

平衡之下的挣扎，谁是压垮市场的最后一根稻草？

报告要点

■ 一周市场回顾

上周，地产成为资金流入的最大板块，主要原因还是在于其低估值的优势。从大小盘涨跌幅上看，大盘上涨 2.4%，小盘上涨 1.46%，大盘表现继上周后又一次好于小盘，小盘股估值上的调整压力逐步体现，我们认为在短期内，这种格局将继续维持。

■ 上周重要政策及信息回顾

全球最重要的 20 个经济体的首脑将齐聚加拿大多伦多，围绕“复苏与新开端”这一主题展开高峰探讨，这次峰会可能是全球走出危机阴影进程中一个极为重要的步骤，我们关注焦点在于以下三方面：一是是否加快退出刺激政策，二是是否统一开征银行税，三是人民币汇率问题

财政部和国家税务总局 6 月 22 日联合下发通知，从 7 月 15 日起取消 406 个税号的产品出口退税，此次调整并不意味着对外贸易政策的转向，主要体现了国家加快产业调整和推荐外贸发展方式转变的政策意图，有利于企业优化产品结构，提高出口产品质量和档次，促进低碳排放、节能环保产品出口，确保节能减排目标的实现。

■ 一周策略观点：平衡挣扎之后，谁是压垮市场的最后一根稻草？

房地产部分市场价格较大幅度的下滑也预示着 3 季度将是实体经济进入真正调整的时间段，而资本市场在短暂的平衡挣扎之后可能面临的调整压力会再次来临。农行 IPO 对于二级市场的冲击不可小视，并很有可能在下周掀起波澜。在上涨动力缺乏、多方信心不足的情形下，来自期指方面的波动很有可能会给沪深 A 股带来较大的冲击。打破这种平衡，压垮市场的最后一根稻草何时显现呢？本周可能会更加清晰。

■ 配置建议

从配置上来讲，风险高于机会的市场是一个在配置上很尴尬的市场。在没有明显机会的情况下，被动性的防御配置也只能是一种权宜之计。承接我们之前的观点，在风格上我们继续建议配置低估值高安全边际的金融保险、公用事业行业。规避不具备安全边际的小盘股。

相关研究

《经济数据制约的反弹与二次下跌的起点——前高后低的 6 月配置建议》，李冒余，2010 年 6 月 1 日

《估值溢价回归，风格转换或将进行一小周期衰退预期兑现的起点》，邓二勇、李冒余，2010 年 6 月 18 日

分析师：

李冒余

(8621)68751691

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

邓二勇

(8621) 68751691

denggy@cjsc.com.cn

正文目录

一周市场回顾	4
资金流向与板块涨跌幅	4
两市涨跌幅居前个股情况	5
上周重要政策及信息回顾	5
多伦多 G20 第四次峰会：寻找新的平衡	5
财政部和国家税务局：取消部分商品出口退税	6
农行发行获得机构踊跃认购，A 股报价中枢为 2.70 元	7
一周市场展望及配置建议	7

图表目录

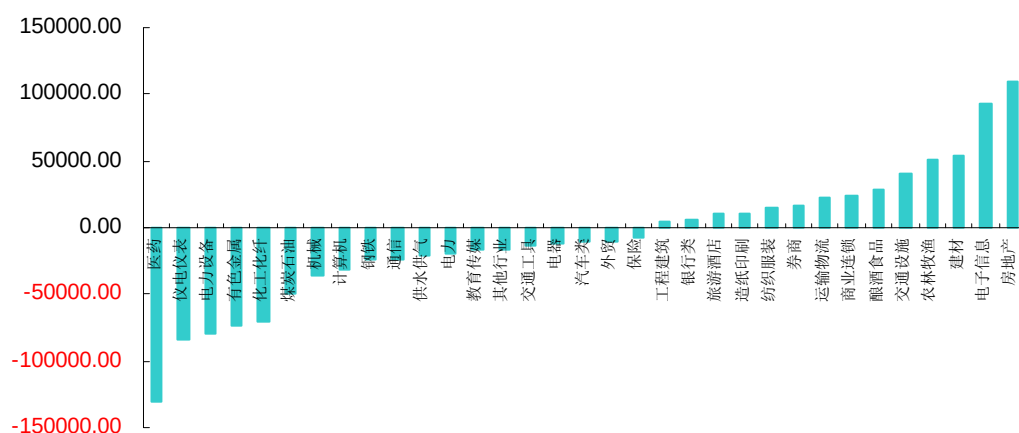
图 1: 上周各行业资金净流入状况.....	4
图 2: 上周各行业涨跌幅情况.....	4
图 3: 上周主题概念板块资金净流入净流出前十情况.....	5
图 4: 小盘 PE 对大盘 PE 比值	7
图 5: 货币市场银行间质押式回购利率走势	8
表 1: 上周两市涨幅前五个股点评.....	5
表 2: 上周两市跌幅前五个股点评.....	5

一周市场回顾

资金流向与板块涨跌幅

上周，上证综指上涨 1.58%，深证成指上涨 1.39%，沪深 300 指数上涨 1.49%，上涨主要源于周一受央行继续推进汇率改革消息下的反弹，地产成为期间资金流入的最大板块，主要原因还是在于其低估值的优势，目前房地产 PB 为 2.64，PE 为 23.3 倍，从个股上看，二三线地产和商业地产成为主要的资金流入地。而前期抗跌品种成为主力最近抛售的主要目标，如医药和电子类。

图 1：上周各行业资金净流入状况



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

在行业涨跌上，从今年 4 月中旬开始的这轮调整中，金融、地产一度成为下跌的领头羊，不过从端午节后的表现来看，金融、地产成为护盘的主要板块，医药持续了上周补跌的状态。

图 2：上周各行业涨跌幅情况

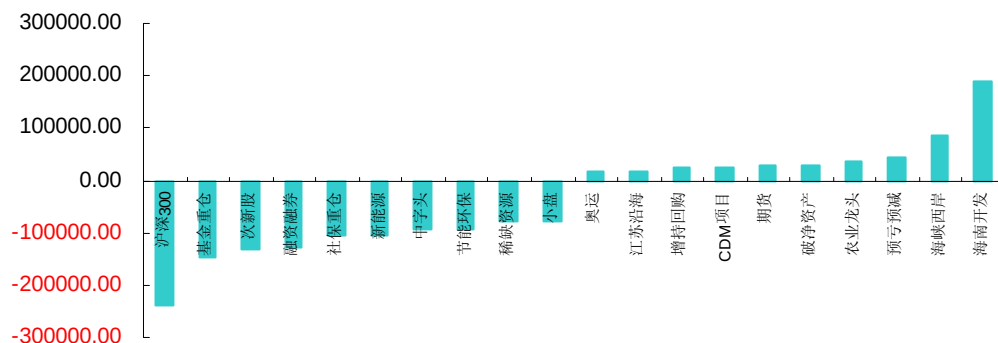


资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

在概念板块上，正如上周策略报告指出的，海南有望引领区域概念的第二次行情，这周海南成为资金净流入的第一大板块；从大小盘涨跌幅上看，大盘上涨 2.4%，小盘上涨 1.46%，

大盘表现继上周后又一次好于小盘，小盘股估值上的调整压力逐步释放，我们认为在短期内，这种格局将继续维持。

图 3：上周主题概念板块资金净流入净流出前十情况



资料来源：长江证券研究部

两市涨跌幅居前个股情况

表 1：上周两市涨幅前五个股点评

股票名称	周涨幅%	点评
天山纺织（000813）	46.473	重组成功，复牌后连续 5 日涨停
南洋科技（002389）	29.2236	南洋科技巨资进军太阳能电池背材膜受资金青睐
海德股份（000567）	28.1726	市场对海南概念的追捧
宝石 A（000413）	20.8134	公布重组进展情况
东方锆业（002167）	20.3116	公司计划募集资金用于新建年产 1000 吨核级锆生产

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

表 2：上周两市跌幅前五个股点评

股票名称	周跌幅%	点评
*ST 祥龙（600769）	-20.0257	重组失败，连续跌停
中恒集团（600252）	-18.3007	医药股前期收益显著后补跌
蓉胜超微（002141）	-18.024	增发涉嫌内幕交易
网宿科技（300017）	-16.4247	传公司将出售资产
凯迪电力（000939）	-15.5484	公司非公开发行 A 股申请未通过

资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

上周重要政策及信息回顾

多伦多 G20 第四次峰会：寻找新的平衡

6 月 26 日至 27 日，全球最重要的 20 个经济体的首脑将齐聚加拿大多伦多，围绕“复苏与新开端”这一主题，就全球经济与金融体系的未来道路等问题展开高峰探讨。

点评：

不断升级的欧债危机令世界经济复苏进程节外生枝，继续实施刺激措施与立即紧缩财政的立场在大西洋东西岸遥相对撞，“金融交易税”提议一次又一次被重新摆上台面，全球经济与金融体系已迎来一个亟需明确前进路径的抉择时刻。这次峰会可能是全球走出危机阴影进程中一个极为重要的步骤，有几个问题值得关注：

一是是否加快退出刺激政策，本次二十国多伦多首脑峰会是国际金融危机自 2008 年秋季爆发以来的第四次峰会，在内容上有望继承前三次特别是 2009 年 9 月匹兹堡峰会成果，匹兹堡峰会，G20 承诺“继续实施经济刺激计划，支持经济活动，直到经济复苏得到明显巩固”，不过当前的经济格局，使得 G20 成员之间已存在两种截然相反的意见：欧洲成员和东道国加拿大要求尽快整顿财政、大幅削减公共债务；美国则希望在其经济强劲复苏前其它国家不退出刺激计划，甚至能在有需要的情况下增大刺激力度。这意味着 G20 多伦多峰会的任务已经从“调整”升级为“抉择”，峰会成果将在一定程度上决定全球经济重回正常轨道时的状态与健康程度。

二是是否统一开征银行税，若将日本、加拿大和澳大利亚等国的意见考虑在内，G20 内部就银行税问题的立场可分为三个层次：日、加、澳等金融系统未在危机中严重受损的经济体拒绝开征任何形式的银行税；欧洲经济体站在另一个极端，不但要求征收银行税以避免再度让纳税人出钱救助银行，还希望推行“金融交易税”对现货外汇交易课征全球统一税收；美国的立场则处于二者之间，虽然为避免再度激怒纳税人而不反对银行税，却对“金融交易税”提议连声反对。“金融交易税”这一提议也可以理解为 G20 深化全球金融监管改革的可能手段之一。而相对于刺激政策退出和银行税问题上的巨大争议，达成金融监管改革全球共识是此次 G20 峰会可以期待的实质性成果之一。

财政部和国家税务局：取消部分商品出口退税

财政部和国家税务总局 6 月 22 日联合下发《关于取消部分商品出口退税的通知》，指出从 7 月 15 日起取消钢材、医药、化工产品、有色金属加工材料等 406 个税号的产品出口退税。这是继去年 6 月份第七次上调出口退税率后，财税部门首度反向调整出口退税政策。被取消的出口退税率为 5%到 17%不等。

点评：

最受政策调整冲击的行业当属钢铁。有 48 种钢材产品出口退税被取消。此次取消部分钢材出口退税的力度超出预期，短期来看，将直接对出口收入占比较高的钢铁公司产生一定的负面影响，同时对国内钢价的负面影响会扩散至全行业。目前钢铁行业盈利预测所对应的估值水平并无优势，此举又将使各钢铁公司未来有可能面临进一步下调盈利预测的可能。

总体上看，被取消的 406 种商品出口退税，仅占海关税号总数的 3%左右，2009 年上述产品实现出口 110 亿美元，只占当年出口总额的 1%左右。取消其出口退税短期内可能会对市场产生影响，但应不会造成出口的大幅下滑，不会改变对外贸易发展的大局。

可以预见，此次调整并不意味着对外贸易政策的转向，更不能代表外贸政策的“推出”，主要体现了国家加快产业调整和推荐外贸发展方式转变的政策意图，有利于企业优化产品结构，提高出口产品质量和档次，有利于引导企业提高精深加工程度，促进低碳排放、节能环保产品出口，确保节能减排目标的实现。

农行发行获得机构踊跃认购，A 股报价中枢为 2.70 元

农行 A 股 IPO 初步询价 23 日结束。截至初步询价结束时，机构报价中枢达到 2.70 元，认购股数已超过 700 亿股，认购倍数已高达 16 倍，询价的价格普遍在 1.6 倍 PB 以上。

点评：

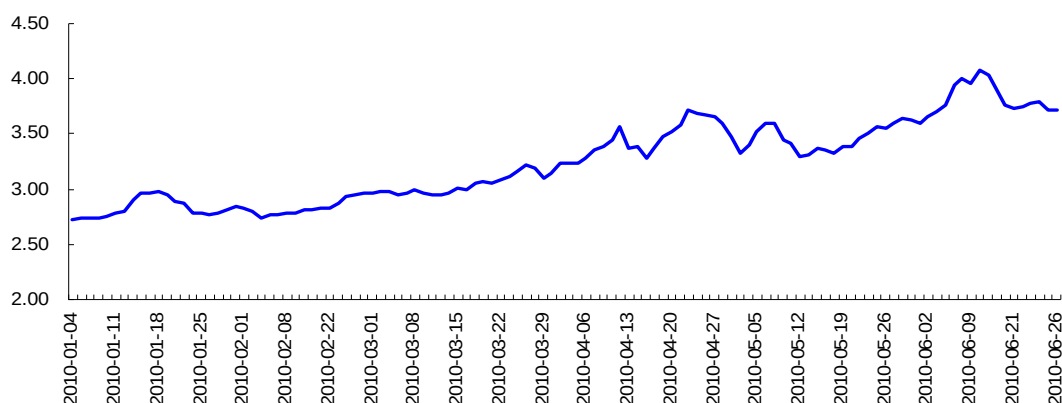
2.70 元/股发行价对应农行 2010 年 PB 约为 1.6 倍，目前工行和建行 2010 年 PB 均在 1.8 倍以上，这一估值水平相对工行和建行约有 10% 的折让，属于合理价位，最近市场成交量极度萎缩，根本原因在于投资者观望情绪浓厚，而观望的根源可能很大程度上是投资者都还清晰记得中石油“一将功成万骨枯”的“杯具”，都在等待农行确定发行价，怕农行发行价太高会破发并引领整个大盘向下破位！农行发行价不确定，场外资金就不敢大规模进场，2.70 元这个相对合理的价格给市场吃下了一颗定心丸，从这个角度上看，我们认为下周市场成交量较这周应有较大幅度回升。

一周市场展望及配置建议

平衡之下的挣扎，谁是压垮市场的最后一根稻草？

在我们之前的专题研究报告以及每周投资策略上，我们反复强调一个观点，那就是风格转换在这个时间段已经在悄然展开。上周市场的走势在风格变化上依然体现得异常明显。我们这里需要再次说明一下，在小周期衰退预期逐步兑现的阶段，市场将进入下跌第二阶段。对于流动性的担忧将会让位于对于实体经济运行的担忧，这种担忧也将成为制约市场运行的关键。在市场预期对于企业盈利增速下滑并未充分反映的时候，我们认为市场的整体机会并不大；相反，在受各种政策扰动下的市场运行，风险要远高于机会。

图 4：小盘 PE 对大盘 PE 比值



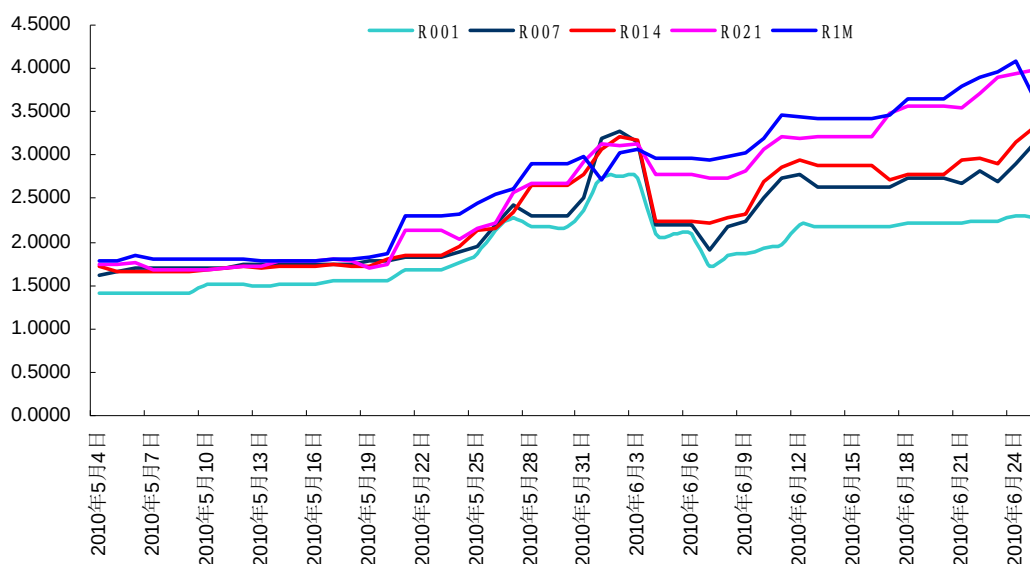
资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

上周 A 股的走势并不如周一的走势那么振奋人心，其后四个交易日的走势显示出了市场信心仍然不足，成交的低迷与热点的散乱也显示出了当前的无奈。当前市场较为关心的除了农行的发行之外，另外一个就是人民币的汇率问题了。但是我们这里要提示，本币升值所带来的影响是两方面的，本币升值所带来的牛市行情在当前的条件并不具备。人民币的浮动将会是

一种双向的浮动，其波动幅度和波动方向都不能与 05 年之后的汇改相比。本次汇改所引致的资产重估效应可能并不明显，直接受益于升值效应的外币负债高（美元债务）的公司受益可能更为直接，典型的就航空公司和造纸类公司。

从资金面上来看，央行上周公开市场净投放 2010 亿。至此，五周以来，央行累计向市场注入超过 7000 亿资金。但银行间市场利率的走势却显示当前的资金面仍然偏紧。无论如何，异常宽松的资金局面已经不再。这种短期资金的紧张将会逐步影响到资金主体对于中长期资金的配置并最终影响到实体经济的运行。从政策面上来看，上周财政部和国家税务总局联合下发了《关于取消部分商品出口退税的通知》，明确从 7 月 15 日起，取消包括部分钢材、有色金属建材在内的 406 个税号的产品出口退税。这个通知的下发也凸显出了管理层对于调结构的决心。结构调整的核心变量在投资收益率。也只有在政策影响到一个行业的投资收益率时，行业之间的投资流向才会发生转变，进而实现真正的结构调整。从另外一个角度来看，直接受政策调控的行业在盈利增长上将会受到很大的打击。当这种政策效果的累积效应逐步显现的时候，我们才可以去判断结构调整政策将会进入下一个阶段。因此，就目前的情况来看，政策调控并未放松，而是占据了主导权（尤其是货币政策）。

图 5：货币市场银行间质押式回购利率走势



资料来源：wind 资讯，长江证券研究部

房地产部分市场价格较大幅度的下滑也预示着 3 季度将是实体经济进入真正调整的时间段，而资本市场在短暂的平衡挣扎之后可能面临的调整压力会再次来临。农行 IPO 对于二级市场的冲击不可小视，并很有可能会在下周掀起波澜。在上涨动力缺乏、多方信心不足的情形下，来自期指方面的波动很有可能会给沪深 A 股带来较大的冲击。打破这种平衡，压垮市场的最后一根稻草何时显现呢？本周可能会更加清晰。

从配置上来讲，风险高于机会的市场是一个在配置上很尴尬的市场。在没有明显机会的情况下，被动性的防御配置也只能是一种权宜之计。承接我们之前的观点，在风格上我们继续建议配置低估值高安全边际的金融保险、公用事业行业，规避不具备安全边际的小盘股。市场下跌第二阶段的典型特征就是估值溢价的回归，任何小盘在短时间内的超额上涨都是卖出的机会。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观经济分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。