



数年一次的“危”与“机”再度来临

周跌幅 13.84%，股指连续 10 个交易日收阴，中国股市正经历 1994 年以来的最大下跌。但是，当我们在一年、两年，或者五年后回顾 2008 年的此次股市大跌，相信很多投资者会说，“下次股市大跌的时候，我一定不会恐慌，我要趁机逢低买入一些超跌的好股票。”然而做起来并不简单：因为每一次危机看起来好像要比上一次更严重，在股市大跌中要想做到置之不理反而逆势买入很难。但不可否认，数年一次的“危”“机”再度来临。

◎ 中证投资 徐辉

危机危机，“机”从“危”来

现在，中国股市看起来确实内外交困。外有美元大幅贬值，油价、原材料、农产品价格暴涨，通胀压力在国际范围内蔓延，越南出现经济危机前兆；内有通胀高企、企业盈利回落、各种自然灾害频频发生等等。用危机一词来形容当前经济面临的困境并不为过。

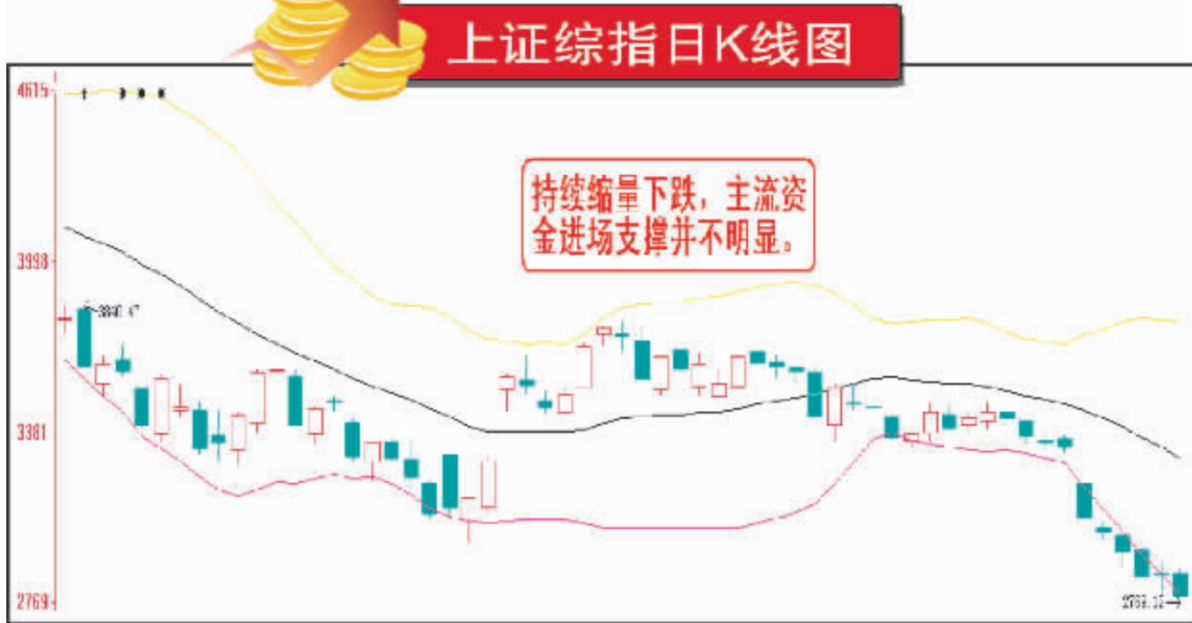
而正是在这样的危机之下，我们看到中国股市迅速回到一个安全的估值范围。现在的投资者无疑面临一个选择：愿不愿意承受短期可能的估值继续回落的风险，基于长期看好中国经济的理由，大力买进估值已经相当合理，甚至已大幅低估的中国股票；还是“聪明”地回避可能存在的短期被套风险，卖出股票，逃出中国股市。

期的我国香港股市，也是崩盘之声不断，但最终港股上涨了数十倍。相反，看起来顺境中的股市，其实都不是最好的买进时机。去年下半年，股市看起来一帆风顺，黄金十年”充斥各大媒体，市场成交异常活跃，说明很多人在顺境中投资股市了，但最终的结果是，人们大多买到的是高估的股票，进而不得不承受大幅的亏损。

对比来看，下跌幅度接近 60% 的中国股市确实处在危境之中，尽管短期内，或者更长一段时间中，股市依然会在较低的估值水平上徘徊，甚至可能继续回落，但这个过程显然蕴含了巨大的机会。

现在打出去，肯定是一个好球

连续暴跌、内外交困。无论怎么看，现在的市场都与 2005 年年初的市场相似。尽管理性的投资者已经大多开始看多，但市场却依旧继续下行。2008 年 3000 点附近的沪综指，与 2005 年 1200 点附近的沪综指非常类似。如果市场还算理性，那么，



继续探底

周二两市早盘小幅上探试盘后，实力资金并没有积极响应，股指转而掉头向下，盘中再创本轮调整以来新低 2769 点。从大智慧 TOPVIEW 盘面上看，旅游酒店、券商、外贸等板块跌幅居前；中字头和银行等大蓝筹虽然跌幅相对较小，但前 20 大权重仅中国神华小涨 0.15%，稳定大盘的作用并不明显。场外资金亦不敢积极进场。从技术上看，大盘资金流向指标在今年调整以来持续流出之后，近期流入和流出处于平衡状态，说明机构做空力度减弱，但进场的意愿也不明显，股指仍有继续探底的空间，预计 2682 点上有支撑。(万国测评 王荣奎)

2005 年的中国股市完全可以在 1200 点附近成功筑底，但实际的情况是沪综指继续下跌接近 20%，然后才走出一轮恢宏壮观的牛市。

现在的情况也一样，如果大多数投资者还算理性，那么，3000 点的沪综指完全可能筑底成功。但实际的情况又并非如此：如同上涨时的非理性一样，下跌时投资者同样处在非理性的状态中，这使得 3000 点同样被轻

易击穿，而且市场还散发出更加恐惧、更加悲观的味道。

目前来看，A 股动态市盈率仅 18 倍，而深圳 B 股动态市盈率更是不到 10 倍，在一个蓬勃发展的市场，前景向好的市场中，这无疑代表着巨大的机会。显然，我们无法确认股指调整会在哪个点位结束——而事实上，这一猜测本身也没有意义，但我们知道的是，3000 点的 A 股，以及同时期的

B 股已经出现了一批非常有价值的股票。所以，即便市场已经进入到了弱市格局，现在持有或买进一些具有长期发展前景、未来有望获得巨大升值空间的优质股，无疑是合理、正确的选择。

巴菲特说，当球仍在投手的手套之中时，我不挥臂击球。我们认为，现在看来，球已经处在可以打击的最好位置，现在打出去，肯定是一个好球。

更多观点

A股正经历严峻考验

新一轮下跌来得这么快这么猛出乎我们的意料。上周数据的密集出台和严峻的海外市场给 A 股雪上加霜。目前我们要关注的可能并不简单的只是 A 股的数据，有关中国经济的任何一个数据都足以让全世界紧张。

从长波周期的理论来看，主导美国正在进入一个高通胀但算不上高增长的衰退期。事实也是如此，在能源价格和航空运费飙升的影响下，美国 5 月份消费者价格大幅上涨，不过，包括服装、医疗保健和汽车在内的非能源价格仍受到良好控制，表明近几个月石油及食品价格的上涨尚未波及更广泛的经济领域。这点符合逻辑。石油上涨不会波及美国更广泛的经济领域，原因是美国作为核心消费国，75% 以上的 GDP 靠消费拉动，制造

环节已大量外包给中国等核心制造国，而油价上涨最大的受害者是制造业国家，它们的通货膨胀对油价是十分敏感的。

中国等几大新兴经济体不放缓，国际油价就有一直上涨的理由。中国在工业化转型的过程中，最大的问题就是资产泡沫。这就是为什么我们要坚决抑制资产泡沫，以及再增加存款准备金率 1 个百分点。我们认为中国正在朝着一个正确的方向发展，避免陷入日本当年或者越南等国家的经济陷阱中。虽然有阵痛，但是工业化道路的必经之路是难以逾越的，否则就走到了拉美的老路上去。因此，我们对中国经济保持看多的心态来对待资本市场，在市场非理性杀跌的时候不必悲观，只要保持正确的方向，终有拨云见日的一天。(长江证券研究部 张凡)

目前心态尤为重要

目前股市除了大小非解禁导致供应大量上升外，宏观经济放慢紧缩、通胀高企，以及上市公司基本面成本上升等种种挑战，都需要市场花较长的时间去应对。在这种背景下，心态显得尤为重要。投资大师林奇的九字诀：缓割肉、长持有、慎抄底”具有一定的指导意义。

林奇用历史数据告诉我们，崩盘是不可能的，对于基本面没有问题的上市公司而言，根本没有必要割肉。在美国股市股票投资收益率战胜其他投资品种的这 70 年间，曾经发生过 40 次超过 10% 的大跌。其中，又有 13 次属于令人恐怖的暴跌，跌幅超过 33%。期间还经历了有史以来最大的暴跌，即 1929 年到 1933 年的股市大崩盘。即使是跌幅

最大的那次股灾，股价最终也涨回来了，而且涨得更高。既然好公司的股价最终会涨回来，何必恐慌割肉呢？！股市波动的历史规律告诉我们，所有的大跌都会过去，股市永远会上涨得更高。林奇认为投资者必须对国民经济有充分的信心，坚信好的上市公司的股价会随着经济增长而持续增长。股市再跌，也要坚定长期持有，决不能轻易退出。

历史经验还表明，股市大跌其实是释放风险、创造投资的一次好机会，能以很低的价格买入那些很优秀的公司股票。当然抄底并没有那么简单，现在还需要耐心等待基本面的好转，与其去不断抄底”、不断被套，不如等底部出现后再介入不迟。(上证联 沈灼)

首席观察

来稿请投: zhaoyy@ssnews.com.cn 联系电话: 021-38967875

大非减持：市场面临的又一道难题

方正证券 吕小萍

对于中国证券市场来说，6 月 17 日也许是个值得“纪念”的日子：一方面，三一集团所持有的 5182 万股三一重工限售股解禁，A 股市场的全流通时代正式拉开帷幕；另一方面，上证综指跌破 2800 点，持续了创纪录的 10 连阴走势。由于市场不停地失守底线，绝望情绪不停弥漫。而基金艰难发行、新股不停破发，种种现象表明，证券市场已经进入了一个持续低位运行的阶段。市场为何不断走低？除了调高存款准备金率这个导火线，更深层次的原因之一可能来自于市场对大小非减持的恐惧心理。

两市市值快速“蒸发”

回顾沪深两市，在 2007 年 12 月双双创新高，两市总市值达到了 32.71 万亿元之后，从去年年底开始，沪深两市市值一直处于快速“蒸发”状态。最新数据显示，目前上证所的总市值为 15.14 万亿元，流通市值为 4.49 万亿元；而深交所总市值为 3.60 万亿元，流通市值为 1.815 万亿元。不到一年，总市值便从 32.71 万亿元跌到了 18.74 万亿元，“蒸发”了 13.97 万亿元。而 2007 年全国国内生产总值为 24.66 万亿元，在短短 8 个月时间里沪深两市“蒸发”的市值，占到了 GDP 的 56.65%。

大非减持成为新课题

对于市场所恐惧的大小非减持，根据统计数据显示，自 2006 年 6 月至 2008 年 5 月 30 日两年间，沪市上市公司因股改形成的限售股份解除限售共计 678.41 亿股，该部分股东实际减持 172.77 亿股，实际减持股

份占解除限售总额的 25.47%。累计减持股份总交易金额为 2908.59 亿元，仅占同期沪市股票交易总金额的 0.65%，占沪市总市值比例以 2008 年 6 月计为 1.74%。

目前市场预期大小非的减持意愿没有小非强烈，而这种预计是建立在大非尚未开始减持的基础上。但这样的预计存在一些问题。首先，大非对于上市公司的真实状况会比小非清楚，如果不建立一套完善的监控体系，很容易滋生内幕交易。尤其对于民营企业来说，自然人非的减持，如果不加以约束和监控，在解禁期满之后，容易利用上市公司内幕信息进行套利行为。三一重工既然已经拉开了全流通的帷幕，那么，以前对于小非减持的担忧，可能延续到大非身上。其次，大非并不是没有减持的动力，在原有的股权结构上，很多上市公司的控股股东都是绝对控股，随着全流通时代的到来，大非都会有减持到合理比例的动力。绝对控股必要性的减弱会导致大非通过合理比例的减持将股权比例进行调整。通过股权比例的减持来达到既不丢失控制权，又能够通过减持股份来进行套现。再者，大非维持股份的义务是否如市场预期的那样强烈？未必。作为国有企业的大非，在市值还没纳入考核之前，维护股价的动力未必强烈。而民营企业利益最大化的导向更为明确，在进行再融资等重大事项之时，股价维护的动力会更强一些，而在其他时期，民营企业大非和股价的密切性会降低很多。

大非减持作为新课题，给目前的弱势市场带来了新的考验，在经历小非冲击波之后，大非减持应成为市场考虑的首要问题。从目前分析，市场能够承受住大非减持的冲击，则有望经受住此次考验，顺利度过此次低点。

静待市场走出艰难时期

经过 10 连阴的考验，上证综指跌破 2800 点。市场中枢一再下移，已经再度使证券市场进入到低风险领域。在目前的市场环境下，虽然不利因素仍然众多，但换个角度而言，低于 20 倍的市盈率，和成熟市场相比也已经具备可比性。而且，即使受到高油价、通胀压力、地震等不利因素冲击，但中国的经济增速仍然可观，这是对市场最好的支持。或许，即将拉开的中报帷幕，可以将上市公司业绩增幅放缓的疑虑得以消除，或者得到验证。不确定预期的消除，就是对市场最大的利好。让我们静待市场走出艰难时期。

不仅如此，若投资者仔细观察，类似水泥、工程机械、啤酒等原先那些估值遭遇“做空”的传统行业，也在价值低估声中逐步被海外产业资本和金融资本蚕食。典型案例如：青岛啤酒、海螺水泥等行业龙头企业股份被渗透。目前市场普遍低估石油股的价值，认为 A 股价格比 H 股价格高就意味着中石油等公司被高估，其实自 2007 年 11 月以来海外资本市场推出的多只活空 A 股基金都是以做空石油、中移动 H 股为目标，中石油 H 股价格事实上是被人压低了。

有人将越南经济危机说事。越南经济现状类似 1994 年时中国经济高通胀期，投资过热诱发通胀，但外贸逆差导致本币贬值，市场规模小，“过山车”似颠簸在所难免。而中国经济外贸顺差，外储总额超过 G7 国家总额，在此背景下的热钱流入未必皆是短线资金，其中就包含着窥伺未来 20 年中国人口红利的长线资金。

何谓人口红利？20 世纪 50 年代是美国“婴儿潮”，对应 45 至 50 岁年龄黄金段恰是 1995 年至 2000 年的美国牛市巅峰，而 2010 年美国将随欧洲、日本之后步入老龄化社会，次级债危机就是资本市场对于老龄化社会的提前预警。而中国“婴儿潮”是 20 世纪 80 年代，今年大学生入学人数又创新高即为佐证，只要未来 20 年中国社会保持稳定，那么随着人口曲线的变化，资本市场的大牛远远没有走完。

如果说中石油曾让海外投资者尽享中国经济的 GDP 红利，那么投资者在股市具备价值的前提下仍被“做空”舆论所忽悠，无疑是将来 20 年中国经济的人口红利拱手相让。价值投资“二次创业”并不难，主动型策略紧扣人口红利的行业选股，分别是保险、广告、食品和地产；被动型策略更简单，盯住沪深 300 指数即可。

谈股论金

>>>C2

“绝杀”中期盼绝处逢生

结合目前的行情动态和政策动态，我们不难认识到当前的股市形势：

其一，如果以更长远一点的周期来看，3000 点之下将是 A 股市场的又一个战略性底部，只是，战略性底部的行情往往有多次“死去活来”的过程，这个过程对“以论天看行情”的投资者来说可能会有些难受；

其二，现阶段行情的下跌空间已极其有限，但走向转折可能还需时间，也需要强力型的催化剂，行情整体上已开始进入“磨底”阶段；

其三，综合以上这些行情的基本特质，给予投资者当前操作上的建议是：行情在 3000 点之下的恐慌下跌是买入机会，目前行情已经开始进入主动买套阶段。(阿琪)

专栏

黎明前夕——价值投资“二次创业”

姜轶

境内股市究竟有没有价值？彭博社的一篇报道揭开了谜底。最新数据显示：标准普尔 500 指数由于部分成份股亏损市盈率已上升至 21 倍，明显高于沪深 300 指数 19 倍市盈率，而上证 50 指数目前市盈率是 17.5 倍，虽然指数 30 指数目前仍是 12 倍市盈率，估计花旗集团、通用汽车等亏损股计入后，市盈率也将超过上证 50 指数。

在估值合理背景下的“活空”舆论更凸显玄机。投资者曾感叹海外投资者竟能分享中国经济 GDP 增长的成果，中石油海外上市 H 股价格从 1 元多港币上涨数十倍，而给予海外股东的分红额亦是其融资额的数倍，而境内投资者不仅高价购买 A 股，且饱受财富缩水之苦，连年度分红预案试图送红股摊低持股成本，也遭到 H 股股东狙击。

狙击玄机何在？价值低估是祸根。中石油海外上市之初，恰逢上一轮熊市“千点论”、“推倒重来”等“活空”舆论盛行，而中石油脱胎于传统行政型国企，又恰逢国际油价处于黎明前的黑暗，境内股市不景气融资池子无法容纳中石油，中移动这样的巨无霸，只能海外上市“定价权”旁落人外。

不仅如此，若投资者仔细观察，类似水泥、工程机械、啤酒等原先那些估值遭遇“做空”的传统行业，也在价值低估声中逐步被海外产业资本和金融资本蚕食。典型案例如：青岛啤酒、海螺水泥等行业龙头企业股份被渗透。目前市场普遍低估石油股的价值，认为 A 股价格比 H 股价格高就意味着中石油等公司被高估，其实自 2007 年 11 月以来海外资本市场推出的多只活空 A 股基金都是以做空石油、中移动 H 股为目标，中石油 H 股价格事实上是被人压低了。

有人将越南经济危机说事。越南经济现状类似 1994 年时中国经济高通胀期，投资过热诱发通胀，但外贸逆差导致本币贬值，市场规模小，“过山车”似颠簸在所难免。而中国经济外贸顺差，外储总额超过 G7 国家总额，在此背景下的热钱流入未必皆是短线资金，其中就包含着窥伺未来 20 年中国人口红利的长线资金。

何谓人口红利？20 世纪 50 年代是美国“婴儿潮”，对应 45 至 50 岁年龄黄金段恰是 1995 年至 2000 年的美国牛市巅峰，而 2010 年美国将随欧洲、日本之后步入老龄化社会，次级债危机就是资本市场对于老龄化社会的提前预警。而中国“婴儿潮”是 20 世纪 80 年代，今年大学生入学人数又创新高即为佐证，只要未来 20 年中国社会保持稳定，那么随着人口曲线的变化，资本市场的大牛远远没有走完。

如果说中石油曾让海外投资者尽享中国经济的 GDP 红利，那么投资者在股市具备价值的前提下仍被“做空”舆论所忽悠，无疑是将来 20 年中国经济的人口红利拱手相让。价值投资“二次创业”并不难，主动型策略紧扣人口红利的行业选股，分别是保险、广告、食品和地产；被动型策略更简单，盯住沪深 300 指数即可。