

■ 围观2300 解析众生相（四）

“意外”降息缘何遭“冷落”

□本报记者 曹阳

周四晚间央行“意外”宣布对利率下降的周期板反迅速抛售,在此前被市场所寄予厚望的降息真正付诸实施时,A股缘何“冷”眼相对?

高开低走凸显信心匮乏

就在周三沪指跌破2300点之际,央行晚间“意外”宣布降息,这一“巧合”确实提振了部分投资者的信心。不过,来自政策的利好对于A股的提振仅限于早盘沪指13个点的高开,随后首次降息市场必跌的规律再次应验,由于部分资金忌惮周末的经济数据可能低于预期而逢高减仓,加之市场观望情绪浓厚,承接盘不足,无奈之下,大盘再度高开低走。

具体来看,早盘受降息利好好的提振,沪指指与深成指双双高开,随后多空双方展开激烈交锋,而沪指指更是几度收复2300点,但午后在部分恐慌盘的抛售后,指数加速下行,最多下跌17点,探至2276.71点。最终沪深两市未能扭转此前的弱势格局,双双收跌,

截至收盘,沪指指以2281.45点报收,下跌0.51%,深成指收报9707.18点,下跌0.50%。不过,两市成交量能并未有效放大,沪市与深市分别成交了637.6亿元与578.4亿元,较周四仅略有回升。

从大盘表现来看,尽管央行降息对市场起到了一定的提振作用,但并没有改变市场原有的运行轨迹,加之成交量能并未明显放大,似乎历来对市场影响显著的降息反倒成了“扰动因素”。不过,这种平淡的表现或主要缘于央行选择降息的时点过于“意外”。

一方面,央行一改过往在经济数据出炉后再采取措施的模式,先于经济数据公布而降息,这一举动本身就颇为耐人寻味。当然,从乐观角度解读,这可能意味着5月份通胀大幅低于预期;但是,其中也隐含着5月份经济数据会低于预期的可能。在此背景下,场外资金可能会选择在周末的5月经济数据公布后再做定夺。

另一方面,部分对后市相对看空的资金存在借指数高开后逢高减仓的动机,但是早盘沪深两市并未大幅高开,而当前指数位置又相对较低,因此资金套现离场的动力也相对较低。

总体而言,尽管当前市场信心不足,但在估值安全垫较高的

背景下,中长线资金离场的意愿也并不强,而市场对5月份的经济数据悲观预期已较为充分,短期市场大幅下行的空间并不大。

经济下行预期渐增 地产银行现分化

理论上,利率的下降利于资作用,即对具备周期性的制造业、金融业和地产也将产生较大的提振,不过,从昨日的行业表现来看,周期板块却难改弱势,这反映投资者当前对经济下行的担忧已经超过了对政策利好的憧憬。

具体来看,昨日中信一级行业指数涨少跌多,国防军工、非银行金融和传媒行业指数涨幅居前,分别上涨0.87%、0.60%和0.56%。与之相对应的是,银行、有色金属和建材行业指数则分别下跌了2.28%、1.43%和1.27%。

本周以来,周期性行业板块持续走弱,而地产板块一直表现稳定,这与降息预期的存在不无关系。由于广谱利率的下行将会刺激地产刚需的回升,会进一步改善地产行业的基本面,而昨日降息预期的兑现也在一定程度上提振了地产板块。但地产板块并非毫无风险,首先,今年以来地产板块震荡上涨,中信地产指数累计上涨了25.59%,大幅跑赢上证

综指,行业内个股均累积了一定的涨幅,在大盘弱势的情况下,部分资金可能借降息利好兑现的机会逢高减仓,对地产板块进行波段操作,这将会影响地产股股价的表现。其次,对管理层而言,稳增长固然重要,但房价的报复性反弹更不能被接受,因此,如果在降息等宽松货币政策刺激下,房价呈现报复性反弹,那么政策制约将会再度显现,这将是地产股最大的系统性风险。

相对于地产板块的坚挺,银行板块的调整则颇有些无奈。尽管央行昨日宣布进行对称性降息,但本次降息从浮动比例看仍然体现出了“非对称”的意味,更是利率市场化迈出的重要一步,因此其对银行净息差仍产生了一定的负面影响,使得市场对于银行未来的盈利预期有所降低。这也是昨日银行板块跌幅居前的主要原因。不过,我们也应该看到,整个银行板块的滚动市盈率仅为6.30倍,基本已经将银行盈利能力降低的预期反映在了股价之中,而一季度整个银行板块利润同比增速仍然维持在19.73%的高位,预计今年银行的业绩可能呈现前高后低的格局,但同比负增长的可能性并不大,因此,银行股估值水平今年被动推升的概率相对较小。而由于目前银行净息

差仍维持在一个高位,其半年报业绩并不会立即受到影响,一旦未来半年报披露,银行板块整体盈利能力仍维持在一个较高的水平,不排除银行股可能产生一波超跌反弹的可能。

有分析人士认为,尽管昨日A股对央行“意外”降息这个大礼包并不领情,但投资者也不应过度悲观。事实上,虽然国内经济基本面仍难言好转,但当前处于历史底部的估值水平已基本反映了经济下行的悲观预期。同时,从估值角度看,本次降息周期开启,意味着资金利率将进一步下行,那么市场估值中枢有望因此上移。当然,在经济底部尚未探明的情况下,A股并不具备走牛的基础,但从中期来看,A股确实正在处于底部区域,过分恐慌没有必要。

编者:消费股抱团、煤飞色舞“分家”以及地产股涨声一片,目前看都只是2300点的一道“踪影”,量能的萎缩将资金的“围观”心态显露无遗,央行的降息举措也未能改变这一现状。接下来,是继续等待政策组合拳并保持观望成为主流心态,还是相信跌下来的就是机会而导致资金心态回暖,恐怕依旧是未知数。

(本系列完)

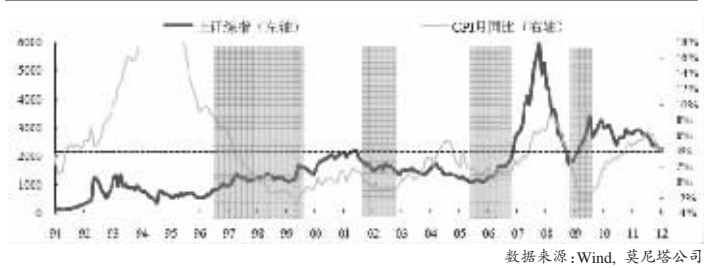
6月下旬或现修复性反弹

□华泰长城期货研究所 尹波

虽逢超预期的降息利好,但市场破位下行的态势却丝毫未被中止。短期而言,投资者可以谨慎的态度面对技术层面的破位;但中期而言,在5月经济数据和希腊局势渐趋明朗、政策预调微调力度加大,且资金面宽松趋势不改、经济环比改善可期和同比见底预期逐步强化等因素的背景下,投资者无需对市场过于悲观。若市场再次出现急跌破位,则可择机逢低介入进而布局可能出现反弹行情。

本周市场跌跌不休,沪指指在本周后半段更是持续位于2300点关口之下,且央行超预期的降息并未扭转市场颓势,市场再现首次降息“高开低走”的魔咒,沪指指收盘价再创新低。全周来看,沪指指和沪深300指数分别下跌3.88%和4.13%,日K线上分别收出五连阴和六连阴。

本周六,国家统计局将公布5月经济数据,目前市场预期CPI数据为3.2%,PPI则继续下降1.1%,工业增加值则可能会出现小幅的回升。通胀方面,鉴于国内外需求偏弱、农产品价格环比季节性回落、大宗商品大幅调整等多重因素的作用,通胀未来三个月将大概率继续下行,而经济偏弱和通胀下行将为政策进一步加大预调微调的力度提供了较好的条件。伴随着政策继续发力和刺激作用逐渐发酵,经济有望在7月份左右阶段性企稳。另外,下周希腊局势



趋于明朗,经济环比有所改善和同比见底预期的强化将再次阶段性提升市场风险偏好。

政策方面,本周四晚间央行宣布调降存贷款利率0.25%,基本上属于对称降息,这与市场预期的非对称降息存有一定的差异,这反映

出管理层对未来通胀走势的回落持乐观的预期,另一方面,也反映了管理层进一步向保增长倾斜的政策取向。此外,本次降息中活期存款利率的降幅相对最小,考虑到银行活期存款占其存款负债业务的70%以上,因此对银行存有一

定的负面影响。央行将存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍,将贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.8倍,这有利于资金更有效率的配置,“一上一下”实际上也体现了保增长与调结构均不偏废的取向。

我们预计,伴随着基准利率和市场利率的联袂下行,宏观流动性有望进一步好转,未来中长期信贷需求出现改善将值得预期。实际上,近期已有媒体报道指出,5月末央行加大了对商业银行的窗口指导力度,要求其加大信贷尤其是中长期信贷的投放力度。公开市场方面,央行分别在周二和周四进行了300亿元28天期和200亿元91天期正回购操作,本周公开市场到期量为500亿元,央行小幅实现净投放,结束了连续三周的净回笼格局。虽然受到中国重工转债申购的影响资金价格有所上升,但是幅度有限,6月份将面临年中考核,资金面届时或将承压,但是在央行降息的引导下,资金面偏宽松的趋势将继续。

需要指出的是,此次5月底6月初的走势与2011年11月底12月初的走势十分相似,但我们认为,不会出现如去年底那么悲观的走势。其一,去年11月30日在国际板传闻的冲击下,市场破位暴跌,当天晚间央行宣布降准,第二天市场大幅开后便冲高回落,震荡幅度较大,而昨日市场对降息的利好反应较为谨慎,而预期谨慎

也就避免了未来低于预期时市场可能出现的剧烈震荡。其二,当前资金面已经发生了显著的变化,去年底资金面尤其中长期资金价格在政策风向自10月发生变化后下行幅度有限,而近期资金价格则是全面下行且幅度显著。其三,政策预调微调的力度差异也较为明显,宏观经济虽然下滑,但是当前经济阶段性见底已然可期,预计底部很快就将探明。

从主力席位持仓数据来看,席位动向所反映的多空分歧虽然较大,但是所透露出来的悲观信息却较为有限。一方面,在市场破位下行时空单筹码锁定性并不好,借势加空的并不多见,相反倒是借势减仓增多成为一种常态;另一方面,在市场出现破位下行的背景下,前10名和前20名净空持仓占比上升幅度较为有限,且市场空头风向标的国泰君安和中证期货均没有出现大举加空的举动。整体来看,持仓信息没有透露出太过悲观的信息。

二级市场层面,虽然技术市场重心有逐级下移的态势,但5月经济数据和希腊局势渐趋明朗、政策预调微调力度加大,资金面宽松趋势不改、经济环比改善可期和同比见底预期强化等因素有望形成积极共振,并带动市场风险偏好触底提升,预计6月底7月初市场将出现震荡修复行情。策略层面,短期谨慎尚可,但中期不宜对市场过度悲观。若市场再次出现急跌破位,则可择机逢低介入,布局可能出现反弹行情。

降息难除经济警报 2200点仍将迎考

□华融证券 周隆斌

自5月中旬经济数据公布之后以及欧债危机出现反复至今,市场已累计下跌近6.5%,尤其是本周一市场跳空低开,形成破位下跌之势。目前,市场在经济下滑这一因素上基本形成共识,分歧的焦点就集中在对政策的效果及其在市场上的反应上。

我们认为,政府不会简单地重复2008年的刺激行为,虽然央行意外降息之后,后续还有可能有进一步的刺激政策,但目前还是不应刺激政策抱以过于乐观的预期。以月底衡量,经济向下的压力将继续占据上风,市场第一点位可能考验2200点关口,如果外部冲击、经济企稳晚于预期、下调业绩预期等负面因素形成共振,市场甚至出现二次探底。事实上,首次降息之后,市场也一如预期重演了高开低走的走势。

分歧的核心在政策效应

众所周知,市场看多看空的逻辑前提,集中在基本面对现实压力加重和政策面暖风增强这两大因素上。一种观点认为,为防止经济失速下滑,政策刺激力度将加大,并引导经济企稳,据此得出继续看好后市的观点。另一种观点认为政策效果不会立即显现,对刺激政策也不必抱太高期望,经济下滑将使市场继续下行。

对于宏观经济走势,目前市场已基本形成共识。目前来看,即将披露的5月份数据可能并不乐观,政策松动效果有限、领先指标回落、美国经济改善偏弱,未来一段时间内很难看到经济数据的明显改善。从微观企业来看,企业库存增加、部分企业开始下调全年销售目标,随着工业品价格的下跌,工业企业毛利率继续承压,业绩预期继续被下调是大概率事件。

市场观点出现分歧,主要在

于对后续政策刺激力度、政策效果及其在资本市场反应的看法不同,即政策效应大则市场上行,政策效应小则市场下行。

政策效应难敌经济下滑风险

从政府态度以及现在的经济状况看,政府会继续出台一些政策,以保持经济平稳增长,但政策的操作空间受到约束,其对资本市场的支撑效应难以对冲经济下滑的压力。

首先是财政政策操作空间受到杠杆和舆论的约束。2008年底推出“四万亿”的后遗症尚未得到彻底解决,包括地方政府债务问题、房地产泡沫、银行信贷扩张过快以及物价上涨等问题,这些问题一方面客观约束政府和企业的加杠杆的空间,另一方面也约束政府重启大规模投资的意愿。

其次是货币政策受到物价、银行不良资产反弹压力的约束。目前消费品价格、资产价格仍然处在高位,放松流动性势必加剧

虚拟经济的泡沫,副作用显而易见,我们认为,央行此次降息仍重在缓解经济下行局面,未来一个月将进入观察期,短期货币层面很难再有新动作。

第三是产业政策或有可能,但房地产的限购不会放开。产业政策着眼长期,包括鼓励新兴产业、节能减排补贴等,对促进中国经济转型有一定作用,但对短期经济刺激效果有限。对经济和资本市场影响较大的房地产政策不会出现“取消限购”等方向性变化,这决定产业政策难以改变经济的短期运行方向,也难以左右市场方向。

从另外一个角度看,即使政府重启万亿级投资、放松住房“限购”等小概率事件发生,我们认为博反弹的风险也较大。因为在政策被充分预期的情况下,政策利好出台即便能给市场带来一波反弹,但这种反弹行情通常空间小、持续时间短,投资者参与风险较大。实际上,昨日市场高开低走的

走势,更再一次粉碎了借政策利好博反弹的幻想。

股指考验2200点 建议规避风险

市场分歧的焦点在政策向上的效应,我们认为,经济向下较为确定,而政策向上的力量趋弱,这两股力量综合的结果将使市场向下寻求2200点。如果外部冲击、经济企稳晚于预期、下调业绩预期等负面冲击形成共振,市场可能考验前期低点,目前来看,降息只是拉长了向下的过程。

投资策略上,建议投资者以防范下行风险为主,投资品种以防御和主题为主。一是看业绩下调等风险较小、可能出现汇金增持、提高资本充足率的要求延后等利好的银行;二是跟随产业政策被充分预期的情况下,政策利好出台即便能给市场带来一波反弹,但这种反弹行情通常空间小、持续时间短,投资者参与风险较大。实际上,昨日市场高开低走的

国债期货仿真下周迎来第二次交割

6月合约昨日结束交易

□本报记者 熊锋

昨日,国债期货仿真合约TF1206迎来最后交易日。按照中国金融期货交易所的相关规定,TF1206合约在昨日上午11点30分结束最后交易,将于下周一至周三进入交割。

从周五的交易来看,TF1206仿真合约最后收盘报收98.10元,下跌0.61%,而结算价为98.74元,较周四略有上移,最后进入交割持仓达到1037手。

中证期货研究员赖科指出,从期债收盘后银行间做市商的报价来看,TF1206合约的一些关键交割现券如12附息国债05和11附息国债21等个券在期债收盘后收益率略有上移2-5个基点,由于期货结算价偏低,仿真结果仍总体利于多头。

TF1206结束交易后,下周将迎来交割。业内人士告诉记者,本次仿真交割仍然遵循集中交割的模式,投资者可以通过中金所的会员服务系统进入统一的“可交割虚拟库”来买“虚拟券”。据了解,目前国债市场上符

合TF1206合约交割要求的现券均可以在“可交割虚拟库”中找到对应的“虚拟券”。参与仿真交割测试的期货公司给投资者开立新的模拟资金账户,记者了解,该账户不同于原有进行仿真交易的账户。空头可以使用新的资金账户去购买符合要求的最便宜的“虚拟券”来进行交割。

赖科指出,从昨日最后进入交割持仓的1037手来看,对应的是10亿左右的资金量。从所有30个可交割现券来看,占比例最大的依然是07特别国债01,达到6000亿的规模。不过,如果在真实交易环境下,最有可能被空头拿来交割的可能还是12附息国债05或08国债25,即最便宜可交割现券(CTD现券),这两个券分别有607亿和253.7亿的规模,用于交割的空间比较大。

业内人士指出,在此前TF1203平稳交割之后,国债期货仿真交易已经进入第二次交割,中金所已在交割结算前做了充分的准备,确保各项工作顺利进行。而随着仿真交易的平稳推进,国债期货离正式推出已经越来越近。

两新股上市首日双双破发

□本报记者 李波

昨日大盘高开低走,两只创业板新股硕信德和旋极信息双双破发,分别下跌2.17%和5.22%,二者盘中均未遭遇临时停牌。

具体来看,早盘开盘硕信德报14.30元,随后一路走低,午后快速反弹但再度震荡回落。截至昨日收盘,硕信德收报13.99元,下跌2.17%。旋极信息开盘即破发,股价报26.50元,随后快速下行,并持续弱势震荡。截至收盘,旋极信息收报25.59元,下跌5.22%。昨日上市的两只新股均遭遇首日破发,从收盘价来看,硕信德和旋极信息均未跌破机构预测的均值区间。

硕信德此次发行2334.5万股,发行价为14.2元/股,首发市盈率(摊薄)为37.63倍;旋极信息此次发行1400万股,发行价为27元/股,首发市盈率(摊薄)为36.99倍。今年以来上市的大部

分新股首发市盈率低于30倍,相比之下,硕信德和旋极信息的估值水平偏高,这成为其遭到资金冷遇的原因之一。硕信德和旋极信息昨日换手率分别为39.0556%和35.9222%,成交并不活跃,成为为数不多的涨幅和换手率盘中均未触及涨停红线的新股。

央行周四晚间的“意外”降息未能迅速改变市场弱势震荡的格局,经济数据公布前夕降息反而在一定程度上加剧了投资者对于数据的担忧。在此背景下,昨日市场情绪偏于谨慎,新股也失去了炒作的土壤。分析人士指出,在经济持续下行的背景下,股指恐难反转向,在政策累积效应实现之前,市场整体氛围难以迅速回暖,与此同时,抑制炒新政策也在继续推进,在此背景下,投资者对于新股的炒作将渐趋理性,发行价、首发市盈率都将成为资金衡量风险收益比的关键指标。

市场整体估值概览				
板块名称	市盈率(TTM,整体法)	市净率(整体法,最新)	预测市盈率(整体法)	预测PEG(算术平均)
全部A股	12.8	1.85	10.55	0.61
沪深300	10.47	1.66	9.12	0.13
中小创业板	27.4	2.99	20.23	0.68
创业板	32.54	2.77	23.32	0.69
中证200成份	20.29	2.32	16.66	-0.02
中证500成份	23.96	2.36	17.94	1.22

申万风格指数涨跌幅				
名称	8日涨跌幅	本周涨跌幅	最新点位	年初至今涨跌幅
微利股指数(申万)	0.10%	-3.21%	1539.96	12.93%
中市盈率指数(申万)	-0.20%	-3.93%	1973.64	8.45%
高市盈率指数(申万)	-0.24%	-3.96%	870.94	8.85%
高市净率指数(申万)	-0.29%	-2.62%	1154.58	11.37%
高价股指数(申万)	-0.29%	-2.86%	1965.16	8.79%
亏损股指数(申万)	-0.30%	-4.37%	1686.41	8.37%
新股指数(申万)	-0.31%	-4.64%	985.26	-0.29%
低价股指数(申万)	-0.37%	-3.22%	4228.89	5.91%
小盘股指数(申万)	-0.43%	-4.97%	2747.03	8.61%
中盘股指数(申万)	-0.45%	-4.60%	2459.97	6.94%
活跃指数(申万)	-0.70%	-5.49%	64.24	-4.67%
大盘股指数(申万)	-0.73%	-3.88%	2086.14	7.76%
中市净率指数(申万)	-0.77%	-5.24%	2796.68	5.93%
绩优股指数(申万)	-0.86%	-3.59%	3235.47	13.85%
低市盈率指数(申万)	-0.89%	-4.39%	3712.42	6.94%
中价股指数(申万)	-0.90%	-5.23%	2439.06	6.66%
低市净率指数(申万)	-1.03%	-4.33%	3298.41	5.82%

申万一级行业指数涨跌幅				
名称	8日涨跌幅	本周涨跌幅	最新点位	年初至今涨跌幅
公用事业(申万)	0.19%	-0.42%	1651.2	5.53%
信息服务(申万)	0.10%	-4.30%	1425.69	-5.77%
交运设备(申万)	-0.02%	-5.02%	2491.81	5.07%
房地产(申万)	-0.06%	-3.33%	2659.12	24.79%
信息设备(申万)	-0.17%	-4.54%	1057.19	0.09%
交通运输(申万)	-0.19%	-4.50%	1670.79	4.32%
化工(申万)	-0.29%	-5.09%	1786.38	5.61%
机械设备(申万)	-0.43%	-5.41%	3280.27	2.38%
建筑材料(申万)	-0.44%	-5.06%	2366.06	10.08%
医药生物(申万)	-0.45%	-1.67%	3506.82	4.79%
商业贸易(申万)	-0.48%	-4.76%	3150.43	2.69%
电子(申万)	-0.51%	-4.75%	1289.1	6.19%
采掘(申万)	-0.54%	-7.10%	4699.01	4.93%
餐饮旅游(申万)	-0.54%	-3.67%	2562.75	10.42%
食品饮料(申万)	-0.60%	-2.59%	5872.17	13.68%
纺织服装(申万)	-0.73%	-3.94%	1772.48	4.73%
黑色金属(申万)	-0.74%	-3.75%	2077	5.57%
家用电器(申万)	-0.74%	-5.03%	2105.02	14.27%
农林牧渔(申万)	-0.81%	-4.80%	1686.59	-0.80%
综合(申万)	-0.91%	-6.08%	1563.26	4.78%
轻工制造(申万)	-0.97%	-5.44%	1419.32	3.26%
金融服务(申万)	-1.12%	-4.38%	2060.64	7.67%
有色金属(申万)	-1.45%	-3.87%	3790.96	26.40%