

超跌有反弹 不确定性加剧市场分化

——十七家实力机构本周投资策略精选

不确定因素加剧市场分化

◎银河证券

上周沪深两市出现了一些积极信号，表现在：一是海外市场对A股市场的冲击力有所减弱，说明A股市场自身杀跌力量趋弱；二是市场走势分化，非权重股摆脱大盘影响出现较大面积的上涨；三是监管部门表态要全力维护资本市场稳定，官方媒体也呼吁投资者理性对待当前市场。奥运会逐步来临，政策面必须继续全力营造稳定的市场氛围。

然而市场仍然面临诸多不确定性的巨大压力：一是世界原油价格、农产品价格继续上涨，通胀压力不减，紧缩缓解预期减弱，长期负利率增加了加息预期；二是欧洲加息、美国通胀压力较大，进一步增加了全球经济增长放缓的忧虑，国际股市面临继续下行压力；三是近期资源税改革传闻或者预期，使石油石化、煤炭、有色金属等行业利润存在下调的新预期，这些行业股价面临继续下行风险。

尽管A股市场已被低估，2008年预测市盈率只有16倍，对股价具有一定的支撑力，但是上述不确定性继续冲击市场预期，制约做多意愿。因此，A股市场仍将维持弱势震荡格局，不过市场分化有望加剧。

整体走强须量能持续放出

◎齐鲁证券

当前国际经济和通胀形势未见好转，仍将影响我国股市；我国宏观经济政策保持中立，未见明显倾向；政策救市停留于媒体表述层面，未见实质性举措；股市持续低迷，已影响到融资、再融资功能的发挥。因此，我们对股市近期运行趋势的判断是中期调整比较充分，反弹要求逐步增强，但股市整体走强必须有量能的持续放出。

在现实情况下，预计沪深股市仍将维持低位弱势震荡格局，但个股行情逐步活跃，短线机会逐步增加。从上周个股表现看，涨幅居前的是旅游、农业、传媒、节能环保等板块，而金融、房地产、钢铁、煤炭等蓝筹股仍然疲弱。因此，建议投资者用适量仓位短线操作热门板块，密切关注成交量变化和下降通道对大盘的压制。

有望展开技术性超跌反弹

◎国海证券

本周市场正在酝酿超跌反弹：首先，大盘技术上超跌严重，反弹要求强烈；其次，深综指以及中小板等分类指数不再随少数超跌大盘股创新低，而转入横盘整理，且低位放量明显，资金逢低介入意愿明显增强，指数底迹象明显；第三，从中国石油及中国石化，到银行股、证券股再到保险股、煤炭股等，可以说大盘价值股基本轮跌了一遍，做空动力已得到较为充分的释放，短期内再度大幅下挫的可能性不大；第四，相对前几次因缺乏有效热点而“弹”一现的反弹，近期局部赚钱效应逐渐形成，这一程度使得涣散的市场人气得以汇聚；最后，奥运盛会即将召开，稳定性压倒一切”的市场预期将会逐渐吸引博反弹资金介入。

因此，我们预期，本周若不出现重大的利空消息，大盘有望展开技术性的超跌反弹，当然对反弹不要期望太高。

需理性分析而非感性判断

◎申银万国

经济硬着陆的宏观情景，接近净资产的估值硬着陆，是当前投资者普遍的悲观预期所在。油价回落和信贷放松，则是改变投资者预期的关键变量。我们认为成本压力的确还将在未来继续反映，但需求环境的恶化并不明显。4季度灾后

重建效应需要密切关注；如果以05年估值为参考，目前16%左右ROE是否会导致05年不到8%的ROE水平，仍需要更多理性分析，而非简单的感性判断。

在悲观的趋势预期下，金融市场投资者会迷失对企业真实价值的判断，我们应该关注实业投资者的动向。

我们与境内外客户的交流情况显示，悲观投资者远多于乐观投资者，境内投资者又较境外投资者更悲观。投资者在外在环境恶化和内在经济转型推动下，担忧最终经济增长会受到较大损害，特别是企业盈利受到硬着陆的冲击，05年的盈利状况可能再度重现；投资者认为目前3倍以上的PB仍较贵，随着ROE大幅下降PB也会大幅下降。在成本压力和需求担忧下，投资者最为关注的就是油价趋势和政府信货调控趋势，无论是油价回落还是信货放松，都会对市场产生正面推动力。相对于境内投资者对看不清楚的趋势保持谨慎，境外投资者则从长期角度更积极一些，认为现在是买便宜股票的好时候。

技术性反弹随时可能出现

◎德邦证券

在无实质利好出台之前，我们依然认为市场信心缺失导致市场弱市格局不变。主要因为以下几个因素：外围经济的高油价是否已现阶段性高位难以确认，虽然中国提高成品油价一度使原油期货价格出现大幅回落，但中长期很难改变油价上行趋势；其次，内部宏观经济运行特别是CPI走势到底如何影响政策制定还没有迹象显露，从央行最近表态看，从紧的金融政策依然没有任何放松迹象。同时由于油价和电价上调可能造成PPI预期走高，而PPI持续高涨将传导至CPI，CPI上涨概率极大；最后，大小非解禁和规范减持到底能多大程度上影响资本市场的未来还不得而知。

一方面我们目前尚无法判断未来中期有效支撑点，另一方面短期而言，因为持续下跌导致市场超跌迹象非常明显，所以技术性反弹随时可能出现。特别是一周中偶尔出现短期一、两天的盘中反弹，有时反弹幅度还可能较大。

正酝酿波段性结构性机会

◎长城证券

我们对于目前市场的看法是短多、长空。虽然很难确定反弹将迅速展开，但是2500点具备短期介入价值，可能的恐慌下跌是机会而不是杀跌。告别齐涨齐跌后，分化正在为介入成长性良好的公司提供投资机会。波段性、结构性投资机会正在酝酿中。

对于市场反弹的高度与性质，依然表示谨慎。首先，经济长期担忧并没有化除，从基本面来看，短期反弹仍属于技术反弹性质。反弹高度，认为3300点附近将是反弹的阻力位。考虑到机构投资者提前抛售行为，3100点之上需要谨慎。

在资产配置上，我们建议投资者超配医药、通讯设备、新能源、基建行业个股。回避分歧较大的地产、金融、石化行业个股。本周建议关注、中国铁建、武汉凡谷、东北制药、广州药业、一致药业、浙江医药。

预期扭转临界点越来越近

◎山西证券

A股目前的困境是一个综合作用的结果，内外部因素复杂纠葛，互相作用，投资者在指数节节败退中逐渐丧失了信心，陷入了一种情绪化的操作。股市起伏的表象，背后深藏着的是一宏观经济环境变化以及由此导致的企业盈利预期的变化，二是股市自身制度建设的滞后。这两个根本性的影响因素，在未来相当一段时期对股市的制约作用仍非常显著。但同时我们也应看到，股市是一个对未来进行预期的

市场，当投资者的预期发生转变，股市往往首先发生变化。尽管这种预期扭转的情况目前还未出现，但随着A股调整到一个相对安全的估值空间，我们将越来越接近这个临界点。

流动性可能转入紧张状态

◎安信证券

近期在A股下跌的同时债券市场也明显转熊，“此消彼长”的关系失效。债券市场作为资本市场中最后一类上涨资产，近期转入下跌走势预示着资本市场流动性可能将由供需基本平衡转入紧张状态。近期监管部门宣布加强跨国资本流动监督、欧洲央行提升基准利率均可能导致资本流入放缓。加上当前贸易顺差增速回落、信贷从紧趋势未变，预计资本市场流动性供应增速将继续呈现回落趋势。在当前流动性需求未有显著下降背景下，如果没有任何积极措施出台，一旦流动性总供给降至总需求以下，将导致所有资产价格下跌，2004年“股债双杀”局面亦可能在三季度再次出现。

需要注意的是，本月中旬中央将召开会议讨论下半年经济运行态势，会后将对下半年经济运行做专门部署。我们认为需要留心此次会议是否有方向性的变化。另外，奥运会日益临近，如果有利好政策，本月出台可能性较大。

负面消息制约权重股走势

◎日信证券

从上周走势分析，在权重股尚未企稳情况下，指数仍面临较大压力。而从近期基本面分析，权重板块大多受到一些消息的负面影响：金融、地产面临加息传言；钢铁板块受到铁矿石价格上涨压力，通过提价将持续上涨的成本继续转嫁到下游企业的能力开始受到市场质疑；煤炭板块受到煤炭资源税改革出台传闻影响集体暴跌，后期有关资源税消息仍会制约煤炭板块走势；石化板块近期也受到政府将取消退税的影响，这将影响到市场对石化行业未来业绩的预期。

因此，在上述消息传闻未能明朗之前，仍将制约权重板块走势，指数在2500点附近震荡整理的可能性较大。

超跌反弹个股将趋于活跃

◎国盛证券

从短线来看，本周是周线七连阴之后的第八周，是时间之窗。我们认为大盘超跌后短线有小幅反弹要求，个股走势会趋于活跃。

虽然宏观调控措施不稳定，加息预期高涨，抑制市场人气恢复，但目前市场估值趋于合理，有利于大盘止跌向上。从技术上来看，中长期技术指标的恶劣死叉显示市场仍有继续向下空间，但从短期技术指标而言，则有修复反弹要求。比如WR%指标显示，目前虽然大盘指数再创新低，但WR%并没有创新低，技术底背离现象比较明显，此时如果盲目杀跌就可能错过短期反弹。从盘面看，上周成交量缩小，且权重股表现不尽如人意，但个股涨跌比例却悄然转变，涨跌家数之比约为7:1。这说明市场对于权重股等与指数高度相关的品种采取观望态度，以回避指数下跌所带来的系统性风险；而对于累计跌幅较大，而基本面出现转机的小盘股，多方力量开始占据优势。

短期看多头时机仍不成熟

◎国泰君安

目前，市场主流策略是防守。由于轻成本行业未来业绩明晰、增长确定，系统性风险小，受到投资者青睐。在没有明显迹象表明成本压力将减轻情况下，这些行业仍将有机构首选。防守型行业固然安

全，但由于被普遍看好，要想获得超额收益也很难，投资者更应关注未来基本面变化可能带来超额收益的行业。初步判断，我们认为有这样两类：一类是受制于紧缩政策的行业，最为典型的是金融地产，反转契机在于未来紧缩政策有所松动，当然目前仍须谨慎。第二类是受制于成本压力的中游制造业，反击契机在于油价大跌。由于我们很难确定制造业在经济减速下的估值水平，目前还应低配。

如今A股市场空头肆虐，但是多空总是会循环的。短期来看，多头时机仍不成熟，但中期时机总会到来的。我们唯一恐惧的就是恐惧本身。

市场将试图改变下跌趋势

◎上海证券

下半年随着业绩基数提高以及利差驱动因素减弱，我们预计银行业绩增长将放缓到20%左右，但即便如此，考虑到银行股盈利增长的可预见性以及较具吸引力的估值水平，我们认为未来银行股将逐步体现出稳定市场价值中枢的积极作用。此外，各大公司股票基金的仓位已逼近契约规定的底线，价值股来自基金的持续减仓动力不足。我们认为在经过中期缩延下跌后，基金重仓股的估值已经进入合理水平的下限，在低位跌停的视觉冲击背后，中期下跌空间较为有限。

我们认为本周开始的中报披露，有望成为反弹行情的“催化剂”，所以对A股市场过度悲观并不可取。本周市场将试图改变下跌趋势，转而尝试平衡运行概率较大，核心波动区间将在2550点至2800点之间。

在低估值基础上进行布局

◎长江证券

虽然按照我们的逻辑判断，A股市场还未见底，下半年乃至明年上半年都还有进一步下跌空间，但是如此极端的下跌并非宏观影响。如果说前期的下跌需要防御的话，可能都会选择用稳定成长和抵御通胀来进行防御，不过在今年下半年的防御过程中我们强调一个概念，就是以攻为守。在股市经历大幅下跌后，有些高成长的个股投资价值开始显现。这些个股在牛市中估值偏高，很难进行长期投资，但是熊市里在低估值基础上进行布局就意味着真正的价值投资。

最近一段时间小盘股表现较为活跃，盘中时不时出现亮点。本轮熊市和三年前的熊市不同，每天我们还能在涨停位置找到那么几只股票，也就是说实际上钱并没有离场远去，而是在寻找机会打游击。但是涨停的股票千万不能去追，否则将成为接过最后一棒的人。

没有必要期待更深的调整

◎招商证券

3000点以上随时可见A股估值已经偏低的判断，因为市场还沉迷于泡沫之中；3000点以下却随处可见A股估值仍然偏高的言论，因为市场对估值下限越来越恐慌。且来看一些案例。美国2000年科网络泡沫，日本、台湾股市上世纪80年代末泡沫破裂后跌幅60%-80%。然而这些股市泡沫形成期涨幅远超过A股市场，盈利增长远低于A股市场，泡沫破裂后估值普遍仍在20倍之上，泡沫破裂形成的低点基本上都是此后5-10年的低点。

结合这些经验和国内A股市场当前的状态考虑，我们认为，本轮A股60%跌幅已经基本上消化了原本相对较小的泡沫，没有必要期待更深幅度的调整。况且目前A股动态PE已经低至16倍，即使是与外围市场历史经验相比也有过之而不及。因此，本轮调整的低点有望成为未来相当长一段时期的低点，3000点以下已是战略性建仓区域。

宏观预期难有改观宜谨慎

◎中金公司

上周国际油价屡创新高，全球通胀预期继续上行，欧央行加息行为也加剧了全球经济更悲观的预期。在此背景下，全球股市普遍遭遇“黑色一周”。中国股市亦面临同样的困境：货币政策持续从紧预期难以消除，而市场对房价趋势的不确定性进一步加剧了未来经济衰退风险的担忧。事实上上周金融、煤炭等权重股均属于与经济周期相关性较强的行业，其调整幅度远大于我们建议配置的防御性较强的必需消费品和消费服务等行业。因此，在宏观预期难有根本改观情况下，我们仍建议投资者谨慎控制仓位。

根据中金计算的“生买净金额”指标，主动性资金净流入约24亿元，与前一周40亿元相比再次出现萎缩，显示投资者买入意愿趋于谨慎。从行业来看，上周行业资金流向并无明显偏向。其中，流入意愿最高的行业为金融、煤炭、农业等板块；流出意愿最高的行业为医药、通信、交通运输等板块。

不排除政府采取维稳措施

◎中投证券

根据我们模型计算的估值中枢，目前A股市场已经进入相对合理的估值区间。从历史比较来看，估值已接近历史底部；从国际比较来看，中国溢价正在逐渐消失，溢价逐渐消失的主要原因是高通胀以及企业盈利的担忧。此外，A股市场本身具有较强的波动性和不稳定性，容易出现过度乐观和过度悲观的情况。

中期来看，虽然我们认为国际原油价格可能年内出现拐点，但不确定性仍然较大，而国际原油价格高企强化了国内通胀预期。同时在紧缩性宏观调控方向改变之前，企业盈利中长期压力较大。然而从短期来看，二季度上市公司利润可能较一季度有所回升，同时奥运前不排除政府采取相关措施维护市场稳定。这些措施虽然不会改变市场长期趋势，但短期对市场有积极的正面作用。

中报超预期引燃盛夏行情

◎东方证券

对于宏观经济我们保持乐观态度。一方面，为防通胀风险各经济体均采取相对紧缩货币政策，而中国国内通胀治理早于其它经济体，通胀自5月份以来已有缓和迹象；另一方面，3-5月份工业企业利润环比小幅提高也表明宏观经济维持稳定增长。如果大宗商品价格出现下跌，输入性通胀将得到缓解，中国经济来说或将迎来甜蜜时刻。

从目前中报预告看，第一大权重股银行板块已公布业绩预告的6家上市公司预增幅度平均超过50%，超出市场之前的预期，银行板块的业绩高增长将提升整个A股的盈利水平。而此前权重股板块的大幅下跌也已经集中释放了A股风险，为市场趋势反转增加了筹码。我们认为，高于预期的中报以及即将到来的“激情”奥运可能引燃一轮“盛夏行情”。

从近两月沪深300和中小市值股票的涨幅对比可以看出，6月下旬以来后者一改前期相对于沪深300亦步亦趋走势，逐步脱离权重股下跌阴影。而资金流向、中报业绩公布都可能成为市场风格转换的契机。在行业配置上，建议投资者短期重点关注中报业绩超预期而前期下跌幅度较大的板块，如银行板块；关注研究员调高评级而尚未获得相应涨幅的板块，如资金明显处于净流入状态且持股集中度较快上升的通信板块和医药板块。个股方面，本周推荐工商银行、科华生物、亿阳信通、上海物贸、黄山旅游。

■信息评述

国资委向重央企注入国有资本金

国资委业绩考核局副局长刘南昌表示，国资委将对在地震中受灾确实比较严重、生产经营又比较困难的中央企业给予一定的国有资本金注入。

齐鲁证券：

地震给中央企业造成直接经济损失达414亿元，直接和间接财产损失超过800亿元，央企近3600人伤亡。其中国家电网和电信等基础类企业经济损失最大，直接经济损失超过了200亿元；东方电气、中国化工、攀枝花钢铁公司等损失也接近百亿元；水利水电、中国铁建这些施工企业的损失超过了40亿元，其它一些企业也受到了不同程度的损失，同时灾害对企业直接生产交货和订单完成情况也造成影响。国资委有资本金的注入将在受央企重建和恢复生产过程中发挥重要作用。在此基础上，在国资委的统一协调下，并与各相关部门协同，将多方位支持灾区受央企的重建工作。

台湾大幅提高基金投资A股上限

7月3日，台湾行政当局通过决议，将台湾基金投资A股市场的资金比例上限标准，由现行的0.4%大幅提高至10%。同时完全取消台湾基金投资香港红筹股与H股的限制，原有的限制比例为10%。

海通证券：

我们认为，这则消息对目前的A股市场没有丝毫的利好作用，但对香港红筹股和H股则构成直接利好。所以在消息宣布后，A股市场并没有表现出些微的激动，而香港H股和红筹股则双双高开红盘，究其原因是大陆和香港对资本市场的投资管制不同。目前境外投资人投资A股市场只能通过一个官方通道，即QFII，没有第二条官方通道可行，更不能直接投资。现有台湾基金也只是通过购买QFII间接投资A股市场，因此，这次台湾提升基金投资比例也不过是提高了购买像QFII这样的能直接投资A股市场的基金比例。而QFII额度是固定的，在QFII制度实施期间，任何基金提高对A股市场的投资比例本质上都不会对A股市场产生直接影响。由于台湾可以直投资香港股市，其放开对红筹股和H股的投资限制则意味着可能会有更多的资金直接进入红筹股和H股，因此对红筹股和H股构成直接利好，影响程度则取决于台湾基金的入市规模大小。

短期加息预期或被夸大

国泰君安：

支持中国近期加息的理由有三：其一为央行行长对通胀的频繁讲话。然而从美国的经验来看，央行行长不缺说的动力，但缺乏做的决心；其二为美国加息预期的升温。在6月中旬时，预期美国在9月份开始加息似乎确凿无疑，然而目前美联储的加息预期已迅速消散，使得中美利差改善的希望落空，从而制约了央行的加息能力；其三为改善实际负利率。然而实际负利率持续时间已经超过1年半，为何之前不改善，偏偏要在现在改善呢？从时间上看，实际负利率在2008年初时显著恶化，一度超过-4%，理应是加息的良机，但当时的央行却迟迟未动用利率政策，让人难以琢磨。之后根据2008年一季度货币政策报告中披露的信息，我们知道央行使用了X12-ARIMA方法来调节CPI的季节因子，并观察CPI环比趋势年率来推测CPI的趋势。而这一方法下的CPI自2007年8月份起就稳步