

# 大盘初现“J”曲线”走势

□上海证券研发中心 彭蕴亮

近期大盘小幅下跌,成交量有所放大。而国家统计局表示,今年8月份,中国固定资产投资增长21.5%,增幅比7月份回落了5.9个百分点,宏观调控在投资领域已经见到了积极成效,成为左右市场走势的重要因素。从深层次分析,我们认为以结构优化为目标的宏观调控有利于中国经济的长期发展,长期应该视为一个利好因素。在业绩等综合因素的影响下,后期市场可能会出现一个“J”曲线的走势,部分行业和公司将会给投资者带来惊喜。

## 调控构成长期利好

根据发展经济学理论,经济发展必须兼顾总量增长和结构优化,我国的宏观调控不仅在总量控制上有所建树,而且着重于宏观经济的结构优化,从长期来看有利于证券市场的发展,应该视为一个长期利好因素。我们知道,在市场经济条件下,市场是资源配置的基本方式,但政府也具有不可替代的职能和作用。发达国家政府由于较早地实现了工业化和现代化,现在都倾向于主要发挥市场机制本身的作用去解决产业结构演进中的各种矛盾,以市场调节和市场配置资源为主,形成经济结构、产业的自我调整机制。尽管如此,政府依然重视运用产业政策及其财政政策手段促进相关产业的发展,对结构调整具有重要的作用。

目前我国宏观经济面临的不仅是总量失衡问题,更重要的是结构性失衡问题。即当前中国经济发展中存在的突出问题,已经由总量问题转

为结构问题。因此,对现有经济结构进行调整和优化,已上升为中国目前和未来几年的重要战略任务,相应地,宏观调控政策也不再局限于总量政策,而是将总量政策融入结构调整政策之中,强调总量政策与结构调整政策的融合,通过结构的调整与优化促进经济的持续、稳定发展。

我们注意到,我国宏观调控的方式正在由单纯的政府导向向发挥市场作用方向转变,调控手段则正在由主要靠行政手段,向经济、法律手段结合必要行政手段的方向转变,对宏观经济平稳、快速发展最终是有利的。以加息为例子,虽然证券市场当日出现了大幅低开,但随后即出现回升,加息当天的低点就是整个证券市场的阶段性低点,加息后市场一直是以上涨为主的。这说明市场已经能够理性对待宏观调控,且调控措施出台后市场以平稳上涨为主,“良性互动”的局面正在出现。

## “J”曲线”若隐若现

在8月中旬以后,市场开始走出一个反弹行情,这段时间也正好是宏观调控和上市公司业绩不断得到确认的时候。因此,在宏观调控的情况下,公司业绩好于预期也是近期大盘走强的重要因素。

目前,在宏观调控的诸多手段中,目前还没有被明确使用的是汇率手段。因此,市场预期下一步是宏观调控的手段转向加快汇率升值。但我们也知道,汇率升值会导致著名的“J”曲线”现象,即汇率快速升值初期非但不会减少贸易顺差,反而会增加顺差。这是由于外贸伙伴往往较为固定,即使人民

币升值,境外进口商寻找新的贸易伙伴需要时间,而原有的贸易合同也需要继续执行,这样会导致在升值初期贸易顺差反而会增大。因此,即使今后几个月人民币加速升值,中国当前的经济格局和流动性现状不会发生改变。

反观市场,出现调整后创新高的“J”曲线”走势的可能性越来越大,从更广的角度来看,今年上半年全部工业企业业绩同比增长为29.4%(前7个月为30.2%),MSCI中国企业(海外上市中国股)的中报业绩增长为20%,H股中报同比增长17.9%。可见,A股上市公司的业绩增长有着比较广泛的背景支持。在宏观调控因素影响下,上半年GDP增长10.9%为1996年来的最高点,是推动大盘走强的重要因素。

不过,2006年一季度上市公司业绩同比下降16%,而半年报则同比上升7.5%,在短时期内出现如此大的转折肯定有着外生性的因素。例如,资产注入带来的业绩提升、股权激励减少的业绩漏出、股改对价中的业绩承诺等。因此从整体看,宏观调控不仅没有使得上市公司业绩下降,反而使得其二季度业绩明显上升,是后期走势的一个明显信号,大盘创新高应在预期之中,但时间上可能会在第四季度到明年年初。所以我们判断,大盘9月后可能会出现一个“J”曲线”型走势,9月中下旬将有一个短暂时间的箱体运行,在箱体之后,大盘将创出新高,最终呈现“J”型发展的态势。

## 在平衡市中寻找惊喜

短期来看,周三市场以下

跌报收,近期市场平衡市的格局不会有大的改变,即涨幅有限,但下跌空间也不会太大,从策略上看,我们需要从平衡市中寻找惊喜。

就短期而言,影响A股市场的最主要因素依然是资金的供求关系。一方面,资产扩容加速对资金的需求加大;另一方面,QDII额度的加大、开户数迅速减少等因素使得资金供给紧张,而放松QFII的投资限制、和偏股型基金的大规模发行则加大了市场的资金供给。再考虑到工商银行即将发行以及融资融券的开展等诸多因素,我们判断在中短期内资金供求关系仍将表现为一定程度上平衡。

在市场机会的把握上,我们认为制度性的变革使得已上市公司更有动力实现外延式扩张,对企业的估值在考虑其内生性增长溢价的同时,还需考虑外延式扩张溢价。当前上市公司实现或存在机会实现外延式扩张的方式可以归结为以下几种方式:整体上市,大股东资产注入,并购重组,央企主导下的产业整合、地方政府主导下的资产置换等。外延式的扩张使得上市公司的资产规模和盈利预期发生了重大的变化(尽管时间上不确定,但事件本身是确定的),要密切关注这种盈利预期的变化所带来的估值提升的空间。

因此,具有股权激励或者是资产注入的上市公司也许会在平衡市中为投资者带来一定程度的惊喜,对这类公司,我们的策略是长期持股,等待“J”后的高新,充分分享中国经济增长成果,方为比较稳健的策略。

股市牛人

## 不畏浮云遮望眼

□中国民族证券 唐震斌

昨日沪深股指顺势走高,开盘15分钟内即轻松突破1700点整数大关,但午后大盘震荡回落,不但跌破1700点整数关口,而且收出一根带较长上影线的小阴线,技术形态上有“黄昏之星”的嫌疑。虽然股指跌幅不大,但个股涨跌比达1:3.3,呈普跌状态,而且成交量较前期明显放大。这种冲高回落的走势不免令投资者担忧本轮行情是否已经到头,还有没有上升空间。

从昨日及近期的走势可以看出,两市成交量较4、5、6月份明显萎缩,热点变换频繁,表明投资者心态比较矛盾,多空分歧较大。诚然,下一阶段股市运行面临较大的压力,特别是近一年来大盘累计涨幅较大,即使以今年开盘点位计算,年内涨幅也达50%左右,位居世界各地股市之首,如果加上上市公司股改送股后大部分填权的事实,实际涨幅更高。在部分行业的估值水平开始偏高、市场整体获利较丰的情况下,投资者需要实现一部分已实现利润,对大盘也造成一定的回调压力。另外,上证综指从1541点以来的缩量反弹始终没有得到成交量的配合,似有构筑“头肩顶”形态“右肩”的嫌疑,如果该形态被证实,后市将有较大的下跌空间,故投资者一直心存忧虑,不敢大肆做多。

基于上述原因,投资者普遍对年内剩余时间的行情比较谨慎,有的还认为大盘将有一波较大的回调。但我认为,我国证券市场目前仍是价值回归和资金推动相结合的市场,只要存在财富效应,就不会阻止资金入市步伐。随着中央宏观调控政策的逐步实施,部分游离于实体经济、房地产和证券市场之间的民间资金,将会逐利进入证券市场,后续资金来源充沛,一旦市场调整到位,各路资金将汹涌入市。另外,截至9月8日,今年已发行基金59只,募

集资金达2153亿元,其中偏股型基金发行规模1399亿元,均远远超过历史最好水平,预计今年基金总发行规模有望突破3000亿元,其中偏股型基金发行规模有可能达到2000亿元。从有关统计数据可以推知,前期成立的新基金仓位仍较轻,资金储备充足。加上保险资金入市资金增速,以及融资融券业务的试点推广,也能提供相当规模的增量资金。

从上可知,目前场内外的资金都很充裕,他们一直在密切关注市场走势,积极寻找目标品种,只要市场出现一定程度的回调,他们将快速出手,逢低建仓。在众多资金虎视眈眈的情况下,大盘显然不可能出现深幅回调,主动性的回调往往意味着建仓机会的出现。而且,近期投资者普遍短期看空,长期看多,但市场走势往往与大家的普遍预期相反,行情经常在投资者犹豫谨慎中发展,今年上半年的扎实行情就能很好地说明这一点。

近期大盘走势比较温和,我认为这是主力机构有意维持一个相对平衡的市场局面,以便整合资金流动,进行持仓结构调整,并清洗浮筹,为下一步拉升夯实基础。当然,面对大量获利抛压、技术压力和融资压力,近期大幅上涨的可能性也不大。预计在工发行上市之前,市场有望维持强势震荡格局,机构资金博弈将进入比较复杂的阶段,在分歧中显现上升动力。而且大盘股的集体启动不可能只是两天的短命行情,他们在短线加速上涨后,将适当调整,蓄积进一步上冲的动能。因此,投资者应“不畏浮云遮望眼”,乐观看待下半年的行情,密切关注指标股动向,适当提高股票型配置比例,遵循价值投资理念,寻找价值低估的投资机会,努力发掘具有持续稳定增长潜力和核心竞争力、自主创新、资源节约、并购重组以及人民币升值受益等板块。

## 迎接新蓝筹时代到来

(上接C1版)

### 深入挖掘蓝筹价值股

主持人:你们提出新蓝筹,该如何理解?

冯天戈:未来市场会进入新蓝筹时代。我们主要看好蓝筹价值股并不等同于大盘蓝筹股,它要满足三个条件:首先是行业龙头或是子龙头,其次估值要相对便宜,第三未来要比较稳定。它的估值方法不是仅仅以市盈率的低作为标准,我们更看重的是企业的核心竞争力。主持人:国泰金鹏蓝筹基金发行结束开始运作,将如何操作?

冯天戈:80%投资在蓝筹价值股,20%投资在成长股。从过去几年的经营情况来看,对金鹰基金两三年业绩贡献最大的也是这类股票——蓝筹价值股,像海油工程等都是符合这样特征的,有些股票的市盈率不是特别便宜,但是预期增长非常稳定,大家可以看得到未来几年的发展,这样的股票我们都归结为蓝筹价值股。对于成长股,我们也有20%的仓位投入,以把握阶段性的机会。

主持人:国泰金鹏蓝筹基金发行结束开始运作,将如何操作?

冯天戈:80%投资在蓝筹价值股,20%投资在成长股。从过去几年的经营情况来看,对金鹰基金两三年业绩贡献最大的也是这类股票——蓝筹价值股,像海油工程等都是符合这样特征的,有些股票的市盈率不是特别便宜,但是预期增长非常稳定,大家可以看得到未来几年的发展,这样的股票我们都归结为蓝筹价值股。对于成长股,我们也有20%的仓位投入,以把握阶段性的机会。

主持人:国泰金鹏蓝筹基金发行结束开始运作,将如何操作?

基金经理整体业绩稳定出色,特别是国泰金马基金,2006年以来取得超额收益高达25%,在同类型基金中排名前列,你们是怎样实现持续稳定增长的呢?

何江旭:从基金的业绩表现看,国泰基金管理公司旗下基金的整体业绩确实表现不错。作为一老基金管理机构,国泰基金有两大特色,第一个是稳健规范运作,从未受证券监管部门任何处罚;第二个是业绩持续稳定增长,八年来每年业绩表现处于行业平均水平以上,特别是2003年以来,业绩更是上了一个台阶。

这些业绩首先得益于投资管理团队有一个很好的信念,即要做“长跑中的英雄”,并在实践中很好的来贯彻执行。其次,有一支强大的相对稳定的投资管理队伍,我们很多基金经理有10年以上的投资研究经历。再次,有一套好的机制来保证研究成果的迅速转化。我们十几个人的投资团队在一起办公,共同交流对市场和行业的看法,这样就导致两个结果,第一我们不会走的太偏,不会钻牛角尖。第二,选股上面不会出现明显的偏差,基本上不会错过任何一个重大的投资方向。

(文字整理:张勇军)

# 银行股有望持续走强

□华林证券 刘勤

近日银行股板块在成交量的有效配合下,整体走势呈现强劲格局,一改过去缓慢上升的态势,大有步入加快攀升的势头,为何银行股如此受到市场投资者的追捧,它对大盘的影响又将如何,这些都值得认真探讨便于我们理清投资思路。

## 招行超额认购带动银行股板块走强

首先,招商银行在香港发行22亿H股,进行路演期间受到境外机构投资者和广大散户热烈追捧,据香港《经济日报》统计9家证券公司,参与程度相当于公开招股部分超额认购48倍,证券界估计,招商银行最少超额200倍,冻结资金1800亿,而国际机构配售部分超额认购超过25倍,将冻结资金接近3800亿,市场预计当招商银行在H股市场上市时,也就是预留10%至15%的升水,也还预示无论机构还是散户认购者,均有不同程度上的获利空间。加之有关部门统计数据表示:招商银行员工人均生产力

达到31.23万元,明显高于H股其他银行股,如交通银行22万元,建设银行18.1万元,中国银行15.6万元水平。招行在全国有467家分行,62.5%的分行集中在经济比较发达地区的珠江三角洲、长江三角洲和渤海湾地区。其经济效益被H股投资者普遍看好。因此,在如此市场氛围中,自然加大了A股市场投资者对招商银行A股的青睐力度,从而带动了银行股板块。

## 银行股融资融券的杠杆作用受青睐

其次,随着融资融券措施渐行渐进,这一金融创新对A股市场投资者,意味着过去不合规不合法的所谓透支行为,转变为合理又合法的市场行为,那么融资融券的目标股票,将受到融资融券意愿投资者青睐。根据香港市场经验,融资融券比例最高是银行股,如汇丰银行在香港股票市场,可以高达80%的权重获得融资融券,可见银行股融资融券的杠杆作用远大于其他行业的股票,无论是融资还是融券,对融

资金和其他价值投资者的关注。股指期货即将推出,提升了银行股的投资价值。

## 股指期货的推出提升银行股投资价值

再次,股指期货在年内也将推出,尤其在新加坡新华富时A50指数期货合约已于9月5日登台亮相,而且银行股占超过25%的权重,其话语权大于其他板块的股票。这样一来,进一步加快国内股指期货的步伐,初步选定沪深300指数的股票,为股指期货样板标的股票,已经在A股市场上市的6只银行股,不入选股指期货标的股票,是否还会像新加坡新华富时A50指数期货合约那样,银行股板块所占权重比其他行业板块要大呢?成为市场投资者一个想象题材,因为银行股所占权重大小,关系到定价权和市场主动权的大小,作为机构投资者,尤其是大型机构投资者看的比较重,这也将引发一些长线资金追捧,如保险资金、社保资金、QIFF

■股市密码

## 指标股表现左右大盘

□万国测评 王荣奎

周三股指以1695.35点开盘之后迅速突破1700点但这种情形没有延续多久就快速跌穿1700点,大盘随即展开拉锯战,但午后大盘震荡再度下挫,指标股冲高回落再度跌穿1700点,收盘于1689.39点,成交量较前一日出现明显的放大。指标股的表现左右着股指的走向。

事实上在我们昨日的分析中已指出大盘必定冲高回落,因为指标股持续猛攻涨幅

有的达到20%,整体存在调整的要求。昨日收出的长长的上影线的倒锤形K线显示上挡压力沉重,KDJ在80线附近再度死叉,预示着今日大盘上涨艰难,但如果今日能崛起能带动股指的新板块出现那么股指可能峰回路转。否则股指将持续调整;而60分钟K线更是乌云盖顶的形态,KDJ与RSI死叉形成,预计大盘今日有探到1667点的可能。综合总体看来,股指调整的幅度不会太深,一旦指标股调整充分,大盘可能重拾升势。