

# 向上向下难明确 四角度巧博收益

□兴业证券策略研究小组 张忆东

当前,制约投资者坚定做多因素在于经济仍处下行趋势,市场的核心矛盾已经从去年的通胀何时见顶(流动性的另一面)转变为经济何时见底。年初以来的数轮火爆的主题投资行情,充分体现了民间资金的“不差钱”。于是,赚钱效应在震荡中积累,市场信心在脆弱中重建。整体而言,在经济仍然没有明确复苏信号之前,我们判断行情仍将在“政策底”和“经济顶”之间的箱体运动。目前金融改革、股市政策的出台眼花缭乱,速度明显超出预期,投资者也在乐观预期的推动下,认为短期行情仍可为。但调整的风险在于“狗跑得快主人快,要等一等”。若市场情绪走向过度乐观,投资者仍需留一份清醒。

## 制度性改革提速 乐观预期升温

经济政策方面,我们仍认为总体将维持不温不火的状态,托底性政策仅是为了熨平经济下行通道中的过快下滑。然而,真正让我们兴奋和内心受到鼓舞的是,近期让人眼花缭乱的改革大戏。在目

前的转型攻坚期,改革举措虽不能出现立竿见影的效果,但一系列金融改革措施以及股市新股发行制度意见征求和创业板退市制度的正式实施,使我们看到了顶层制度设计所产生的变革希望。

对于金融改革,我们认为,温州的金融综合改革试验、深圳的金融完善意见等政策的核心,在于以消除金融抑制,促进金融资源的优化分配,理顺实体与虚拟经济的发展关系,其改革最终目标剑指实现利率形成机制的市场化。当前,政府仍应当以行政之手促使信贷向新兴战略产业倾斜,但培育民间金融主体,完善金融市场,将最终促使利率价格的决定走向市场化。

就股市制度性改革而言,4月20日深交所颁布新《创业板股票上市规则》,明确和丰富了退市制度,并事实上封堵了借壳上市的可能性。虽然该举措短期可能浇灭市场炒作热情,但其影响属于短空长多,长期而言,这是A股从“融资”定位向“投资”定位迈出的关键一步,具有深远的意义。通过严格退市标准以及堵住借壳上市之路,从根本上抽掉绩差股的炒作空间,扭转市场的估值体系,而小盘绩差股估值的下行也将压低新股发行估

值和炒新热,对于整个A股而言,是市场良序重建的第一步。

我们认为,未来主板退市制度也应当进一步跟上,并应对借壳上市和IPO上市采用事实趋同的审核标准,在此基础上,若再对市场的融资和再融资制度作出改革,则A股有望彻底改变目前扭曲的估值体系。长期而言,对整体市场和大盘蓝筹股而言,将带来较大的投资机会。

## 经济不好不坏 通胀不高不低

经济谓之不好,在于增速继续回落,GDP环比折年已破八,上半年同比破八风险未消。投资、消费增速仍然下行,房地产新开工面积累计同比增速降至0.26%,预示未来投资地进一步减速。经济减速过程中企业利润大幅滑坡,一季度国企利润同比增速为-9.1%。

经济谓之不好,在于随着潜在经济增速的下降,国务院对经济当前定性为“增速合理”,全年GDP7.5%的目标能够实现,巩固房价物价调控的成果,符合换届年“平稳过渡”的要求。3月信贷超市场预期,一季度累计投放2.46万亿,货币供应量低位回升,经济

的先行指标已有改善迹象。

从目前通胀的现实来看,也是不高不低,二季度末开始,同比读数将明显下行。CPI今年很难在5%以上,因此投资时钟重回滞胀期的概率不大,但是综合考虑结构性“用工荒”、城镇化的进一步推进,提升基本保障对低收入者消费需求的刺激、要素价格改革等因素,也别奢望CPI有多低。

## 下调存款准备金预期强烈

上周央行继续净投放520亿,资金面较为平稳,银行间7天回购利率微升14个bp至3.9465%,14天回购利率微升10个bp至3.9581%。反映民间资金需求的直贴/转贴利率保持平稳,长三角票据转贴利率下行15bp至4.25%,转贴利率上涨10bp至4.1%。信用债市场上,AA级票据利率继续下降,与AAA级票据的信用利差缩窄,反映了投资者对经济预期的进一步改善。月末受到上缴财政存款的预期,市场对下调存款准备金的预期依然较为强烈。

## 关注四大结构性机会

我们判断,短期“金改”的积极预期和近期降准下调政策

托底预期,仍将对投资者预期产生正面效应,但基本面的恶化将制约市场的大幅上行空间,且创业板退市制度的实施属于短空长多,短期将压制市场的绩差股炒作热情,市场出现系统性风险以及趋势性机会的概率都不大。

二季度中后期开始,随着投资时钟从当前的衰退后期进入谷底、弱复苏的阶段,行情反弹的动能会有所提升。在指数整体上行空间不大的情况下,我们认为投资策略应当具备前瞻性,震荡中寻找结构性机会。

首先,绩优蓝筹打底仓,逆向思维布局的经济(预期)敏感型周期性行业,包括券商、汽车、地产、高铁、机械、水泥、煤炭等。第二,前瞻性逢低布局、波段操作主题投资,2012年可特别关注“改革”名义下进行的主题投资,包括非银金融、要素价格改革(电、气等)、区域经济等。第三,精挑细选成长股,关注年报和一季报超预期品种。在受益于经济转型的新消费、新经济领域淘金,包括互联网、农业、餐饮旅游、传媒、以及有实质盈利潜力的新兴产业。第四,警惕相关受创业板退市制度影响较大的股票。

■指标气象站

行业成交占比:

# “金改”短期需谨慎 “煤电”带上安全帽

□本报记者 李波

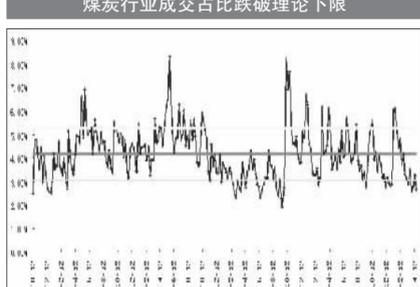
上周,金融改革创新的利好继续发酵和深化,股指继续震荡上行,以券商为代表的热点继续逞强。不过,随着事件性刺激的边际递减以及获利盘调整压力的累积,短线技术调整压力在加大。未来热点如何演绎和扩散成为市场关注的焦点,投资者可参考行业成交占比这一衡量资金偏好的指标来发掘热点转移路线。

统计显示,上周券商和房地产行业的成交占比大幅上行,虽然距离历史高点仍有不小距离,但是快速突破理论上限后还是需要留意短调的风险;相比之下,电力、煤炭等行业的成交占比在底部徘徊,安全性较强,且用电高峰、经济见底等预期利好有望成为见底回升的催化剂。

## 券商、地产:成交占比冲破上限

上周,受益金融改革创新、券商大会、北京等地规定佣金下限等利好刺激,加之行情回暖、成交活跃,券商板块成为市场最耀眼的明星。

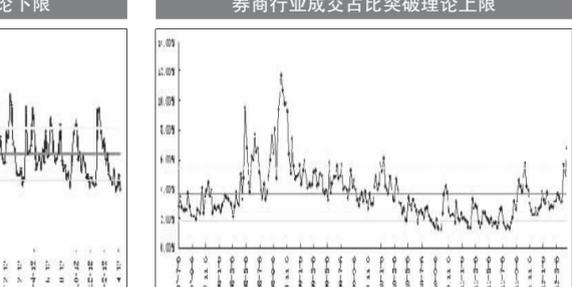
煤炭行业成交占比跌破理论下限



统计显示,截至上周五,申万券商行业的周成交金额占比为6.87%,较前一周的4.91%大幅上升近2个百分点,不仅大幅突破5.42%的理论上限(2006年以来均值+1个标准差),也创下了2008年12月以来的最高水平。

当前,券商行业的成交占比与2008年10月10日11.77%的历史高点仍有较大距离,因此从历史经验来看,风险并未到释放临界点。不过,2010年以来,券商行业成交占比只在2011年10月14日当周突破过理论上限,之后便快速下行;而在4月6日再次突破理论

券商行业成交占比突破理论上限



上限之后,也出现了一周的调整。因此,在肯定金融改革等一系列政策利好对券商板块带来的正面影响的同时,也需要留意快速上涨后隐藏的短线回调风险。

上周房地产行业的成交占比也继续反弹,符合我们在上期栏目中做出的“短期依然存在上冲惯性”的预判。截至上周五,申万房地产行业的周成交金额占比为9.16%,较前一周的8.43%上升近2个百分点,连续四周上涨,并刷新2010年7月中旬以来的新高。

同券商行业一样,目前房地产行业的成交占比距离2006年以来

的最高值11.38%也有不少距离,因此,在调控力度加码空间不大、房地产销售回暖、板块估值低企、金融改革创新的背景下,板块依然有上涨动力,不会很快熄火。不过,历史总是同样显示,房地产成交占比在10%以上的时间并不多,往往在突破10%之后便出现快速下降。因此,随着成交占比逐步接近10%,回调的风险也开始逐步积累。

## 电力、煤炭:成交占比底部震荡

尽管近期市场连续反弹,直逼前期高点2478点,但板块和个

股分化严重。截至上周五,部分行业的周成交占比依然在底部徘徊,除了交通运输这样的老面孔之外,煤炭和电力行业的成交占比也在底部震荡。

具体来看,截至上周五,申万电力行业的周成交金额占比为1.11%,低于2006年以来2.46%的平均水平和1.26%的理论下限(均值-1个标准差)。从历史走势来看,电力行业成交占比在理论下限下方的时间并不多,往往在接近历史最低点0.88%的时候出现反弹。而去年9月以来的大部分时间,电力行业的成交占比都在理论下限徘徊,因此目前该板块存在反弹动能,至少具备较好的安全性。与此同时,随着夏季用电高峰期的来临,电力行业二季度整体收入有望快速提升,成为行业股价的催化剂,相关股票存在一定的交易性机会。

另外,申万煤炭板块的周成交占比上周降至2.67%,跌破了3.05%的理论下限。随着货币政策的逐步宽松和经济体的渐行渐近,周期类板块有望逐步成为反弹主力,而作为典型的周期股,煤炭板块值得关注。

# 政策放松难改下行判断 二季度重在防御

□长江证券策略研究团队

当前,市场更为关心的是在低于预期的经济增速下政策是否会出手,且以何种方式出手。当前政策延续“托底”基调,在结构转型加上中长期通胀约束的背景下,政策难有大规模放松。政策的着力点主要体现在启动一些制度变革,包括近期市场讨论比较多的金融综合改革试验区等,而这些改革对实体经济的影响短期难以体现。我们维持经济增速至少在二季度缓慢回落的判断,落实到对短期市场的判断上,除了考虑“博弈政策放松”这个难以臆断的因素之外,产业与行业间的结构性差异、年报与一季报披露期间的业绩预期兑现情况、创业板退市条件的增加以及资金面的短期变化,均为影响市场的关键因素。

## 用电量 揭示经济调整的产业差异

近日,统计局公布了3月的全社会用电量数据,同比增速仅为7%。自金融危机以来,仅今年1-2月份与2010年的12月低于这一数值。其中,第一产业与第二产业的用电量同比增速均出现下滑。第一产业用电量同比由6.87%降至0.74%,第二产业用电量同比增速

更是由25.08%大幅回落至3.94%,而第三产业的用电量同比增速即逆势上行,由上月的16.96%升至19.36%,且这一增速创下了近两年以来的新高。各产业用电量增速的结构性差异在一定程度上反映了产业间的景气度差异。在投资链条受到打压且政策支持力度有限的情况下,第三产业的发展趋势相对较好。

事实上,在强调结构转型与扩大内需的背景下,第三产业的发展符合政策调控意图,这也是除周期因素之外,我们认为当前大消费板块具有配置价值的理由之一。

## 小盘股尚存“业绩杀”风险

众所周知,盈利与估值是支撑股价上涨的因素。A股在经历了年初的一波估值提升后,盈利是决定股市继续上行的核心,而来自盈利推动的上涨尚未出现。实际上,自上月底公布的工业企业1-2月净利润累计同比增速出现负值开始,市场已经加大了对盈利下滑的兑现。在上市公司财报披露的过程中,业绩是否超预期导致个股波动非常明显。行至今日,随着对整体上市公司的业绩的把握逐步清晰,我们可以通过审视上市公司财报显示的结构性差异,来对风格与行业的基本面

运行状况进行判断。

据2011年年报显示,全部A股归属母公司净利润同比增速为13.87%,而剔除金融行业后的归属母公司净利润同比增速仅为2.67%。从已经公布的一季报的上市公司业绩来看,A股净利润增速出现负增长,为-9.43%。从不同板块的净利润增速变化来看,2011年全年业绩均较2010年下滑22%左右。2011年四季度中小企业板业绩下滑最为明显,累计同比回落7.5%。从已经公布一季报的情况看,一季报沪深300净利润同比下降最多,较去年全年下降18.8%。

从分行业的上市公司盈利情况来看,去年业绩下滑最多的为电子、交通运输、黑色金属、有色金属,仅食品饮料行业的净利润同比增速较2010年有所回升。而最新公布的一季报显示,大多数行业的净利润同比增速为负值,值得关注的还是盈利较去年有所回升的行业,包括餐饮旅游、公用事业、交通运输、采掘以及医药生物。

另外,深交所20日发布了《深圳证券交易所创业板股票上市规则》,其中涉及新增创业板上市公司退市条件。结合对上市公司的去年年报与今年一季报的分析可以看出,创业板公司的盈利下

滑非常快。且在经济复苏之前,盈利继续下行的风险较大,这已使创业板上市公司未来出现退市的风险加大。加之,此次深交所新规中再次增加两条退市条件,对创业板增持更为谨慎的态度。虽然从中长期的角度来看,其有利于资本市场制度的完善,但短期来看,市场对创业板的担忧情绪下将令该板块面临显著的下行风险。

## 资金价格呈回落态势

流动性方面,自去年下半年通胀回落趋势得到确认、央行下调存款准备金率之后,流动性就已经度过了紧缩向宽松的拐点。近两个月,我们也看到货币供应速度与信贷余额增速的回升,流动性拐点进一步得到确认。同样,反映短期资金面变化的数据也表明当前资金面紧张状况呈持续好转的趋势。

尽管当前的资金面紧张状况持续在改善。上周央行有关方面的负责人也对此做出表态,其在采访中谈到3月末,金融机构备付金达1.8万亿元,备付率2.2%,处于高位水平,银行体系流动性保持充裕状态。二季度到期流动性近8000亿元,流动性供给将继续维持充裕。”对此我们认为,在通胀回落趋势确认之后,货币政

策继续紧缩的动力减弱,流动性状况得到改善很正常。只不过,相对流动性本身,更需关注的是资金量的回升与资金价格的回落对实体经济的影响如何。在本轮政策方面难出大规模刺激政策的前提下,实体经济自身的需求恢复更为关键。

## 节前重在防御

基于当前“托底”的政策基调,经济基本面缓慢向下、经济见底时间延后的判断暂时不变,我们维持对二季度市场整体向下的判断。只不过,在传统经济与政策博弈规律下,当前时间点市场情绪异常敏感。市场对政策放松的预期会对我们之前判断的股市震荡下行造成一定的干扰,短期波动,但二季度市场最终将回归到反映“政策调控不改经济增速沿L型缓慢下降”的判断的向下调整中。

本周统计局将公布三月份的工业企业产成品库存以及工业企业利润数据,预计库存将继续回落,并且在企业生产动力不强的情况下,库存回落可能会有所加速;同时,工业企业利润增速继续为负的概率非常大,叠加一季报披露的盈利下行风险兑现将对市场形成压力。行业配置上,维持对估值防御、行业防御与逆周期投资行业的关注。

■策略汇

## 国泰君安:向上拓展2500之上的空间

我们认为,一季度经济增长水平较低,并不妨碍A股市场再次回到2300-2500点的均衡区间,遥望上限,与2010年突破2500点的绩差股炒作热情,市场出现系统性风险以及趋势性机会的概率都不大。

二季度,预计缓和的信贷宽松方式仍将延续,而上周市场表现的对铁路项目重启的追捧,有望在一些局部性的基建投资项目中展开,这也决定了2500点之

上的空间拓展成为必然,只是过程中不如信贷大幅释放来得激进和迅速。短期内市场在接近均衡区间上限时可能有所震荡,但是在经历过3月围绕经济增长低于预期的调整之后,A股接下来的系统性风险仍然不大。

行业配置方面,继续推进电子、工程机械、轻工制造、医药和券商;主题方面,建议关注美国经济恢复、部分基建项目重启以消费的刚性。

## 中金公司:市场重返压力区

我们认为,二季度内沪指2400点将是一个重要的点位,在此点位之下市场机会大于风险,但2400点之上市场压力将显著增加。毕竟2400点以下,市场可以仅靠预期上涨,而要拓展2400点以上的空间,则需要看到利好预期的至少部分兑现。我们预计有三个因素可能使得市场近期上攻势头有所减弱,并重新回到横盘震荡的走势中去。

一是近期市场资金面将重新开始紧张。预计月末银行同业拆借利率将重回4%以上,从而封杀目前4.1%的票据贴现利率进一步下跌的空间,市场利率也将随之上升。而存款流出银行的趋势仍未改变,这也可能造成4月信贷增速低于市场预期,而银行揽储压力上升也会推升利率成本。这

可能将打击市场目前对于政策放松和信贷持续回升的乐观预期。二是2400点以上股票供给压力上升,2400-2550点一线为过

去半年的密集成交区,没有两市日均3000亿以上的成交量,很难向上突破,而在当前增量资金缺乏的环境下,两市日均成交量上2500亿都有很大困难。另外,从一季度的情况来看,市场在2400点以上大小非减持量和上市公司再融资金量就会迅速放大,一级市场的股票供给量也会显著加大。

三是近期的新政策可能会对市场造成影响。创业板退市政策的出台对于市场整体影响有限,但壳资源价值的下降,对于部分业绩恶化较快的创业板公司有较大影响。

策略方面,2400点之上,投资者需避免盲目追涨,在投资标的选择上,仍应该以集中于市场主线领涨板块为核心的策略。对于一些补涨或跟风上涨的板块,则需要保持谨慎。在成交量无法有效放大的情况下,热点的分散化反而可能造成做多力量的分散,进而对市场走势造成不利影响。

## 中信建投:积极看多二季度

鉴于一季度的经济底部预期和流动性预期所产生的行情,被阶段性低于预期的经济数据和政策手段所打乱;进入二季度,市场最大的看点在于稳增长与稳增长,当前基本面处在僵局中前行,通胀无超预期风险,4月初的金改提速,长线资金入市,基建水利投资再起,可以说从僵局到变局,除了政策放松的超预期外,更有超预期的制度红利的释放。鉴于政

策约束的积极变化,我们更加积极的看多二季度的行情。

从配置的角度看,我们建议:一是超配证券、地产、汽车等低估值周期性行业;二是随着上游价格环比回落、中游价格环比回升以及库存重建的启动,中游行业或正逐渐走出困境,积极关注机械、水泥、化工等中游行业的底部拐点机会;三是在非周期品种中,建议继续关注TMT行业。(魏静整理)

## 怡球资源首日上市两度遭临停

昨日怡球资源在上交所挂牌上市,盘中两度遭遇临时停牌,这也是新规实施以来上交所第一只首日遭遇临时新股。

具体来看,昨日怡球资源以13.90元开盘,涨幅为6.92%,之后高开高走;盘中因成交价格较开盘首次上涨10%而触发临时停牌,持续时间为30分钟,复牌后因换手率超过80%再度被临时停牌。截至昨日收盘,怡球资源收报15.14元,上涨16.46%,盘中最高升至15.76元。从昨日收盘价来看,15.14元的股价接近此前机构给出的极限区间上限值15.20元,股价表现符合乐观预期。

据悉,怡球资源是我国铝资

源再生领域的龙头企业之一,隶属于马来西亚怡球集团,专业致力于高品质、环保型铝合金的生产与销售。该股的首发市盈率(摊薄)为18.06倍,估值相对较为合理,这也成为其首日逆市大涨的主要原因。

事实上,在发行制度改革、3月末市场持续调整、新股破发的背景下,4月份以来发行的新股首发市盈率呈现明显下行的趋势。4月中旬以来上市的四只新股华声股份、康达新材、奥马电器和怡球资源的首发市盈率均在23倍以下,显著低于4月上半月的水平,而这已然成为上述新股首日避免破发、实现大幅上涨的关键原因。(李波)

新财经-中证网 联合多空调查

截止到23日20点,共有1914人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	42.2%	808
震荡	17.3%	332
下跌	40.4%	774

目前仓位状况 (加权平均仓位:67.1%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	48.6%	930
75%左右	14.4%	275
50%左右	11.4%	218
25%左右	8.3%	158
空仓(0%)	17.4%	333

常用技术分析指标数值表(2012年4月23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(6)	↑2377.98	↑2594.14	↑10026.39
MA(10)	↑2357.18	↑2573.55	↑9978.19
MA(20)	↑2343.46	↑2543.77	↑9852.97
MA(60)	↑2359.15	↑2570.91	↑9975.21
MA(100)	↑2363.17	↑2563.07	↑9840.45
MA(200)	↑2325.39	↑2511.87	↑9607.55
MA(250)	↑2350.69	↑2542.72	↑9746.22
MA(250)	↑2519.58	↑2749.81	↑10719.11
BIAS(6)	↓0.59	↓0.59	↓0.54
BIAS(12)	↓1.77	↓1.70	↓1.37
DIF(12;26)	↓4.19	↓8.09	↓37.12
DEA(6)	↑-7.19	↑-3.79	↑2.93
RSI(6)	↓63.23	↓61.72	↓59.52
RSI(12)	↓57.49	↓57.09	↓55.84
%K(9;3)	↑83.51	↑83.73	↑81.16
%D(6)	↑80.38	↑80.95	↑78.38

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
PSY(12)	↓58.33	↓58.33	↓58.33
MA(6)	↓62.50	↓62.50	↓56.94
+DI(7)	↓30.42	↓29.16	↓23.50
-DI(7)	↓13.53	↓15.79	↓17.53
ADX	↑27.02	↑21.77	↑14.41
ADXR	↓30.89	↓26.64	↓20.94
BR(16)	↓140.91	↓150.24	↓159.08
AR(16)	↓171.67	↓178.74	↓188.46
%W(12)	↓15.02	↓15.08	↓12.50
%W(20)	↓13.55	↓12.88	↓9.78
%K(9;3)	↑88.09	↑87.66	↑85.67
%D(6)	↑83.51	↑83.73	↑81.16
%J(6)	↑92.25	↑95.52	↑94.70
MOM(12)	↓86.35	↓93.21	↓367.02
MA(6)	↑74.52	↑92.74	↑379.34
超买超卖指标	↑3.75	↑3.71	↑3.78