

多空论剑

恐慌孕育机会

做拳击式投资

本周,周三周四两根大阴线彻底击昏了多方,令不少投资者措手不及。上证综指跌穿2300点市场心理关口,直奔2250点。清明节后,上市公司年报、一季报进入披露密集期,市场能否守住2132点?后市将何去何从?

□本报记者 周少杰

多方:暴跌不是行情终结者

中国证券报:如何看待近期市场发生的暴跌?

余定恒:近期市场波动是对多重利空消息的反应。发改委上调油价拉升了企业生产成本,加剧了通胀压力;其次,工业企业数据不乐观,市场担忧国内经济增速继续下滑;最后,监管层调研“三板”建设,市场扩容隐忧难以消减,多重因素叠加共振,引发市场暴跌。不过,我们认为投资者反应过度,短期暴跌并不意味着全年行情的终结。今年市场不会是单边行情,而是震荡市,基本维持震荡向上的格局。

中国证券报:支撑判断的主要逻辑是什么?

余定恒:市场维持震荡向上趋势,主要来自流动性改善和资本市场制度变革两方面因素的支撑。一方面,目前市场流动性已经达到阶段性底部,未来央行有降息、降准准备的可能,货币政策宽松的预期支撑市场企稳;另一方面,监管层鼓励上市公司分红、下调红利税以及养老金入市等对资本市场长期利好的政策有望陆续出台,将引导市场坚持价值投资理念,有利蓝筹股长期走强。

中国证券报:管理层多次强调养老金入市“并非入股市”,更多投资固定收益类品种和定期存款,这对市场能起到多大作用?

余定恒:此次市场转向与养老金入市预期落差有一定关联。不过,广东千亿元养老金入市已经表明管理层的态度,“养老金入股市”只是时间问题。长期来看,养老金进入股市投资权益类品种是必然趋势。同时,随着试点地区进一步扩大,入市养老金规模逐步放大,将对于市场资金面形成积极的影响。

中国证券报:从发行市盈率来看,中小板、创业板新股估值不断降低,是否意味着中小盘股泡沫已经被挤出?

余定恒:与蓝筹股十几倍的市盈率相比,中小盘股30倍市盈率的估值水平仍然偏高。其实,中小盘股的真正风险来自扩容的压力,相比于蓝筹股,中小板、创业板股票供给过度,加之由于高估值存在,再融资圈钱动力比较强。另一个风险来自股票本身的流动性,由于小公司股本小,流动性差,大资金参与热情不足。未来随着蓝筹股分红率提升,资本市场将发生结构性变化,将出现流动性溢价效应,即大盘股整体估值要高于小盘股。

中国证券报:怎么看4月市场行情?翼虎投资采取什么策略?

余定恒:4月将有一个探底过程,预计调整到2200点左右。我们持谨慎态度,不过仍坚持看好蓝筹股,尤其是银行、地产股。

中国证券报:温总理在两会上表态今年房地产调控政策不放松,地产股还有机会吗?

余定恒:虽然本轮房地产调控被称为“史上最严厉的调控”,但我们认为,本轮调控是差别化调控,首套房并不在调控之列。随着首套房贷利率和房价出现双降,刚性需求将带动楼市成交量放大。而且,调控并非常态,未来房地产调控有望放松至第二套改善型住宅。

空方:4月以防守为主

中国证券报:近期市场波动较大,你怎么看?

李世全:市场波动主要受近期公布的经济数据冲击。

中国证券报:进入4月,经济数据会否有所改善?

李世全:相信4月经济数据会对市场形成较大压力。发改委提油价,生产资料价格将往上走,将进一步传导到

消费物价上。今年以来,市场一直预期政策放松,但政策放松的力度远低于预期,市场刚刚抬头就被打压下去。

虽然我们看到流动性在不断改善,银行信贷也有所松动,首套房贷利率重新回到八五折水平。但是,在过去一年的紧缩政策下,国内经济缺乏活力。打个比方,当前流动性状况与经济实体的关系好比水和马的关系,现在并不是没有水,而是马儿不喝水”。

中国证券报:国内经济会不会出现硬着陆?

李世全:我们对国内经济并不悲观。两会期间,温家宝总理的讲话给

可能在二季度末出现转机。从板块来讲,优势资源、节能环保、机电、军工和部分消费电子产业,仍然是今年的投资热点。

余定恒,深圳市翼虎投资管理有限公司总经理



李世全,上海呈瑞投资管理有限公司研究总监



4月将有一个探底过程,预计调整到2200点左右。我们持谨慎态度,不过仍坚持看好蓝筹股,尤其是银行、地产股。

仍然是今年的投资热点。

这几个行业,我们都投入比较大精力做投资逻辑的梳理。根据我们的研究,优势明显的稀缺资源主要有几块:钨是我们去年11月的研究成果,正好今年3月巴菲特也在钨矿做了投资,从侧面印证了我们的看法,还有磷、镁以及锆;军工领域,北斗导航行业将是国家大力支持的行业,未来两年可能迎来爆发式增长期;环保领域的火电脱销行业、消费电子的产业链都可能有机会。

中国证券报:4月采取什么策略?

李世全:我们保持中性偏低仓位,以防守为主。

投资非常道

节后大盘将探底反弹

□金学伟

沪深股市在小规模、非全流通环境下运行了20年,养成了两个习惯:一是对行情的高预期和对股票的高估值;二是对新股、成长股、概念股的过度追捧。

这两个习惯在原来的市场背景下问题不大。一来整个市场的流通市值占社会货币总量的比例很低,只要有“赚钱效应”,外围资金就会源源不断地跟进,股市保证金就会成倍增加;二来无论你炒多高,非流通股东都只能干瞪眼,炒来炒去就是那些已经在流通的股份,股票的绝对供给不会增加一丝一毫,市场的资金存量不会减少一分一厘。

但全流通改变了这一切。

首先,各种大小非减持对股价以及股市的影响力日益加剧,炒得越高,其减持积极性越高。与以往低位买进,高位卖出产生的卖盘不同,由大小非减持产生的卖盘具有两个特点。一是它增加了市场的绝对供给,其减持的每一手股票都是原来不参与流通的股票;二是减少了市场的资金存量。二级市场投资者卖出股票后的资金还留在股市中,市场的保证金不会减少一分一厘。

但大小非减持后的资金绝大部分都会从股市中抽离。这两点在宏观供求关系已发生根本性改变的今天,对市场的影响是致命的。“允许你们把股价炒高,却不允许我卖出,天下哪有这样的道理?你们不把它炒那么高,我会减持吗?”一位刚刚减持部分股票的大非曾经这样说过。过高的投机性炒作无疑是在给他送红包。

其次,股票的流通市值占社会货币总量已不再是原来的百分之几,而是变成了70%以上。流通市值(M1),社会资金对股市的支持力度已大为减弱。即便有一部分资金流入,股票保证金最多也就增加百分之几。靠资金堆砌和高换手率支撑的炒作已难以为继。

物理学上有一个能量与功的问题。相同的能量在不同的条件下,所

做的功是完全不一样的。而一个系统要想保持稳定有序,一个必要条件就是能量的配置要好,以尽可能少的能量作出尽可能多的功。

有一个指标可以较好地反映这一点——波动当量。它反映的是股价有效上涨所需的成交金额。截至3月29日,上证50指数的波动当量为235亿元,即平均235亿元的成交金额可以支持其上涨。而中小板指数的波动当量为259亿元,创业板指数为79亿元,上证380指数为219亿元。

几个分类指数中,上证50指数的市值占比接近三分之二,其每上涨1%对资金的需求量是相对最低的,而对大盘的贡献度却是最高的。如从换手角度说,就是上证50指数上升对换手率的平均需求只有0.21%,而中小板指数上升对换手率的需求是1.67%,创业板是2.96%。大量资金拘集于中小板股,不仅增强了大小非的减持动力,加剧了市场失血现象,也造成能量的不合理分配,使能量处于无效和空耗状态,供求关系更趋紧张。

这一点也可解释为什么上证50指数成交金额占市场的比例可以成为大盘的先行指标。因为上证50指数成交金额占比大幅提高后,说明市场已找到了一个有效且合理配置能量的途径,使相同的能量投入可以做出更大的功来。而上证50指数的成交金额占比大幅下降,说明市场又陷入了一种能量失配与空耗状态。

从历史上看,每次大盘见底之前都会有两个条件同时出现,即上证50指数的成交金额占比突破它的250天平均值,同时其3天平均成交金额占上证指数3天平均成交金额的25%。本次大盘见顶是在上证50指数3天平均金额占比创下19.38%年内最低后产生的。上周它有效突破了250天平均值,本周四则超过了25%。市场又找回了一条有效而经济的能量配置途径,节后大盘有望构筑出继2132点之后的又一个底部。(作者系上海金耕信息运营总监)

金牛操盘

星石投资总裁杨玲:

阶段性回调带来加仓良机

□本报记者 殷鹏

本周市场加大调整力度,在一般投资者眼中,股市似乎大势已去,但星石投资总裁杨玲看到的却是“大跌大买”的机会。她说,政策上的逆周期操作怎么做、力度如何,将极大地影响二季度股市走势;股市将在今年发生缓慢反转,因此要在每次市场发生较大调整时抓紧加仓。

中国证券报:你担心整个二季度的通胀形势吗?一边是油价上涨,另一边是总需求下降,二者相抵,可能的结果会怎样?

杨玲:二季度通胀对股市的威胁不算大。由于经济增速回落,社会总需求也趋于下降。在这个大前提下,一方面,要素价格上涨对通胀的传导力会减弱,这为资源价格改革开启了较好的时间窗口;另一方面,货币政策的放松对通胀的影响力会加大,因为做实业日渐艰难,炒各类资产显然更加容易。只要货币政策重归较大宽松,通胀上升的速度一定比实体经济增长快得多。

因此,只要二季度经济增速没有下滑到冲击社会正常秩序的地步,货币政策的大幅放松一定是最后的选择,毕竟目前通胀还在3%以上,没有回落到低位。大概率的情况是,二季度通胀水平保持稳步推进。

中国证券报:经济增速下滑的趋势能否在二季度出现企稳?

杨玲:目前主流的看法是二季度能迎来经济增速见底,企业盈利水平见底。我们的看法没有这么乐观。从库存周期看,应该出现阶段性见底。但从长周期看,我国经济由高速增长向中低速转型很难在短期内完成。因此,市场对此的悲观预期肯定还会发酵,这是最近在宽松政策预期落空后,市场阶段性回落的主因。

中国证券报:现在面临总需求不

足,你认为政府对此的容忍度提高了吗?会在二季度出台相应的政策刺激需求,进而带动股市上涨?

杨玲:不能说容忍度提高了,只能说刺激手段没有以前那么丰富了。从货币政策看,二季度宏观政策只能预调微调,否则实体经济还没上去,通胀就会重新回到高位;从财政政策看,之前开工的铁路、公路等基建项目还需要继续投入,否则将变成烂尾工程,但这类项目现金流很差,这些都将制约财政政策加大刺激力度的空间。至于行业的制度红利,我们需要再观察,现在还很难说。

中国证券报:整个二季度流动性环境如何?降低存款准备金率和降息,哪个更有可能在二季度实施?

杨玲:二季度流动性环境相较小幅度应该趋于好转,但很难一下子宽松起来。降准一般来说与热钱流出相关性更大。就人民币单边升值的趋势告一段落的前景来看,热钱去杠杆化进程可能重新开始。因此,降准的可能性更大。

中国证券报:通过公开数据与上证综指的比较,我们推测星石一季度的仓位水平不高。你在3月曾说,今年机会很多,二季度会否为今年机会较多的时机?机会可能出现在哪些方面?

杨玲:在过去五年里,我们一直利用“长周期对冲理论”实现绝对收益目标。我们主要看长周期机会,短期很难看清楚。以二季度为例,由于经济增速整体上或继续下滑,因此政策的逆周期操作怎么做、力度如何,将极大地影响二季度股市走势。而政策又受制于各种复杂因素,很难提前预测。但长周期就比较容易看清楚。我们今年的长期观点是,股市将在今年发生缓慢反转,因此今年的核心投资策略就是在每次市场发生较大调整时,抓紧时机加仓,涨了不买

跌了买,严格控制下行风险。这样一来,不管经济在今后哪个季度见底或是何时出现政策大幅放松,我们都能获得绝对回报。

所以说,二季度的机会在于政策预期落空后,市场会再次给我们带来低位加仓的好机会。

中国证券报:二季度机会最大的板块会是什么?

杨玲:从一季度行情看,从大盘蓝筹的估值修复到早周期股票反弹,再到晚周期的大消费类上涨,几个方向空间都不大,而且未形成明确方向。这种情形或会在二季度持续,我们相对看好估值调整后的大消费类板块。



谈股论金

未来还要等等看

□晓旦

二月PMI(采购经理人指数)有了小幅走高迹象,虽然有人认为这种小幅走高是受季节性因素影响,但还是给了投资者些许希望,或许经济增速见底已经依稀可见。不过,3月汇丰PMI初值却相当难看,不仅数值降到经济荣枯线以下,而且创出数月以来新低。接下来,陆续传来更糟糕消息:今年1—2月全国规模以上工业企业实现利润同比下降5.2%,增幅较上年同期下降39.48个百分点;深圳今年前两个月规模以上工业增加值七大经济指标出现负增长。原本以为经济增速见底的希望变成失望,悲观情绪在证券市场蔓延也就再正常不过了。

之前的乐观情绪还源自对流动性放松的期待。然而最新的进展是,汽柴油涨价、蔬菜粮油涨价,居民用电也要施行阶梯电价,肯定是以涨为主。CPI的形势变化由乐观变得不乐观,人们对流动性放松的期待自然大打折扣。

虽然许多人并不认可发行新股是引起股市走低的原因,但是市场中人却常常对此颇有微辞。事实上,它切切实实地影响着市场情绪。投资者原本寄望于新股发行制度的改革有可能改变过于注重融资的状况,却没想到这边加快推进新三板的话语还在耳畔,那边深交所又要推动更多小微企业上市,采取门槛更低的标准。

融资没有错,但是市场稳定需要资金平衡。融资有了,注资却没来。原本以为养老金会是长期资金,结果是空欢喜一场。财政部称,当前情况下养老金进入股市条件并不成熟,存在市场风险和操作风险等不安全因素。养老金大规模“入市”可能还需要一个漫长的过程。

一系列失望所引发的悲观情绪还会在市场蔓延一阵子。能否出现转机有赖于以下几个因素。一、要看市场以多大强度的下跌,来吸收投资者的悲观情绪;二、是否有新的数据指引人们对未来的判断;三、最近是否会有明朗的政策指向改变人们的悲观预期。

最近要关注的数据就是中国物流与采购联合会公布的3月PMI。接下来是国家统计局公布的3月国民经济运行数据,现在的预期是CPI、进出口、投资、工业增加值的数据都不会多好看。如果没有超预期的糟糕,或许就能使人们免于过度悲观。至于相关的政策措施,人为因素太多,不好揣摩。

这就好比种庄稼,一茬已经过了收获期,下一茬种什么还得等等看。清明节就要到了,歇息一下,心情或会好起来。

投资感悟

向下寻估值平衡点

□中秦

上周我还在为经济的不确定性担忧,认为这样的担忧最终会影响到A股的短期走势。本周投资者的担忧情绪开始宣泄,上证指数迅速跌穿2300点,并向2200点寻求支撑。一季度在流动性支持下的反弹基本结束,A股还将向下寻找估值平衡点,所以我不看好二季度的A股市场表现。

年报披露完成大半,企业经营情况的好坏一览无余,大致可用三点进行总结。

大中型企业业绩停滞不前,小型企业很差,成长型企业业绩让人大跌眼镜。从企业所反映的经济、行业大周期来看,经济增速放缓迹象明显,并有加速下滑的可能。这样的预期导致目前市场估值依然偏高,大中型企业的股价定位相对中小型来说还算合理,换句话说,中小型企业股价还有较大下跌空间。

房地产行业的调控远未结束,调控将从两会的论调逐步转化为实质性动作,预计在二季度末出台新调控政策的可能性较大,房价的下跌可能只是刚刚开始。相对于目前的中国经济,房地产业的拉动作用明显,经济硬着陆的风险让投资者焦虑。

再看流动性,之前我们预期的降准、降息没有兑现,投资者本身就有一些失望情绪。不过,随着“加工资”产生的存款增加以及投资渠道缩减产生的挤出效应,为一季度的A股市场提供了相对充裕的流动性,从而支撑了一轮反弹行情。但是,随着“各种板”扩容的加速,投资者看不到呵护市场的用心,只能体会到圈钱的寒意。扩容最终吸干的是流动性,损伤的是资金的赚钱效应,打击了投资者和投机者的信心。随着流动性预期的衰减,A股市场必然再度向下寻求支撑。

不确定性的增加也是短期影响市场的要素。投资或者投机股市,可能的灾难并非来自预计中的困难或者风险,而是来自无法预知的不确定性。这种不确定性虽不可知,但可以感觉到存在的概率。在今年十月底之前,由于某些不确定性因素,一些资金会选择在高位兑现,也就产生了本周的连续下跌。

还是要说说养老金的话题。目前养老金入市仅仅停留在论证阶段,距离真正实施入市为时尚早。特别是从常理上理解,养老金还不能接受目前A股市场的估值。我建议投资者不要盲信媒体的断章取义,耐心等待养老金的真正入市步伐。

总之,在估值基础的向下拉动和流动性消退以及经济不确定性的干扰下,短期内A股市场已经见顶回落,二季度或仍看不到企稳迹象。在这样的市场环境下,中小投资者应该以持币为主,不要轻易抄底。