

警惕系统性风险集中释放，不宜盲目抄底

➤ 上周市场仍然呈现超跌反弹后遇阻回落走势，期指交割日以空方完胜告终，7月主力合约仍呈空头占优局面，大盘后期走势仍然不容乐观。随着时间窗口进入到6月下半旬，国内外诸多重大风险性事件即将水落石出（美国QE3是否推出，中国通胀是否如愿6月份见顶，欧盟债务危机等），将进一步加剧A股市场的波动幅度，系统性风险存在集中释放可能，投资者应以回避风险为主。本周二三美联储即将举行议息会议，在6月30日QE2结束前其货币政策表态格外引发市场关注。美元目前处于反弹行情之中，对国际大宗商品价格构成打压；而道指则由于基本面糟糕（非农就业不佳，成屋销售价格持续下滑等）处于下降通道之中，对A股构成拖累。一旦月底前美国就提高国债上限的谈判（7月1日截止）达成协议，而美联储就通胀表态强硬，全球超发美元将大幅回流本土并推动美元指数快速走高，对新兴市场国家资产泡沫及大宗商品泡沫构成强烈冲击，可能打压A股再下台阶。以希腊为代表的欧洲国家债务危机也可能在这一时间发酵，引发全球风险资产大幅下跌。而中国的通胀问题是否能如市场此前预期在6月份见顶回落也将揭晓，央行仍可能被迫加息并打压A股市场及国际大宗商品价格。总体来看，未来一两个月内为全球经济系统性风险集中释放阶段，市场即使存在超跌反弹其风险收益比也极不对称，投资者应以回避风险为主不宜盲目抄底。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。尽管市场传言人民币将放宽汇率浮动区间，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。作为领先指数的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。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，市场在长期上升通道线附近（1664和2319的通道支撑线，也是去年10月初的跳空缺口）进行了下跌抵抗式的反弹，但上周五已正式击穿该支撑位，后市可能加速下行，市场风险处于急剧释放的阶段，不宜盲目抢反弹。尽管持续下跌后市场仍然存在技术性反弹的空间，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，并不能改变市场中期弱势的格局。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。

➤ 从全球经济基本面来看，经济逐步步入二次探底已经呼之欲出。在 2008 年金融危机之后，全球各主要经济体的救市政策多集中在货币投放方面，不愿对经济结构调整进行实质性调整（经济结构调整意味着市场出清，大量企业破产和高失业率成为政治家难以承受之痛）。在货币刺激效果逐渐消退（失业率持续高企，包括股市和房地产在内的资产价格再度下滑），但经济基本面重新恶化而通胀却明显攀升的局面下，各主要经济体将在市场机制倒逼下被迫进行艰难的结构调整并为 2008 年的刺激政策买单。各主要经济体中资产价格泡沫率先破灭的，将成为全球经济危机及后续刺激计划副作用的主要买单者。从中短期来看，美国做多美元打压大宗商品价格的战略意图显露无遗，A 股的调整周期可能远远超出市场预期。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。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，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，大盘已经跌破年线步入熊市，而 30 日均线上周正式跌穿。从历史上 5 次跌破 30 日均线后市场走势来看，未来的调整时间为 5 至 13 个月，调整幅度将不低于 9%，最高可能接近 60%。短期来看，市场已经跌穿了中期的上升通道线：1664 和 2319 的通道支撑线（2650 附近，此点位也是去年 10 月初的跳空缺口），未来可能加速下跌。市场各项指标均处于空头排列，部分前期超卖的指标如 KDJ 等经过短暂反弹得以修正后也将腾出技术下跌空间。从技术上来看，下一较强的支撑位在 2550 附近，为去年 9 月份平台整理的下沿；更下一级支撑位在 2250，为 998 和 1664 连线长周期上升通道的支撑轨道位置，这里将是政府政策救市及较大规模反弹的可能点位。从板块的表现来看，上周建筑建材类（0.43%）和房地产板块（-0.65%）表现较佳，房地产板块的低估值以及对地产调控政策放松预期支撑了上述两个板块相对走强，而保障房在三季度（11 月底前各地方政府全面开工）可能加速推进使得建筑建材成为市场唯一上涨的板块。餐饮旅游（-5.04%）、医药生物（-4.34%）和有色金属（-4.26%）表现较差。美元在上周的走强使得大宗商品出现明显回落，油价破位下行也拖累了金属表现，有色金属板块大跌列跌幅榜第三；而餐饮旅游和医药生物作为内需防御型品种也出现大跌，表明目前市场开始出现恐慌情绪，机构和散户

蜂拥而出杀跌出逃的局面开始出现，在没有明确的政策面扭转的情况下，未来市场的恐慌情绪可能仍然继续发酵并拖累市场持续下跌。本周我们建议仍然应保持很低的低仓位来应对大盘的可能加速下行，如出现技术性反弹，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，以防御类的食品饮料、商业零售和医药类为主。回避存在系统性风险的有色，采掘等强周期类股票。

表一：德邦 2011 年二季度资产配置表

总体仓位比例 15%

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	回避
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	回避
	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	回避
10	J 房地产业	超配
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。