

“预调”正兑现 反弹欲“走远”

□ 中信建投 郑联盛 陈祥生

2307点以来的反弹行情,最初只是预期推动下的情绪性弹升;但当股指近乎以逼空的形态一路狂涨至2500点上方之后,市场分歧开始出现。在政策微调预期还在持续确认的当下,流动性预期又出现好转迹象,据此我们认定市场底部已探明,接下来经济内生性及周期性力量的主导性将逐步体现出来,反弹行情将由最初的情绪性进入理性的通道。

政策预调微调阶段来临

10月底,随着国务院“预调微调”信号的释放,我们认为2011年政策调控中的灵活性将呈现出来,且主要将体现在财政政策的结构性变化,更多向新兴产业和民生工程倾斜;货币政策上,将主要体现在信贷的结构上,主要向大型项目、在建项目、新兴产业、中小企业以及民生事业提供适宜的信贷支持。

从今年政策的基调 and 次序看,管理通货膨胀是最为主要的政策目标。10月份以来,蔬菜、鸡蛋、肉

类等的价格均有所回落,这大幅缓解了通胀压力;同时外围大宗商品价格大幅下跌,也给输入性通胀的压力带来了缓释的空间。

另外,有消息称,央行将今年信贷的规模定在7.5万亿元,这对于11月和12月的信贷增长以及市场的流动性,将是实质性的利好,而且这可能是货币政策放松的第一步。未来央行可能更加注重对流动性的管理,目前流动性紧缺的程度可能有所显现,未来存款准备金的调整或将成为一个现实的政策选择,这可能是货币政策放松的第二步。

经济短周期底部已现

实际上,中国经济的周期转换是一个短周期力量逐步衰竭,并向中期力量过渡期,加上结构性恶化的因素,经济和市场难免会出现一定的反复性,毕竟中周期的力量尚没有明显地发挥出来。

2011年三季度以来,我们根据短周期的观察指标已经判断出9—10月份是经济短周期的一个底部,

部分领先的行业在9月份甚至之前就见到短周期的底部,而大部分行业则在10月份见到短周期的底部。当短周期力量衰竭达到底部并缓慢回升之时,我们认为市场也应该是一个反弹向上的过程。

10月份之前,整体的短周期力量仍然有向下压制经济增长的趋势,加上结构性恶化因素并没有如市场预期在6—7月份达到一个高点并逐步回落,为此,经济和市场显得更加纠结而悲观。但是,经济内生的机制及要素配置的模式是经济增长的决定性力量,而经济周期的波动也有其内生的规律性。这就比如,我们在看到经济或市场底部回升的时候,并没有明确看到内生力量的明确变好,但是经济和市场确实在缓慢回升,这其中包含了我们可能忽视的周期性因素。

10月份以来,我们认为,经济周期的底部已经出现,短周期的制约已经逐步淡去,随着经济数据的环比相对变好,短周期反而可能会成为一个利好的因素。当然,这个短周期的回升可能是相

对较弱的趋势力量,但是对于我们改变对经济和市场的预期具有正面作用。

从情绪性反弹向理性反弹过渡

自2307点以来的反弹行情,最初主要是源于情绪性因素的主导,随后与周期性力量共同主导了本轮反弹。不过,在反弹持续一段时间之后,市场开始出现分化,这个时候经济内生的力量和(或)周期性的力量的主导性就逐步体现出来,市场的运行也在向理性回归。

目前中国经济已探明了短周期的底部,正在酝酿短周期回升的力量。同时经济周期、结构性恶化以及政策紧缩等方面的博弈也开始出现明显的格局变化,结构性恶化的制约相对淡化,特别是通胀和成本压力的约束相对趋缓;而政策紧缩的高峰已经过去,政策适时适度进行预调微调的可能性正在形成。从货币政策来看,最大的可能性是先放松信贷,2011年信贷规模整体达到7.5万亿的消息,对经济和市场都是实质性的利好。

短周期的回升、政策的结构性放松,势必将迎来一个周期性的估值修复行情。这个向理性过渡的行情,是一个相对向好的行情。当然,如果从中期来看,则更多的是要考虑在经济增长中枢下移的过程中,要素变化、增长潜力以及内外经济平衡等更加基本和宏观方面的问题。

需要指出的是,中国面临的外围环境在中短期内仍是,一个无法释怀的痛。欧债危机的黑天鹅频频飞起,意味着2011年和2012年可能都不是一个太平年。我们认为,希腊最终的归途是债务违约,不排除被踢出欧元区的可能性。而美国经济短期内可能无法启动其房地产周期,其过度释放的流动性对于全球金融的稳定也不利,在弱美元的格局下,全球经济增长的不确定性反而在增加。

然而,外围的困境使得A股将更关注内部的变化,本质上看,本轮情绪所主导的反弹行情很可能顺利过渡到一个基于基本面及其变化趋势的理性行情中来,持续时间至少贯穿未来三个季度。

沪指有望挑战2650点

□ 华泰长城期货研究所 尹波

本周股指在上周连续拉升的基础上继续反弹,周一和周二呈现震荡整固的态势,后半周则再次强势发力,两次的“低开高走”再次确认了强势的基调。在股指出现快速反弹之后,由政策预调微调所带动的市场情绪修复已经呈现阶段性扭转态势,在情绪转好及市场赚钱效应的支撑下,强势反弹格局或将延续。

中国物流与采购联合会公布的10月制造业PMI指数为50.4%,较大程度上低于市场预期的51.8%;汇丰PMI指数终值为51%,略微低于初值,在连续两个季度位于荣枯线之下后,汇丰PMI指数初值在10月站上50%。但是通过分析细项数据可以发现,中采10月PMI指数的下滑很大程度上与季节性因素有关,且下滑幅度明显弱于近5年来的季节性平均因子,其11个分项中表现弱于季节性因子的分项也屈指可数;购进价格指数的下滑尤为明显,而10月服务业PMI指数为57.7%,环比上月回落1.6%,其中中间投入价格走势和收费价格指数均出现一定幅度的回落。综合考虑中采PMI和汇丰PMI指数的表现,我们倾向于认为,在政策预调微调的背景下,中小企业的经营环境有所好转导致了汇丰制造业PMI表现较好,未来一段时间经济“硬着陆”的可能性进一步降低。随着通胀压力明显缓解,伴随着近期政策预调微调的逐渐深入,市场对经济增长的预期还将进一步改善。整体来看,在市场回暖的背景下,市场更多地关注经济会否“硬着陆”而不是进一步放缓的局面。

公开市场上,央行本周二以3.584%的利率发行了100亿元1年期央票,周四以3.1618%的利率发行了10亿元3月期央票,3年期央票则继续停发,周二和周四均没有进行相应的正回购操作,本周公开市场到期规模为1070亿元,净投放960亿元,在连续3周净回笼之后出现净投放,市场资金面也出现了明显的宽松态势。市场显然也对此进行了偏乐观的解读,大多认为这是央行货币政策微调的一个表现。

近期有媒体报道,从10月下旬工农中建四大行信贷投放情况来看,10月21日至27日5个工作日,新增信贷猛增600多亿元,信贷开门红突显松动迹象,虽然之后这个消息并没有得到证实,但是,确实有部分银行接到宏观调控部门暗示,允许其在监管指标合格的基础上,在合理范围内适当放松信贷投放。虽然这更多的是货币政策局部微调,而非非货币政策的转向;但是,信贷投放适当开闸放水极大地推动了市场预期阶段性的改善。另有报道指出,铁道部近期将获得超过2500亿元的融资支持,确保其资金偿付和重点项目的推进以及配套项目的优化完善,饱受资金困扰的铁路资金紧张情况在政府的支持下将大大缓解。上述种种消息均显示,政策的微调似乎是全方位的,政策拐点明朗且未来存在的进一步想象空间将进一步支撑市场强势反弹。

从持仓数据来看,虽然部分传统主力空头对市场的反弹抱有一定的疑虑,不时有加空举动,但是在市场强劲反弹的背景下,空头更多时候选择了被动撤退。中证期货和国泰君安上周加仓后本周一便进行了减仓操作,而周三加仓和周四的迅速减仓则再次显示了见势不好便迅速撤退的思路。整体来看,虽然部分传统主力空头席位在市场已有一定幅度的反弹之后多次试图做空,但是均无功而返。另外,我们也看到,近期市场整体净空持仓占比稳步下降是不争的事实,这也在一定程度上说明市场的系统性力量有时候往往更强。

整体而言,虽然市场短期经历了快速的强劲反弹,但是在政策暖风频吹且市场情绪阶段性好转的背景下,市场对内部政策面的利好消息反应更为积极,而对外部利空反应则偏于平淡,我们预计,在市场情绪扭转和赚钱效应的带动下,市场将延续强势表现,我们看好后市进一步反弹的可能性,乐观预计沪指将有望挑战2650点;偏谨慎地看,即使指数上行空间不大,结构性行情也将继续深入拓展。期指操作策略上,建议投资者在市场短期一致预期没有显著改变的情况下继续保持偏多头的思维,把握好节奏逢低介入。

A股反弹之旅未必平坦

□ 本报记者 曹阳

A股的反弹已持续了两周,上证综指成功站稳2500点上方。伴随着欧债危机暂缓、四季度信贷边际增加的增强,A股于下月外似乎迎来了反弹的最佳时机。乐观者更是将本轮始于2307的反弹定义为反转。诚然,当前的A股确实在天时、地利、人和等方面都处于有利时机,但据此判断A股熊途已尽、牛头再起恐言之过早。至少从经济基本面的角度来看,明年一季度经济可能见底的市场预期较为一致。在此背景下,当前的反弹定义为阶段性反弹更为妥当,而经过前期连续上涨之后,短期A股或存在调整的需求。

周期“搭台”题材“唱戏”

回顾本轮A股反弹之初,汇金对四大行的增持虽未彻底扭转市场的弱势格局,但以银行、地产、煤炭为首的周期板块却呈现出明显的企稳态势。可见,权重股企稳对市场的稳定功不可没,也正是基于上述几大市场基石对整体市场的强力支撑,以政策对中小企业的微调为切入口,以产业扶持性政策的出台为指导方向,近两周来题材股才得以再次逞威,且具备了较为持久的赚钱效应,这一点与9月份产业政策密集出台期的题材股“一日游”可谓大相径庭。

据wind统计,自10月24日反弹伊始至今,中信一级行业中银行、钢铁、石油石化行业指数累计涨幅最小,分别为4.96%、7.20%和7.27%。同期累计涨幅居前的传媒、计算机、通信行业指数分别上涨了23.92%、15.63%和13.57%。由此可见,近期部分产业扶持政策的陆续出台对相关行业板块的上涨起到了推波助澜的作用。尽管诸如银行、钢铁、石油石化等周期板块表现平平,但是上述行业板块所具有的低

估值优势足以支撑大盘中枢不出现明显下移。加之政策微调的明朗化,市场才有了持续做多题材股的信心和勇气。

需要注意的是,尽管政策微调预期将逐渐兑现,无论是国务院针对小微企业的九大财金政策还是对新兴产业的扶持都显示出中央对于中小型民营企业经营状况的关切,但A股中包括节能减排、文化传媒、信息软件等行业个股近期屡屡受到资金的青睐,均已录得较大的涨幅,因此后市或存在一定的调整风险。与此同时,包括新能源、新材料、高端机械制造、医药生物等新兴产业板块仍未明显启动,如果后期相关扶持政策细则落地,则上述新兴产业内的个股或仍存在表现机会。此外,根据测算,当前小盘股估值相对大盘股估值溢价率超过180%,尽管较10月中下旬有所提高,但在大小盘股估值溢价常态化的背景下,短期内以题材股为主的小盘股仍可能会延续对权重周期股的超额收益。

调整或随时触发

本周以来,除周一微跌外,上证综指持续上涨,同时伴随着量能的持续放大。从政策方面看,管理层在G20峰会上保增长的表态,结合此前管理层对政策预调微调的表态,下一步政策调控重心或将从控通胀转移至保增长上。此外,3日欧洲央行宣布降息25基点以确保增长,这也从侧面确认了欧洲经济已陷入“温和衰退”期。在此背景下,国内经济政策的拐点此时出现,不但具备可行性,更存在必要性。正是在政策拐点出现的前提下,A股彻底扭转了此前的空头氛围,甚至出现连续的“逼空”态势。而就市场近期的表现来看,A股多头格局已然形成,2307点作为中期底部的可能性正在逐渐增大。

但近两周酣畅淋漓的上涨背后并非毫无隐忧。一方面,国内经济底部尚

未确认。10月份PMI为50.4,环比9月份下降0.8%,先行指标PMI的下降预示着国内经济在未来3至4个月探底的可能性大增。一旦后续经济数据显示国内经济下行幅度超出市场预期,在货币政策可能完全放松的情况下,投资者对经济基本面的担忧将再次压制股指表现。此外,市场人士对当前国内经济所处经济周期仍存在一定分歧。部分市场人士认为,当前国内经济总体仍处于滞胀周期,但短期处于小衰退期,而在小衰退期向小复苏期过渡期间,A股市场的确存在反弹的机会;但如果国内经济在2012年四季度从滞胀周期步入衰退周期,则A股将面临更为严峻的形势,显然股市将会提前反应这一较为悲观的经济判断。因此,在对国内经济所处经济周期尚未达成共识之前,贸然判断A股出现反转恐言之过早。

另一方面,近期的持续上涨已积累了大量的获利盘,而在2600点附近存在较重的前期套牢盘。获利盘的增加与前期套牢盘对大盘的压制作用或将在2600点上方重合。届时除非出现量能的进一步放大与市场筹码的充分换手,否则A股顺势出现调整的可能性较大。部分前期涨幅巨大的题材股或将面临巨大的获利回吐压力,但在此过程中指数回调幅度或较为有限,近期表现平平的银行、钢铁、石油石化等权重板块可能成为市场短期调整的避风港。

当然,在多头趋势已然形成的背景下,除非国内政策未如市场预期开始转向或国内经济出现超出预期的下滑,市场整体反弹的趋势仍将延续。此外,投资者还应关注欧债危机未来的进展情况,欧美股市的波动虽不会扭转A股的既定运行方向,但其对大盘的运行仍将产生一定情绪性的影响。

个股行情降温 反弹目标或被“打折”

□ 金百临咨询 秦洪

尽管本周市场延续了一路上攻的态势,但个股行情却正悄然降温,尤其是文化传媒等个股昨日盘中均出现冲高受阻回落。作为本轮弹升行情的先锋军,这些热点题材的意欲“熄火”,是否代表着反弹目标位也会被打折呢?

旧热点降温 新热点还未露脸

从以往A股市场的弹升走势来看,每一段行情都会有一个清晰的主线,一旦热点主线出现疲软的状态,就意味着大盘可能会出现调整态势,除非大盘能迅速寻找到新的替代主线。

反观本轮弹升行情,此次投资主线无疑就是产业政策驱动主线,其主角是文化传媒股,配角则是环保股、LED股以及软件股。本周此类个股的冲击力度明显下降,尤其是在周五,文化传媒股的龙头之一中体产业在盘中虽冲至涨停板,但不久就迅速被蜂拥而来的卖盘所砸开,这就说明了主线的相关品种已有资金获利了结的迹象。

更为重要的是,主线串起的各板块的表现力度也呈现出阶梯式递减的态势。如文化传媒股热闹了近一个月,软件股只有三个交易日,LED股只有一个交易日,环保

股虽然也反复延续了五、六个交易日,但并未出现整体性的弹升行情。

反弹目标位或将降低

基于热点主线下周可能出现调整的判断,在市场短期难以迅速寻找新的涨升主线之际,大盘下周出现剧烈震荡的走势似乎在所难免。

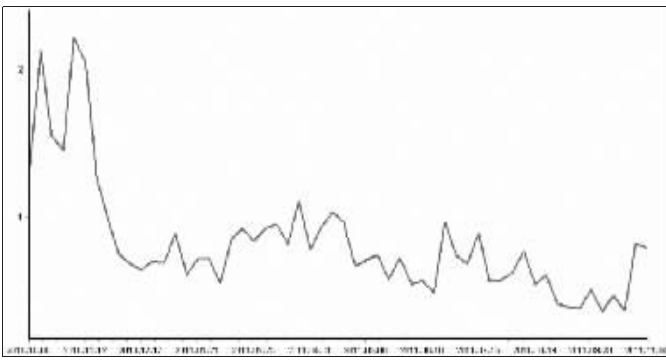
有两个信息强化了下周市场宽幅震荡的预期。其一是一股市相关政策转型的预期。由于金融监管部门人事的更替,往往会涉及到针对市场相关政策的变化。近两、三年来,新股的高节奏扩容极有可能产生一些意想不到的问题。一方面是因为新股扩容数量多,意味着所涉及的行业面也较广,因此,一旦经济出现转型或者经济增速下滑,这些与经济周期密切相关的新股极有可能出现加速下行的态势,从而引发一系列的后续调整。另一方面则是新股高速扩容,也会带来各式各样的财务过度包装等问题,紫鑫药业停牌就是最好的例证。在此背景下,关于规范新股的政策预期就较为强烈,如完善创业板的再融资制度等。

一旦这些政策真的出台,必然会使创业板、中小板等小盘股集中的市场出现估值重心下移的走势。

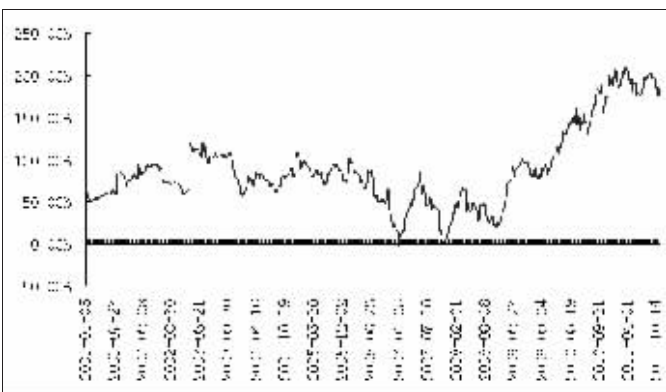
其二是产业转型的预期更为强烈。

■ 数据工厂

近一年A股市场换手率走势



小盘股相对于大盘股的市盈率溢价



市场整体估值概览				
板块名称	市盈率 (TTM,整体法)	市盈率 整体法)	市净率 整体法)	预测PEG (算术平均)
全部A股	14.16	13.76	12.89	2.19
沪深300	11.41	10.94	10.9	1.93
中小创业板	31.79	32.79	26.7	3.72
创业板	43.58	45.85	34.23	3.52
中证100成份	10.31	9.84	9.89	1.81
中证500成份	26.05	27.42	21.4	2.89

申万一级行业指数涨跌幅				
名称	周五涨跌幅	一周涨跌幅	最新点位	年初至今涨跌幅
有色金属 (申万)	1.91%	3.02%	4041.05	-21.59%
综合 (申万)	1.62%	4.37%	1965.84	-3.95%
农林牧渔 (申万)	1.50%	6.18%	2102.49	-14.89%
房地产 (申万)	1.18%	1.39%	2490.26	-8.85%
机械设备 (申万)	1.08%	4.42%	4099.71	-21.28%
采掘 (申万)	0.83%	0.92%	5492.58	-11.51%
商业贸易 (申万)	0.77%	2.06%	3863.12	-16.01%
化工 (申万)	0.74%	2.65%	2201.9	-10.26%
交运设备 (申万)	0.73%	3.49%	2931.16	-18.41%
建筑建材 (申万)	0.65%	2.18%	2762.69	-13.44%
餐饮旅游 (申万)	0.64%	3.75%	2753.03	-10.14%
家用电器 (申万)	0.62%	2.21%	2248.59	-8.16%
轻工制造 (申万)	0.59%	3.07%	1775.02	-10.71%
公用事业 (申万)	0.59%	2.70%	1793.35	-11.42%
纺织服装 (申万)	0.55%	2.92%	2140.65	-5.80%
信息设备 (申万)	0.54%	6.65%	1277.83	-22.00%
金融服务 (申万)	0.52%	1.36%	2156.31	-6.08%
黑色金属 (申万)	0.50%	0.65%	2439.42	-11.02%
电子 (申万)	0.43%	6.49%	1572.53	-24.07%
交通运输 (申万)	0.43%	1.62%	1953.85	-17.93%
食品饮料 (申万)	0.24%	2.15%	5983.49	3.81%
医药生物 (申万)	0.23%	4.27%	4010.63	-17.17%
信息服务 (申万)	-0.15%	6.64%	1819.46	-10.97%

申万风格指数涨跌幅				
名称	周五涨跌幅	一周涨跌幅	最新点位	年初至今涨跌幅
高市盈率指数 (申万)	0.93%	4.25%	1042.63	-13.75%
中价股指数 (申万)	0.86%	2.90%	2843.42	-10.82%
小盘指数 (申万)	0.84%	3.97%	3260.3	-12.51%
中市净率指数 (申万)	0.83%	3.27%	3309.77	-16.79%
中盘指数 (申万)	0.80%	3.89%	2871.93	-18.50%
微利股指数 (申万)	0.79%	3.66%	1685.73	-12.75%
配股指数 (申万)	0.78%	2.11%	723.27	-6.01%
亏损股指数 (申万)	0.77%	3.21%	2093.9	-4.09%
低价股指数 (申万)	0.74%	1.90%	4693.44	-2.62%
大盘指数 (申万)	0.64%	1.74%	2251.12	-11.74%
中市市盈率指数 (申万)	0.63%	4.20%	2237.9	-14.99%
低市净率指数 (申万)	0.62%	1.34%	3538.47	-4.27%
高市净率指数 (申万)	0.61%	3.40%	1283.23	-16.26%
低市盈率指数 (申万)	0.59%	1.35%	4001.2	-9.71%
绩优股指数 (申万)	0.51%	1.83%	3338.03	-10.79%
高价股指数 (申万)	0.42%	3.05%	2166.45	-20.42%
新股指数 (申万)	0.40%	3.90%	1250.37	-21.74%
活跃指数 (申万)	-0.09%	2.55%	95.45	-32.16%

点评:继上周“五连阳”之后,本周沪深两市继续震荡上行,站上2500点。截至本周五,沪指综指全周上涨2.22%,收报2528.29点;深成指全周上涨1.30%,收报10699.49点。

伴随着反弹行情的延续,本周市场量能较上周继续放大,反映投资者参与热情持续回升。统计显示,按照整体法计算,本周全部A股换手率为0.79%,较上周的0.82%微幅下降,仍处于6月下旬以来的高位水平。

经过连续两周的反弹,市场整体估值水平有所上升。截至本周五,全部A股的市盈率(TTM)为14.16倍,代表大盘蓝筹股的沪深300指数和中证100成份股的整体市盈率分别为11.41倍和10.31倍,均低于998点时的水平,可见市场特别是

权重股的估值依然具备继续弹升空间。本周小盘股继续跑赢大盘股,截至本周五,申万小盘指数相对于大盘指数的市盈率溢价率为185.32%,较上周的178.78%有所上升,不过较200%的警戒线尚有一定距离,因此短期题材股或依然具备炒作空间。

分析人士指出,通胀回落态势的基本确立以及政策微调预期的逐步明确,令市场自10月24日以来持续强势反弹,市场情绪随之回暖,做多意愿提升。不过,经过了连续两周的反弹,近两个交易日的上涨动能明显降低,市场在快速反弹后短期或存在回调需求。展望后市,如果经济政策继续释放微调信号,那么市场趋势仍有望向上,特别是产业扶持政策出台将给相关板块带来阶段性投资机会。(李波)