景下，分析人士建议应更多关注低估值蓝筹股的投资机会，此类股票既有望获得估值提升收益，也有望凭借业绩相对稳定而更具抗风险能力。

由此来看，2012年我国出口

三尺冰非一日寒 三道坎阻融冰路

□长城证券 张勇

连跌九周之后，在政策暖风以及央企增持等多重利好刺激下，上周股指迎来阶段性反弹。然而反弹的过程并非摧枯拉朽般强劲，相反，上周五创业板跌幅停顿再现，极大地挫伤了略有修复的市场人气。总体来看，近期政策虽然暖风频吹，但是缺乏实质性利好，尤其是在缺少落实协调一二级市场健康发展的具体措施之前，市场信心仍然相当匮乏。冰冻三尺非一日之寒，春节前最后一周，预计大盘以温和震荡筑底为主，节前难有大作为。

首先，政策利好指明方向，具体落实仍需观察。温家宝总理在全国金融工作会议上指出要提振市场信心，证监会强调完善

新股价格形成机制，改革股票承销办法，使新股定价与发行人基本面密切关联，协调一二级市场健康发展。但是从落实的情况看，新股发行并未出现显著放缓，而且从存量来看，仍有72家公司已经过会等待上网发行。对于鼓励养老金入市，虽然总量很大，但是并没有具体入市时间表，而且中国社保基金理事会理事长戴相龙在中国经济年会上指出，“养老金入市”不是全部投资股票，而是用其中一部分投资股票。至于RQFII，虽然已经正式启动，但是无奈总体规模仅有200亿，投资股票上限为20%，如此规模相较A股市场仍属杯水车薪，更多只是信号作用而已。

由此可见，政策利好吹响了集合号，但是落实起来确实阻力重重，如果没有在市场关注的核心

焦点问题如改革新股发行制度、改变三高发行上有实质性改变，那么投资者信心很难得到有效修复。

其次，近期宏观数据有喜有忧，导致政策犹豫，方向不明。上周四国家统计局发布数据显示，2011年12月CPI同比上涨4.1%，创15个月以来新高。CPI连续5个月回落，通胀压力进一步放缓，但是绝对水平仍然偏高，而且1月份由于节日效应，通胀预计仍将维持在4%以上，货币政策难言松动。与此同时，2011年12月份进出口增速低于市场预期，我国对外贸易状况依然处于下行通道中。从数据来看，经济总体仍然体现了一定的滞胀特征。由于货币政策采取相机抉择策略，经济数据过低则适度放松，通胀数

据偏高则维持稳健，因此给予市场的信号并不清晰，对市场信心激励作用大打折扣。

第三，市场结构性低估与高估同时并存，低估值修复行情与高估值泡沫化同时进行，令反反复行行情成色不足。本轮反弹行情中，强周期品种领跑，银行、地产等权重股板块稳步上升，煤炭、有色等早周期品种发动反攻攻势，家电、汽车、电力等蓝筹股也趁势反弹，低估值品种估值修复特征明显。与此同时，高估值板块的去泡沫化愈演愈烈，由于年报即将披露，加上创业板限售股解禁潮将至，创业板指数上周五跌幅超过6%。数据显示，创业板今年将有68.53亿股限售股解禁，占总股本299.18亿股的22.9%，占有流通股143.86亿股的47.64%；解禁市值1176.93亿

元，占创业板总市值的20.63%。不仅创业板，主板中防御特征明显的消费类品种也都走势偏弱，医药、商业零售等跌幅在主板中居前。

综合以上分析，大盘自2132点展开的反弹行情，主要体现为利好政策堆积引发超跌反弹，低估值板块能否持续上涨成为决定反弹高度的重要因素。我们认为，由于固定资产投资增速仍然维持在中等偏下水平，货币政策仅有阶段性放松可能，强周期品种持续上涨缺乏基本面配合，因此投资者仍应以反弹看待。

在投资策略上，建议继续关注低估值品种的估值修复机会，可以继续增持银行、一线地产股，有色、煤炭、家电也可以阶段性参与；高估值品种仍然存在年报风险，建议继续减持。

2220点成反弹“生死线”

□东兴证券 张景东

管理层提振信心引发的反弹甚至未能延续三天，涨幅不过百点，成交便难以维继。上周五当调整发生时，下跌势头竟无法阻挡，市场再度返回噩梦一般的跌势当中。沪指指由受到指标股的特别关照，勉强保住了一丝颜面，但中小板、创业板又恢复了之前的狰狞面目，令投资者万分恐惧。尤其是当日东方国信率先推出10转10派2的高送转方案，市场非但不领情，反而将其股价迅速打至涨停。表面上似乎有些荒唐，但实际上则反映出市场对此类游

戏的厌倦，尤其是该股动态估值仍高达50倍以上，在当前的市场环境下，被抛弃实属必然。

对于此番暴跌的原因，归纳起来大致有几个方面：一是原先预期当中的降准实际上已经落空。受节日等因素的影响，2011年12月CPI数据的下降速度减缓，因此央行恐怕还会继续谨慎观望，市场的失望情绪难以避免。与此同时，最新数据显示外贸顺差增速下降势头加剧，资金流出迹象越发明显，这引起了市场的普遍担忧。投资者担心资金流出已成趋势，在这种情形下，即使随后央行被动降准，也只是

对此进行对冲，无法改善紧张的流动性。而此前基于流动性改善带来的估值修复行情，当然也就无从谈起。

二是对于提振信心说的疑虑。管理层讲话引发的反弹，在A股市场已经有过多次，但是反弹的力度却是在不断减弱，这反映出市场的逐渐成熟。投资者不仅会听其言，更加会观其行。而在此次提振信心讲话的背后，并未看到具体的政策措施出台，反弹缺乏持续的动力、再度回落也就难以避免。

三是市场的结构性问题。尽管与自身相比，中小板整体估值

水平已降至历史底部，但因主板之前跌幅较大，因此两者之间仍然存在明显差异，创业板更加严重。在所谓市场化的遮羞布之下，创业板个股的发行价为融资者创造了巨大的盈利空间，已经成为名副其实的“套现板”。在面临不确定前景的条件下，市场增加确定性的唯一方式只有下跌，将估值打入地狱。客观地看，这其实也是在为前两年的结构性行情“还债”。

基于以上原因，高估值小盘股的下跌仍有较强的动力，目前看不到止跌的理由。相对而言，主板中的低估值品种有较强的抗跌

能力，但也仅此而已。在资金仍然不够宽裕的环境下，便宜的指标股也难以发动真正的行情；不过相对小盘股，还是多了一分机会，但需等待流动性改善的信号。

技术形态方面，本次反弹中沪指指甚至未能摸到2300点整数关口，仅仅将2011年12月13日的下跌缺口封闭即告受阻回落。如果市场将这种表现理解为对跌破2300点的反抽，那就比较糟糕。不过目前做出这种判断还为时尚早，毕竟沪指指还保持着一定的控制力，如能在2220点一线守住，则一季度的反弹行情仍然存在希望。

基本面向下 市场或再度“挖坑”

□银河证券研究部策略团队

在连续九周下跌之后，上周A股市场终于迎来了反弹，全周指数先扬后抑。尽管决策层提振股市信心的表态以及央企增持确实令人鼓舞，但显然不可能真正改善去年以来在A股投资者中所积累的极度悲观情绪，而流动性紧张的格局和企业盈利预期继续下调的事实也使得股市仍存在挖坑的可能。考虑到本周过后春节假期将要开始，不排除部分投资者离场观望并导致市场再次进入盘整的格局。

政策利好难改悲观情绪

此次金融工作会议提出了四项任务要求：实施好稳健的货币

政策；优化信贷结构；深化新股发行制度市场化改革；切实防范经济金融风险。对于A股市场而言，第三个任务尤其令人关注。温总理提出要深化新股发行制度的市场化改革，抓紧完善发行、退市和分红制度，提振股市信心。最高决策层如此直接地表态要“提振股市信心”，从历史的角度来看并不多见，而这样的明确表态意味着管理层对于2011年以来中国股市熊冠全球的表现是关注的。

从微观层面，我们也确实观察到了“托市”动作的些许迹象。中石化、中国神华、中国联通等“中”字头国家队在二级市场的集体大举增持已久未出现。一方面可以将这种动作理解为产业资本对于当前股票投资价值的认可，

另一方面，如此的集体动作在一定程度上表明“提振股市信心”并非完全口号。

尽管如此，一年多来A股市场积累的悲观情绪和气氛绝不会因为几个央企的集体增持而得到彻底改变。毕竟，经济基本面继续下滑是事实，同时，稳健偏紧的货币政策也仍然是决策层的主流观点，流动性层面也看不到支撑指数继续大幅反弹的支撑因素。提振股市信心固然令人鼓舞，但以当前的时间点来看，口号的意味仍然偏重，而实际的政策是否将会出台以及何时出台都尚存疑问。

流动性紧张 盈利预期下调

央行节前暂停央票发行，意

在缓解节前流动性紧张的季节性现象。但从银行间拆借回购利率的情况看，资金紧张的局面仍然较为明显。市场自12月以来一直预期央行将再次调降存准，然而随着时间的推移，稳健货币政策的坚持要远高于市场预期。流动性层面是否将于近期出现显著好转存在较大的不确定性。

另一方面，近期价格端的压力下降是极为明显的，最新公布的CPI-PPI同比增速已下降至4.1%和1.7%的水平。价格指数尤其是PPI的过快下降可能给原本并不乐观的企业盈利带来更大的压力，这从全市场分析师盈利调整的情况可以看出一些端倪。2012年1月1日，上市公司盈利情景指数报0.68，已是自2011年3月

以来第11个月下降。年报季节，分析师显著下调盈利的可能将给股价带来再次挖坑的风险。

从基本面的角度看，流动性紧张的格局未变而经济继续下行、企业盈利预期继续下调的事实使得股市仍存在再次挖坑的可能；同时，春节长假前投资者离场求稳的情绪可能将使本周市场出现盘整。投资策略上仍需控制仓位，不宜过分乐观，等待节后形势明朗，对于部分没有实际业绩的小股票应果断减仓。行业配置上，可适度关注低估值周期板块，但仍应以均衡配置为主导思想，建议重点关注金融服务、机械、汽车。成长性行业中，文化传媒、军工等板块也可适度关注。

节前港股上行动力或减弱

□周宝强

在货币政策上，欧洲央行还是继续维持现行利率不变，增强银行体系对后期经济走势的信心，不断增强市场上的流动性，那样欧元区的经济或许才能进一步走出困境。

美国经济增长的状态目前越来越好，欧元区债务危机对美国经济的牵累程度似乎正在改变。不过，美国经济增长的状况虽然向好，但是前路依旧存在较多的不确定性，这一点从美联储发表的褐皮书当中亦能清晰地看出。失业率数据、制造业数据以及消费者信心指数等目前都表现得不错，但良好的状态能否持续还有待验证，因此美联储对于更多的量化宽松货币政策的推行也没有一口否定，或从另一侧面表明了美联储对美国经济后市的担忧。美股市场在利好因素刺激下升势理想，加上近段时间正值美股的业绩期来临，经济向好改变了投资者对上市公司业绩的悲观看法，这无疑给美股市场带来提振。但随着股市在上周收盘前一鼓作气下调了包括法国在内的9个欧元区国家主权评级。避险情绪推升了美元再次走高，美指上周五冲破81.5水平之后最高见81.78，但是上行压力相对较强。从技术走势上看，美指近期上升通道持续向上，倘若欧美局势不能出现新的变化，美指的涨势或许还将持续。

之前，西班牙和意大利的国债拍卖结果良好，欧债危机的缓解进程似乎更进一步，非美货币因此获得反弹的动力。但是，国际评级机构似乎还是不肯放过伤痕累累的非美货币，除了惠誉表态确保了法国的评级要比意大利安全许多之后，标普更是索性在上周收盘前一鼓作气下调了包括法国在内的9个欧元区国家主权评级。避险情绪推升了美元再次走高，美指上周五冲破81.5水平之后最高见81.78，但是上行压力相对较强。从技术走势上看，美指近期上升通道持续向上，倘若欧美局势不能出现新的变化，美指的涨势或许还将持续。

在危机的牵累之下，欧洲经济复苏成了一条漫长之路，而更令市场担忧的是，在危机的影响下，整个欧洲的银行体系都或多或少地出现问题。一旦后期整个银行体系再次出现问题，那将是对整个欧洲市场的再次打击。

节前期指反弹空间受限

□国泰君安期货研究所 江勇

对于后市，我们依然保持谨慎，短期仍有较多抑制市场升势的因素存在。2011年下半年经济下滑导致的企业盈利下降将在近期公布的年报中逐渐显现，而2012年上半年经济仍将继续下滑；从政策来看，CPI虽有所回落，但依然处于高位，CPI与房价导致宏观货币政策谨慎宽松；流动性上，外汇占款连续三个月下降，热钱流出呈现加速趋势，流动性紧张。在流动性底部和经济底部仍需等待的背景下，市场仍将承受较大的压力。从海外市场走势来看，美国近期数据略显乐观，但在面临欧债危机冲击的情况下，经济增长前景仍存较大不确定性；2012年上半年是欧洲五国债务量到期高峰，上周末标普下调了欧元区9个国家的评级，法国和奥地利失去AAA评级，欧债危机波及欧元区核心国家；在政府财政紧缩和银行业信贷收缩的压力下，欧洲的经济难言乐观，2012年更有可能陷入衰退；在

上周期指全周呈现先扬后抑格局。周一，现货市场采掘和有色板块大幅拉升影响，期指跟随上涨，期指与现指成交大幅放大，主力合约IF1201盘中短暂出现贴水；周二，现指继续推动期指上行，盘中升贴水互现，现货市场成交继续大幅放大，期指成交有所萎缩；周三，期指与现指在两日反弹近200点之后，呈现调整走势，IF1201全天呈升水状态；周四，期指全天呈现震荡走势，IF1202合约增仓明显；周五，期指全天维持震荡下行，尾盘略有回升，现货成交继续萎缩，期指成交略微放大，基差低位波动剧烈。从前20名持仓变化来看，周一周二主要表现为空单减持，周三面临2500点关口空单大量增加，周三周四继续表现为空单减持。本周来看，无明显套利机会，周一大幅上扬时出现的贴水现象，表明期货市场投资者较现货市场投资者仍显信心不足，2500点下方空方的再次增仓表明后市期指仍将在附近遭遇重要压力。

本周是春节前的最后一周，节前资金紧张将进一步制约流动性，投资者离场观望的情绪将有所增加；IF1201本周五面临交割，注意移仓过程中可能出现的风险。操作方面，建议投资者在节前以日内交易为主，激进型投资者可以在可能出现的节后资金流动性的改善的反弹中布局多单。

常用技术分析指标数值表(2012年1月13日)

| 技 术 指 标 | 上 股 | | 深 证 | |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| | 日 | 周 | 日 | 周 |
| MA (5) | ↑2261.45 | ↑2207.40 | ↑2146.22 | ↑2355.99 |
| MA (10) | ↑2216.15 | ↑2299.08 | ↑2360.39 | ↑2471.22 |
| MA (20) | ↑2202.70 | ↑2322.70 | ↑2364.23 | ↑2388.26 |
| MA (50) | ↑2242.10 | ↑2242.23 | ↑2297.52 | ↑2125.79 |
| MA (60) | ↑2343.34 | ↑2343.34 | ↑2391.69 | ↑2157.26 |
| BIAS (6) | ↓-0.02 | ↑0.86 | ↓-0.04 | ↑0.58 |
| BIAS (20) | ↓1.65 | ↓-3.78 | ↓1.82 | ↓-4.81 |
| M A C D (02,26) | ↑-17.40 | ↑-123.86 | ↑-25.92 | ↑-156.72 |
| DEA (6) | | | | |