

# 经济与政策博弈 主题机会渐次铺开

□南京证券 汪长勇 周旭

昨日,上海、浙江等前期金融改革受益股全面回调,上证指数再次退守至2350点下方。虽然上证指数连续3日受阻于30日均线处,但我们认为,随着3月下旬大盘调整的偶发因素淡化,A股市场又将回到年初反弹的逻辑上,即经济与政策博弈。随着一季度经济数据大幅低于预期,基于各类政策调整的预期将为股市提供丰富的主题投资机会。后市行情的演绎,需要更关注政策面的改革基调与经济层面的触底反弹预期之间的博弈,在经济触底未形成共识之前,市场或维持区间震荡格局。

改革主线明确 行情继续演绎

众所周知,每一波行情均有主线,主线能够牵引行情走势,主线的力度大小决定行情的大小、结构与持续时间。2007年5·30大跌后的环保股、2008年底的水泥建材股、2011年10月份的文化传媒股,这些主线板块均是当时环境下政策所催生、被投资者接纳

后符合当时市场的一致预期,在它们引领下的行情,都存在或大或小的主线投资机会。目前,在国内不稳定因素消除后,实质性改革从金融领域开始加速推出,而本轮行情的主线较为明确,且还会继续深化演绎。

目前,《温州市金融综合改革试验区实施方案》基本完成,把民间资金纳入监管促进中小企业发展是国家战略在温州的试点,此举对于正确引导传说中的温州资金进入正规途径支持当地中小微企业发展、打破温州多年来的民间资金系列问题有着重要意义,温州地方政府目前正在逐步推进,招贤纳士已在进行中。4月12日深圳市政府常务会议研究通过《关于改善金融服务支持实体经济发展的若干意见》,提出金融改革24条意见,内容包括与香港试点开展双向跨境贷款、年内成立深圳前海股权交易所等,改革会逐步拓宽外汇资本流出渠道、有序推进人民币资本项目可兑换,同时也是为深圳实体经济特别是中小企业和地股票也被受其带动跟涨,颇有

支支撑。这项为实体经济注入金融“强心针”的改革已经被业内专家解读为深圳第三阶段的发展,与1992年小平同志南巡讲话所引发的深圳第一阶段的发展并列,可见金融改革威力之大。4月14日汇率市场化改革又有新动作,人民币兑美元日交易区间将从现在的中间价上下5‰浮动扩大至上下1.0%的范围浮动,此举对于促进人民币回归到均衡汇率状态,完善人民币汇率形成机制,推进人民币国际化进程将起到积极的正面国际作用。证券市场上,近日证监会修改证券公司风险资本准备计算标准,三大传统业务风险资本准备计算比例,释放的资本金约400亿元,将较大地刺激券商创新业务的发展,此项措施和宏观层面金融改革保持默契,对证券行业属利好。

当前,一系列自上而下的改革正在推进中,二级市场对此也反应较为强烈,温州、深圳相关股票涨幅巨大,天津、上海、武汉等地股票也被受其带动跟涨,颇有

当年区域振兴规划时的四面开花场景。本周二市场出现回吐,目前政府战略改革引发的第一波上涨暂时告一段落,这是一波预期差的上漲行情,下面会经历一波大浪淘沙的过程,之后投资者会更加关注基本面,在国家战略改革的不断推进中,真正受益于改革的上市公司还会有较大的投资机会,这是行情发展的基本脉络。

中小企业盈利仍存下调风险

在年报以及一季报公布完毕之前,业绩增速低于预期把达摩克利斯之剑始终悬挂在投资者头上。目前市场对于2011年的业绩增速降低已经有了充分预期,虽然年报没有全部公布完毕,但是权重股如中石油、中石化以及五大银行年报的公布完毕已经奠定了市场一半以上的利润,2011年的A股业绩增速预计在15%左右,不确定的是2012年的业绩增速调整幅度。卖方对于2012年的上市公司盈利预测,会逐步从一季报开始调整;由于一季报尚未公布完毕,加之市场对于未来的宏观经济走向存在较大分歧,因

而目前正处于一个预期比较高而实际增速又需要下调的时间点,特别是中小公司。据媒体报道,4月15日广交会开幕首日,客流量较往年出现较大幅度下降,部分传统竞争性行业的厂家预计受国际市场需求疲软的影响,今年出口形势较为严峻,这从侧面反映出当前中小企业面临的困境。根据WIND一致预期,2012年中小板、创业板净利润增长仍分别高达22%、25%水平,我们预计,随着一季报公布,卖方会不断下调盈利预期。

综上所述,上证指数2400点上方压力仍需要消化,而2300点之下也受到政策支撑,市场继续维持区间震荡的走势,而伴随经济转型的各项改革对二级市场的影响没有结束,包括金融体制改革、资源品价格改革、流通体制改革等,将会提供丰富的主题投资机会,但是经济的掣肘还时刻存在,在没有看到经济有所起色之前,任何有风吹草动的超预期下滑都会令投资者感到不安,特别是对于盈利预期较高的中小企业,仍需要注意风险防范。

■策略汇

## 平安证券:确认增长底是关键

一季度,市场的资金底和政策底已基本探明,并由此封杀了市场再度深调的空间;而决定二季度市场方向的关键要素在于增长底能否得到确认。因为如果增长下滑趋势延续至下半年,则即使有资金和政策的底部支撑,基本面临情绪仍会压制市场趋势性上涨;而一旦经济增长的底部在得到确认,则二季度市场将存在继续回升的机会。

综合目前情况,我们仍坚持二季度将出现二次反弹的判断,时间窗口将在4月中下旬逐步开启。数据上看,一季度固定资产投资增速已回落至20%附近;3月社会消费品零售总额出现环比改善,4月中下旬确认增长短期

底部的概率在提升;逻辑上看,政策已基本探明,并由此封杀了市场再度深调的空间;而决定二季度市场方向的关键要素在于增长底能否得到确认。因为如果增长下滑趋势延续至下半年,则即使有资金和政策的底部支撑,基本面临情绪仍会压制市场趋势性上涨;而一旦经济增长的底部在得到确认,则二季度市场将存在继续回升的机会。

策略方面,依然是“大众消费+基建投资+主题”。从配置角度看,在短期市场向下拥有资金和政策底支撑、向上存在基本面担忧压制的约束下,短期投资机会依然以电子信息、水利、军工区域等政策性主题投资为主导,而从布局二次反弹的角度看,建议继续关注受益消费数据逐步企稳回升的食品、医药等大众消费板块;并积极布局潜在受益政府项目投资恢复的重卡、矿山机械、基础化工等板块。

## 申银万国:号角已吹响 可以更积极

我们认为,经济增长下行压力加大,将倒逼政策发力,因此我们可以更积极。但是这并不意味着市场将重新演绎2008年那样波澜壮阔的故事,由于总体上就业压力不像2008年那样大,地方政府加杠杆的空间变小,政府对经济增长的容忍度提高,这使得这次政策更多是托底,其力度要明显小于2008年,不宜对这次政策预期过高。如果民间投资增长比预期的高,或者通货膨胀压力比预期的大,都会对政策形成干扰。因此,在乐观中需要留一份清醒,对政策力度进行动态评估。

从理论上讲,由于出口主要取决于国外需求,消费主要取决于居民收入增长以及预期,宏观政策对这两个变量影响有限,扩大投资必然会成为每次保增长的着力点。从现实需要来看,在出口下台阶之后,经济下滑的主要风险集中在固定资产投资方面,这也需要政府通过稳定投资来稳定增长。因此我们在未来一段时间能看到国家加大政府投资来对冲房地产投资下滑,通过政府支出的加大、信贷的放松已经在3月

份开始看到)、大型项目的开工(已部署,尚未明确看到)来稳定经济增长。

鉴于这次稳增长是以政府投资来弥补私人投资的不足,其投资和项目下拨的节奏取决于私人投资尤其是房地产投资的下滑节奏。未来3-6个月是房地产投资下滑最快的时间,政府投资力度会最大。同时这段时间又是通货膨胀下滑趋势最为明显的时间,也为政策通过财政货币和项目保增长提供了空间。

需要指出的是,稳增长,基金会先行,信贷和财政资金拨付会最先体现,3月份财政支出大增,信贷突破1万亿,让我们初步看到了政策更加积极的信号,但最终还要体现在投资需求方面,除了调研各主要项目的进展之外,最重要的关注中长期贷款占比、基础设施投资增速、以及中央项目投资增长三个指标。伴随着十二万项目的开工,农村和西部地区基础设施、城市市政工程、铁路、节能环保等项目的实施,中长期贷款占比将提升,基础设施投资和中央项目投资将触底回升。

## 新增资金迟迟不见进场

# 万亿信贷吹不动“蓝筹潮”

□申万研究所 桂浩明

3月份新增信贷数据公布后,市场反响比较热烈。毕竟,单月新增信贷超万亿,已是一年前的事情了。虽然我们不能排除3月数据存在一定偶然性及不可比因素的可能,但不管怎么说,银根确实松动了。如果说分析美国的经济走势,最主要的参照指标是新增非农就业人数的话,那么分析中国的经济走势,新增信贷规模无疑是关键的一个因素。在经历持续的新增信贷规模下降之后,出现这样一次“井喷”,其影响力不容小觑。事实上,在不少投资者看来,这更是资金面开始宽松的一个标志。而通常实体经济状况慢慢好转,股市也应该有所表现,甚至,作为经济的晴雨表,股市更应提前对这种向好作出反应。

从近日股市的实际表现来看,尽管在上周四大盘拉出中阳线,显示出新增信贷增加消息的确产生了利多效果;但随后几个交易日,大盘表现就开始走弱。到本周二,股指更开始考验5日均线,行情出现疲态。客观上,在这之前,很多投资者将二季度股市的希望建立在政策松动上,目前政策层面确实有了动作,那么为什么行情依然如此疲弱呢?特别是在近期地缘政治方面可能会演化为“黑天鹅”事件关注热点有所降温、国际油价也出现一定程度的回落,即内外因素似乎都有利于股市向上之际。

坦率地讲,最主要的问题恐怕是出在股市流动性上。宏观调控的一个直接结果就是收缩市场资金,在这个过程中,股市资金的

流出较为明显。这里有两个流出原因:一是由于社会资金紧张,变现较为容易的股市自然就成为投资者抽资的一个重点;二是由于资金紧张,企业业绩下滑,股市回落,这就促使股市中的存量资金选择退出而转投其它领域(如债市、银行发行的类固定收益类的理财产品等)。因此,股市就面临着“一个资金面越来越紧张的格局。曾经,有人是把扩容以及大小非和大小限的减持视为导致股市供求失衡的元凶,并认为只要这方面的压力小了就可以解决问题。但实际上,由于日渐减少的股市存量资金与巨大的流通市值早已无法匹配,因此即便是股市下跌得很惨,以致有了“蓝筹股持续罕见投资价值”的说法,但大盘并没有因此出现相应的上涨行情。尽管管理层也已经意识到这个问题,并开始着手引进包括养老基金在内的长线资金入市,并且迅速扩大QFII额度,但毕竟这些政策的落实与见效需要一个不短的过程,因而现在必须承认的是,股市流动性很差,供求矛盾尖锐。

于是,在市场大环境比较有利于股市上涨之时,大盘实际上却未实现较好的表现。盘面显示,近期沪深两市的日成交金额差不少就在1600亿元左右,这不仅要比去年同期少很多,还明显少于前一个月的水平。这样的成交量说明,基本上没有什么增量资金入市,相反一些研究机构的统计数据还显示,倒是有不少大资金在撤出。进一步来看,凭这样的成交水平,显然不可能将股市推上一个台阶。尽管基本面的改善以及人们对政策面的预期向好的,的

确在一定程度上锁定了股指的下行空间,但这些并不能推动股指出现明显的上涨。毕竟,目前市场太缺乏资金。就现阶段来看,大盘恐怕只能是在一个不大的区间内进行波动,同时成交量会进一步有所减少,缩量整理也就成为了行情运行的主基调。一般而言,如果没有特殊因素的推动,这种状况

会维系一段时间。

另外,最近有关在证券业改革与创新的新闻不少,有分析认为随着创新推进的加快,证券行业将迎来巨大的发展,这无疑将振奋人心。但在这里大家也不妨这样来思考:对于当前的证券市场来说,最急需改变的是什么?难道不是市场

确在一定程度上锁定了股指的下行空间,但这些并不能推动股指出现明显的上涨。毕竟,目前市场太缺乏资金。就现阶段来看,大盘恐怕只能是在一个不大的区间内进行波动,同时成交量会进一步有所减少,缩量整理也就成为了行情运行的主基调。一般而言,如果没有特殊因素的推动,这种状况

会维系一段时间。

另外,最近有关在证券业改革与创新的新闻不少,有分析认为随着创新推进的加快,证券行业将迎来巨大的发展,这无疑将振奋人心。但在这里大家也不妨这样来思考:对于当前的证券市场来说,最急需改变的是什么?难道不是市场

## 内外同现政策博弈 港股年线支撑变压力

□香港智信社

受美国3月份零售销售数据好于预期的推动,隔夜欧美各主要股指几乎全线反弹;内地A股周二则于2350点关口遇阻回落,短线缺乏明确的方向。港股昨日全日低位震荡,恒指在年线附近压力显著,预计短期仍将维持多空持仓格局,而内外市场经济与政策的博弈将决定其中长期方向。

恒生指数昨日最终收报20562.31点,下跌0.23%;大市交投再度萎缩,仅成交485亿港元。中资股与大市同步走低,国企指数与红筹指数跌幅分别为0.46%和0.16%。

近期表现较为强势的中资地产股昨日领跌大市,两只蓝筹股中国海外与华润置地跌幅均在1.8%左右。中资地产板块此前受到乐观的销售数据以及政策调控入市,相反一些研究机构的统计数据还显示,倒是有不少大资金在撤出。进一步来看,凭这样的成交水平,显然不可能将股市推上一个台阶。尽管基本面的改善以及人们对政策面的预期向好的,的

存压力依然是困扰中资房企的主要因素。

瑞信昨日发表报告指出,上周内地主要城市的一手物业交投量环比上升44%,今年以来,一手物业交投量按年仍然下降7%。该行预期政府对楼市的调控短期未见放松,维持行业的“减持”评级。此外,野村发表报告表示,3月份强劲的地产销售额支持其对于内地基本住房需求依然完好的观点;该行称,在过去数月,潜在购房者一直在寻找机会购买住房,而且房屋抵押贷款的放松以及地产开发商的降价策略也成功释放了潜在需求。野村预计,2012年房地产销售额将较上年下降15%,预计房价回调5%、成交量下降10%。在整合阶段,主要开发商应会再次获得市场占有率。

展望港股后市,从技术上看,恒指自3月份以来曾经四次跌破年线,前两次为3月7日及3月23日,跌破后均迅速收回,年线体现了较强的支撑力度;后两次为3月29日及4月5日,年线失守后多方曾两度试图反攻,但均以失败收场,在此期间,年线对于恒指运行构成了显著的压力。而且,在上

述四次跌破年线的情形中,下破年线的幅度也呈现递增的态势。因此,从这个意义上看,港股后市不容乐观。而且,如果我们恒指生指数、上证综指、道琼斯指数自年初以来累计涨幅进行比较,发现恒指涨幅高达11%,而后两者仅上涨6%左右,故不排除港股后市出现补跌风险。

若从基本面上看,近期无论是内地市场还是美国市场,都体现出较强的经济与政策博弈特征。内地经济数据虽然持续低迷,反倒提升了市场对于政策放松的预期;美国近期公布的经济数据差强人意,美联储对于持续的经济刺激政策则含糊其辞,也正是因为经济数据的时好时坏,美联储内部才出现了对于未来政策倾向的分歧,进而导致市场预期摇摆不定。整体上看,为了避免经济出现显著萎缩,预计后期新兴市场国家政策放松进度将快于美国,对于港股来说,其效果可能好坏参半。一方面,内地政策的放松将对A股以及H股市场形成支撑;另一方面,这种货币政策的相对变化或将令国际资金回流美国,对港股又将形成资金面的压力。

下滑的担忧和对政策进一步放松的乐观预期成为当前主导A股市场的决定性因素。在这两方面因素的影响下,市场更多体现为持续的震荡整理,即便周二金改概念股大幅调整,A股整体表现也较为稳定,并未出现明显的恐慌迹象。

趋势上看,由于缺乏稳定的预期,这种预期的不稳定主要源于市场对国内经济能否企稳回升以及对管理层政策调整的力度难以精准把握),不排除沪深两市短线继续反复震荡的可能;中期的角度看,随着国内经济快速回落叠加政策调整力度进一步加大,预计A股有望迎来趋势性的向上机会。当然,在当前的震荡行情中,受益于国内各项制度性改革的概念板块仍有望持续活跃,建议投资者逐步增大对地产、券商、水泥等行业的配置力度。

## 德邦证券:把握结构性机会

未来政策将延续较宽松的态势,二季度存款准备金率仍有下调的可能。第一季度贸易顺差仅6.7亿美元,外汇占款输入流动性趋缓,央票已连续停发三个多月,中国人民银行在公开市场上有意保持资金面的宽松,欧美经济复苏进程曲折,预计第二季度出口增长仍将面临一些挑战。货币调控将继续趋于宽松,保持适度的流动性。

投资策略方面,一季度经济增长低于预期,企业盈利面临较大的压力,我们坚持“经济差,政策松,股市涨”的逻辑,当前市场机会大于风险,未来3-6月股指依然可以保持乐观,短期可能会有一些震荡,建议把握结构性机会。行业配置方面,看好金融服务、商业零售和电力股。(魏静整理)



目前仓位状况 (加权平均仓位:60.2%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	42.5%	664
75%左右	12.9%	202
50%左右	11.4%	176
25%左右	9.0%	140
空仓(0%)	24.2%	377

常用技术分析指标数值表(2012年4月17日) 宏源证券北京金融大街(太平桥大街)营业部提供

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
MA(5)	↑2342.19	↑2557.37	↑9938.78
MA(10)	↑2317.42	↑2528.93	↑9810.63
MA(20)	↑2345.21	↑2543.62	↑9877.48
MA(80)	↓2364.35	↓2575.51	↓9987.98
MA(60)	↑2354.18	↑2549.64	↑9772.87
MA(100)	↓2327.45	↓2513.05	↓9611.38
MA(120)	↓2349.37	↓2540.71	↓9740.09
MA(250)	↓2529.86	↓2761.63	↓10765.81
BIAS(6)	↓-0.05	↓-0.36	↓-0.76
BIAS(12)	↓1.11	↓0.98	↓0.87
DIF(12,26)	↑-11.52	↑-8.15	↑-8.66
DEA(9)	↑-16.97	↑-14.09	↑-26.94
RSI(6)	↓51.69	↓49.31	↓46.98
RSI(12)	↓48.42	↓48.40	↓48.27
%K(9,3)	↓65.65	↓68.07	↓68.38
%D(3)	↓59.53	↓63.30	↓64.42

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
PSY(12)	58.33	58.33	50.00
MA(6)	↑56.94	↑56.94	↑47.22
+DI(7)	↓25.47	↓25.38	↓24.84
-DI(7)	↑24.91	↑28.27	↑29.16
ADX	↓24.65	↓21.84	↓19.02
ADXR	↓30.28	↓27.27	↓23.74
BR(26)	↑139.36	↑152.01	↑171.53
AR(26)	↓162.33	↓172.95	↓199.36
%W(10)	↑28.12	↑33.42	↑36.80
%W(20)	↑45.50	↑44.29	↑48.89
%K(9,3)	↓75.45	↓74.96	↓73.53
%D(3)	↓65.65	↓68.07	↓68.38
%J(3)	↓95.06	↓88.74	↓83.84
MOM(12)	↓-12.19	↓-5.26	↓-1.47
MA(6)	↑-26.88	↑-17.48	↑-71.44
ROC(12)	↓-0.52	↓-0.21	↓-0.01

# 预期不稳 短期方向难明

□银泰证券

就第一方面的因素来看,2012年一季度国内GDP同比增长8.1%,增速较2011年全年的9.2%继续回落,且回落幅度远超之前市场普遍预期的8.4%的水平。具体来看,固定资产投资增速的放缓成为一季度国内GDP增速超预期回落的主要原因,其中房地产开发投资增速较2011年全年回落4.4个百分点,较去年同期则大幅回落10.6个百分点。受外需疲弱的影响,出口对国内经济的贡献也进一步降低,而尽管消费占GDP的比重有所增加,但汽车、家电等终端需求增幅依然较为缓慢。在国内经济增速快速回落的背景下,管理层与之对应的措施则是货币政策进一步放松。3月份国内人民币新增贷款1.01万亿元,远超市场预期;M2的同比增速达到13.4%,较2月份的13.0%继续回升。与此同时,国务院于一季

度经济数据公布后召开经济形势分析会,会议最终决定继续加强和改善宏观调控,着力扩大内需,并表示既要坚定不移地扩大消费需求,也要保持适度的投资规模,政策取向显示出了较为明显的稳增长倾向。

也正是在这种经济增速持续下滑、但政策调整力度进一步增大的背景下,近期A股市场面临一种两难的局面,体现在盘面上便是沪深指数运行缺乏明确的方向。就国内实体经济的发展趋势而言,虽然一季度GDP回落的幅度远超预期,但也在很大程度上使得本轮国内经济见底的时间点提前到来,而基本逻辑便是经济的快速回落将倒逼管理层加大政策调整的力度。从目前的情况来看,3月人民币新增信贷的放量以及国务院常务会议的决定均表明了这种迹象。我们认为,不排除一

季度成为本轮经济底部的可能,从3月单月的数据看,无论是制造业PMI的持续反弹,还是工业增加值数据,均显示出了经济环比改善的迹象。从这个角度看,尽管缺乏更多的数据支持,但从逻辑的角度来看,后期实体层面对A股市场的影响将逐步趋于正面,至少不会形成太大的负面冲击。

就第二方面的因素来看,从当前国内不断推出的各项改革措施对A股市场的影响看,将其更多地起到活跃市场、提升盘面人气的的作用,对沪深指数的运行趋势不会产生决定性的影响。尽管近期以来,在温州金融改革概念的带动下,A股个股概念股轮番活跃,部分强势个股的涨幅超过100%,盘面做多热情也一度被激发,但从最终的市场走势看,沪深两市依然更多运行于原有的逻辑中,即对国内经济增速持续

下滑的担忧和对政策进一步放松的乐观预期成为当前主导A股市场的决定性因素。在这两方面因素的影响下,市场更多体现为持续的震荡整理,即便周二金改概念股大幅调整,A股整体表现也较为稳定,并未出现明显的恐慌迹象。

趋势上看,由于缺乏稳定的预期,这种预期的不稳定主要源于市场对国内经济能否企稳回升以及对管理层政策调整的力度难以精准把握),不排除沪深两市短线继续反复震荡的可能;中期的角度看,随着国内经济快速回落叠加政策调整力度进一步加大,预计A股有望迎来趋势性的向上机会。当然,在当前的震荡行情中,受益于国内各项制度性改革的概念板块仍有望持续活跃,建议投资者逐步增大对地产、券商、水泥等行业的配置力度。

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。