

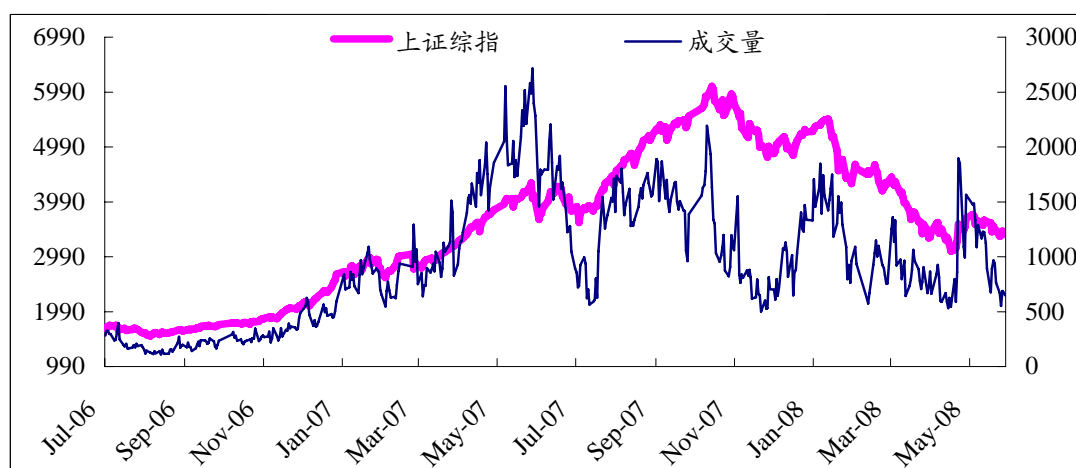
殷忧启明

——5月份证券市场回顾及6月份证券市场展望

一、5月份市场回顾

5月份，积弱已久的A股市场未能延续反弹势头，上证指数月终报收于3433.35点，跌幅达到7.03%，沪深两市累计成交量基本与上月持平（参见图1）。政策面的利好没有能够持续地提振投资者信心，毕竟基本面因素尚难与政策面因素形成良性共振。

图 1: 06年7月至08年5月A股市场走势



资料来源：天相数据，中银基金整理

5月份公布的最新的经济数据表明，通胀压力仍然未能得到有效的平抑，4月份CPI同比上涨8.5%，比上月上升0.2个百分点，略高于市场的预期；而PPI同比上涨8.1%，比上月上升0.1个百分点。从货币政策多重调控目标的取舍来看，抑制通胀无疑是最为重要的调控目标。由于水电油气价格仍然维持行政性管控，长期来看，宏观经济内在的通胀压力还难以有效释放，抑制通胀无疑会成为一项长期的工作。月内，央行再次提高存款准备金率0.5个百分点，达至16.5%的历史新高。

5月12日，四川汶川发生里氏8.0级特大地震，地震造成了人民生命财产的巨大损失。尽管震灾不会改变宏观经济基本的运行趋势，但是受震灾的影响，物价尤其是食品和其他生活必需品的价格短期内很难出现较大幅度的回落，预期中的CPI前高后低的走势可能会相对趋于平缓。此外，灾后重建将是一项艰苦卓绝的长期工作，

需要信贷的支持，由此推断，信贷控制可能会放松，固定资产投资存在反弹压力。

受多重因素的影响，国际原油价格继续大幅上扬，曾一举突破135美元每桶的新高。此外，随着国际粮价的不断上涨，粮食安全问题引起了越来越多的关注。已成为石油净进口国的印尼宣布退出欧佩克，不可否认，迭创新高的原油价格对全球各个经济体都造成了极大的压力。在不断高企的油价和粮价的双重冲击下，一些小国经济体甚至出现了较为恶性的通胀。受此影响，中长期来看，国内要素价格市场化的渐进过程可能会趋快。此外，美联储继续减息的预期正在减弱，短期而言，美元走势可能会维持相对稳定的状态，继而有可能出现阶段性的拐点。

（一）各个分指数情况分析

5月份，上证指数报收于3433.35点，跌幅为7.03%，沪深300指数报收于3611.33点，跌幅为8.78%（参见表1）。

表 1: 08年5月A股市场数据统计

名称	开盘	收盘	涨幅[%]	振幅[%]	成交量[亿股]	成交金额[亿元]
国债指数	113.24	113.52	0.29	0.31	829.27*	81.77
企债指数	117.15	117.34	0.17	0.49	1.11*	1.09
深证综指	1109.39	1036.99	-5.54	12.77	690.03	9668.09
红利指数	3398.43	3109.87	-6.72	14.17	145.29	1938.61
A股指数	3924.36	3602.66	-7.03	12.25	1416.47	19709.72
上证指数	3739.8	3433.35	-7.03	12.24	1424.81	19775.07
沪深300	4015.21	3611.33	-8.78	13.69	839.17	14159.00
上证180	9006.68	8090.97	-8.84	14.01	623.16	9854.08
中证100	4178.5	3715.71	-9.78	14.16	448.18	7953.69
上证50	3169.01	2800.79	-10.39	14.63	318.74	5160.80
深证成指	13673.59	12048.24	-10.79	15.33	105.53	2187.88

注*: 债券指数单位为万手。

资料来源: 天相数据, 中银基金整理

如前所述，基本面尚难与政策面形成共振，政策面利好因素的刺激难以持续有效地提振投资者信心，积弱已久的市场的趋势性反转仍然有待于基本面因素的良性变化。

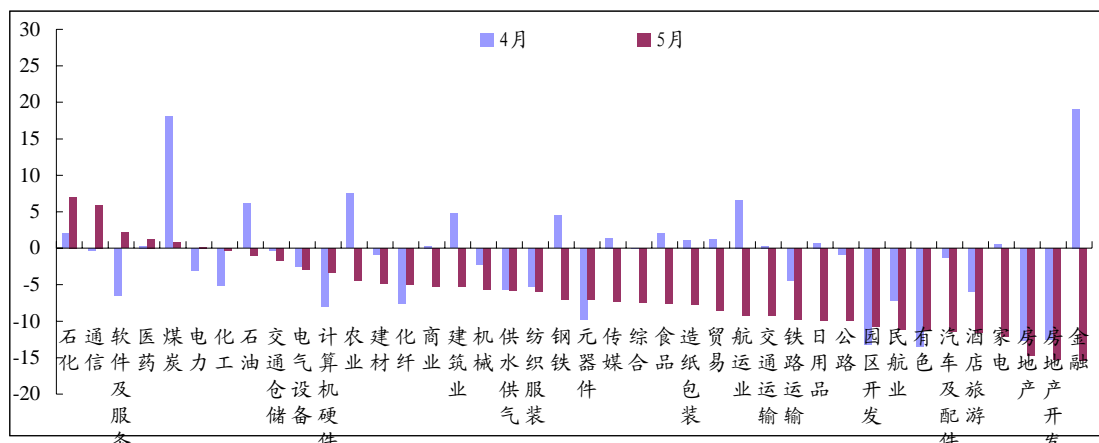
（二）各主要热点分析

1. 行业热点板块情况

5月份，从行业板块来看，只有石化、通信、软件服务、医药、煤炭板块取得了

正回报，而金融、房地产和家电板块跌幅居前（参见图2）。

图 2: 2008 年 4 月份和 2008 年 5 月份各细分行业市场现对比 单位: %



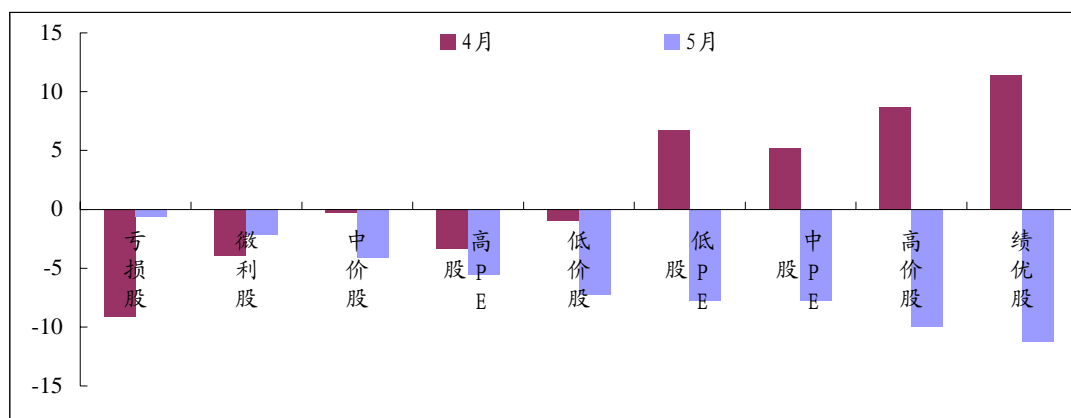
资料来源: 天相数据, 中银基金整理

在通胀压力依然较大的情况下，短期内放开国内成品油价格不切实际，但高企的原油价格推升了财政补贴的压力，局部范围甚至频现“油荒”现象。市场预期管理层可能会增大油价上浮的弹性，石油石化板块一度表现突出，但在现时通胀高企情况下，牵一发而动全身，究竟能否如市场所愿目前尚难评判。另外，值得注意的是，煤炭和电力板块的同排在涨幅榜的前列，市场煤和计划电的矛盾短期内也很难通过煤电联动进行解决。但着眼于大局和长期利益，上游企业大幅提价的预期正在减弱，而管理层可能会通过财政补贴的形式减轻电力企业的经营压力。月内，管理层公布了市场期待已久的电信重组方案，第三次电信重组拉开帷幕，3G迫近，通信及相关板块表现突出。此外，随着房价短期调整的预期正逐步趋于一致，投资者对房地产行业延续悲观看法。

2. 风格热点板块情况

在本月的弱势行情中，所有风格板块无一例外录得负回报，亏损股、微利股和中价股的跌幅较小，而绩优股、高价股和中PE股却遭到了投资者的抛弃（参见图3）。绩优股、高价股的羸弱表现，可能反映出了机构投资者之间的多空分歧仍然较大，许多机构投资者仍然持观望态度。

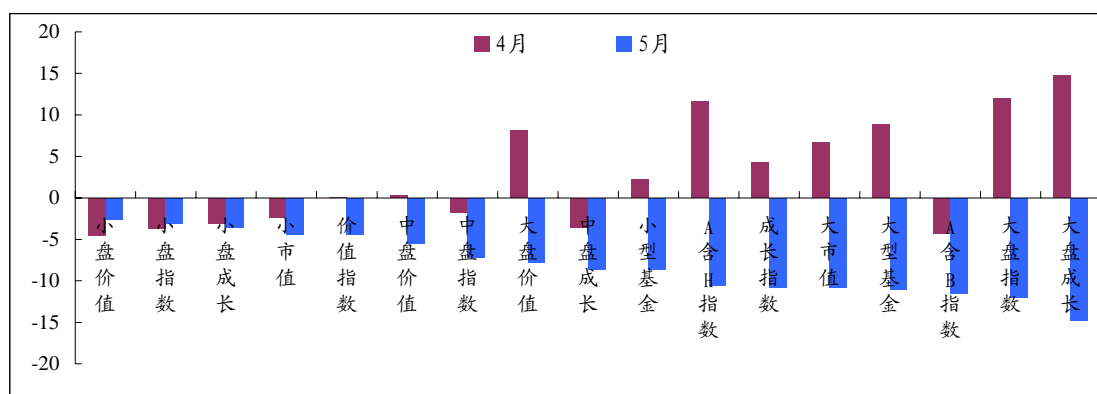
图 3: 按照股价和业绩统计的各风格板块走势 单位: %



资料来源: 天相数据, 中银基金整理

从市值和规模统计看, 尽管都取得了负回报, 但就整体表现而言, 小盘股、中盘股和大盘股渐次排列 (参见图4)。

图 4: 按照市值和规模统计的风格指数表现情况 单位: %



资料来源: 天相数据, 中银基金整理

3. 银行股难言乐观

值得关注的是, 多家股份制银行的存贷比频频突破了红线, 尽管随着负债渠道的多元化, 存贷比的指示意义有趋于弱化的倾向, 但是不断上升的存贷比仍然凸显了银行资金压力正在加大。另外, 正如上月所指出的, 宏观调控正逐步使得房价的短期下调预期形成一致, 银行按揭贷款的违约率出现了上升的苗头, 未来需要紧密地予以跟踪并判断对银行盈利的潜在影响。如果管理层继续上调存款准备金率, 银行需要承担更多的调控成本。

银行一季度盈利的高增长一度缓和了投资者情绪, 但是投资者仍然担心, 随着信贷控制累积效应的显现, 银行盈利可能会呈现逐季下滑的态势。

月内，由于H股表现更为良好，银行股A/H溢价率进一步回落，值得注意的是，交通银行的A股较H股首次出现了折价（参见表2、表3）。

表 2: 2008年5月银行A股和H股的比较，以及香港市场银行股的定位情况

股票名称	08P/E	P/B	08 利润增长率%	08 ROE	08PEG	开盘	收盘	本月涨幅%
A 股								
工商银行	16.50	3.47	46.49	20.37	0.35	6.70	5.88	-11.71
中国银行	16.06	2.72	33.78	16.35	0.48	5.28	4.76	-9.33
交通银行	14.14	3.19	48.82	21.85	0.29	11.00	8.81	-18.65
招商银行	18.71	5.83	52.95	29.28	0.35	35.30	29.66	-15.28
中信银行	19.31	2.89	55.29	15.15	0.35	7.30	6.37	-11.40
建设银行	15.95	3.74	51.76	22.20	0.31	8.38	7.15	-14.37
民生银行	13.44	2.79	59.44	18.98	0.23	8.83	7.21	-17.69
浦发银行	15.44	5.07	87.51	26.24	0.18	33.12	28.12	-13.21
华夏银行	13.94	3.57	68.90	18.58	0.20	14.85	11.78	-18.20
深发展	14.46	4.12	50.97	22.46	0.28	29.80	25.23	-14.82
宁波银行	23.82	3.90	43.12	15.98	0.55	14.96	12.97	-11.69
南京银行	20.96	2.53	38.46	12.16	0.55	16.60	14.37	-13.17
兴业银行	13.93	4.11	44.28	26.72	0.31	41.33	34.50	-14.55
北京银行	19.18	3.38	49.70	17.51	0.39	17.32	15.44	-10.54
平均(算术)	16.85	3.66	52.25	20.27	0.34			-13.90
H 股								
工商银行	17.73	3.82	37.29	20.61	0.54	6.3	5.83	-5.51
中国银行	13.96	2.40	27.22	16.60	0.67	4.05	3.98	0.00
交通银行	19.05	4.14	70.00	20.27	0.53	11.5	10.22	-8.91
招商银行	21.89	7.04	117.02	28.84	0.52	32.7	27.95	-14.13
中信银行	14.14	2.40	70.97	14.43	0.48	5.14	5.56	7.75
建设银行	16.33	3.91	53.33	22.60	0.52	7.22	6.95	-1.28
平均	17.18	3.95	62.64	20.56	0.54			-3.68
港股								
恒生银行	17.80	5.35	6.283	29.735	2.573	159	158.1	1.28
中银香港	12.96	2.27	10.887	17.15	0.545	20.8	19.94	-1.04
东亚银行	17.63	2.48	5.608	13.117	2.694	46	47.5	6.98
汇丰控股	12.35	1.56	-13.15	12.713	3.622	136.5	131.7	-2.52
渣打集团	15.92	2.49	12.617	16.537	0.971	277.2	287.4	5.12
平均	15.33	2.83	4.45	17.85	2.08			1.97

资料来源: Wind资讯, Bloomberg, 中银基金整理

表3: 金融类银行股A/H股溢价率 单位: %

	A 股	H 股(单位:RMB)	A/H (4 月)	A/H (5 月)
工商银行	5.88	5.18	1.20	1.13
中国银行	4.76	3.54	1.47	1.35

交通银行	8.81	9.09	1.08	0.97
招商银行	29.66	24.85	1.20	1.19
中信银行	6.37	4.94	1.55	1.29
建设银行	7.15	6.18	1.32	1.16

资料来源：Wind资讯，Bloomberg，中银基金整理

二、6月份市场展望

1. 6月市场展望

我们仍然维持上月的观点，短期内市场很难扭转颓势并大幅上扬，市场仍然会维持在估值体系渐次修正和纠偏的过程中，投资机会更多地来自结构性和局部性机会。

从已经公布的运行数据来看，投资者对宏观经济的担忧可能有些过虑了，如果未来的数据仍会有较好的表现，投资者情绪有望逐步缓和并走出低谷。从外围市场尤其是美国的情况来看，金融市场已经渐次趋于稳定，次债危机最坏的时候似乎已经过去，美元阶段性转强的预期正在强化，外需大幅放缓的预期正在减弱。就目前而言，宏观经济面临的最大困扰仍然是居高不下的物价水平。大灾之后的重建需要信贷的支持，进一步信贷紧缩的预期趋弱。整体而言，投资者有望逐步修正对基本面的预期，并等待新的数据予以证实或强化，多空分歧的弥合仍然需要时间，这一过程中，可能会有越来越多的投资者从过度防御转向谋划长远的积极配置。

从政策面来看，管理层仍有可能通过出台实质政策或进行窗口指导等呵护市场，以维持稳定的大局。此外，严格规范大小非减持，加快新基金审批节奏，有利于逐步改善二级市场资金的供需格局。

2. 主要机会和风险

(1) 主要机会

随着市场估值中枢的大幅回落，许多个股已经重新显现了投资价值，仍然维持前期观点，建议从长期投资的角度而非短期博弈的角度进行甄选，重个股而轻行业的选择。

但从中长期的行业趋势来看，存在产能扩张外部约束、产业集中度日益集中且议价能力较强的行业，盈利保持稳定甚而提升的空间相对较大，譬如上游的煤炭、

中银基金管理有限公司

Bank of China Investment Management

中游的水泥、玻璃、造纸、电力设备和部分工程机械行业等。考虑到产业结构升级和技术创新，通信、科技和医药板块的部分公司也值得关注。而选择能够对抗通胀甚至受益于通胀的行业和公司也是值得探讨的投资思路。

(2) 主要风险

通胀形势仍然较为严峻，信贷控制从紧基调未变。此外，美元短期内可能会出现阶段性的拐点。