

## A股持续缩量运行背后暗含何种玄机

自上一周沪指触及500日均线后,指数波动和成交量都急剧萎缩。指数主要波动幅度大体在3%以内,上海市场成交基本维持在700亿元左右。应该说,市场目前处在一种相对平静的状态中,这种平静一方面表明投资者的参与意愿急剧萎缩;另一方面,也表明市场各方在思考种种影响后市的因素。

◎ 中证投资 徐辉

### 思考之一: 经济放缓对股市影响

6月1日,刚刚出炉的中国制造业采购经理指数显示:5月份全国制造业生产指数为55.7%,比上月回落10.8个百分点;5月份新订单指数为55.4%,比上月回落9.6个百分点。这一数据可能预示未来一段时间工业生产情况难以乐观,二季度经济增长下滑可能超过预期。维持经济增长和控制物价是今年经济工作的重点,现在看来,经济增长态势的变化更加值得警惕。

分析人士指出,5月份较弱经济数据的背景是,出口增长减缓、国内投资剔除价格因素后也显著减缓,导致总需求减缓。需求变化开始对工业制造业的增长产生抑制作用。与此相联系,购进价格指数开始高位回落,产成品库存指数提高。这个过程中,要提防经济增长速度出现过度回落。6月10日开始,统计局将逐步公布5月份的经济数据。这些数据可能成为证券市场短期波动的新的动力,尤其可能引发制造业企业短期波动;但这些数据也会对政府未来进一步的调控政策产生影响,从而引发投资者对市场的乐观预期。

### 思考之二: 股市估值是否合理

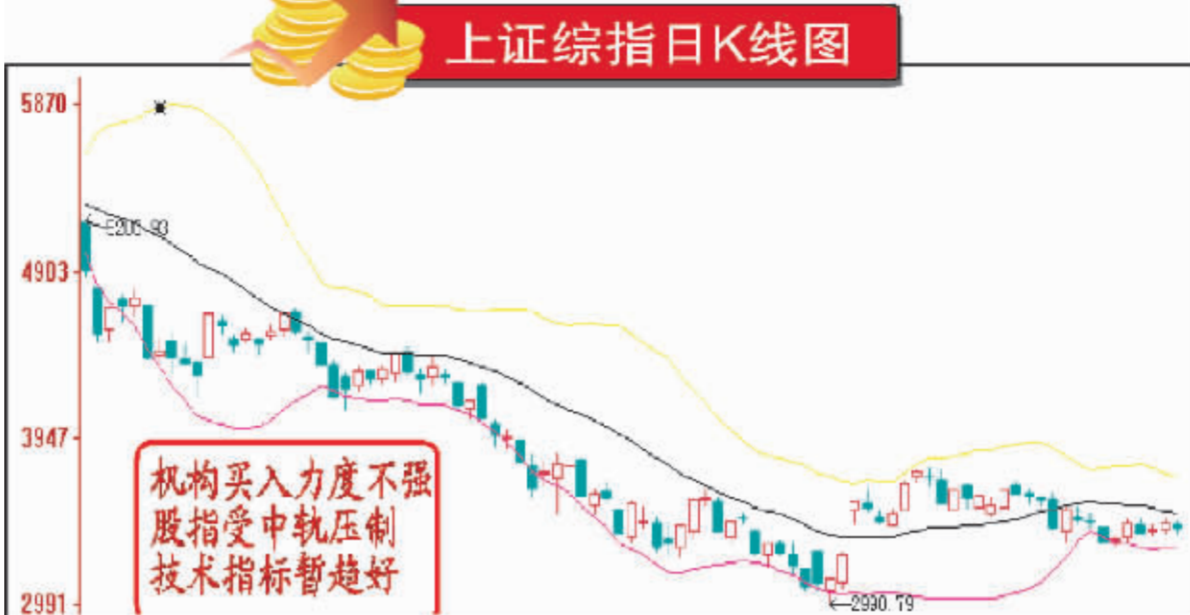
从3000点附近密集的救市政策来看,这一区域的投资价值已经得到管理层的认同。我们可以从几个对比来观察目前市场的估值状况:其一,从绝对数据看,当前A股市场的动态收益率(前三季度收益下的收益率)为21.5倍,对应的收益率为4.7%;其二,从历史对比的情况看,21.5倍收益率处在10多年来A股的偏低区域,该数据较去年最高点时50倍左右的动态收益率要下降57%,这是由股价下跌和盈利上升两方面力量推动的;其三,从中外对比来看,21.5倍的动态市盈率比摩根AC世界指数14倍左右的动态市盈率存在30%左右的溢价,对于中国这样一个持续高速发展的巨

大经济体而言,该溢价是一个相对合理的水平;其四,部分A股股价已经低于H股股价,如中国平安、海螺水泥、中国铁建和交通银行等。显然,目前A股较低市盈率已经隐含了投资者对未来中国经济增长速度放缓的考虑。由于市场目前本身就是非理性的,所以,投资者现在需要权衡的是,在目前市场的估值水平下,长期投资是否具有较好的获利前景,换言之,现在买进,是否已经可以忽略短期继续回落的风险。在笔者看来,至少部分股票具备了这样的潜质。

### 思考之三: 机构间的博弈

数据显示,上周各大机构在成交活跃的权重品种上分歧相当大,部分机构对这些品种持续买入,而有些机构却又持续卖出。以“石化双雄”为例,中国石化方面,上周券商、QFII和基金三大主力仍然继续在加仓,其中中国信证和海通证券分别净买入1.38亿元和0.69亿元,两大著名的QFII席位也分别净买入1.04亿元和0.18亿元,此外基金累计净买入0.53亿元。中国石油方面,基金净买入4.67亿元,某QFII席位净买入0.9亿元,国信证券和国泰君安净买入也分别在0.67亿元和0.22亿元。而上周某保险席位的卖出金额为8.57亿元。从最近两周的情况来看,保险资金主要卖出的对象就是“石化双雄”。

从目前市场的评论来看,对于保险资金卖出“石化双雄”,多数人认为是做空市场。事实上,前期我们频频看到保险资金大笔买入基金,由此可以看出保险公司并未看空A股市场。但何以其要大笔卖出“石化双雄”?笔者认为,这与其长期投资的风格和投资范围有关。我们可以看到,截至昨日收盘,中国石化和中国石油的A、H股溢价分别高达91.75%和81.32%(已考虑汇率),而中国人寿和中国平安均已获准海外投资,从长期投资的角度出发,其卖出高价A股,然后到H股市场补回,完全是合理的考虑。而基金等机构博“石化双雄”,其意在预期成品油价格近期会放开。所以,各大机构都有各自的考虑,只不过有些机构看远期,有些机构赌近期而已。



周二沪深两市开盘小幅上冲之后即展开调整,热点持续性较差。大智慧TOPVIEW统计显示,基金做多有所加强,最近一个交易日基金净买入达到35亿,比前一个交易日净买入12亿明显增多。不过保险资金抛售依然较多也压制指数难有作为,加上游资与私募短线频繁,使得盘面相当不稳。短期对于高油价对经济影响的担忧,机构表现谨慎。从技术来看,30分钟形成两阳夹一阴并攻上中轨线,60分钟形成双针探底,日线KDJ走势转强,预示股指今日将展开反弹,阻力3476点与3521点,但操作仍需要谨慎,股指有反复盘整的可能性。(万国测评 王荣奎)

◎ 今日关注

## 内外双重压力导致拉锯格局延续

◎ 上证联 沈钧

周二市场震荡调整,盘中多空反复拉锯,量能放大显示出在中国联储复牌后,通信类个股急速下挫的过程中,市场恐慌情绪有所蔓延。不过在3400点整数关口附近,场内资金拉动奥运概念股进行护盘,一定程度上收窄了跌幅。笔者认为,拉锯格局的延续与市场面临的双重因素有关。

### 因素一: 周边市场动荡不定

美国第四大银行瓦乔尼亚银行,在住宅市场鼎盛期,曾收购了加利福尼亚一家大型抵押贷款银行,但在次贷危机爆发,经历了一系列让人失望的并购案后,瓦乔尼亚银行第一季度亏损3.93亿美元。近期数据表明,抵押贷款及其它贷款方面的消费者违约情况可能恶化,该行被迫计划筹集70亿美元的资金来应付危机。无独有偶,英国最大的购房出租抵押贷款银行Bradford & Bingley对英国抵押贷款市场状况也发出严重预警,并下调紧急融资的配股价格,以确保获得一家私人直接投资公司的支持。美英两大银

行当前的危机,标志着次贷危机余波已从华尔街蔓延至美英零售银行业。在全球金融机构已减记超过3500亿美元次级抵押贷款相关资产的情况下,标普最近下调了雷曼兄弟、摩根士丹利和美林的评级,给人以金融机构仍岌岌可危的强烈印象。联想到通用电气(GE)上周五发布了五年来最糟糕的季度业绩,并大幅下调其全年盈利预测,令金融市场怀疑新一轮信贷损失可能重新展开。美股的跌势令投资者信心受到冲击,港股跟随大幅下挫更是直接拖累了相关个股的表现。另外有报告称越南可能爆发Y997“货币”危机,虽然越南本身经济规模不大,但周边国家一旦爆发金融危机,或多或少都会影响市场心态。

值得关注的是,虽然次贷危机的经济指标好于预期,周边市场动荡对A股市场的负面影响局限在短期心理层面上,预计短期内市场仍有调整压力。因素二: 市场内部心态脆弱

### 因素二: 市场内部心态脆弱

虽然市场普遍预期国内5月份CPI增速将有明显的回落,但央行金

融研究所最新报告显示,当前货币政策仍要立足于防止货币信贷过快增长,为防止全面通胀提供一个偏紧的总需求约束环境。这引发了市场对于宏观调控的忧虑。

从市场热点看,近期市场热点纷呈,券商股、煤炭股、有色、供水供电、外贸、通信、石化等板块轮番活跃,显示场内资金通过博弈电信重组、政府放开油气价格管制、电力行业财政补贴和医改等不同主题,试图激活市场人气。但市场在经历了4个月的大盘股IPO真空后,本周五中国建筑股份有限公司A股发行将会上,融资规模预计达到426亿元人民币。加上陕西天然气股份有限公司,两家公司一旦过会,大盘股上市步伐重启,A股市场面临的扩容压力增大,市场观望气氛浓厚。市场热点快速轮换,缺乏赚钱效应,对市场起不到向上突破的决定性作用。

此外,股指目前遭遇中期均线的层层反压,由于中石化和金融股的调整,加上热点缺乏持续性,制约了反弹的力度。从趋势上看,短线周边市场再度动荡,A股市场扩容预期强烈,只有实质性救市政策出台,短线市场才能向上突破阻力,改变弱市格局。

◎ 专栏

## 把握牛市机遇

◎ 姜勃

俗话说:“多难兴邦,股厄启圣。”但仍有不少投资者鉴于能源泡沫、通胀压力甚至自然灾害对于境内经济体的考验,而对股市的未来缺乏信心。事实上境内股市仍处于漫长牛市的运行周期中,普通投资者把握股市的机遇也正是在把握人生的难得机遇。

维持牛市周期的基础是社会稳定、经济增长和人口变化趋势,在前两者基础条件具备的前提下,股市表现和人口变化趋势息息相关。华尔街有则古老寓言:一位经纪人向他的顾客推荐买入一只股票,随后股价飙升顾客拍手称庆,并指示经纪人卖掉他所有的股票,但经纪人突然回答道:“卖掉?卖给谁?你是唯一购买这只股票的人!”这个寓言揭示的就是人口老龄化与股市的关系。

股票价格与45-50岁年龄段的人口数量之间存在着相关关系,因为处于这个年龄段的人口拥有最强的消费能力,日本股市、美国股市的牛市规律皆与这一人口变化趋势有关。而一旦步入老龄化社会,就会产生退休潮诱发的因消费乏力而经济滞胀、因养老金套现但接替者后继之人的熊市景象。了解这一规律之后再分析境内人口变化趋势,从婴儿潮到繁荣潮再到退休潮,目前境内市场尚处于繁荣潮的萌芽期,近年来大学持续扩招和鼓励创业其实折射出的就是这一人口变化趋势,因此资本市场的繁荣至少仍有20年可期。

但在牛市运行趋势中,过度投机阶段改变趋势。从1992年起,境内股市的累计涨幅绝不逊于任何国家的股市,但若按年度投资收益计算,境内股市却出现负收益年份远高于正收益年份的怪相,这与同是新兴市场巴西股市形成鲜明反差,而且巴西经济还曾经面临CPI超过5000%、GDP每年增长仅1.8%、货币巨幅贬值的困境,即便如此巴西股市仍然多数年份维持正收益。

问题症结在于,境内股市的投机投资者力量远大于价值投资者的实力,仅以本轮迷你熊市调整为例:根源就在于趋势投机者试图在奥运前结束牛市的盛宴,因此在短促一年时间内将股指从998点推升至6124点,而现在又试图打压股指至3000点之下以期获取更低廉的筹码。

回顾历史,1972年美国股市也曾依赖蓝筹股泡沫阶段性高点:“漂亮50”蓝筹股平均市盈率超过50倍与境内股市上证50蓝筹股去年市盈率突破50倍极其相似;而1973年的全球石油危机与现在的国际油价飙升也极其相仿;但是巴菲特重返股市正在1973年美股道指腰斩前后,这恰与现在境内股指腰斩类似。虽然巴菲特并不是在股指最低点才入市的,但是现在沪市25倍深市31倍的市盈率水准也具备接近当时巴菲特重返股市时的价值土壤。因此对于价值型投资者而言,目前境内股市的估值水准已具备长线投资价值。

◎ 首席观察

## 中国联通“意外表现”带来的新思考

◎ 方正证券 吕小萍

经历了十余个交易日的停牌之后,中国联通终于在周二复牌。与停牌之后市场普遍预期出现大幅上涨的情况不同,中国联通高开低走,以10.71元开盘后快速下探,在10元附近略作盘整之后,股价一度探低至9.48元。其实,如此走势既在意料之中,又在意料之外。

### 意料之中与意料之外

意料之中是期待已久的电信业重组方案终于正式拉开序幕。周一,中国联通、中国电信、中国网通几乎同时发布关于重组的公告。公告称,中国联通将以总计1100亿元人民币的价格将CDMA网络资产和业务(分别作价662亿元和438亿元)

出售给中国电信集团和上市公司,并将与中国网通以换股方式合并。总体来说,此方案在市场的预期之中。

意料之外是市场反应之冷淡。从重组的本意上来说,本轮重组中国联通是较大的受益者,一方面剥离了长期以来盈利能力一般,资金投入大的C网;与此同时,又将拥有北方大量固定电话用户的中国网通。这两个动作对于中国联通来说,既获得了未来3G时代轻装上阵的基础,有加固了固定电话业务。但市场反应之冷淡,的确出人意料。

### 对联通走势的两点感悟

分析中国联通事件以及中国联通的股价表现,笔者有所感悟:

1、市场对非市场行为的认同度低。由于国内通信运营行业是特殊行

业,垄断性、国有性决定了国家是整个行业发展、调控的最终实际控制人。国家的战略意图和发展趋向对行业发展、企业定位变化起着重要甚至是决定性的影响。而在这个国家主导的电信业重组中,并没有太多的流通股股东的意图体现。这使得流通股股东对于其未能参与公司重大决策,重大事件没有事先沟通而感到失落,尤其是基金等机构投资者。这种失落会到损伤。这种信息公平性的受损体现在股价上,又会致使一部分机构资金选择回避一些大盘蓝筹股。

2、重组效应不确定性导致市场预期偏低。作为此次重组的意图来说,目的是“扶持弱者”,以发展3G为契机,打破目前电信业的固有垄断

格局,培养多个全业务电信运营商参与竞争,从而推动行业发展。但这样美好的意图,在中国联通建设C网之时,就已经寄托过了。意图美好归美好,在联通和移动的竞争中,反而使移动在竞争中不断壮大,联通没有完成打破移动垄断的使命,反而自己陷入了C网和G网左右手互搏的尴尬局面。因此,从方案设计上来看,联通虽是此次重组的最大受益者,但联通能否在此次重组中真正获得最大的效益,还是令投资者心存疑虑。换个角度而言,在给了联通这样一个全新的起点之后,公司能否由此实现美好愿景,依然存在较多不确定。

### 股价博弈中实现各自利益

中国联通低开开盘,与目前市场低调的总体市场氛围相吻合。中国联

通的重组、股价表现都很有代表性。在有国有股权占主流的资本市场,如何尊重流通股股东的利益,取得流通股股东的支持,保护广大投资者利益等都是非常重要的。中国平安的增发事件等都越来越显示出流通股股东维权意识的强化。

在经历了股权分置改革之后,非流通股和流通股利益得到了很大程度上的统一。但统一之下,仍然有很多具体利益的不统一,或者说细节上的不统一。二级市场流通股股东、国有股股东,以及各类大小非来说,在这样一个利益不太统一的复杂群体中,只能在股价的博弈中实现各自利益的体现。

中国联通仅是个案,在市场一片看好声中,股价的低调表现,带来的是新的思考。联通的后续表现,以及对其他大盘蓝筹股乃至整体市场的影响,需要进一步观察。

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 四小时高手为你在线答疑  
 今日在线:  
 时间:10:30-11:30  
 周华、文明、程昱华  
 时间:13:00-16:00  
 靳文云、周华、巫寒、赵伟、郑国庆、张晓、吴青芸、侯英民、罗利长、陈钟、袁建新  
 在线答疑:  
 国际原油 能源化工 煤化工 主沉浮  
 本期嘉宾:  
 刘炳宏  
 大陆期货研究部  
 金融衍生品期货高级分析师  
 徐超  
 大陆期货资深分析师  
 答疑时间:6月4日 13:30-14:30  
 互动网站:www.cnstock.com