

湘财证券研究所

宏观策略部

徐广福 分析师

Tel: 021-68634518-8626

E-mail: xgf2388@xcsc.com

执业资格编号: S0500209030200

本文的出发点和逻辑:

本轮行情自7月2日的2319点反弹以来,市场有关反弹还是反转的争论与日俱增。本文从先前引发市场下跌的原因出发,探求影响大盘的利空因素是否发生了改变。市场的资金供应是否依然充足,资金和股票的供求关系是否有新的变化。并从相对估值的角度出发,比较历史各期市盈率(TTM)之变化,分析市场的估值体系是否低估。并基于上文所述的逻辑得出我们对当前市场行情性质的判断。

本文可能存在的缺陷:

历史数据以及历史情况可能会在未来的某些阶段出现相似的现象,但并不代表历史会简单的重演。唯物主义辩证法告诉我们,历史总是呈现螺旋形上升的趋势。利用对过去发生事实的分析和总结,对当前乃至未来的市场进行判断可能会出现一定的偏颇甚至较大的误差,尤其是在证券市场。

核心观点:

影响本轮市场下跌的主要因素是房地产市场的调控以及由此带来的房地产信贷和地方融资平台对银行资产质量的担忧。从目前来看,我们没有发现这个因素有朝着积极变化或者超预期变化的迹象。所以这一担忧日后仍然可能成为影响股市的重要原因。

央行的资金回收过程是长期的趋势和逐渐进行的,虽然经济的发展或有所波动表现在数字上就是GDP的增长有高有低,但是总体的回笼趋势是大概率事件。央行年内三次上调存款准备金率和稳定的高额发行三年期央票的措施表明,央行是回收长期流动性但为应付市场所需释放短期流动性。国外热钱统计口径有别,且误差很大。但总体而言,在短期内没有看到热钱大规模流入,相反我们却看到了热钱出现流出的迹象。但新股IPO以及各式再融资事件,今年却远超历史上任何一个年份。由于股改遗留下来的限售股的逐渐解禁和新股IPO规模的急剧增长,使得股票供应远超预期。但资金的供应却是在预期之中下滑。彼涨此消将会对股票市场的内在环境发生改变,短期我们没有看到这一迹象有朝正面发展的趋势。

从历史各期市盈率(TTM)来看,目前市场已经接近历史估值均值附近。其中上证A股和沪深300均有10%多一点的均值估值空间,但深证A股已经超过估值均值的14%,中小板更是大幅超越估值均值的34%。市场估值优势无从谈起。

基于谨慎客观的立场综合判断:本轮行情乃是属于大幅下跌之后所带来的估值修复行情或者说是超跌反弹行情,言反转仍需时日观察。

目录:

一、宏观经济担忧仍在.....	4
1.1、房地产调控状况	4
1.2、银行的资产质量问题	6
1.3、宏观经济的走向	7
二、资金供求关系或发生恶化.....	9
2.1、新股发行马力十足	9
2.2、央行货币回笼一直在进行	10
2.3、加息、调高存款准备金率可能性仍然存在	11
2.4、国际热钱不可靠	12
三、市场估值：高估还是低估.....	12
四、综合判断：目前市场仅是反弹，言反转仍需时日.....	17

图目录:

图 1: GDP季度同比增长	8
图 2: 三大产业贡献	8
图 3: 工业增加值同比	9
图 4: 融资额度情况	9
图 5: 历年首发家数比较	10
图 6: 央行货币资金回笼投放情况	11
图 7: 两市市盈率（整体法）	13
图 8: 两市市盈率及偏离比较	13
图 9: 农林牧渔业市盈率情况	13
图 10: 采掘行业市盈率情况	15
图 11: 制造业市盈率情况	15
图 12: 公用事业市盈率情况	15
图 13: 建筑行业市盈率情况	15
图 14: 交运行业市盈率情况	15
图 15: 信息技术市盈率情况	15
图 16: 商业贸易市盈率情况	16
图 17: 社会服务和文化传播市盈率情况	16
图 18: 金融服务和房地产市盈率情况	16
图 19: 综合行业和食品饮料市盈率情况	16

图 20: 纺织服装和木材家具市盈率情况	16
图 21: 金属非金属和机械设备市盈率情况.....	17

表目录:

表 1: 近期房地产调控政策	4
表 2: 上市股份制银行房地产信贷情况	7
表 3: 金融机构贷款基准利率表	11
表 4: 两市市盈率及偏离度	14
表 5: 证监会行业指数阶段涨跌幅度	17

一、宏观经济担忧仍在

股市是经济的晴雨表，各种实证均可以证明一般来讲股市的走势领先于实体经济的走势。自 4 月份开始的下跌被市场普遍解读为房地产市场的调控引发的市场一些列担忧。我们判断股市是否反转首先需要判断先前影响市场的因素是否发生了变化或者是否有新的积极的因素出现。

1.1、房地产调控状况

2010 年 4 月 17 日新国十条的出台拉开了新一轮房地产市场调控的序幕。其后房地产类股价应声而落，并进而引发市场系统性的风险。股指自 4 月 18 日的 3181 点一路跌至 7 月 2 日的自低点 2319 点，期间最大跌去了 862 点左右，最大下跌幅度达到 27%，出现了明显的迷你熊市状况。

表 1：近期房地产调控政策

时间	措施	要点
2010. 04. 20	住建部：未获预售许可项目 开发商不得收取定金	今后未取得预售许可的商品住房项目，房地产开发企业不得以认购、预订、排号、发放 VIP 卡等方式向买受人收取或变相收取定金、预收款等性质的费用。
2010. 04. 17	国务院：房价过高地区可暂停发放第三套房贷	商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年 以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2010. 04. 15	国务院常务会：贷款买二套房首付不得低于 50%	14 日召开的国务院常务会议要求，对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%。
2010. 04. 13	住建部：加快保障房建设 遏制房价过快上涨	住房城乡建设部 13 日召开电视电话会议，要求加快保障性住房建设，其中，公共租赁住房建设是 下一阶段工作的重点，同时遏制部分城市房价过快上涨。
2010. 04. 11	银监会：银行不得对投机投资购房贷款	中国银监会 11 日指出，银行业金融机构要增加风险意识，不对投机投资购房贷款，如无法判断，则应大幅度提高贷款的首付款比例和利率水平，加大差别化信贷政策执行力度。
2010. 03. 10	国土部强调房地产用地监管 将开展突击检查	国土部发通知：一、加快住房建设用地供应计划编制；二、促进住房建设用地有效供应；三、切实加强房 地产用地监管；四、建立健全信息公开制度；五、开展房地产用地突出问题专项检查。
2010. 03. 18	国资委要求 78 家非地产主业央企 15 天出退出方案	按照国资委要求，除已确定的 16 家以房地产为主业的央企外，78 家不以房地产为主业的央企正在加快 调整重组，在完成自有土地开发和已实施项目后要退出房地产业务。
2010. 03. 10	国土部强调房地产用地监管 将开展突击检查	国土部发通知：一、加快住房建设用地供应计划编制；二、促进住房建设用地有效供应；三、切实加强房 地产用地监管；四、建立健全信息公开制度；五、开展房地产用地突出问题专项检查。

2010. 02. 20	银监会发布流动资金贷款管理暂行办法打击炒房者	流动资金贷款不得用于固定资产、股权等投资，不得用于国家禁止生产、经营的领域和用途。
2010. 01. 12	央行上调准备金率强力遏制信贷冲锋	中国人民银行决定，从 2010 年 2 月 25 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2010. 01. 10	国办发出通知要求促进房地产市场平稳健康发展	国办发出通知，要求进一步加强和改善房地产市场调控，稳定市场预期，促进房地产市场平稳健康发展。
2009. 12. 23	财政部：五年内住房转让全额征收营业税	自 2010 年 1 月 1 日起，个人将购买不足 5 年的非普通住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买超过 5 年(含 5 年)的非普通住房或者不足 5 年的普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买超过 5 年(含 5 年)的普通住房对外销售的，免征营业税。
2009. 12. 17	5 部委新政打击囤地炒地：拿地首付不低于 50%	财政部、国土部等五部委出台《进一步加强土地出让收支管理的通知》，明确开发商以后拿地时，“分期 缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的 50%”。
2009. 12. 14	国务院提四措施遏制部分城市房价过快上涨	国务院提四措施遏制房价：一要增加普通商品住房的有效供给；二是继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房；三要加强市场监管；四要继续大规模推进保障性安居工程建设。
2009. 12. 09	个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年	国务院决定个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年，其他住房消费政策继续实施。
2009. 12. 07	中央经济工作会议：明年要增加普通商品住房供给	中央经济会议指出，增加普通商品房供给，支持居民自住和改善性购房需求，加大农村危房改造支持力度。

数据来源：新华网

从目前的市场来看，虽然住建部或者国土局以及其他相关管理部门并没有出台新的宏观调控政策，但是高层的一些表态证明目前是处于一个政策观察期，后市是否需要进一步紧缩型的宏观调控要看目前的楼市价格走向。

三套房政策是否放松？

针对前日部分网络媒体称房地产市场调控有关政策可能取消的报道，住房城乡建设部有关负责人表示，下一阶段，住房城乡建设部将督促各地继续坚定不移地贯彻《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》及相关配套政策措施。

2010 年 7 月 12 日同日，针对“个别地区放松三套房贷”的报道，银监会表

示,《关于规范商业银行个人住房贷款中二套房认定标准通知》的政策要求和标准没有任何变化,各商业银行要严格执行,不能动摇。

从住建部和银监会的表态来看,三套房的措施没有任何放松的迹象。北京、广东、重庆等地银行传来的消息可以表明三套房没有任何放松的迹象。虽然受制于技术条件和统计的局限,部分地区存在着相对松散的实际情况,但是在当前各地封疆大吏具有高度政治同心力的认识下,指望短期内放松相关政策明显是缺乏政治眼光的短视行为。

保障房是否能支持当前房地产市场的发展?

在当前严厉调控房地产市场的同时,保障房的建设却进一步加大。住房和城乡建设部有关负责人2009年11月12日表示,今后三年内要新增加200万套廉租房、400万套经济适用房,并完成100多万户林业、农垦和矿区的棚户区改造工程,总投资将达到9000亿元,平均每年3000亿元。按照住房和城乡建设部的测算,每年可以带动上下游投资3000亿元,另外,还可以创造200万-300万个就业岗位。原来地方政府对各地的保障房建设存在复杂的心态,但目前由于管理层对楼市调控的重拳出击将促使地方政府把房地产市场的投资转移到保障房的建设中来。中央财政投入、地方投入、开发商的投入再加上银行的贷款支持,很显然的将会促动当地经济,尤其是GDP数字的发展。但是由于保障房的利润相对较薄,部分开发商明显存在着动力不足的内因。加大对保障房的投入会不会成为房地产开发商要政策的有利借口,仍然需要后续的观察。

1.2、银行的资产质量问题

房地产市场的由此带来市场担忧银行资产质量的问题,并加上地方融资平台的担忧,推动了银行板块亦出现了明显的下跌。根据银行的财务报表显示,银行信贷资金中大约有25%投入房地产领域。如果房地产市场的持续调控引发房价的大幅下跌,将带来较大的坏账损失压力。虽然银行的压力测试表明,楼价下跌30%甚至部分银行宣布房价调整40%对公司的坏账率影响都不大,但是对投资者心理很大。从而引发投资者争相出逃,进而引发金融板块的大幅下跌。由于股市内在结构的问题,金融板块和房地产板块大致占到35%,从而引发了系统性下跌的风险。

表 2：上市股份制银行房地产信贷情况

11 家上市银行房地产行业贷款情况一览表								
银行名称	2009 年 12 月 31 日			2008 年 12 月 31 日			2009 年增加金额	2009 年增长幅度
	余额	占总贷款比例	不良贷款率	余额	占总贷款比例	不良贷款率		
宁波银行	73.17	8.94%		28.25	5.75%		44.92	159.04%
南京银行	63.94	9.54%		34.02	8.47%		29.92	87.97%
深发展 A	232.55	6.47%	1.48%	158.78	5.60%	5.41%	73.77	46.46%
交通银行	1,293.25	7.03%		885.68	6.67%		407.57	46.02%
招商银行	686.15	6.07%	1.32%	472.33	5.67%	2.53%	213.82	45.27%
华夏银行	335.45	7.80%	2.11%	231.24	6.50%		104.21	45.07%
中国银行	3,666.30	7.47%		2,714.84	8.24%		951.46	35.05%
浦发银行	809.04	8.71%	0.29%	639.53	9.17%	0.62%	169.52	26.51%
工商银行	4,218.04	7.36%	1.50%	3,438.95	7.52%	2.21%	779.09	22.65%
兴业银行	658.67	9.39%	0.42%	589.7	11.81%	0.43%	68.97	11.70%
建设银行	3,586.51	7.44%	2.60%	3,293.81	8.68%	4.67%	292.7	8.89%
合计	15,623.07			12,487.11			3,135.96	25.11%

数据来源：WIND 湘财证券研究所

地方政府融资平台的问题，与此同时也加剧了投资者的进一步担忧。地方政府融资平台的总额各个统计口径不一样，相关的数字也有所差别。数据显示，截至 2009 年底，各级地方政府融资平台已增长到 8000 多家，地方政府融资平台贷款余额为 7.38 万亿元，同比增长 70.4%，占一般贷款余额的 20.4%。全年新增贷款 3.05 万亿元，占全部新增一般贷款的 34.5%。而且今年以来地方政府融资平台负债规模剧增的势头依然不减。7 月 20 日，银监会召开的今年第三次经济金融形势通报会议上首次通报，商业银行截至 6 月末的地方融资平台贷款达 7.66 万亿元，认为目前存在严重偿还风险的贷款，占比 23%。这意味着融资平台贷款的风险敞口约在 1.5 万亿元。而同期银监会公布的整个银行业的拨备约在 1.3 万亿元（河南省统计网）。这一数字显然将加大市场对于银行估值的担忧，这是目前银行估值虽然接近历史底部但长期资本仍然不敢大举进入的核心原因。如此大规模的风险敞口完全靠中央政府的财政转移亦有相当的难度，2009 中央财政收入 35,915.71 亿元，完成预算的 100.2%；支出 43,819.58 亿元，完成预算的 99.9%；赤字 7,500 亿元，与预算持平。对于宏观经济增长的担忧将加剧市场对于银行业利率的增长预测，毕竟去年的 9.6 万亿新增信贷所形成的极度宽松是非常之年的非常之举明显不具备可持续性。

1.3、宏观经济的走向

今年上半年两季的 GDP 数字如市场预期一般，呈现出逐季走低的趋势。一

季度同比增长 11.9%，二季度 10.3%，上半年 10.9%。GDP 的逐季走低固然有去年基数因素的影响，但是高层关于 GDP 的回落是主动调控的结果表态说明，为了调整经济结构以及国际上日益加大的压力，中国经济的增长将注定由过去的粗放式增长转变为可持续性发展。日前国际能源局公布了中国已成超过美国成为头号能源消耗大国，虽然这个数字并不被我们所承认，但由此所带来的经济发展中的国际环境日益严峻却是不争的事实。此前，中国进口什么，什么价格就疯狂上涨；中国出口什么，什么价格就下跌幅度惊人。这样的所谓中国因素，深刻地表明了中国经济发展过程中面临的日益恶劣的国际环境。

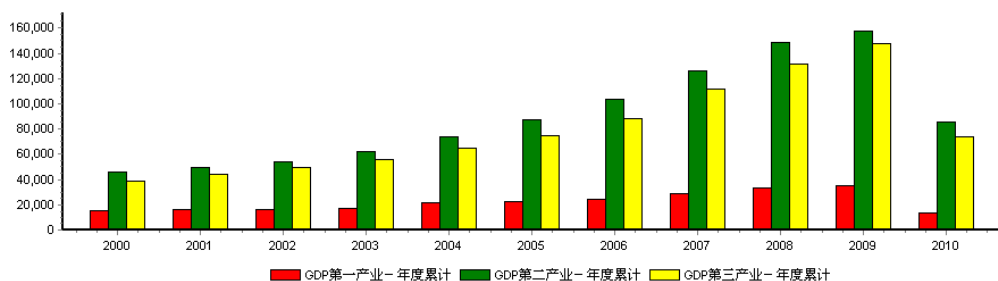
图 1：GDP 季度同比增长



数据来源：Wind资讯

世界银行 6 月 10 日发布的最新《2010 年全球经济展望》预测，2010 年和 2011 年全球 GDP 增长率为 2.9%~3.3%，2012 年将升至 3.2~3.5%；2010 年中国 GDP 将增长 9.5%，2011 年将放缓至 8.5%。亚洲开发银行对于中国 2011 年经济的增长率预测是 9.1%，也较 2010 年增速 9.6% 有所回落。从这两组数据可以看出虽然全球经济基本不存在二次探底的风险，并且对中国的预测数字虽有不同，但是对中国经济的增速预测都是较 2010 年出现下滑。

图 2：三大产业贡献

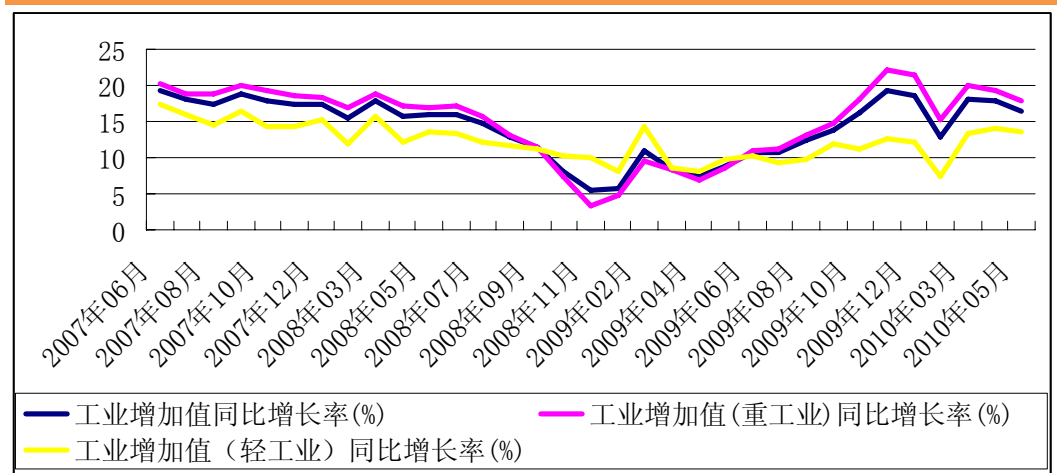


数据来源：Wind资讯

中国国家统计局 8 月 3 日周二刊登在网站上的新闻稿数据显示，今年上半

年，中国能源消费同比增长 11.2%，GDP 同比增长 11.1%，以此测算，单位 GDP 能耗同比上升 0.09%，与上年同期基本持平。中国今年上半年规模以上工业单位增加值能耗同比降低 1.25%。从主要耗能行业单位增加值能耗看，煤炭行业下降 2.69%，钢铁行业下降 1.64%，建材行业下降 7.61%，化工行业下降 4.28%，纺织行业下降 2.42%；石油石化行业上升 11.35%，有色行业上升 8.11%，电力行业上升 4.19%。单位 GDP 能耗不降反增，对于中国节能减排的目标压力非常之大。中国要想在 2020 年之前完成节能减排目标 40% 到 45% 这样的任务，对目前的技术能力和生产习惯来讲压力非常沉重。压力不但来自于国际环境，更是来源与国内资源的过度低效消耗。一系列恶性污染事件的接连爆发，为经济的可持续性发展，为社会的和谐发展都带来了巨大的挑战。长期来看，中国必须走节能减排、循环经济之路，但短期经济结构的调整与传统发展模式的冲突是难以避免的，其实质是要当前效益还是长远效益的内在核心矛盾。

图 3：工业增加值同比



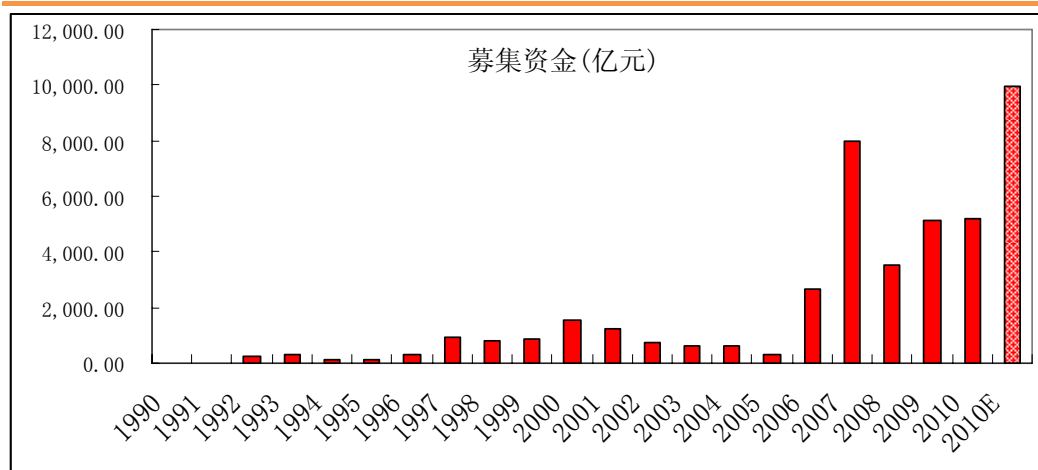
数据来源：WIND 湘财证券研究所

二、资金供求关系或发生恶化

2.1、新股发行马力十足

通过公开数字可以看出，2010 年市场融资规模再创新高。不但有全球最大 IPO 的农业银行（sh601288，hk1288），而且光大银行的 IPO 已经在各地展开路演。以目前的市场融资规模来看，2010 年上半年的融资额度已经超过 2009 的 5115 亿元，全年融资额度超过 2007 年的历史最高峰 7986 亿元将是一个大概率事件。

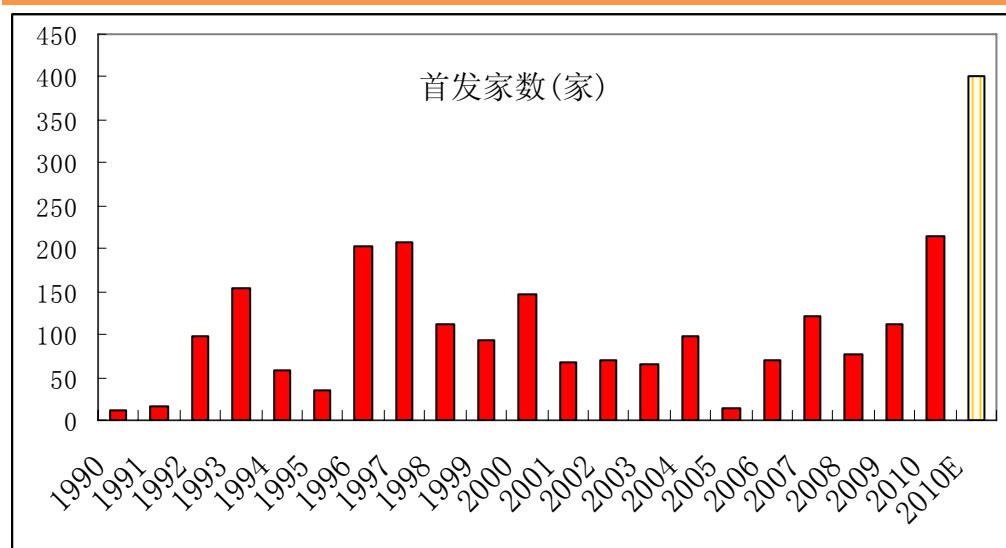
图 4：融资额度情况



数据来源: WIND 湘财证券研究所

即使在市场景气度非常低二季度,新股发行以及各式再融资依然不断。显示管理层对当前的市场非常有底气,当然这样的结果也或多或少的导致市场跌至 2319 点。由于在 2010 年中小市值股票的发行速度明显提速,截止到 2010 年 8 月 3 日已经超过 215 (首发) 家,几乎是天量的 2007 年 121 家的 2 倍之多。

图 5:历年首发家数比较



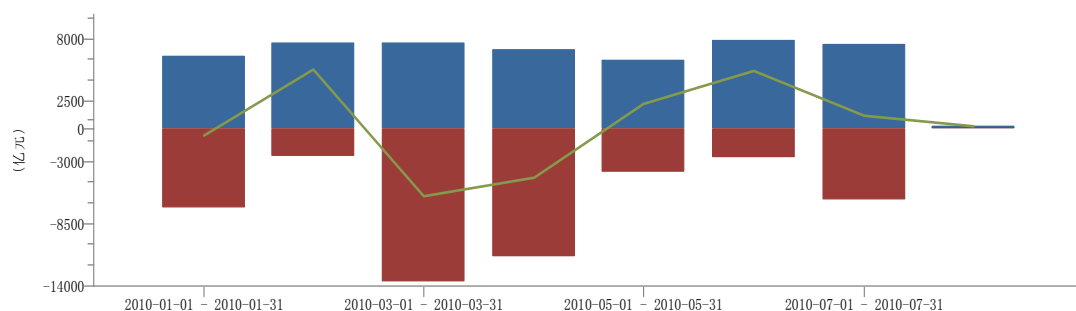
数据来源: WIND 湘财证券研究所

2.2、央行货币回笼一直在进行

虽然央行一直公开表态继续保持适度宽松的货币政策不动摇,并且到 8 月 3 日为止央行的净投放量仍然是正值达到 5900 亿元。但央行重启三年期

票据，并且发行量和发行频率都维持常态，显示央行吸纳长期资金释放短期资金改变市场资金结构的迹象。其实质亦是逐步吸纳市场多余资金流量，并且央行在上半年还进行了三次存款准备金率的上调，更是冻结资金近万亿元。

图 6：央行货币资金回笼投放情况



数据来源:Wind资讯

2.3、加息、调高存款准备金率可能性仍然存在

目前央行一年期的定期存款利率 2.25，远低于统计局公布的 2010 年上半年 2.6% 的 CPI 数据。再加上普通的生产资料价格出现明显的上扬，比如日常消费的蔬菜、瓜果、甚至副粮产品价格，普通居民感受的数据也是我们研究的重要参考。根据我们宏观研究员和社会主流机构的预测来看，四季度加息的可能性依然存在，再次上调一次存款准备金率的可能性也存在。这也就是说，目前市场的货币供应存在再度收紧的可能，并且这样的趋势在短期内还看不到有任何放松的迹象。

表 3：金融机构贷款基准利率表

项 目	利率水平	调整日期
人民银行对金融机构存款利率		2008. 11. 27
法定准备金	1. 62	
超额准备金	0. 72	
人民银行对金融机构贷款利率		2008. 12. 23
二十天	2. 79	
三个月	3. 06	
六个月	3. 24	
一 年	3. 33	
再贴现	1. 8	
金融机构人民币存款基准利		2008. 12. 23

率		
活期存款	0.36	
三个月	1.71	
半年	1.98	
一年	2.25	
二年	2.79	
三年	3.33	
五年	3.6	
金融机构人民币贷款基准利率		2008. 12. 23
六个月以内（含六个月）	4.86	
六个月至一年（含一年）	5.31	
一至三年（含三年）	5.4	
三至五年（含五年）	5.76	
五年以上	5.94	

数据来源：中国人民银行 湘财证券研究所

2.4、国际热钱不可靠

热钱又称游资或叫投机性短期资本，只为追求最高报酬以最低风险而在国际金融市场上迅速流动的短期投机性资金。通常比较简单的测试热钱的方式是以调整后的外汇储备增加额减贸易顺差与外商直接投资流入之和的测算方法，但这样的测试方式误差或许很大。根据 2005 年至 2009 年，但总体显示近年流入现象占据主导地位。今年上半年热钱流进流出变动幅度较大，总体上热钱呈现流出现象，其总流出规模大致在 248 亿美元，热钱呈现一定外逃现象。今年 2 月开始，国家外汇管理局在外汇流入量较大的 13 个省市组织开展了应对和打击“热钱”专项行动。国家外汇管理局副局长邓先宏此前透露，专项活动共计排查累计金额 4400 多亿美元的跨境交易，现已查实 73.5 亿美元属于违规流入的“热钱”。而流入股市的案例，在专项行动中发现部分外商投资企业虚构用途将资本金结汇后进入股市的现象。中国国家外汇管理局 7 月 29 日透露了最新的银行外汇检查情况，并于近期召集 21 家中资银行及 7 家外资银行开会，对目前存在的银行外汇违规问题提出警示，未来将扩大检查覆盖面，提高检查频率，遏制“热钱”流入。

三、市场估值：高估还是低估

自上证综指跌破 2600 点甚至跌破 3000 点之后市场有关市场估值已经低估的声音就占据了主流。了解我们国内股市发展历史的投资者或者业内人士都应该知道估值的高低并不是决定市场是否高估或者低估的主要因素。在我们国内市场一般来讲取得超额收益的来源主要是两个渠道：一是资产注入或者资产重组；二是公司长期持续高成长性。资产注入或者重组的故事

大家都耳熟能详，一些 ST 死而不退的现象，往往是造成股价一飞冲天的温床，但也面临彻底退市之后可能的血本无归。但这样的快速简单的超额收益一般投资者很难及时取得，主要原因是要么设计内幕交易、要么纯粹是低概率的带有博彩性质的广散网、低产出。我们更倡导投资者注重价值投资！我们这里所说的价值投资主要是投资于具备高速持续成长能力的中小市值股票。这类个股一方面由于高速持续成长能享有较高的二级市场溢价，一方面是股本相对较小，具备强烈的股本扩张能力和扩张欲望。从国内市场的实际情况，主流机构投资者也非常注重对该类个股的炒作。放眼全球取得成功的明星投资经理无一不是利用独特的眼光，投资于高速持续成长的公司从而享受公司股权溢价所带来的超额市场收益。也就是说所谓估值高低，应该看动态的发展，而不是拘泥于静态的市盈率。唯物主义辩证法早已告诉我们，一定要用发展的眼光，动态的眼光看待事物。

8 月 3 日的市场数据显示上海证券交易所的平均市盈率是 19.78 倍，深圳证券交易所的平均市盈率是 35.69 倍，而深市主板平均市盈率是 29.86 倍、中小企业板平均市盈率是 45.14 倍、创业板的平均市盈率是 61.46 倍。从下图可以看出目前的市盈率（TTM）并不低，接近历史的上限附近。（剔除负值和剔除大于 200 的非常规值）

图 7：两市市盈率（整体法）

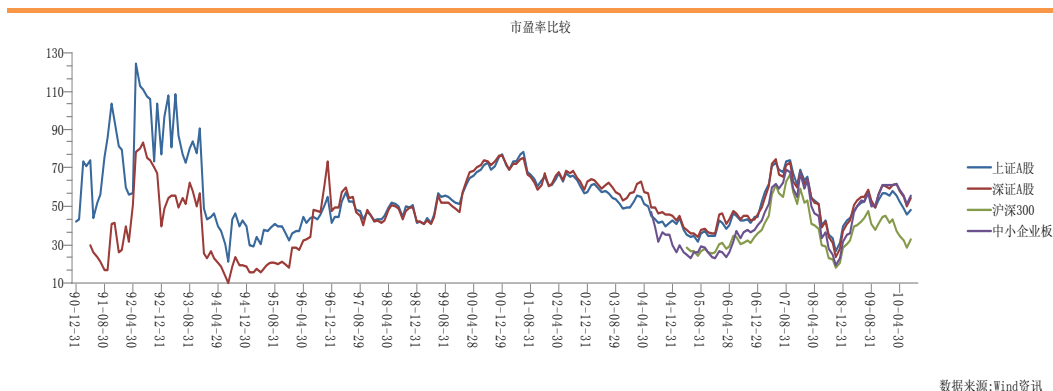
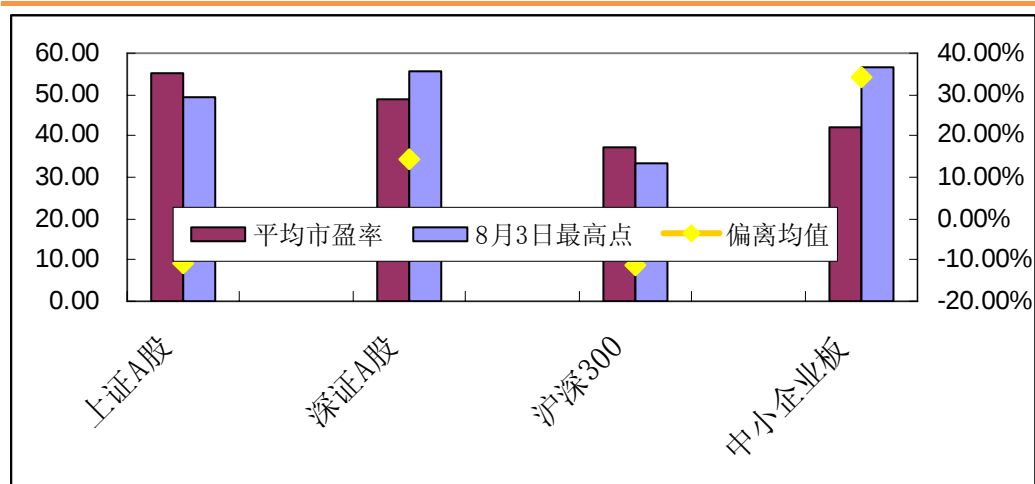


图 8：两市市盈率及偏离比较



数据来源: WIND 湘财证券研究所

表 4: 两市市盈率及偏离度

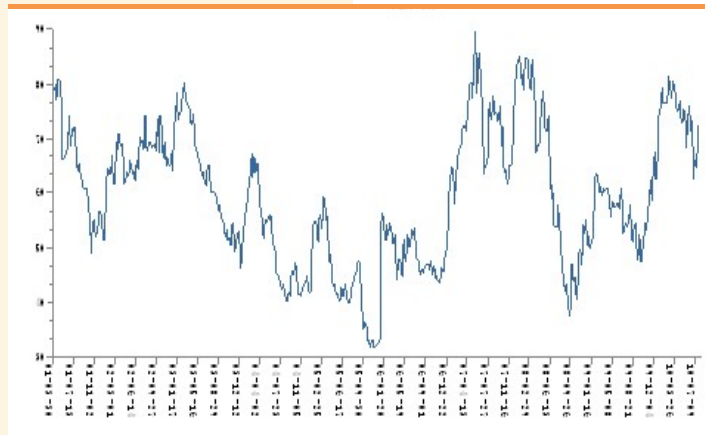
	上证 A 股	深证 A 股	沪深 300	中小企 业板
平均市盈 率	55.16	48.89	37.44	42.33
8 月 3 日 最高点	49.26	55.89	33.25	56.84
偏离均值	-10.70%	14.31%	-11.18%	34.27%

数据来源: WIND 湘财证券研究所

从图 8 和表 3 可以看出, 目前市场市盈率上证 A 股仍然距离历史均值有大约 10% 的空间, 而沪深 300 差不多是 11% 的空间。但是深证 A 股已经超越均值 14%, 中小企业板更是超越均值 34%。所以目前市场很难说估值很有优势。在加上股指期货已经运行 3 个多月了, 对于我国股指内在结构包括估值体系的调整有重大的意义。随着各类机构投资者逐次入场, 投资者不必在选择单边做多, 而是充分挖掘市场的内在价值进行双边操作。简单得讲, 就是如果股指高估, 那么投资者将会选择卖出股指期货以进行套利操作; 如果估值低估, 投资者将入场做多。

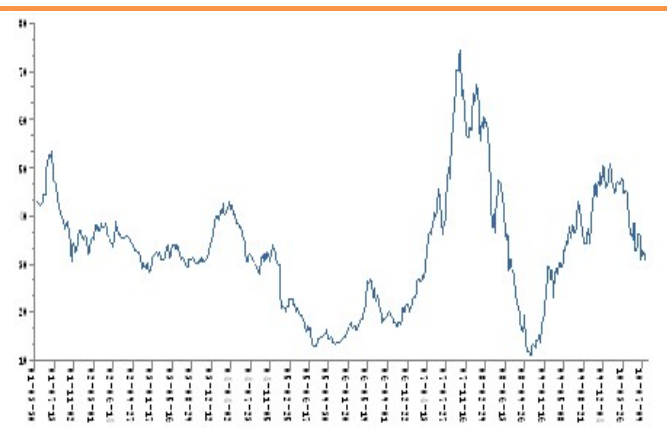
我们从下面各分行业指数的市盈率来看, 目前除少部分行业市盈率处在均值区域以下, 大多行业的市盈率估值已经不具备优势。这点就是目前市场最大的风险所在, 再加上股指已经反弹进行了一个多个月上涨的幅度超过了 350 点积累了大量的获利盘。稍有风吹草动, 获利盘将会蜂涌而出, 8 月 3 日尾盘的急跌或许已经印证了这样的判断。

图 9：农林牧渔业市盈率情况



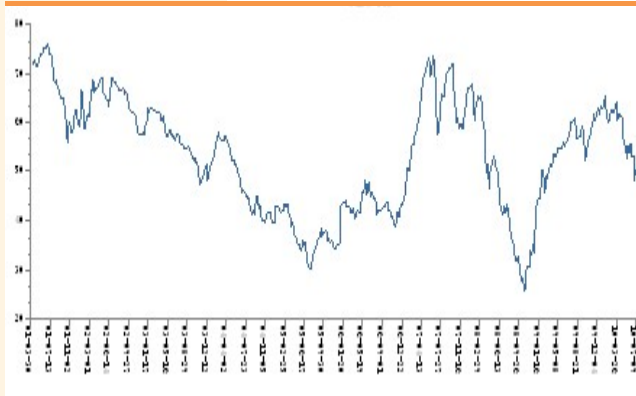
数据来源：WIND 湘财证券研究所

图 10：采掘行业市盈率情况



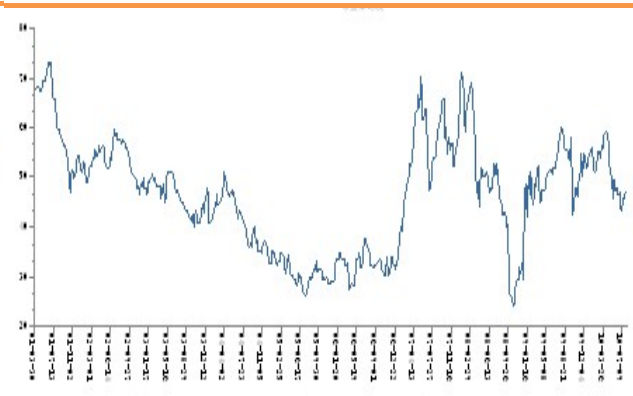
数据来源：WIND 湘财证券研究所

图 11：制造业市盈率情况



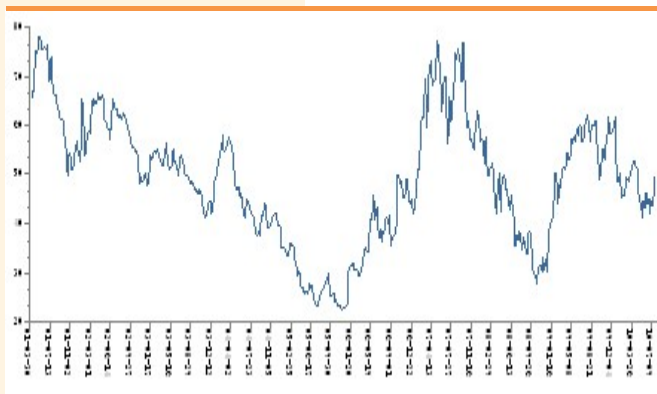
数据来源：WIND 湘财证券研究所

图 12：公用事业市盈率情况



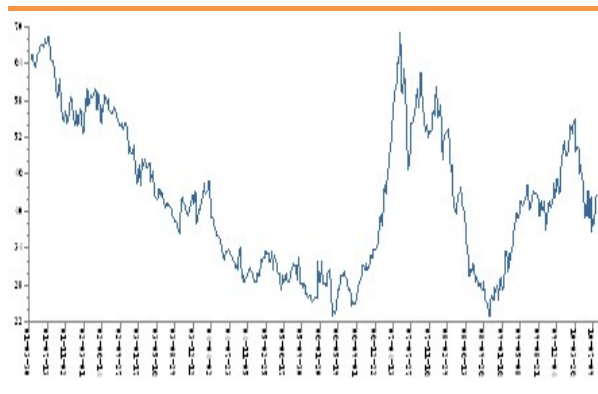
数据来源：WIND 湘财证券研究所

图 13：建筑行业市盈率情况



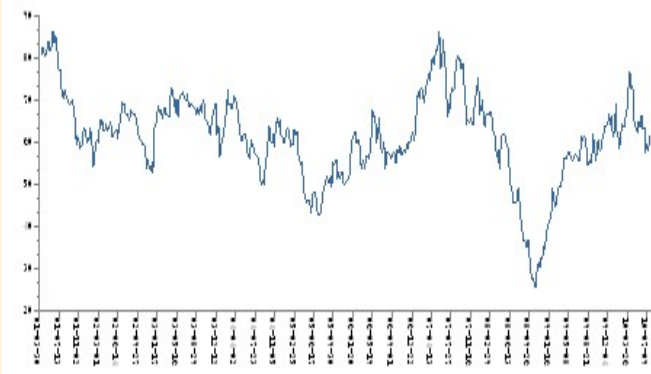
数据来源：WIND 湘财证券研究所

图 14：交运行业市盈率情况



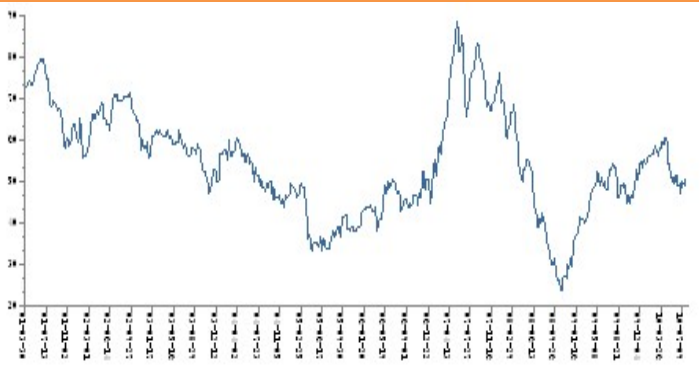
数据来源：WIND 湘财证券研究所

图 15: 信息技术市盈率情况



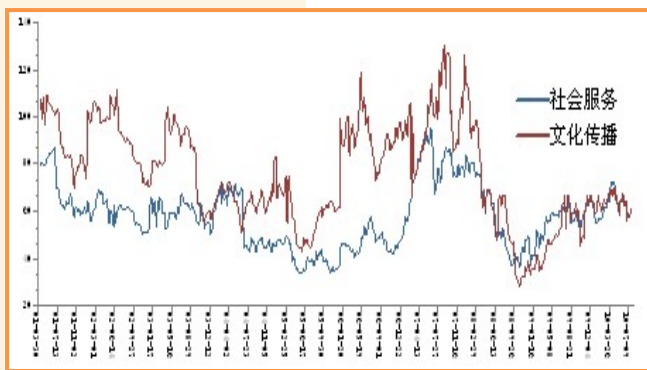
数据来源: WIND 湘财证券研究所

图 16 商业贸易市盈率情况



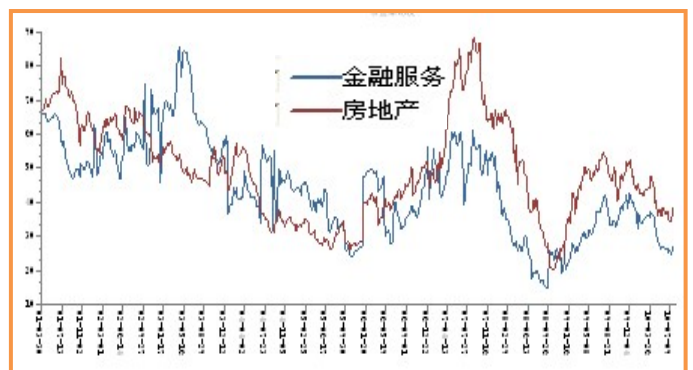
数据来源: WIND 湘财证券研究所

图 17: 社会服务和文化传播市盈率情况



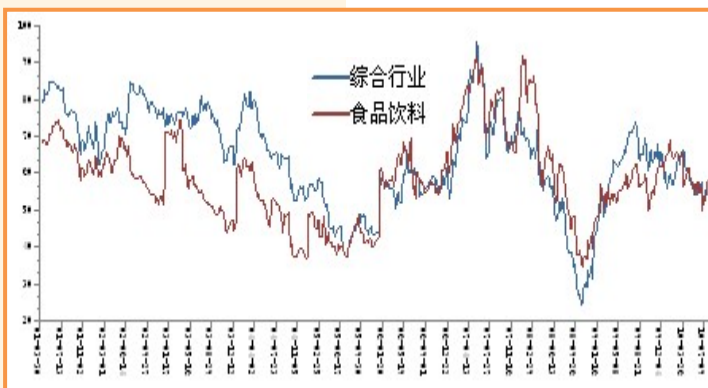
数据来源: WIND 湘财证券研究所

图 18: 金融服务和房地产市盈率情况



数据来源: WIND 湘财证券研究所

图 19: 综合行业和食品饮料市盈率情况



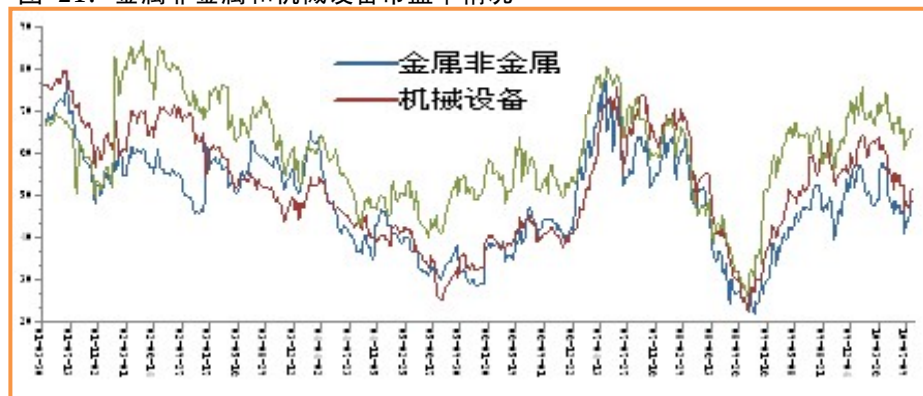
数据来源: WIND 湘财证券研究所

图 20: 纺织服装和木材家具市盈率情况



数据来源: WIND 湘财证券研究所

图 21：金属非金属和机械设备市盈率情况



数据来源：WIND 湘财证券研究所

四、综合判断：目前市场仅是反弹，言反转仍需时日

基于上文的分析我们可以知道，此前市场担忧的房地产调控未见有丝毫放松的迹象。鉴于国内独特的体系，目前各地高官一定会紧密团结在党中央周围。各地封疆大吏纷纷表态，坚决拥护中央的宏观调控政策，毫不动摇。宏观经济处在调结构的过程之中，GDP 的逐季下滑应该是一个大概率事件。地方政府要做到的就是保增长和调结构之间如何平衡的问题。去年天量信贷的非常之年的非常之举明显的在未来一段时间很难看到，资金逐步收紧的趋势是大势所趋。央行采取回收长期流动性，并动态释放短期流动性的策略以调控市场的资金供应。新股 IPO、各式再融资也成为吸收过多流动性的主要渠道。从两市整体来看，市盈率很已达到历史估值均值附近，很难说目前的市场估值具有更高的吸引力。

表 5：证监会行业指数阶段涨跌幅度

名称	基准日期	涨跌幅(%)					
		5 日	10 日	20 日	60 日	120 日	250 日
农林牧渔指数	2010-8-3	3.44	7.47	15.02	-4.74	-1.69	14.64
采掘行业指数	2010-8-3	3.14	5.19	15.01	-4.68	-14.07	-34.25
制造行业指数	2010-8-3	2.93	6.19	15.49	-1.81	-1.80	3.77
公用事业指数	2010-8-3	1.99	4.04	8.07	-6.02	-7.96	-17.35
建筑行业指数	2010-8-3	3.08	6.65	13.15	4.16	-2.48	-19.37
交运仓储指数	2010-8-3	1.23	3.89	10.91	-6.72	-8.98	-13.66
信息技术指数	2010-8-3	2.17	5.17	10.99	-4.06	-5.57	1.53
商业贸易指数	2010-8-3	2.87	5.47	14.12	-0.19	-0.79	12.96
金融服务指数	2010-8-3	1.25	2.29	4.11	-0.67	-8.05	-23.40
房地产指数	2010-8-3	4.95	7.30	16.51	12.59	-7.43	-32.37
社会服务指数	2010-8-3	3.00	6.01	12.89	-0.13	-5.38	-9.15

文化传播指数	2010-8-3	3.77	5.20	11.94	-11.17	-5.60	7.26
综合行业指数	2010-8-3	3.83	6.09	15.38	-5.68	-4.74	-4.91
食品饮料指数	2010-8-3	1.19	6.58	14.64	4.27	-0.41	17.64
纺织服装指数	2010-8-3	3.15	5.61	14.69	-3.08	0.14	1.60
木材家具指数	2010-8-3	2.77	8.33	17.60	-11.47	-14.78	6.45
造纸印刷指数	2010-8-3	2.72	5.00	13.46	-5.20	-2.22	-2.90
石油化工指数	2010-8-3	4.20	7.45	16.71	-4.88	-6.83	-0.84
电子行业指数	2010-8-3	2.60	5.74	12.85	-2.33	7.06	31.51
金属非金属指数	2010-8-3	3.82	6.36	15.87	-0.52	-6.96	-17.41
机械设备指数	2010-8-3	3.00	5.52	16.53	0.31	0.22	5.86
医药生物指数	2010-8-3	2.11	6.62	14.18	-8.99	1.55	29.40
其它制造业指数	2010-8-3	3.53	5.76	13.60	-6.16	-2.38	-8.16

数据来源: WIND 湘财证券研究所

本轮反弹上证综指自 7 月 2 日的 2319 点开始到 8 月 3 日的最高点 2681 点, 反弹幅度超过了 15%。

从历史上来看, 市场经过大幅度的下跌之后一般也会出现 10%-20% 的反弹空间。如果先前的下跌理由没有改变, 之后的趋势依然是回归先前的下跌通道。

通过上文的分析, 我们可以知道股市反转的基础并不具备。先前担忧的问题并未得到根本的解决。通过历史比较发现, 我们更愿意相信本轮行情更多是源于前期大幅下跌之后的估值修复行情或者是说超跌反弹行情。站在客观谨慎的立场上, 本轮行情应是一个中级反弹并且反弹正在接近于尾端。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。