



调整不代表逆转 谨慎不代表悲观

正所谓“病来如山倒，病去如抽丝”，昨天股市虽然出现反弹，但气势已大不如前。从市场热点看，仍然是老三样，资源品、钢铁、电力等权重股的弱启动导致大盘的颓势有所缓和，短线的反弹路径十分清晰，对于投资者来说，最关心的问题莫过于此次反弹是下跌中继还是短期跌势已止？不妨从此次反弹的两大推手来分析：

浙商证券 吕小萍

政策负面影响趋于淡化

在证券市场上，投资者交易的是预期——对政策的预期、对资金的预期、对上市公司的预期等，不同的投资者、不同的预期交织在一起，才形成了市场不同力量的对抗。从此次杀跌行情分析，货币政策“微调”无疑是压垮骆驼的最后一根稻草，央行信贷的收缩远远超出“微调”的预期，市场也从冲高回落的“微调”快速演变为“大幅下跌”。

随着前期资产泡沫备受市场批评，股市和楼市的快速上涨引发市场争议，货币政策的超宽松备受质疑。从两方面来说，货币政策此次“微调”的冲击会逐渐淡化，首先，货币政策的“微调”导致股市剧烈下跌，已经使沪深两市的市值蒸发了万亿。截至7月底，沪深两市总市值为23.57万亿元，流通市值为11.67万亿元。根据本周一收盘后的统计，沪深两市总市值为20.22万亿元，蒸发了3.35万亿元；流通市值为10.24万亿元，蒸发了1.43万亿元。这意味着，在8月份短短11个交易日中，股市“蒸发”了3.35万亿元市值。市值的快速蒸发，对于居民和企业的资产来说都是很大的损失，对于消费和经济复苏的信心会带来不利的影响。这会促使有关方面更加慎重地考虑政策出台的放大效应；其次，7月经济数据公布，CPI和PPI的再度下滑显示经济复苏并非坦途，前期钢材、资源品等价格火爆，难以掩盖终端需求的低迷不振，经济深层次的问题仍有待解决。在此基础上，货币政策的收缩若退出都不是良好的时间点，仍然需要时间来巩固，才能让货币政策有继续“微调”的空间。由此看来，“微调”带来的负面冲击有望逐渐淡化，政策拐点有望延后，中期行情的有效性仍然存在。

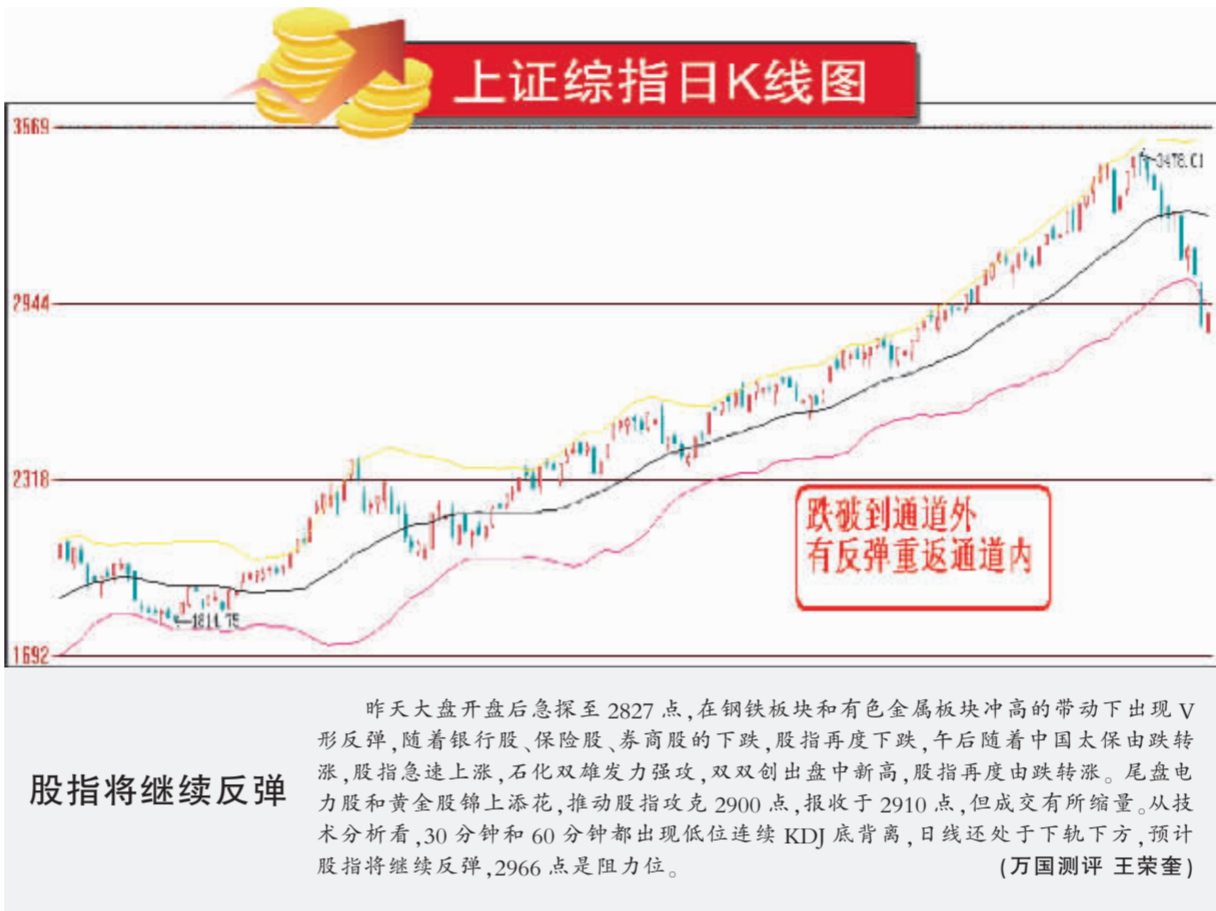
估值泡沫被有效清洗

3000点上方市场的亢奋引发了

对资产泡沫的极大担忧，市场以快速下跌的方式回应了这种担忧。那么，估值已经回到合理区间了吗？不可否认，3000点上方的上涨很大程度上源于趋势交易的推动，这种趋势交易推动的反作用是在下跌趋势中形成了下跌羊群效应，趋势交易者的连环推动是引发此次下跌加速的重要原因。

泡沫是预期中产生的，也会在预期中消除。从上证指数市盈率分析，经过连续暴跌，市盈率已经下降到20倍。明显的对比是一二级市场已经倒挂，一级市场IPO发行市盈率屡屡达到50倍的水平，上市溢价30%—50%成为常态，这表明新股的70倍市盈率被市场所接纳，光大证券上市首日以收盘价计算的静态市盈率接近60倍。引发的思考是，多少才算合理估值？是新股太疯了，还是老股太谨慎了？可以说，新股固然有狂热的氛围，但也不能单纯地认为超过20倍就是估值泡沫。上市公司估值修复的进程仍然在继续，一方面，上市公司的业绩环比增长仍然较为明显，受益于政策和资金的驱动，上市公司下半年有望保持业绩复苏的趋势；另一方面，受金融危机影响，去年四季度上市公司业绩断崖式下跌，导致基数较低。随着经济重新归于正常，上市公司业绩虽然不可能快速增长，但缓慢复苏是可以预期的。所谓泡沫，仅指和过去和周边市场相比，如果加入未来的因素，泡沫的成分难以判断。经过市场近20%的幅度调整，泡沫就算有，也已经在可接受范围之内。

综上所述，市场的每一次剧烈波动都蕴含着机遇，也会出现内在质的变化。对于行情演变趋势来说，应谨慎但不必悲观，上半年的行情已经清晰地传递出，在经济复苏尚未完全确立之前，政策和资金仍然是两大推手，这两大推手暂时休息，并不代表其影响已经消失。投资者仍需密切关注政策的动向，谨慎并不代表悲观，短线反弹的有效性在随后的交易日中可以跟踪和判断。



市场解读

站在2900点上 我们应该相信谁

黄硕

8月18日，大盘早盘低开，一度深跌43点，但最终还是涉险过关，午后出现反弹，收盘上涨了40点，涨幅为1.4%，暂时又回到了2910点。2900点失而复得，但谁也不敢高兴得太早，因为8月17日那一场引发全球股市跳水的阴影依然还在笼罩着我们——8月17日当天上证指数下跌了5.8%，环顾四周股市，发现无一幸免，8月17日纽约股市三大股指受重挫，跌幅均达2%，日经指数下跌了3.1%，恒生指数下跌了3.6%，究竟全球股市齐齐被什么吓坏了？

大跳水的根源何在

这一场大跳水的根源可能在中国大规模减持美国国债“数据”上吗？这可是一个很重要的风向标。近日发布的最新美国财政部国际资本流动报告显示，6月份中国减持251亿美元美国国债，成为今年以来继4月份之后的第二次减持。减持后，中国所持美国国债总量从5月份的8015亿美

元陡然回落至7764亿美元，6月份的减持创下9年来单月纪录。如何解读中国减持美国国债？市场的第一反应是“警惕美元”，正如中国国际金融有限公司首席经济学家哈继铭对媒体所表示的观点：这种结构性的调整反映出市场风险意识及对美国政府巨额财政赤字和数量型放松可能导致恶性通胀的担忧”。

多空双方针锋相对

对于昨天午后出现的反弹行情，多数投资者的心理是又惊又喜，不敢相信。看看专业机构是怎么看后市的？多空阵营是这样PK的：

看空阵营：在8月10日完成“多翻空”（据称向下看到2500点）的申银万国研究不再孤独，不少证券研究所已经在本周策略中将指数下限调整为2800点。另一家来自上海的上海证券研究所的策略分析师的观点更为悲观，其已将此轮调整低点看低至2200点。

看多阵营：在“7·29”之后依然看多的中金公司和高华证券依然处于多

方阵营中。中金公司17日早间发布的本周A股策略观点认为，市场继续下跌幅度有限，有望结束单边下跌态势而企稳；高华证券则是不断重申“下跌将是买入机会”的观点，据其在17日的晨报中透露：“我们高华国内客户上周五还是以大量买入为主”。18日凤凰网转载署名“摩根大通李晶”的文章《摩根大通李晶：政府可能采取措施将稳住国内股市》。文中说：“我们相信如果进一步下跌，以下预期可能采取的措施将稳住持续下跌的股价：央行暂时减少发行旨在吸收过度流动性的短期票据；加速批准新共同基金，以增加流动性（经过两周的停牌后，中国证监会近期批准发行三只共同基金）”。A股市场剧烈下跌后，目前一些两地上市的A股交易价格低于其H股交易价格（包括中国铁建、平安保险、中国人寿、中国中铁、安徽海螺水泥”。

2900点上，我们应该相信哪一方阵营的观点？18日午后的反弹令我们开始期盼“摩根大通李晶：政府可能采取措施将稳住国内股市”的预测能成真。

有两个方面的原因，一是熊市的阴影并未散去，近期市场持续回落已经显示出这种影响力；二是在货币政策回归适度宽松的背景下，狂热的资金少了，理性的资金多了。

最后，从时间看，土地市场的再度活跃可能要等到商品房成交的重新活跃，这个时间点大体在9月份前后。因为楼市素有“金九银十”的说法，届时土地市场可能会再起波澜，从而对股市形成正面推动。从股市估值角度看，调整不会超过2600点区域，2600点对股市而言，相对于长期国债市场具备近50%的上涨空间，目前10年期国债的收益率为3.48%，这表明A股市场的中枢估值其实为28.5倍市盈率左右，而28.5倍动态市盈率对应的上证指数点位为3850点。

专栏

莫名其妙的低效率

张晓晖

周末盯着暖气改造，两个民工在家里干活，怎么看怎么不像干的，手底下活儿倒是挺利索，钉是钉卯是卯，可就是干一会儿就抽支烟，看会儿电视，从韩剧《浪漫满屋》到风行一时的《潜伏》，一边看一边评得头头是道，看来平时是没少看电视啊。中午11点就歇了，下午两点上班，中午还打会儿扑克。就这么拉拉扯扯地忙活到下午五点半，完活。

很奇怪，这不纯粹是磨洋工么？干吗不早点干完呢？这样还能多干两家多挣钱，或者，早点干完歇着不是更好么？聊了几句，原来如此。原来，企业招了头头的一群老乡，这群爷什么也不会，什么也不肯干，什么也不肯听，还没法说他们，为了照顾这些人，计件工资变成了计时工资，笨手笨脚的，一天才干一家，还时不时碰了人家的家具，弄坏了人家的电线，惹出不大不小的纠纷，既然计时工资一天一百，谁还好好干活呢？进度就这么慢了下来。

在我家干活的两个人是走南闯北的，阅历丰富，见得也多，干过装修，安装过中央空调，就因为分配机制的问题，两位好手也成了磨洋工。要是按照他们的本事，一天能干三家，如果一家二百，每人每天都能挣三百，这可倒好，一人一天一百块。一旦干完活，还得去帮别人干，既然工钱还是那么多，所以，这两位也就不紧不慢地混着。

两位的低效率符合经济人的理性。但这种低效率真是莫名其妙，三十年前刚刚改革开放的时候，一个创新就是计件工资制，现在居然还有些地方行不通？低效率本身最大的问题是在不知不觉中浪费了社会劳动。本来可以小半天干完的活儿非要拖上一天，民工自己挣不了钱，顾客也要跟着“陪绑”，无形中浪费了更多人的时间，而且冗员太多，支出也多了，效率更低了，宏观上还影响了社会主义的建设大业。

从山西两票有个规矩，三“爷”不许进柜台——少爷、姑爷、舅爷，股东老板掌柜的儿子、女婿、大小舅子都被排除在生意之外，这是为了便于管理，提高效率，结果，山西两票做了天下的生意。

其实是个挺简单的事，没什么复杂的。只是，社会形态里可能存在成千上万这样的小角落，改革开放的扫帚没有扫到，无形中浪费着大量的人力物力财力。

总有些经济学家对下一步中国经济发展的动力感兴趣，这个动力在哪里呢？劳动力成本已上升了，土地成本也上升了，老龄化就要来了，外向经济的优势也不那么明显了，怎么办呢？好像中国经济发展的潜力一下子都消失了，而这些问题在6124点的时候没人问，究竟是这些问题造成了股市的下跌，还是股市的下跌产生了这些问题呢？如果，明天股市一下子到了8000点，是不是这些问题都消失了呢？那时候是不是又是黄金十年，盛世十年？

其实，客观地认识经济前景很重要。回过头说，如果这些低效率的事情能消失，如果马路不再反反复复地拉锁，如果经济环境变得适合创业，如果青年人再次以下海为荣，而不是千军万马考公务员或者削尖脑袋进垄断企业，如果第三产业能容纳更多的就业，如果能进一步实现城镇化，如果再有哪怕三分之一的农民从土地上解放出来，如果由此释放出大量的消费需求，如果创业板确实能带来创业的创富效应……中国经济又会产生多大的发展动力呢？中国经济发展的前景又是怎样的辉煌？

呵呵，潜力还大着呢，牢骚归牢骚，牢骚恰恰也是发展的潜力所在啊。

首席观察

“土地”降温预示着股市进入新阶段

中证投资 徐辉

房市与股市是一对孪生兄弟，从某种程度上讲，土地市场是宏观经济的先行指标之一，更是观察股市运行的重要风向标。最近，部分地区的土地市场出现了较为明显的降温，表明前期疯狂的资金开始变得理性了。从以往的情况看，“土地”市场的变化往往预示着股市会出现相应的变化，笔者认为，此次“土地”市场降温很大程度上可能预示着股市将进入一个新的运行阶段，市场将从前期的快牛行情转换为期待已久的慢牛格局。就中短期而言，市场调整的态势难以改变，但调整幅度不会大，9月初，股市可能会面临来自房地产市场的又一次正向推动。

地拍传递了一个信号——土地市场在降温。参与津东丽地块拍卖的多为知名房地产商，如保利、招商、万科、中海、富力等，半路出家的一些国企、央企鲜有露面。各大开发商的表现普遍较为谨慎，地块起拍价为15.15亿元，公开挂牌时间为16.96亿元标价进入当期竞拍阶段，从最终成交价看，地块成交价的溢价率和楼面地价都处在相对理性的水平。总体的溢价率仅为25%，这与近期土地市场动辄100%、200%的溢价有相当大的差距。

天津这个地块所显示的土地市场降温是当前中国土地市场的一个缩影，它更说明了：第一、土地市场的疯狂正在得到遏制。土地市场热潮的降温与国家货币政策的微调关系密切，上半年宽松的货币政策向适度快

速转移已经成为各方的共识，7月份以来中国商品房成交迅速回落也是导致土地市场降温的一个重要推手。在这样的大背景下，土地市场狂澜回落在情理之中；第二、在上半年来土地市场的狂热中，龙头地产商的表现可圈可点。在最近5、6个月的土地热潮中，万科、中海、招商等地产商没有拿一块地王，这确实难能可贵。正是龙头们的冷静给了土地市场一个正确的导向，一个过热的土地市场和商品房市场对各方都不利，而土地市场回归理性已是大势所趋，这显然有利于前期保守的龙头发展商，未来在更理性的价格下购进土地。

首先，2009年的股市调整绝不是2007年的翻版，3478点不是头。必须承认，尽管短期土地市场降温已成必然之势，但土地市场中长期向好格局不变。2009年的土地市场不是2007年的土地市场，2009年土地市场不会出现价格雪崩，这也预示着2009年的股市没有太大的下跌空间。

其次，股市大幅暴涨已告一段落，未来的市场运行会更趋理性。这

cnstock 理财
 本报互动网站·中国证券网 www.cnstock.com

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
 国元证券 康洪涛
个股咨询:10:30-11:30
 周华文、程昱华
 陈兴强、罗燕燕
14:00-16:00
 靳文云、李晓枫、巫寒、赵伟
 郑国庆、张晓、文育高、罗利长
 陈钟、袁建新、张述庚