

探底之路仍将继续，谨慎对待超跌反弹

➤ 上周市场出现持续下跌后的超跌反弹，但市场内外环境堪忧，反弹呈现冲高回落走势，上证指数在周五再度创出本轮调整以来的新低。由于外电报道财政部正在研究清理地方融资平台的消息，银行股尽管估值便宜仍然遭受了较大的抛压；海外市场美元二次见底反弹带动大宗商品及油价回落，采掘、有色等强周期板块在反弹后重新陷入弱势。再加上CPI数据公布在即，市场普遍预计在CPI继续攀高（5月份经济数据将在本周二公布）和旱涝急转推高粮价的压力下，央行将采取紧缩性货币政策（调准或加息），市场在加息预期的压力下难以展开持续反弹。房地产方面的政策信号则扑朔迷离，尽管在三四线城市房价泡沫持续发酵的情况下，房地产调控政策仍然未见实质性松动，证监会也重申暂缓房地产企业并购重组；但部分城市的按揭贷款及限购已开始出现暗地松动，亦有报道限购政策不会持续至明年，房地产板块在上周表现较好，在指数上体现出“深强沪弱”的特征。目前来看，在紧缩政策迟迟难以转向的背景下，经济基本面下滑趋势却日益显现，市场较为担心的经济“滞胀”趋势得到了各项经济数据的进一步验证。预计5月份即将公布的数据将表明投资、工业增加值、PMI、国内消费品零售总额等各项指标都将出现持续回落走势（已经公布的领先指标，5月份汇丰中国制造业PMI预览值为51.1%，是自2010年7月以来的最低水平）。尽管有传言人民放宽汇率浮动区间将在6月份汇改周年之际启动，但如外资不看好中国资产价格而出现持续流出，则对冲外汇占款的紧缩效应也将出现，对A股市场将构成另一沉重打击。这一点我们通过B股出现毫无抵抗地崩盘式暴跌给出的预演，我们不能不保持高度警惕。在通胀继续冲顶，经济基本面回落明显以及紧缩调控政策无实质性放松的各方面压力下，市场仍处于中期下行通道之中。雪上加霜的是，目前美元反弹乃至反转的势头明显，对新兴市场国家资产泡沫有很强的打压作用；而全球经济复苏乏力已经开始导致海外资本市场出现持续下跌，对A股市场将有明显拖累作用。尽管部分蓝筹公司，如中石油出现大股东增持的消息，但根本无助于改善市场悲观预期。虽然目前大盘股估值不高，（目前沪深300动态市盈率不足15倍，仅略高于2008年的1664点），但一方面市场对业绩预期发生明显扭转，动态估值将会向下修正；另一方面中小板和创业板业绩在业绩变脸和三板推出分流资金的双重打击下仍在继续杀跌。由于本轮调控紧缩政策的最主要的冲击对象大多是中小民营企业，“国进民退”背景下中小板和创业板企业未来探底整理的时间会超出预期。从技术面来看，本周仍然具有一定的超跌反弹动能：一方面1664和2319的通道支撑线目前在2650附近；另一方面，去年10月初的跳空缺口也在2650附近；二者共振能形成较为有力的技术支撑位。市场仍有可能回抽20日均线2750的可能。但需要指出的是，大盘在有效击穿年线后已经形成初步的熊市格局，技术性反弹仅仅只能修复短期超跌和背离的各项技术

指标而已。国内的经济基本面已经在多重紧缩政策下：清理地方融资平台实质意味着紧缩性的财政政策；控制通胀的紧缩性货币政策和房地产调控政策（保障房的替代功能在目前地方财政紧张的情况下进展缓慢，难以替代商品房市场对经济的拉动作用）；美元反弹乃至反转带来的资本外流压力（B股暴跌）等各方面的压力下逐步步入熊市，除非发生政策面的重大转折（很显然我们不能指望在通胀压力巨大的 6 月份能看到），市场的反弹仍然为投资者减仓出局提供良好的机会。

➤ 在前期的策略报告中，我们已经指出了市场的主要风险点在于美联储的定量宽松计划的变化。随着欧洲央行加息 25 个基点进入加息周期，美联储退出量化宽松的脚步也将越来越近。尽管伯南克的在 4 月底联储议息会议后的声明显示，美国持续宽松将比市场预期的要长；但美国战术性做多美元的策略已经在随后击毙拉登、爆出希腊退出欧盟等一系列消息中得到显示，美元也连续在底部出现大幅反弹，反弹幅度超过了 2%。随着美元局部底部的可能出现，全球大宗商品价格将受到持续负面冲击，对全球性的通胀将起到釜底抽薪的决定性作用，并同时大幅冲击新兴市场国家的资产价格，A 股市场运行的国际环境将急剧恶化。由于美元自去年 6 月份高点至今长达接近 1 年的贬值周期中贬值幅度高达 18.2%，未来的反弹空间将较为乐观，但底部构筑的时间也将较长，这在时间周期上为 A 股预留了一定的缓冲空间。如果国内的货币政策及调控政策及时转向对冲海外系统性风险，则 A 股市场的运行环境也未必彻底转空。今年下半年，美国次贷危机中形成的大量延期负债将集中到期，美元有阶段性走强吸引全球资本回流自救的要求，这对 A 股市场而言将是十分不乐观的，应关注相应的系统性风险。我们仍然不看好中小盘股，建议配置低估值具有较高安全边际的大盘股，如银行股，防御和内需稳健增长的医药股、零售股、食品饮料股。仍然建议回避强周期板块，如有色采掘等以回避海外系统性风险。

➤ 从技术面来看，大盘目前处于月线级别的旗形整理的末端，下轨支撑目前在 2650 附近：即使大盘选择向下走熊，在该点位也应有一定的支撑和反弹。此外，2650 也是较为重要的通道线支撑位：一方面 1664 和 2319 的通道支撑线目前在 2650 附近；另一方面，去年 10 月初的跳空缺口也在 2650 附近；二者共振能形成较为有力的技术支撑位。但从成交量来看，目前情况较为尴尬，既未出现低位放量反弹的企稳信号，也未出现跌无可跌的地量信号，反弹的持续性仍然需要保持高度警惕；而从中长线技术指标来看，情况不容乐观：月线级别的 KDJ 指标即将死叉，可能预示着未来的调整将以数月来计算。从板块的表现来看，上周军工造船类股票由于南海问题引起关注而表现抢眼，列涨幅榜第一；房地产板块由于中房研究院有言论称限购不会持续而出现明显反弹，列涨幅榜第二；而美元在上周小幅回调，采掘有色也出现反弹，但可持续性较差。本周我们建议仍然应保持较低仓位来应对大盘的超跌反弹，在指数回抽 20 日均线附近时仍应逢高减仓。配置品种上我们仍然建议关注低估值具有较高安全边际的大盘蓝筹，如银行地

产；另外可适当关注小盘股，则以防御类的食品饮料、商业零售和医药类为主。

表一：德邦 2010 年四季度资产配置表

总体仓位比例 30%

序号	分 类	市值占总资产的比例
1	A 农、林、牧、渔业	标配
2	B 采掘业	超配
3	C 制造业	
	C0 食品、饮料	超配
	C1 纺织、服装、皮毛	回避
	C2 木材、家具	回避
	C3 造纸、印刷	回避
	C4 石油、化学、塑胶、塑料	回避
	C5 电子	回避
	C6 金属、非金属	标配
	C7 机械、设备、仪表	轻仓
	C8 医药、生物制品	超配
	C9 其他制造业	回避
4	D 电力、煤气及水的生产和供应业	回避
5	E 建筑业	标配
6	F 交通运输、仓储业	标配
7	G 信息技术业	轻仓
8	H 批发和零售贸易	超配
9	I 金融、保险业	重仓
10	J 房地产业	重仓
11	K 社会服务业	回避
12	L 传播与文化产业	回避
13	M 综合类	回避
合计		100%

注：回避：<1% 轻仓：1%—4% 标配：4%—6% 超配：6%—10% 重仓：10%—15%

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中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，也不保证本公司做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，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未

获得德邦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。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。