

M头阴影笼罩 化解尚需时间

□申万研究所 桂浩明

打开今年上半年的股市日K线图,映入眼帘的便是一个标准M头:年初股指以2211点开盘,到2月底的时候反弹到了2478点,此后回落,在3月底的时候探低2242点,而后再次反弹,5月初的时候摸高到了2453点,接着又重新下行,6月26日的最低位是2203点。如果把这几个点位用线条连接起来,就是一个标准的M型。当然,细心的投资者还会发现,这个M头中,前面的高点要高于后面的高点,且后面的下跌速率要比前面显得稍微慢一点。不过,在股市中这样的M头形态已算非常典型了。

事实上,这个M头的形成并非偶然。年初股市之所以能够上涨,一个很大的原因是由于在部分投资者看来,一方面宏观调控出现了“预调微调”的信号,表明政策不可能进一步紧缩了;另一方面实体经济似乎并没有想像中那么差,仍然保持了较高的

增长速度。既然如此,加上股市点位又比较低,因此投资者自然觉得应该会出现一波以价值发现为特征的上涨行情。

应该说,股市也的确这样表现了,经过差不多两个月的运行,股指反弹了约12%,表现相当不错。但就在人们还在幻想大盘能否上试2500点的时候,行情风云突变。表面上是源于有关部门重申对房地产的调控决心,这背后更有着实体经济下滑态势显性化的因素。而此时相继公布的相关宏观经济数据,一改先前普遍好于预期的状况,明显差于预期。投资者也逐步从幻想回归到现实;实体经济的情况不支持股市反弹,于是下跌便成为无奈的选择。但是,在下跌了一个多月之后,股市又开始反弹了。这次的反弹有着两方面的动力,一方面是在宏观政策方面,“预调微调”的动作力度与节奏越来越大,通俗地讲就是政策转向的信号日渐明显;还有一方面则是管理层实施了积极的

股市政策,在鼓励长线资金入市等方面做了大量工作,并且出台了一系列活跃股市的措施。显然,这两方面因素的叠加,再次提振了投资者的信心,由此也有了一波新的反弹。但是,这波反弹也有其不利的背景,一是此期间周边市场出现下跌,这对境内大盘能否上试2500点的时候,行情风云突变。表面上是源于有关部门重申对房地产的调控决心,这背后更有着实体经济下滑态势显性化的因素。而此时相继公布的相关宏观经济数据,一改先前普遍好于预期的状况,明显差于预期。投资者也逐步从幻想回归到现实;实体经济的情况不支持股市反弹,于是下跌便成为无奈的选择。但是,在下跌了一个多月之后,股市又开始反弹了。这次的反弹有着两方面的动力,一方面是在宏观政策方面,“预调微调”的动作力度与节奏越来越大,通俗地讲就是政策转向的信号日渐明显;还有一方面则是管理层实施了积极的

过去都说中国股市是政策市,只要一出政策,行情就会产生,为何现在却不奏效了呢?理

性地看,也不是政策变化对股市不起作用,而是作用不那么明显了。随着经济的市场化程度提高,其对调控政策的敏感性实际上是在下降,因此表现在实体经济上,就不太可能出现政策一松、经济马上就能够起来的局面。既然大家都认为实体经济还没有到已经真正企稳的阶段,那么股市就很难超前地展开强劲的反弹。进一步说,由于实体经济还没有恢复,刚开始释放的流动性还远未传导至股市,再加上现在引进长线资金的举措都是基于长期发展的目标,其实施需要有一个过程,因此股市就只能处于资金面紧张的状态中。如此一来,资金供应就严重不足,相反由于限售股解禁的刚性特征,同时IPO也不可能停发,故股票的供应压力很大,这就决定了大盘短期易跌不易涨。

端午小长假前后,股市出现明显的向下破位,从而进一步确立了M头的形态。一方面,汇丰版

的PMI指数走弱,显示人们对经济运行的前景不乐观,另一方面,期间限售股解禁进入高峰期,同时大盘股发行也重启。而这些归结起来还是因为实体经济不景气,市场缺乏增量资金。

进入下半年,股市的运行显然仍难乐观。上半年的M头阴影仍然存在,同时,促使这个M头形成的相关因素也未发生大的改变,在这种情况下,短期内显然不具备大幅反弹的可能,最有可能的是维持相对低位窄幅缩量震荡的状态。技术上,M头形成了一个均线打压的态势,即便股指进一步下跌的空间并不大,但要化解这种状况也需要时间。当然,更重要的还在于,从现在的一些先导经济数据来看,实体经济还没有真正触底,这就决定了市场人气的恢复不得不延后。本周二沪深股市合计成交金额合计才1000亿元,市场人气涣散到了何种程度。因此,面对已经形成的这个M头,投资者除了保持谨慎,还有其它应对之策吗?

轻仓观望为当前首选策略

□银泰证券 陈建华

近日,沪深指数双双破位下行并创出调整新低。周二股指加速探底,在逼近2200点关口之后便出现抵抗性的反弹,但市场谨慎依然浓厚。某种程度上,空仓或轻仓观望是当前投资者比较理想的策略。

事实上,最近这一波猛烈的杀跌,主要源于市场对管理层稳增长政策力度有限的失望以及对国内实体经济增速持续放缓担忧情绪的升温。从政策面来看,尽管央行时隔三年后首次下调存贷款基准利率,且国家发改委在项目审批上也出现明显提速的迹象,但管理层不会出台大规模的经济刺激政策,已成为市场各方共识。在此背景下,当前国内的稳增长力度,某种程度上讲低于此前的市场预期,这也导致了政策面对A股市场的支撑作用逐步减弱。

从实体经济层面看,来自中观行业的负面因素以及宏观经济先行指标的持续走低进一步增大了市场对国内经济的担忧心理,这也成为近期两市大幅调整的直接原因。中观行业面的负面因素主要集中在强周期行业,如煤炭的高库存,钢铁、水泥产能的过剩等,近期媒体的集中报道导致此类板块个股集体大幅调整,对市场形成明显的拖累,而宏观方面汇丰中国制造业PMI预值的持续回落同样表明,当前国内实体经济运行不容乐观,这在很大程度上冲击了之前投资

者对经济企稳回升的预期,使得周期板块个股集体被抛售,进一步增大了两市的调整幅度。当然除了以上两方面因素外,对外围欧债问题的担忧、国内A股扩容的压力以及近期市场流动性的紧张等都是原因之一。技术上看,沪指一度回到2200点的整数关口,几乎逼近年初的低点位置,深圳成指同样大幅跌破各条中短期技术均线,盘面破位迹象明显。随着近期指数的调整,市场各方对后期A股运行趋势的分歧也进一步加大,悲观者认为沪指仍有挑战年初低点的可能,而乐观者则认为市场继续大幅下挫的空间有限。结合市场环境分析,我们认为尽管当前A股两市弱势性质明显,但在经过短期集中释放风险后,沪深指数展开新一轮下跌的可能性并不大。

首先,就近期A股两市调整的原因来看,虽说主要源于市场对政策的失望以及实体层面负面因素的集中冲击,但后者对市场的短期影响显然更大。政策层面而言,尽管当前经济刺激政策的力度有限,但国内宏观调控转向却是不争的事实,政策效果的显现也只是时间问题,且若经济放缓程度进一步加剧,管理层更多稳增长政策的出台也是必然。从这个角度看,来自政策面的因素对市场的支撑作用有所减弱,但长期看积极作用仍较为明显。而当前行业面呈现的负面因素更多是之前国内经济持续放缓的结果,很大程度上代表了行业

最坏的时期,以此来推断国内经济进一步恶化显然并不具备可取性,至少其并未考虑当前政策面的因素。

其次,对于近期持续遭遇杀跌的周期性板块及个股而言,虽然当前行业仍面临各种负面因素,但从另一个角度看,随着股价的持续调整,也或多或少反映了悲观预期,未来再大幅杀跌的可能性同样不大,何况近期的集体调整具有明显的短期负面因

素冲击的性质。

此外,对于当前管理层积极推进的各种制度性红利而言,其作用也会逐步显现,包括新股发行制度的改革、长期投资者的引进以及对价值投资理念的倡导等,这将重新构建A股市场的生态环境,有利于市场长期、健康的发展。

因此,站在当前的时间点,虽说短期内股指仍缺乏足够的利好因素推动指数走出趋势性

港股受制于万九关口

□香港智信社

尽管美国最新公布的新屋销售数据创下近两年来的新高,但芝加哥联储全国经济活动指数录得负值,而西班牙和塞浦路斯则正式向欧元区提出援助申请,投资者对于欧盟峰会缺乏信心,隔夜欧美股市全线大幅走低。内地A股周二弱势震荡,沪指盘中考验2200点支撑,预计短线弱势难改。港股于“七一”前夕明显获得利好政策预期的支撑,但由于外围环境不佳,投资者做多动能有限,恒指盘中于19000点关口受压。

恒生指数周二收报18981.84点,涨幅为0.45%;大市交投持续低迷,仅成交402亿港元。中资股与大市同步走高,国企指数与红筹指数分别上涨0.37%和0.52%。从盘面上看,领涨板块并不

明显,所有行业指数涨幅均未超过1%,相对而言,航运及港务类个股受到市场短线追捧,其中,中远太平洋、招商局国际涨幅均超过2%,位居恒指成分股涨幅榜前列。内地官方昨日表示,6月份贸易数据预计将维持5月份的良好势头,贸易形势保持稳定;若世界经济不出现进一步恶化,国外需求不出现大的逆转,全年进出口总额增长10%的目标可以实现。航运类个股昨日走强显然与上述表态有较大关系,但整体而言,该类型股趋势性投资机会仍然有限,毕竟当前无论是国际还是国内经济均陷入较为疲弱的局面,对外贸易量出现大幅好转较为困难。

展望港股后市,由于市场预期中央政府将于“七一”香港回归15周年前夕推出一系列惠及香港经济的措施,港股短线

的上升行情,但拉长视角,在管理层宏观调控的作用下,国内经济小周期的企稳回升仍是较为确定的事件。在这一大前提下,我们认为对于后市不宜过分看空,尤其在盘面周期板块的做空动能已得到很大程度释放的背景下。具体的操作上,虽然说,指数快速调整后存在的结构性风险值得关注,但也需重点防范前期涨幅过大的板块个股可能出现的补跌风险。

表现显著强于外盘。然而,从近年来港股运行的经验看,香港经济对于港股的作用趋于淡化,投资者更加关注的是内地经济、政策预期以及全球市场风险情绪的变化。而目前内地的经济形势并不乐观,6月份汇丰PMI数据显示即将于7月上旬披露的6月经济数据将延续疲软态势,而政策面的逆周期政策力度又有限,仅仅通过货币手段进行的调节将很难有效作用于实体经济。另一方面,西班牙取代希腊成为欧元区关注的焦点,其10年期国债收益率升破7%,创欧元区成立以来的新高,在申请救助之后,其银行业如何进行改革尚未可知,欧债风波再起令全球市场避险情绪有回升的迹象,美元在美联储的谨慎操作下或将走出第二波升势,全球风险资产势必受压。

36亿资金继续出逃

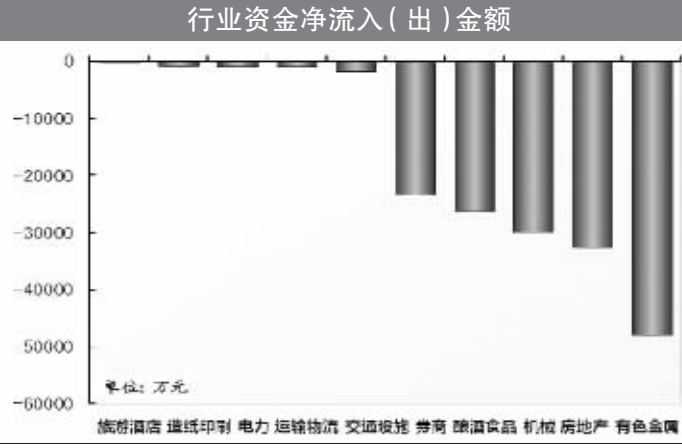
昨日沪深两市整体呈探底回升走势,上证指数早盘一度下探至2203点,不过午后在券商、地产等权重板块的带动下企稳回升。

截至昨日收盘,上证指数报收2222.07点,较前一交易日微跌2.04点或0.09%。深成指表现稍好,报收于9446.59点,较前一交易日小幅上涨0.34%。行业表现方面,除券商和地产外,保险股全天保持强势,对大盘起到了重要的支撑作用。

昨日两市成交额显著萎缩,其中沪市成交472.8亿元,深市成交532.2亿元,两市合计成交1005亿元,较昨日下降125亿元,降幅超过1成。值得注意的是,昨日沪市成交额为今年2月以来的最低单日成交额。

从资金流向上来看,两市延续资金流出的格局。据大智慧统计,昨日沪市A股净流出资金21.19亿元,深市A股净流出资金14.98亿元,两市合计净流出36.18亿元,这已经是该机构统计的连续第8个交易日出现资金净流出。

沪深两市资金净流入前十						
代码	名称	最新	涨幅	流入金额(万元)	流出金额(万元)	净额(万元)
300084	海联科技	12.10	10.00	12780.56	9131.98	3648.58
000099	中信海直	9.09	10.05	14036.25	11216.74	2819.51
300239	东宝生物	18.62	9.98	11349.58	8647.30	2702.28
601669	中国水电	4.40	1.38	8903.96	6369.67	2534.29
000836	海南高速	3.66	9.91	7966.47	5999.04	1967.43
600642	中能股份	4.70	0.43	6877.17	4927.08	1950.09
002413	常发股份	10.31	4.88	5312.53	3399.39	1913.15
000792	盐湖股份	33.15	2.70	20695.32	18918.45	1776.87
600093	禾嘉股份	5.14	10.06	2514.81	980.83	1533.98
600401	海润光伏	8.07	7.46	12533.02	11072.65	1460.37



长城证券沈阳惠工街证券营业部

团队介绍: 长城证券沈阳惠工街证券营业部投顾团队现有投顾成员四人,成员多来自其他券商。其中,理财中心负责人刘鹏来自国泰君安,负责整个团队的制度与体系建设;首席投资顾问戴向晖来自华泰证券,在沈阳地区证券界有较高知名度;投资顾问庞杨擅长亲情式服务,与客户亲如一家;投资顾问肖晶来自国信证券,主攻创新业务。我们团队的宗旨是,虽然来自五湖四海,但目标是一致的——为客户资产保值增值。

长城证券沈阳营业部理财团队依托总部研究所的大力支持,主推“财富长城”。近几年,公司产品线不断丰富,满足了不同客户的不同需求。随着券商创新业务的不断推出,也给了投资顾问新的课题,不仅仅要研究A股

市场,也要了解客户的实际需求,精通理财之道。

行情研判:经济下行,政策面上行,短期这一格局将左右市场走势。我们认为随着市场的下跌,A股市场长期价值正在体现,政策面支持将有持续性,不可能出现180度大转弯。一旦经济下滑“触底”,市场将迎来较大幅度的上升。表面上看,管理层自国信证券,主攻创新业务。我们团队的宗旨是,虽然来自五湖四海,但目标是一致的——为客户资产保值增值。长城证券沈阳营业部理财团队依托总部研究所的大力支持,主推“财富长城”。近几年,公司产品线不断丰富,满足了不同客户的不同需求。随着券商创新业务的不断推出,也给了投资顾问新的课题,不仅仅要研究A股

联合主办: 腾讯财经

□信达证券 陈嘉禾

二战后,大概在1968年,美国股市开始陷入了长达10年的停滞期。1968年开始,标普500指数大概在不到100点的位置,而在1978年底,指数点位依然维持于这一水平。在这期间,股市在1974年底下落到65点左右。如果考虑到期间高企的通胀水平,那么股市的实际回报率更差。谈及日本股市经历了失落的20年,更多只是美国股市曾经失落10年的翻版——只是相对而言,时间太久。

但这10年并非虚度的10年,市场发生了巨大的改变,这也成为了美国股市之后20年大牛市的起点:市场在估值上奠定了之后20年牛市的基础。

1968年初,标普500指数的PE大概在17.5倍左右,而在1979年底则下降到了7.4倍,而这几乎也是1949年有数据以来,标普500指

数估值最便宜的一段时间。在战后的60年里,标普500指数的PE中枢围绕着17倍左右徘徊,而在20年牛市终点的1999年,股市的PE估值是大概30倍,点位则在1500点左右。

也就是说,如果1979年在标普500指数不到100点的时候PE估值不是7.4倍、而是30倍,那么在20年后的1999年指数就不会停留在1500点,而是大概370点,比1500点低75%。可以说,1979年的低估值,奠定了之后20年牛市基础的一大部分。

那么现在A股的估值是多少呢?截至本周二,沪深300指数成份股的总市值加权平均PE是10.5倍,PB是1.6倍,离美国在1979年的估值底已经不远。如果考虑到中国当前已有4000多亿美元、大概只有全球发达国家1/10不到的人均GDP,以及当时美国在全球领先的人均经济水平,就可以知道,中国未来的相对自身的发展潜

力,很可能比1979年的美国更好,即使当前市场上弥漫着悲观的消息,在熊市里,你总是能轻易的找到这类消息。

不过,数据也会欺骗人。的确,沪深300指数成份股的总市值加权平均PE和PB只有10.5和1.6倍,但是所有成份股的PE、PB的算术平均值和中值分别高达26.4和2.9、18.9和2.2倍。这充分显示了,A股的低估值主要是依靠银行、石油采炼等几个高权重板块所推动的。

这些对市场估值有重要贡献的A股的国有属性权重股的盈利受到市场的广泛质疑,这从商业角度来说也是合理的质疑。但是,内地毕竟还不是一个完全市场化的经济体,而国家的信用担保无疑也提供了在纯市场经济体中所难以企及的隐含信用溢价。事实上,成熟市场的投资者也乐于于为这种国家信用支付一定程度的溢价:这从A股和H股的比价中就可

以看出来。

另一方面,A股的小公司仍然具有高企的估值水平:这是从2009年开始的小公司大牛市时代的遗迹。以中小板综指成分股为例,其总市值加权、成份股中值、算术平均值PE和PB分别高达29.0和3.0、30.6和2.6、46.4和3.2倍。考虑到小公司从整体上在过去几年里并未带来比蓝筹股更高的回报、增速、抑或股息收益率,那么长期来说,这些股票不太可能产生高于蓝筹股的回报。

作为一个发达国家,美国的例子也许不能给当前仍处于发展中国家梯队里的中国经济一个太好的参照,那么就让我们来看看印度市场的例子。

作为仅次于中国的大经济结构的发展中国家,印度市场有着同样发达的资本市场,以及相差不多的上市公司增速。根据彭博数据计算出按GICS子行业分类

的A股子行业过去5年营业收入复合增长率、净利润算数平均增长率和总资产复合增长率三个指标的中值分别为21.4%、21.1%及19.4%,相比之下,印度市场这三个指标也分别高达19.8%、14.1%及19.2%。

在有彭博数据统计的、从1999年开始的过去十多年里,作为印度市场标的的指数的SENSEX30指数的PE估值在9倍和26倍之间徘徊,更为稳定的PB估值则在1.6倍和6.2倍之间震荡,其高点6.2倍出现在2006年底,而低点出现在2002年底,也就是科技股泡沫破灭之后。当前SENSEX30指数的PB是2.5倍,PE则是14.5倍。

不破不立,每一个熊市几乎都是牛市的开始。而正如彼得·林奇说的,如果地球毁灭了,我们还在乎投资干什么呢?当然,当前大类资产中优秀的投资标的,只限于蓝筹股。

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。