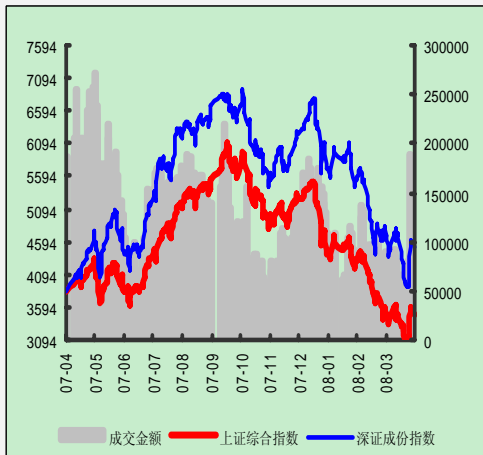




## 反弹并非反转 不排除二次探底可能

### -----2008年5月投资策略报告

近期市场走势图



主要观点:

- 4月，市场在极度恐慌之中屡次破位，跌破3000，暴跌引来管理层救市，而此次救市，管理层可谓对症下药，找准了目前市场估值体系紊乱、市场预期恶劣的症结，使得出台的政策对市场的信心起到了直接的提振作用。但目前来看，组合政策推出的功效已经初步达到，进一步期望由政策推动大盘继续反弹的预期应适当降低，市场将秉承市场规律展开有别于前期极端行情的理性运行格局。而在政策面以及市场预期都达到相对平衡的情况之下，我们认为，市场未来的运行要素将重新聚焦在基本面上。
- 我们认为，影响5月市场的要素如下：宏观经济面上，出口增速趋缓不变，CPI数据高烧难退；上市公司业绩方面，业绩增长不断调低，需求回落成本上升，悲观预期仍难改变；而解禁股上，宏观经济悲观预期未改，减持套现压力仍然巨大；而外围市场的走稳对A更多的心理层面的影响，实际提振作用有限。
- 综上所述，大盘是反弹而非反转，5月的市场仍将较为严峻，在缺乏持续上攻的动力的基础之上，由于短期涨幅过大，市场将面临较大的回调压力，不排除将有二次探底的可能，但3000点的“政策底”附近仍将有较强支撑。而至于市场的全新走牛或是真正的反转则仍需等待经济层面的进一步改观，以及政策面上的后续政策：如对大小非解禁出台实质性规定以及对再融资出台具体标准等。



温丽君



025-83367888-3106



Ljwen@njzq.com.cn

## 一、4月市场走势回顾：恐慌下跌破3000，绝望中迎来救市

4月的市场走势大体能分三个阶段，第一个阶段市场在3500点左右形成一个相对均衡点，围绕3500点一线多空双方形成对峙，反复争夺，由此形成一波小幅反弹；然而四月中旬公布的严峻的经济数据使得多头信心开始崩溃，大盘连续几日深幅下挫，最低跌破3000点整数关口，直至2990.79点，而过程中，中石油跌破发行价也使得市场的下跌开始危及一级市场，并直接威胁到资本市场的融资功能；在市场信心极度缺乏的情况之下，管理层开始救市。

从《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》到《上市公司重大资产重组管理办法》，结合超预期的降低印花税，这个明确的政策“组合拳”意在消除市场极端的恐慌情绪，并直接传递着3000点的“政策底”的信号。而市场也是以近乎狂欢的情绪来迎接这一系列的政策利好，4月24日市场单日涨幅达到9.29%，创下七年以来单日的最大涨幅，市场做多情绪得到了最大程度的宣泄。

而深入分析本次组合政策的推出，管理层可谓对症下药，找准了目前市场估值体系紊乱、市场预期恶劣的症结，使得出台的政策对市场的信心起到了直接的提振作用。目前来看，组合政策推出的功效已经初步达到，另外，紫金矿业的大幅恶炒也使得管理层再次陷入“一管就死，一放就乱”的困境，这个不良的市场示范效应也使得后续利好政策出台的可能性大为降低。由此看来，进一步期望由政策推动大盘继续反弹的预期应适当降低，市场将秉承市场规律展开有别于前期极端行情的理性运行格局。

而在政策面以及市场预期都达到相对平衡的情况之下，我们认为，市场未来的运行要素将重新聚焦在基本上。

## 二、影响5月份市场要素分析

### ◆宏观经济：出口增速趋缓不变，CPI数据高烧难退

从一季度的披露的宏观数据来看，一季度CPI同比上涨8%。其中，尽管3月份同比上涨8.3%，环比下降0.7%，但仍然维持在8%以上的高位。另外，今年一季度GDP同比增长10.6%，比上年同期回落1.1%，比上年全年回落1.3%。而一季度的贸易顺差为416亿美元，同比下降10.2%，为三年来的首次下降；一季度出口增幅为21.4%，而前一年度同期增幅为27.8%，可以看到，国内经济形势目前不容乐观。

由于本币升值和国内成本上升，出口部门尤其是低端的来料加工出口和纺织

服装等劳动密集型出口受到了很大冲击，出口增速急剧下滑。从今年广交会的清淡和义务小商品市场价格的滑落就可以侧面上反映了低端出口面临的困境。而一季度数据也显示，一季度固定资产投资为21845亿元，同比增长24.6%，比去年同期加快0.9个百分点，总体趋于稳定，但是由于国内消费需求的上升速度较为缓慢，这难以弥补出口放缓的空缺，中国经济下行的风险在不断加大。

而由于国际粮食紧缺问题加剧，全球粮价高企，国内的CPI由于食品权重过高将高烧难退，另外，作为工业企业利润的先行指标——全国工业品出厂价格指数（PPI）一季度同比上涨6.9%，比上年同期高4.0个百分点。1-3月，PPI上涨幅度分别为6.1、6.6和8.0，呈逐月走高趋势，PPI反映了生产环节价格水平，CPI反映了消费环节的价格水平，二者互相传导、互相影响，将给未来物价的进一步走高造成持续压力。在此背景之下，CPI短期回落的可能性不大，由于国际因素影响，短期不排除还有恶化的可能。

◆上市公司业绩：需求回落成本上升，经营前景不容乐观

至今日，A股所有上市公司年报披露工作完成，据wind数据统计显示，受宏观行业及股权投资收益提升的双重影响，将近8成的上市公司在2007年实现业绩增长，同比增长51.02%，但是仍低于市场60%的市场预期。

另外，至4月30日，所有上市公司一季报业绩公布完成，一季度A股上市公司营业收入为25894.53亿元，其中具有可比性的上市公司较去年增长26.03%，净利润2835.45亿元，具有可比性的上市公司同比增长29.24%，基本符合并略高于市场预期，但这其中刨除了中石油等权重股的影响因素。

而据统计数据显示，一季度，全国规模以上工业增加值同比增长16.4%，比上年同期回落1.9个百分点。而从一季度数据来看，二季度全国规模以上工业企业利润仍会遭受需求回落和成本上升等因素挤压，经营前景不容乐观。而从行业影响来看，由于原油、煤炭价格的大幅上涨，石油加工炼焦及电力企业盈利出现大幅度下降。

可以看到，出于控制通货膨胀的需要进行的价格管制，使得石油加工炼焦及电力企业一方面下游面临成本上升，另一方面产品售价面临限制，两面夹击，利润受到挤压。从公布的中石油和中石化的一季度报告可以看到，一季度中石化业绩下滑了65%，而中石油业绩也下滑了31.5%，作为A股两大权重股，其业绩的大幅下滑对于A股整体上市公司的业绩增长将拖累不少，而这无疑将加大市场的忧虑情

绪。

◆解禁股因素：大小非解禁再达小高潮，解禁套现冲动不改

基于经济层面上仍然隐忧颇多，宏观经济面的悲观预期仍未得到扭转，中期经济形势仍然难以明朗，而实体经济层面的持续的信贷紧缩政策使得“大小非”减持套现冲动仍然难以得到遏制。《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》虽然对“大小非”解禁做了规定，但其只是增加了“大小非”解禁的技术操作难度，根本问题仍然没有得到解决，一旦股指有所反弹，仍会引发“大小非”减持套现的冲动。

而据wind统计数据显示，5月份仍将有166.7亿股的股票开始流通，流通市值达到了2067.59亿元，再次达到了解禁股解禁的小高潮。可以看到，5月份面临的资金面的压力仍然巨大。这在很大程度上也抑制了股指的反弹空间。

◆外围市场：心理层面影响更甚于实际，对A股干扰将不断弱化

外围市场上，美国一级市场交易商预计，由于通货膨胀压力及金融市况改善，美联储将放缓降息步幅，在短期内可能将降息25个基点。而这很可能将为美国本轮降息周期画上句号。

而3月份经济数据也显示，尽管房屋销售的数据在3月份继续下滑，但美国的出口表现良好，超出市场预期，因此，低利率政策正使得美国经济的滑坡慢慢得到缓解，但与此同时，美国的进口大受抑制，数据也显示，中国对美出口增速正在急剧下滑。因此，随着美国国内消费需求的进一步放缓以及美元的进一步贬值，中国对美出口减速的情况还可能继续。

因此，尽管美国所采取的一系列政策已经使得美国次贷的阶段性危机得到了初步稳定，道琼斯指数也开始筑底反弹，但其对中国A股的影响层面更多的是心理层面，而实际影响有限，其对A股的干扰将不断弱化。

### 三、5月市场走势：反弹并非反转，不排除二次探底可能

综上所述，可以看到，由于宏观经济面的悲观预期短期内很难扭转，这使得对上市公司的业绩预期也在不断地调低，因此，我们坚持大盘是反弹而非反转的观点。而短期来看，尽管在政策组合拳的支持下，大盘短期可能还有震荡反弹的可能，但是，反弹的高度将十分有限。

而考虑到5月中旬将出台4月份的经济数据，CPI的持续高企、经济增速的持续下滑将继续给市场造成较大压力，而在CPI及出口增速稳定之前，“大小非”

的解禁冲动仍然较大，而目前所公布的政策规定所造成的技术性障碍并不会对其减持造成实质性困难，甚至会使得其形成政策干预预期而加速减持步伐，因此，5月的市场仍将较为严峻，在缺乏持续上攻的动力基础之上，由于短期涨幅过大，市场将面临较大的回调压力，不排除将有二次探底的可能，但3000点的“政策底”附近仍将有较强支撑。

至于市场的重新走牛或是真正的反转则仍需等待经济层面的进一步改观，以及政策面上的后续政策：如对大小非解禁出台实质性规定以及对再融资出台具体标准等。