

## 反弹行情可能要消化新压力

创业板消息出台之后,本周二市场大幅低开并强劲走高,周三再接再厉,突破前期高点,多少出乎一些投资者的预料。回顾5个月来的上涨走势,总体而言可用“小盘强、大盘弱;概念强、价值弱”来形容。截至目前,两市加权平均的市盈率水平为17倍左右,但简单平均市盈率水平已经达到40倍左右的水平。毫无疑问,A股市场结构性泡沫的倾向已相当明显,反观实体经济复苏的步伐却依然滞重。考虑到实体经济复苏步履蹒跚,流动性支持力度趋减,股市结构性泡沫的出现以及周边市场的变数加大等因素,笔者认为,始于2008年10月底的此轮反弹行情可能要面对这些新压力。

◎ 中证投资 徐辉

### 结构性泡沫已出现

A股市场当前的估值水平不足以推动大盘继续大幅走高。一方面,大盘蓝筹股尽管估值水平处在相对合理的位置上,但由于实体经济的恢复需要相当长的时间,该板块个股围绕目前市盈率水平上下小幅波动的几率较大,估值大幅提升的可能性不大;另一方面,A股市场简单平均市盈率水平达到40倍左右,表明数百只股票的市盈率已经超过40倍,如果考虑到一季度业绩回落的因素,这一水平可能进一步上升到50倍左右,少数股票市盈率甚至高达数百倍。在金融危机的背景下,出现如此高市盈率的股票,不能不说是一个相当奇特的市场现象。

从整体看,上证指数从1664点涨到目前,涨幅已达到40%,动态市盈率由12倍提升到17倍。我们当初预测上证指数市盈率可能会回升到20倍左右,其点位在2800点附近。如果考虑到利润下滑超越预期,20倍市盈率对应的点位会有所下降。

市场看地产,地产看保利”。就市场本身而言,金融指数和地产指数两大先行指数值得关注,其中尤以地产指数为重点,而地产板块的新龙头保利地产又是其中的核心。我们注意到,3月份保利的实际控股人和高管大量卖出保利地产,这可能成为地产板块甚至整个反弹行情行将结束的信号。

### 流动性“短期看松、长期看紧”

笔者认为市场流动性的顶部可能会在三季度出现,如果投资者提前预期的话,会加大4、5月份的市场运行的变数。

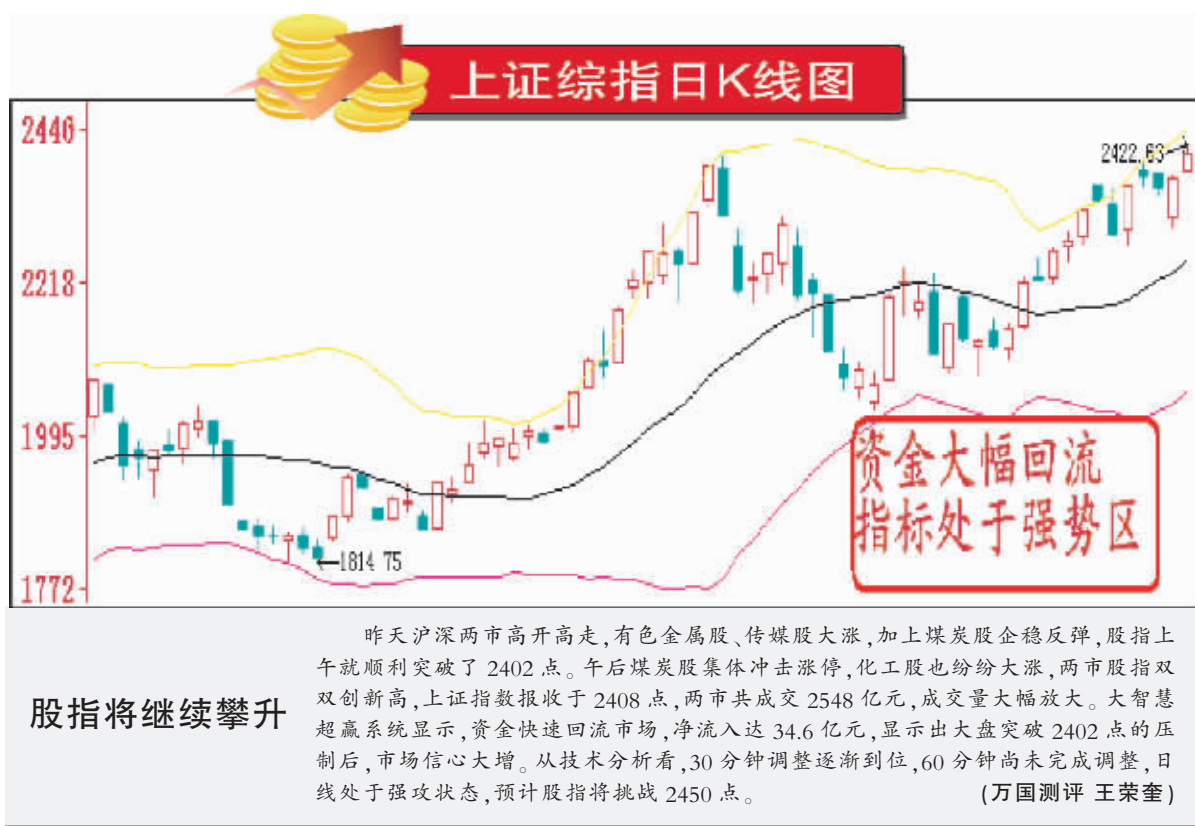
从目前信贷增加的情况看,流动性充裕的状态上半年基本会得到保证。但1、2月份新增贷款已经

占全年新增贷款近一半的水平,所以下半年贷款增速回落几乎是必然的。

一旦经济增速企稳,物价环比止跌,央行就有可能加大流动性的回笼。由于世界各国都在采取宽松的货币政策,对全球未来通胀水平的上升留下了隐患,我们相信这也会引起中国央行决策者们警惕,即央行的通胀预期在上升。按照央行提出的“短期防通缩,长期防通胀”的思路,一旦经济指标使央行相信经济增速已进入回升的通道,陷入长期通缩的风险明显减小,央行就会开始注意调控货币的增速,至少将流动性控制在适度的水平。也就是说,在流动性方面,短期看松,长期看紧”。

从市场各方对经济运行的基本判断看,今年四个季度GDP逐季环比走高逐渐成为共识,但问题是,股市是预期市场,正如行情在去年10月底启动的道理一样,当时(去年四季度)的经济基本面状况相当不好,而投资者预期未来一到两个季度经济将回暖,这种预期是这轮行情的基本面支撑因素之一。所以,影响今年4、5月份市场运行的重要预期来自于对今年四季度和明年一季度的实体经济状况的预期。大量的政府投资在上半年上马后,民间投资能否跟上,成为这个预期能否乐观的重要依据。而笔者目前还看不到乐观的依据。

值得注意的是,目前各行业分析师对上市公司今年二至四季度的增长预期可能过于乐观,分析师平均预期2009年全年盈利增速将增长10%左右,预计相关自下而上的盈利(含二至四季度盈利)将同比上升23%左右,非金融行业盈利同比上升33%左右。这与我们上周未看到的宏观数据有相当大的出入——1-2月份规模以上工业企业利润下滑了37%。所以,行业分析师在二季度、三季度不断下调盈利的预期将可能会成为其主要工作之一。



更多观点

### 短线冲高后需要整固

◎ 上证联 沈钧

昨天股指跳空高开并震荡走高,上证指数刷新反弹高点后有所回吐,成交量明显放大,表明短线大幅上扬后,市场面临资金面充裕、基本面好坏参半以及周边市场动荡的环境,多空分歧进一步扩大。

市场资金面依然保持充裕,从外部流动性看,依然有望增长,由于央行在公开市场运用短期回笼工具大规模平滑移动到期资金以及债券集中到期兑付,二季度市场资金到期量将达1.91万亿元,比流动性宽松的一季度增加近5000亿。预计3月份M1同比增长11.4%,高于2月份的10.87%;M2同比增长20.5%,与上月的20.48%基本持平。两者的缺口进一步缩小,交易性货币增长较快,国内市场的宏观流动性继续保持充裕。A股市场得到宽松的货币政策的支持,仍能保持震荡上行的走势。

宏观基本面仍不容乐观,从周边市场看,中东欧地区的危机仍在蔓延,这些欧洲新兴经济体再度遭遇信用评级下调,今年1月美国20个城市的房价以创纪录的速度下降,3月份美国中西部地区的制造业活动连续第6个月收缩,表明制造业正在进一步走软。美国企业将在未来两周内陆续发布第一季度的业绩,市场一致预期标准普尔500企业的平均盈利将下降36%。美国通用汽车CEO周三称通用汽车可能会在6月前申请破产,导致美国股指期货下跌,周边市场或会再度动荡。

在年报季报即将密集出台之际,3月份及一季度中国宏观经济数据也将于4月中旬出炉,虽然多家机构预测工业增加以及投资增长等数据将好转,但出口数据和CPI等指标可能会继续下行。经济数据好坏参半,削弱了宏观面经济复苏的预期,在一定程度上冷却了市场追涨的热情。

综合看,市场资金面依然保持充裕,资金推动型行情正在向纵深发展。但短线股指跳空上行、连创新高后,必然会有一个震荡整固的过程,整固后才能进一步上行。

### 资源股又成主角

◎ 黄硕

昨天又成资源股的天下,指数微涨了1.47%,但代表资源股走势的采掘指数却上涨了7%,可见资源股走势之强。

资源股中亦有两位主角——有色金属与煤炭股。昨天有色金属股上涨,代表者是华菱钢铁,虽然其当天走势并不好看,呈高开低走之势,涨幅也不大,但贡献在于点燃了资源股行情。一切都与《湖南华菱钢铁入股FMG获澳政府批准》这则新闻有关,其对钢铁股的意义并不大,更多意味着中国在境外资源并购领域的胜利,故华菱成了资源股的代言人,且还是“有境外并购计划的资源股”。自打叫停可口可乐并购汇源后,人们一度担心中国资企业收购澳企集体遭遇“延期门”。如今既然华菱钢铁入股FMG获澳政府批准,中铝一力拓、鞍钢—金达必股份、有色股份—TZN等同类概念也应该会开心吧。

有色金属板块走强的原因,我们更愿意从另一个角度来全方位感受,这是一把从期市燃烧到股市的有色金属之火。伴随着商品市场的逐步回暖,期市资金品种流向差异化的特征较为明显,金属期货品种因囤积收购等因素支撑,成交和持仓均大幅增长,从而得到游资的青睐。

昨天煤炭股上涨,代表者露天煤业、潞安环能涨停。原因在于煤电顶牛最近天天有新闻,电煤谈判“胶着”超过三个月未果,政府出手干预的迹象日益明显。有消息称,国家发改委近期可能会出台一个协调方案,华润集团某高层表示这是电力集团妥协的结果,发改委也认同了这一方案,但煤炭企业暂时仍未答应。“既然煤炭股周三全线上涨,看来市场还是认可这套新方案的。”

资源股近日大起大落,看得大家惊心动魄。为保守起见,近日我们还是得多关心即将出台的敏感的统计数据,如果专家所预测的3月CPI、PPI可能继续“双负”的猜测得到验证,大盘又会如何?这是摆在大家面前的一道选择题,不好答啊。

首席观察

## 把握不确定性中的确定性以应对新高

◎ 国元证券 陈琦

经过多空分歧的不断消化,2400点被轻松突破,有色金属、煤炭等前期热点板块经过调整后又开始跃跃欲试,新能源、创投等新宠则出现剧烈震荡。前期笼罩在迷雾中的A股市场运行环境日渐清晰,虽然美国经济、G20峰会及美元的走势对A股市场及资源品价格形成一些不确定的影响,但把握住不确定性中的确定性是判断后市走势的关键。

前期指数反弹幅度达到20%左右,如果美国经济就此走强,对中国的外需无疑是个利好。但我们对美国经济指标的分析发现,局部的回暖仍然带有较大的不确定性。

2月份美国的耐用品订单虽然增长了3.4%,新屋销售额也上升了4.7%,但耐用品订单和去年全年相比处于绝对低位,订单年初出现反复是常见之事,包括21世纪初的那次低迷。由于此次危机来势远上次凶猛,耐用品新订单下滑的速度非常快,急跌后出现较强的反弹并不意外。从以往的经验看,耐用品订单和新屋销售量的复苏往往是震荡上行,而目前这两个指标只是震荡下行中的反弹。另外我们注意到,美国的制造业产能尚没有探底,表明美国经济的库存压力仍然较大。因此,目前判断美国经济已开始复苏为时尚早,美股超跌反弹后有所震荡在所难免。

对于A股市场来说,外部环境是必要而非充分条件,美国经济复苏的时间点关系到中国外需的复苏,美股走势的强弱对A股市场有影响,但并非唯一的因素。

实体经济和虚拟经济之间的背离仍然存在,经济数据显示一季度经济仍然不乐观。规模以上工业企业利润1至2月同比下降37.3%,降幅较大的包括石油天然气开采、化工、通信设备制造、交通、电力等行业,钢材、有色金属、化纤行业则出现亏损。一季度的不佳现实并不令人意外,去年同期的高基数决定了今年一至二季度的同比下滑不可避免,但环比仍较为乐观,前期投放在固定资产上的信贷即将产生效应,随着天气的转暖,投资项目将快马加鞭地进行。消费和出口虽有隐忧,但出口退税率的

上调等政策和房地产市场的持续转暖对扩大出口及消费都将起积极的作用。经济的回暖表现在企业盈利微观层面上,包括工程机械、水泥等行业的盈利将面临环比的好转,政策刺激也将体现在部分板块的局部性走强上,市场的结构性机会仍然存在。

随着年报的陆续公布,权重股作为滞涨板块,大象们的业绩及2009年盈利也开始逐渐清晰。银行股靓丽年报的持续性虽值得商榷,但其前期的滞涨应看作已对预期的2009年业绩的下滑作出反映,加上股息回报率、高拨备等其他因素,其下调空间有限。石化行业的盈利无疑更加确定一些,季报预告已兑现了一季度业绩增长,加上成品油定价机制改革后其炼油业务的

好转,其2009年业绩好于2008年已成为机构的一致预期。随着二季度诸多产品出口退税率的上调和投资所拉动的需求增加,一些盈利下滑较深的行业如钢铁等也有望出现好转。

总体而言,笔者认为既要考虑到市场中的不确定因素,如美股探底后的震荡、美元走势通过大宗商品的价格间接影响终端需求并不旺盛的A股市场资源类股的强弱等,也要看到主流确定性因素包括经济的回暖和权重股的企稳作用等。在此基础上抓住二季度盈利环比好转、在盈利下滑中受益于诸多政策有望率先走出盈利低谷及去年季报环比净增长和年报净增长的“双增长”这三条主线,方能不惧市场的震荡。

专栏

### 萨姆·伊沙利:不是奇迹的奇迹

◎ 丁彤

伊顿·万斯世界生命科学基金曾经取得很出色的业绩,截至2004年2月,该基金连续10年获得了1804%的年均回报率,可谓基金业的翘楚。令人难以置信的是,该基金经理萨姆·伊沙利是一位坐在轮椅上的残疾人。

伊沙利家族在美国饮食业有着不大不小的影响,拥有11家牛奶厂和400多个店面。萨姆·伊沙利从小就想成为一个成功的商人,在学校德智体美劳全面发展,是个很出色的学生。不幸的是,18岁那年,萨姆在摔跤比赛中脊椎受伤,从此不得不在轮椅上度过一生。

面对一时变得灰暗的前途,萨姆没有放弃,反而更加努力,后来考入了普林斯顿大学深造,大学期间他靠着管自动收报机和股票投资挣了一些钱,还在证券经纪人的手下当过学徒,靠着勤工俭学,补贴大学的开销,完成了学业。

大学毕业后,萨姆又到英国留学,在著名的伦敦经济学院攻读硕士学位,毕业后回到美国,正式开始了他的投资生涯。

萨姆成为出色的生物医药行业的研究员,后来创办了环球医药,为很多基金提供医药行业的咨询,并管理着45亿美元的资金,取得了不菲的业绩。

看看萨姆的生命历程,想法会挺多。设想一下,如果萨姆不受伤,如果萨姆不用坐在轮椅上,他会成为如此出色的基金经理吗?

或者说,正是因为萨姆遭遇了残疾的打击,才让他走上了投资的圣殿?

想笔者冒昧,我们要加猜测一下:

因为萨姆坐在轮椅上,他可能有更多的时间去思考,不用在圈子里混迹,群居终日,言不及义,也不会和同行们一起成为羊群。他知道,既然坐在轮椅上,他就不能和别人一起行动;

因为萨姆坐在轮椅上,他没有很大的压力,能成为基金经理,他能感觉生活已经很厚待他了,由此他获得了从容、感恩,不再对生活有更多的奢望和抱怨,由此,机遇反而来了;

因为萨姆坐在轮椅上,也就远离了酒色财气,远离了灯红酒绿的诱惑,远离了纸迷金醉的喧嚣?萨姆把投资做好,不会为了钱,不会为了添置一艘游艇或者一幢别墅,也不会没完没了地闹出绯闻,当他距离钱财和世俗远了的时候,他和市场规律的距离近了。

坐在轮椅上,对萨姆来说,是幸运还是不幸?他创造的奇迹究竟算不算奇迹呢?

我们这些身体正常的人,因为耳聪,听到了太多的消息,实际上大部分是噪音;因为目明,太关注股价的上下,实际上都是幻想;因为身强体健,我们运动很多,思考反而少了,结果,脑残了……

有一个天才叫纳什,一个精神病患者,一生在普林斯顿大学(奇怪,又是普林斯顿大学)和精神病院之间出出进进,就是这个纳什奠定了博弈论的基础,并在1994年获得了诺贝尔经济学奖……

还有一个天才叫霍金,全身只有3个手指能动,就这样成为全世界知名的宇宙学家,如果霍金是个正常人,天知道这个家伙会不会把宇宙翻个底朝天啊。但另一方面,如果霍金是个正常人,天知道他会不会变得平庸?

上帝对你关上门的时候,也给你打开了另一扇门,只是很多人没有发现罢了。

萨姆·纳什、霍金对我们的启示是,作为正常人,我们该如何生活?如何投资?

cnstock 理财

今日视频·在线 上证第一演播室

“TOP 股金在线” 每天送牛股 三小时高手为你在线答疑

今日在线: 行情解析:9:30-11:30 华龙证券 个股咨询:10:30-11:30 徐方、张谦、文明、王治强 14:00-16:00 余炜、郭峰、杨燕、王国庆 陈文、杨仲宁、陈文卿、郝国梅 周华、李文辉