

政策与经济博弈 2478攻坚战期待“援兵”

□本报记者 曹阳

上周A股市场的表现可谓精彩纷呈,场内资金围绕金融改革相关题材大做文章,A股市场顿时“妖股丛生”。更令投资者欣慰的是,在上周的后半周,热点逐渐从金改题材向传统的金融板块扩散,特别是以券商、信托和保险为代表的非银行金融股更是树起了A股的领涨大旗。

主流热点的涌现对于反弹的延续性无疑具有立竿见影的效果,虽然短线存在部分累积涨幅过大股票获利回吐带来的回调压力,但反弹在本周大概率仍将延续。显然,当前主导A股市场的逻辑已从对经济增速加速放缓的担忧转移至了对为对冲基本面恶化而可能加速货币政策放松步伐的预期,而此前一直稳步推进的资本市场改革的红利也在慢慢发酵中。

政策放松预期博弈基本面下行

根据美林投资时钟对经济周期四个阶段的划分:“经济下行,通胀下行”构成衰退阶段,“经济上行,通胀下行”构成复苏阶段,“经济上行,通胀上行”构成过热阶段,“经济下行,通胀上行”构成滞胀阶段。在衰退期的前期,往往呈现债牛股弱的格局;而在衰退期的后期,以股票为代表的权益类资产配置价值逐渐显现。

综合多方市场观点来看,目前国内经济确已步入了经济增速与通胀双下阶段的中后期。而随着一季度经济数据的现身,再结合3月份新增信贷的超预期来看,“宏观调控”这只有形之手正在发挥其逆周期调控的作用,当前疲软的经济意味着后期出台反应式偏暖政策的概率在增大。一旦政策放松力度加大,目前的“衰退”阶段确实存在因政策方面刺激而提前走出的可能。按照经济周期的运行规律来看,在政策预调及时出现之后,即便考虑经济下行所特有的惯性,二季度都将是经济底出现的最佳时机。

正是基于上述逻辑在市场中渐成主流,当前A股中性偏强的格局已然形成。无论是之前围绕金融改革创新大做文章的“炒地图”还是后期券商股的异军突起,都将市场的做多热情点燃,沪深两市成交温和放大,形成了权重蓝筹股稳步上涨、题材热点奋力冲刺的可喜局面,一时之间,A股的赚钱效应应在无限放大中,而更多的场外观望资金也在蠢蠢欲动。

但需要指出的是,在新一轮“四万亿”确定不会出现的情况下,A股并不具备在经济增速与通胀双下阶段反身走出牛市的可能,类似2008年底货币造牛行情几乎不可能重现。即使从更长的A股历史来看,始于2008年底的牛市也是另类,投资者应放弃重温2009年行情的幻想,根据政策对经济的刺激力度以及经济微观层面数据的改善情况来把握对真正价值股的布局机会。即使从最简单的供需理论来讲,在新股上市无限化的时代,有限的新增资金不足以支撑A股出现系统性的牛市。当然,新股发行的无限化对A股投资者并非坏事,因为投资者拥有了更多的选择,真正的好公司一定会从中脱颖而出,并且享受高成长带来的高估值溢价,此前仅仅建立在小市值之上的估值溢价将不复存在,因此有市场人士指出,从中长期来看,A股投资者将通过寻求阿尔法、而不再是贝塔来获取超额收益。

券商股之后还有谁

市场热点从金改概念股向以券商为首的非银行金融股有效扩散是上周市场反弹延续的关键,而券商股在上周的崛起主要源于两方面的原因。

其一,4月份以来,在两会结束后,涉及到经济制度层面的一系列改革举措呈全面铺开之势,包括扩大人民币汇率波动、启动区域金融改革与创新试点、扩大债券等直接融资渠道等。同时,在资金层面引入对冲机制,比如:大规模扩大QFII额度、流动性和货币信贷进入逆周期调节、定向支持实体经济发展等。资本市场的改革趋势已然形成,这些制度改革所带来的市场红利值得继续预期。而有分析指出,金融市场改革或对券商板块将带来中长期利好。显然,中长期金融市场改革带来的制度性红利为券商股未来业绩的增厚提供了巨大的想象空间,这将直接推动券商股估值的重构。

其二,在政策放松预期增强的背景下,短期市场大概率将震荡向上,而券商是典型的高贝塔板块,此外以市净率衡量的券商板块相对估值也处于低位,这都有利于券商股行情的展开。特别是在存准率下调窗口渐近的背景下,有色金属与煤炭受制于基本面不佳的现实,券商股是目前最为安全且对流动性变化反应最为灵敏的品种。

不过,经过了上周的疯狂上涨,短期部分累积涨幅过大的券商股存在获利回吐的压力,不排除非银行金融板块短线调整引发市场震荡的情况。因此,在券商股之外,寻找第二落地对于本轮踏空的投资者而言就显得非常重要了。综合多家研究机构的观点来看,基建项目复工对相关行业板块的拉动作用或将逐渐体现。

有分析指出,尽管当前增速绝对值仍处在“合理区间”,但持续下行的趋势显然无法让政府高枕无忧,这意味着政策预调微调的必要性已经显著提升。一季度GDP季环比增速下滑到1.8%,若今后三个季度维持此增速,则全年GDP同比增速在8%左右,仅略高于政府设定的增长目标。而预调微调的方式更可能是通过结构性政策来对经济进行有针对性的修复,特别是投资需求,而财政政策对于实现这一目标更有效。投资需求大幅放缓是导致增速下滑的主要因素,而此前中央投资以及固定资产投资仍处于负增长状态,显示政府在以基建为主的大型项目投资上仍有充足的弹性。这些可能的预调微调措施落实将有助于经济环比增速在二季度实现筑底。同时,上周市场曾有传闻基建投资或存在超预期的可能,而铁路建设资金正在逐步到位,在建项目工程复工或将给建材板块带来一定的交易性机会。包括基建项目恢复开工对需求的拉动以及建材板块相对估值处于低位的特征都支持当前建材板块可能存在获得超额收益的机会。

这或许给投资者带来了一种思路,在经济行将见底之时,传统的周期性行业确实存在一定的博弈价值,但在周期品博弈的过程中,预期收益显然不应过高。对绝大部分传统周期股而言,或许只存在波段性的机会,而不存在类似2009年的系统性机会。



□长城证券张勇

经过连续三周的反弹,股指已收复了三月中旬以来的大部分下跌失地,上证指数重新站上2400点上方,本周或将挑战2月份2478点的反弹高点。随着政策预调微调逐步落实,政策红利累积效应释放,经济将在二季度见底回升,目前大盘已具备了超越前期高点实力,且有望向上挑战2500点整数关口。虽然上市公司一季度业绩继续下滑,但是市场对此已基本消化,投资者预期已经开始转向乐观。从海外市场看,欧债危机虽然继续发酵,但是顶点已过,其对国内A股的影响也趋于弱化。

就市场预期而言,随着政策预调微调措施地陆续出台,投资者悲观预期的转变经历从量变到质变的过程,经济预期由L型转变为U型,乐观情绪已逐步主导市场。据央行上周三发布数据显示,一季度国内新增人民币贷款2.46万亿元,社会融资

□西部证券 韩实

上周沪深两市强势反弹,沪指在突破60日均线 and 半年线后涨势明显加快,重新站在2400点整数关口之上,全周以中阳线报收。这其中,金融改革深化以及宏观政策松动预期,成为权重股板块整体走强的导火索,市场热点轮动有序,个股活跃度相对较高,大盘短期弱势格局已被扭转;随着宏观政策调控预期升温以及经济运行拐点的出现,未来大盘有望进入强势运行阶段。

从影响市场运行趋势的因素来看,宏观政策微调预期增强和经济增速下滑面临拐点是推动市场强劲反弹的主导驱动力。一季度经济增速加速下滑至8.1%,反映出分月数据破8%的可能性较大,这逼近了全年经济

□国泰君安期货研究所 江勇

期指连续第三周实现上涨,并站在2600点之上。这其中,金融创新以及政策放松预期,成为股指成功突围的关键。

从引发市场上涨的具体因素来看,国内方面,央行上周宣布下调部分县域法人金融机构法定存款准备金率1%,人民币兑美元日交易区间自0.5%范围内浮动扩大至上下1%范围;同时,商务部的数据显示PDI连续五个月出现负增长,央行公开市场操作连续第四周维持净投放。海外市场,印度、巴西接连降息,西班牙国债

□中国银河证券研究部策略团队

指数周线强势收出三连阳,沪指报收2406.86点,周涨幅达2.02%,成交量继续放大,短期趋势依然良好。板块热点方面,金改股及铁路基建类个股引领涨势。以经验的角度看,预计与金融改革相关的政策热点还将继续推出,从而为热点板块持续提供政策刺激。而热点板块的持续性将很大程度上决定此轮反弹的力度和高度。短期内,我们仍然看好市场;但从技术面的角度看,预计指数将在2450-2470点一带面临压力。

从近期公布的一系列经济数据来看,有喜有悲,总体来看,我们认为实际的数据显示经济基本面仍未出现确定性的见底企稳迹象。尤其是对于此前刚刚公布的3月份贷款数据,市场倾向于将大超预期的1.01万亿解读为利好信息,但是如果进行更为深入的结构分析可以发现,3月较之于2月新增的3千亿贷款额中,有一半属于居民部门短贷。结合季节性因素,我们倾向于认为清明节

□国泰君安期货研究所 江勇

规模3.88万亿元;其中3月份为1.86万亿元,分别比上月和上年同期增加8136亿元和355亿元,表明市场资金需求正不断上升。同时央行表示,将通过“适时加大逆回购操作力度、下调存款准备金率、央票到期”等方式释放流动性,继续保持信贷地合理增长。虽然一季度多数经济数据表明经济仍然处于下行过程之中,但是随着政策预调微调措施的出台,投资者的悲观预期已经悄然转变,L型经济运行已经逐步被U型经济运行特征所取代,经济二季度见底回升已经成为目前市场的主流观点。目前中国的经济总量达到47万亿,位居世界第二;投资率近50%,对GDP增量的贡献率持续在50%以上。鉴于投资是“资本密集+劳动密集”型工具,如果投资出现剧烈调整,那么将导致社会就业环境的不稳定。我们认为一季度的经济环境已逐渐逼近政策底线,二季度将是政策逆周期提速及打破僵局的

□国泰君安期货研究所 江勇

开端。我们有理由相信经济二季度末见底的确定性,因此困扰市场的经济下行风险大部分释放,股市有望再次提前一个季度反映经济回升预期,晴雨表功能将得以体现。

外围市场方面,美国经济复苏的确定性增强,欧债危机顶点已过,外部环境好转有利于A股市场上涨。从目前的数据来看,复苏表现在制造业产能和资本金支出的表现,私人消费好转,失业率的持续下降。从就业的情况来看,失业率回落的持续性来自于长期失业人口的下降。此外,进口的扩张也进一步证实了美国经济复苏的速度。1月份的数据显示进口需求增加,特别是汽车、电子等耐用消费品。从更深层次的原因来看,私人部门去杠杆化进程接近尾声。美联储公布的家庭整体的负债比率、按揭负债比率数据,已经分别下降至上一轮短周期起点水平(2003年为10%和9.3%)。从家庭杠杆率和私人消费的拟合来看,在家庭

□国泰君安期货研究所 江勇

调存款准备金率等多种方式释放流动性,稳步增加流动性供应。以“减税”为核心的财政政策和货币政策局部松动的双重预期成为改变市场强弱格局的关键。某种程度上讲,前期大盘的持续下跌和弱势震荡已经完成了对利空因素的消化,利空出尽后基本面因素的利好预期则成为支持大盘逐步转强的主要因素,进而也改变市场主流资金的流向。

从市场表现来看,以券商、保险为首的蓝筹股成为引领市场反弹的主要热点板块,受益于业绩回暖和政策红利的支持,权重股短期对市场的影响不断增强,而经济拐点的即将出现也使得钢铁、建材、化工等周期性行业的估值优势再次体现,为中长线资金配置提供了较好的安全边际,其强势表现对于确立市场趋势方向起到了积极

□国泰君安期货研究所 江勇

的指示作用。目前以新兴产业为代表的中小市值品种正处于自身估值修复和高成长再发现的过程中,随着政策支持力度的加强,新兴产业在经济增长中的重要角色将带给市场更为清晰的投资机会,并有望与权重股形成合力推动市场继续转暖,从而成为贯穿全年的市场投资主流热点。考虑到经济运行周期的特点,短期热点风格转换不会改变市场的结构性特征,权重股板块或将会迎来更多的短线表现机会,后市大盘结构性特征将成为常态。

技术层面,沪指强势实现周线三连阳,成交量显著放大,5日均线快速上行,并上穿多条中期均线;随着10日、20日均线的上行,均线系统已经得到全面修复,即将呈现多头排列,MACD指标低位出现金叉,支持大盘中期继续向好。短期技术指标中KDJ

入调整之中,发达经济体货币政策近期普遍保持稳定,新兴市场继续维持宽松,上周印度、巴西央行分别宣布下调基准利率50.75个基点。虽然近期西班牙国债收益持续上升并突破6%引发了市场新一轮对欧债危机的担忧,但我们认为欧元区最危险的时刻已过,欧央行可能再次展开购债操作来缓解市场忧虑。本周,美联储将召开议息会议,随着近期美国经济数据有所走弱以及3月非农数据的大幅低于市场预期,新一轮QE的预期正重新被激发,我们认为在扭转操作之后,美联储后续推出进一步宽松措施的可能性非常大,但在4月的议息会

左右的居民消费可能是主要的解释因素。而对比之下,企业部门的短贷增长不多,仅仅反映了自然的生产备货需要,但是中长贷依然萎缩。从这样的细分数据看,企业扩张的意愿仍然较弱,贷款的猛增更多是季节性因素所导致。

政策成为核心驱动力

既然基本面的情况似乎并无法解释当前市场的乐观情绪,那么理解A股近期行情的关键,仍要再次回归到“政策市”的命题上。与基本面数据仍不乐观形成鲜明对比的是,近期在政策端利多信息不断。券商创新、金融试验区、货币政策微调,如此种种,不胜枚举。更为重要的是,这种政府主导下的政策或改革一方面在相当程度上分散了市场前期对于经济基本面的担心和焦虑,另一方面也让投资者感受到政策维稳的良苦用心。由此造成的乐观预期是当前市场最为核心的主导逻辑,我们预计这种相对利多于股市的政策氛围仍将继续。

展望后市,我们预计通胀压力将大概率继续下降,届时对于货币政策

□国泰君安期货研究所 江勇

更大幅度的调整预期将继续利多A股。但在做出如此乐观的预判之前,我们仍需对可能源于海外的冲击心存谨慎。尤其是对于中东油价、欧洲释放流动性等因素,我们需格外关注。前者短期内预计不会出现明显变化,但欧洲释放大量流动性却是确定性的事实,国际市场更为充裕的流动性是否会再次导致热钱流入以及相关的通胀问题?建议投资者密切关注。

继续看好短期反弹

从短期的角度看,我们依然看好A股的反弹趋势。但是,从行业配置的角度看,由基本面改善所主导的逻辑仍不具备投资的价值,行业配置的逻辑需要密切关注改革主导的方向。从改革的逻辑看,与金融改革相关的行业与个股将是短期配置的首选。同时,由于基本面的情况仍不十分清晰,在对传统大类板块的选择上,仍需配置一部分业绩确定,一季报不易出现地雷的行业。从这个角度看,食品饮料、餐饮旅游可能值得关注。从全年的配置角度看,我们依然看好将受益于资源品价格改革的天然气及相关板块。

议上货币政策仍将大概率保持不变,投资者需密切关注随后伯南克的讲话以及政策声明。若有宽松迹象出现,则全球风险资产都将得到提振,A股亦不例外。总体而言,随着时间的推进,我们所预期的货币政策放松带来的流动性改善以及经济基本面的转好将逐步推动期指上行。

4月以来,在全球主要股市均陷入调整的背景下,2011年熊冠全球的A股一改颓势强劲上涨,目前A股从各种中长期指标来看都陷入超卖之中,今年国内股市跑赢海外股市将是大概率事件。操作上,投资者可继续逢调整时的低位介入多单。