

日期: 2009 年 7 月 30 日



蔡钧毅、周斌峰

021-53519888-1928

pengyunliang@sigchina.com

大盘进入宽幅震荡调整阶段

一、市场概述

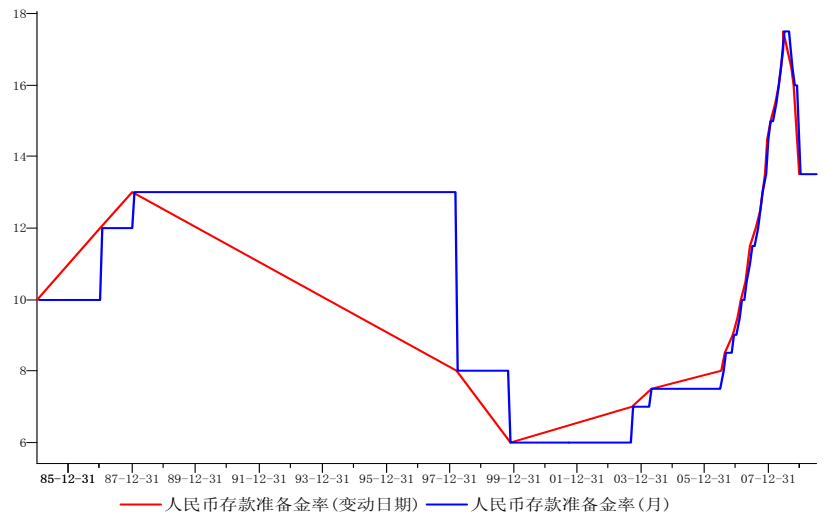
周三(7月29日)沪深市场出现今年反弹以来最大幅度的下跌,对应近阶段大盘上升的疯狂趋势,调整态势也较为极端。其中上证综指一度跌至3174点,收盘报2405点,下跌5%,深成指下跌5.54%,而中小板指数则重挫5.67%。除去ST股,两市有接近50余家个股收盘跌停。总体个股下跌家数866家,远超上涨家数75家,总体看大盘由单边上升格局转入到宽幅震荡调整格局。我们认为,中国建筑的上市只是大盘调整的诱因,而主因则是市场运行环境正在发生微妙变化,部分负面因素累计到需要集中释放消化的阶段。

二、市场大幅调整成因

1、 货币政策微调诱发大盘的大幅调整

今年以来贷款持续大量投放,上半年累计,新增人民币贷款7.4万亿元,同比多增4.9万亿元,比去年全年新增贷款还多2.5万亿元。贷款增长速度和新增额均创近年来最高纪录。如此高的信贷投放必将引起管理层对通胀的担忧,前中国人民银行副行长吴晓灵指出,这种天量信贷已经“偏离了”适度宽松的货币政策,为今后经济调整埋下隐患。吴晓灵认为,不要过分恐惧央行上调存款准备金率,这已经为下半年政策的微调打下伏笔。周三地产股的整体调整无疑是对政策微调预期的反映。

图 1 人民币存款准备金率历史数据统计



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND 资讯 上海证券研究所

2、新股不断发行，改变市场供需局面

自桂林三金以来，市场已经以高密度的速度发行了五个股票，其中三个是小盘股，四川成渝略大，IPO 重启以来第一只真正意义上的大盘股中国建筑当天登陆 A 股市场。此前上市的 3 只中小盘股和四川成渝上市首日遭遇暴炒，四川成渝的暴炒更把市场的追新热情推到极致，但就在暴炒过程中，市场消耗了太多的资金，中国建筑的上市犹如最后一根稻草改变了整个市场资金面。

表 1 2009 年 IPO 重启新股发行统计

发行公司	募集资金(亿元)
桂林三金	9.108
万马电缆	5.75
家润多	9.79
四川成渝	18
中国建筑	501.6
神开股份	7.3416

3、基金仓位高企，资金推动型行情暂显乏力

基金中报显示，二季度的偏股型基金平均股票仓位为 83.67%，较一季度末增仓达 8.33%，这一仓位水平已超过基金 2007 年三季度末的牛市高点水平，创出历史新高。其中，华夏基金二季度带头增仓，其旗下的 11 只股票型、偏股型基金的平均仓位从一季度的 66.7% 大幅提升到 84.2%。新基金建仓速度最为迅速，平均仓位达 74.57%，仅略低于封闭式基金，极力争取踏上股票市场的上涨班车。二季度基金的高仓位使得市场单边做多能力减弱，也需要仓位结构的调整。历史上看，基金仓位高于 80% 的季度，大盘都在次月形成了阶段性调整。

4、大小非减持呈增速

统计显示，今年以来沪深两市大小非减持合计约为 54.98 亿股，按照减持期间均价计算减持的市值约为 541.40 亿元，减持比例超过 10% 的个股达到 19 家。统计显示，1 月份大小非减持 5.77 亿股，2 月份大小非减持 7 亿股，3 月份大小非减持 10.61 亿股，4 月份大小非减持 5.01 亿股，5 月份大小非减持 8.46 亿股，6 月份大小非减持 12.76 亿股，7 月刚过半个月大小非减持也达 5.36 亿股。经过统计发现，今年大小非减持数量呈现逐渐上升的趋势。持续增加的减持量给市场带来累积的资金需求压力。

5、市场获利盘巨大

据 Wind 资讯统计显示，2009 年一季度公布证券投资情况的上市公司共 144 家，证券投资金额合计 160.53 亿元，而这部分证券投资的最新参考市值则高达 426.26 亿元，增值幅度高达 165.53%；相比一季度的账面值，浮盈 42.16 亿元。

其中，除去金融保险领域公司共计 131 家。这 131 家公司的证券投资金额共计 58.87 亿元，而涉及证券资产的最新参考市值则高达 188.33 亿元，升值率高达 219.94%；即便是相比一季度末的 111.84 亿元，二季度至今的上述证券资产亦升值了 68.1%。半年来市场累积的巨大获利筹码，且期间没有一次较为完整的消化洗盘过程，从市场走势看需要有释放风险的过程。

三、市场展望：大盘进入震荡调整格局

1、大盘进入震荡相持阶段

目前基于 08 年年报的静态市盈率 32 倍，为历史均值，估值回升作为反弹初始动力已经基本达到目标。动态来看，目前基于净利润增长 17%一致预期的 09 年动态市盈率 23 倍。17%的增长预期偏于乐观需要检验。因此目前行情的驱动力从估值回升全面转向盈利增长条件还不具备。分析流动性、政策红利、估值回升三大驱动因素，虽然财富效应导致的储蓄活期化正在成为行情火爆的推动力，但在其背后市场的驱动因素却在减少，这种背离提示了目前大盘已经进入相持阶段，需要等待经济实体数据的进一步好转。技术上也表明周三这样具有杀伤力的调整也需要一定时间来换取空间。

2、市场风格将有所切换

从近期市场成交堆积的角度看，短期大盘的主要波动空间在 3150-3450 之间，未来 3150-3450 震荡调整区间作为中线行情的“驿站”，必然会发生市场结构性机会风险的转换。从风格与行业的二维视角看，鉴于中小板指数与上证综指运行态势的差异，未来市场的机会依然偏向于大盘股。我们建议在 3150-3450 区间震荡过程中的短期行业配置策略——依次减持煤炭、有色金属行业；逐步加仓电力、化工行业；关注房地产、汽车行业的调整结束信号。受益于 IPO 重启以及市场成交量持续放大的利好，我们认为券商股依然是未来行情的热点之一。

3、横向区域震荡调整概率比较大

周三一根大阴线下穿 5 日和 10 日均线，但继续调整幅度有限。就上证指数而言，大盘自 6124 点跌至去年 11 月的 1664 点反弹以来，0.382 的反弹黄金位就在 3300 点附近，而且自三月以来没有经历过比较有力度的调整，所以在这样的点位附近，由中国建筑而触发的震荡调整也是在情理之中。

我们认为，由于中央政策总体基调不会改变的背景下，随着微观经济不断向好，未来指数调整空间恐怕不会太大，在区域内横向震荡调整的可能比较大。

四、投资策略：控制仓位 积极等待

1、控制仓位 积极等待

鉴于大盘很可能已进入阶段性的相持之中，我们认为控制仓位、择机而动、逢低介入、快进快出应是现阶段比较好的防御性操作策略。当然，从中期趋势来看，目前的调整尚未改变市场趋势，同时只有经过充分的震荡调整消化获利盘以及经济、政策面的微调预期相对明朗后，行情才有望继续展开。

2、行业复苏迅猛 中报预期明确

由于市场已经由单边上涨转为宽幅震荡，投资策略建议：主动出击转向适度防御，防御策略体现为，配置进一步倾向中报预期明确以及复苏迅猛的行业。积极把握中游电力、化工、钢铁以及券商等行业在结构性调仓中的机会。同时大面积的主题投资轮动局部过热迹象已经依稀可见，除部分有切实预期的主题投资有未来兑现可能，本轮市场上升后的大面积主题投资将有逐步退潮可能，对此需有相应的风险控制。

分析师承诺

分析师 蔡钧毅 周斌峰

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格及相当的专业能力，该报告是在独立、客观的情况下出具的，并清晰地表达了本人的观点。本人在执业过程中，遵守国家法律、法规及证券监管机构、行业自律组织的各项规章制度，恪守独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平的原则，为投资者提供专业服务。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券研究所”。

上海证券投资评级体系与评级定义

类 别	分 级		定 义
股票投资评级	超强大市	Superperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 20%以上
	跑赢大市	Outperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将强于沪深 300 指数 10%以上
	大市同步	In-Line	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将介于沪深 300 指数±10%之间
	落后大市	Underperform	分析师预计，未来 6 个月内，股价表现将弱于沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	有吸引力	Attractive	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将强于沪深 300 指数 5%
	中性	Neutral	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将介于沪深 300 指数±5%
	谨慎	Cautious	分析师预计，未来 12 个月内，行业指数表现将弱于沪深 300 指数 5%