

# 当前震荡是为节后上行“蓄势”

□南京证券 周旭 汪长勇

昨日A股市场出现大幅震荡，除创业板受退市制度影响继续出现调整外，隔夜外围市场受西班牙债务危机深化影响亦出现较大幅度的下跌。不过，A股市场热点依然存在，金融创新的主线尚未退潮，浙江、上海、海南等区域板块联袂上涨，基本抵消了创业板下跌的影响。虽然外围市场和创业板调整对大盘产生干扰，但基于推动市场运行的逻辑尚未出现变化，而热点依然纷呈。我们认为，节前市场主要消化2400点上方压力，节后市场有望继续维持震荡上行格局。

### 政策基调未变

当前市场对政策放松预期存在较大分歧，悲观者认为，政府对经济下行的容忍度大幅提高，政策的调整会明显滞后于以往。一季度情况确实如此，在经济连续4个季度下行之后，今年一季

度仅下调一次存准率，但也正是如此，导致今年一季度GDP增速大幅下滑。如果二季度政策仍延续一季度态势，那么二季度GDP很有可能逼近7.5%的目标。3月份工业增加值虽然出现反弹，但具有明显的季末特征，而主要工业产品的进口量依然偏低，如铜坯、钢材和成品油进口同比均为负增长；房地产投资呈现加速下滑迹象，前3个月房屋新开工面积增长0.3%，较1-2月份回落4.8个百分点，较去年同期减少23.1个百分点。虽然中国正处于经济转型期，但经济从去年初9.7%的增速迅速下行到8%以下，亦非决策层所愿。

近期，高层言论中明显将稳定经济提高到更高层面，而相关措施正在不断落实。上周六周小川行长在参加国际货币基金组织会议时指出，为应对经济疲软，未来中国政府将继续加强宏观调控，加快结构性改革，保持经济的强劲、可持续和平衡增长。

媒体也有报道指出，包括住建部等部门近期正共同研究新一轮刺激楼市刚需入市的政策储备，一旦房地产投资增速下降过快，就可能有储备政策推出。与此同时，基础设施投资开始提速，2月底以来，重大建设项目审批速度明显加快，部分高速公路、机场和轨道交通项目获得集中审批通过，2011年下半年停工的25条高铁线路八成已经复工。诚然，2008年那种波澜壮阔的投资热潮难以重演，但为了防止经济惯性下滑，相较一季度，二季度政策面加大微调微调力度将是大概率事件。

### 制约因素难改市场格局

目前对市场的制约因素主要是宏观经济见底时间和创业板退市制度的影响。

市场的底部出现，大约依次出现估值底、政策底、经济底等不同底部。即经济下滑之前，市场先行下跌，达到一定幅度，会出现二

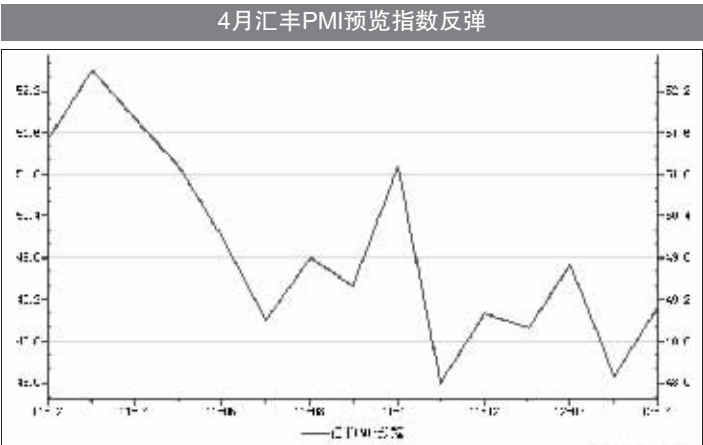
级市场的估值优势；经济下滑到一定阶段，二级市场跌幅较大，政策会出手保增长，此时宏观层面表现为政策刺激经济，二级市场则理解为政策底出现；在政策的刺激下，经济逐步寻找到短期或者中期的底部区域，宏观经济逐步改善。起码到目前为止，这一套逻辑还是存在。显然，目前这个阶段，沪深300约11.4倍的市盈率已经是历史低位水平，估值的相对优势已经封杀了市场较大下跌空间；二季度政策面的相对宽松已经开始逐步起作用；唯有经济底部，目前不是十分明朗，但在政策的刺激下二季度经济趋稳概率较大。

退市政策只是推动本周以来创业板下跌的诱因，主因还是在于去年年报和今年一季报盈利增速不达预期。从创业板的稀缺性、成长性、炒作属性等角度来分析，我们认为创业板的炒作降温、个股分化将是不可逆的趋势。“十二五”期间，管理层对于

创业板的上市目标数量是1000家，加上已上市公司大小非的不断解禁，创业板股票的稀缺性正在逐步消失；同时，随着大量公司上市，创业板公司也会分布于产业链各个环节，盈利能力将会和主板趋同，成长性降低也是不可避免；炒作属性基于创业板公司概念新颖以及流通盘小等原因，随着政策抑制、上市数量增多，炒作氛围也逐步降低。综合来看，创业板市场将逐步走向理性，整体的高估值将缓慢走低到一个合理水平，个股分化不可避免，真正具备高成长属性的公司在下跌之后，会迎来较好的投资机会，而业绩不佳的公司如果没有及时改善主营业务，注定会被边缘化。

总的来看，节前将主要消化2400点上方压力，中期上涨基调未发生变化，政策基调依然存在。只是本轮反弹是基于经济衰退和政策适度调整之间的博弈，因此市场注定是在犹豫中上行。

## 大氛围不支持市场持续走弱



□银泰证券 陈建华

4月份以来，在经过前期持续的上涨后，本周前两个交易日两市震荡幅度显著增大。沪深指数的周一在创业板大幅下跌的背景下小幅调整，而周二受银行股异动的影响大幅波动。从最新收盘情况看，当前沪指收于5日均线附近报2388.83点，深圳成指则险守10000点整数大关报10041.9点。

就市场具体运行逻辑看，4月份以来A股沪深指数企稳回升主要源于两方面因素。一是政策进一步放松的预期为两市指数的上行创造了前提条件，包括3月份人民币新增贷款的放量、央行有关进一步增加市场流动性的表态等，均在很大程度上增强了市场的这种预期；另一方面，当前国内各项制度改革的推进为盘面上资金的炒作提供了素材，从前期金改概念板块的持续活跃，到近期券商股的集体走强以及周二银行股盘中的异动，事实上均与金融改革创新有关。虽然在深交所明确创业板退市制度的背景下周二银行股盘中的走强导致市场出现“跷跷板”效应，使得两市指数盘中大幅波动，但就市场整体而言，近期A股的运行并未明显脱离以上逻辑。

从目前最新的情况看，对于支撑前期指数上行的两方面因素无论是政策进一步放松的预期，还是国内制度改革对资本市场形成的制度红利，均未发生明显转变。虽然受国内制度改革刺激走强的部分题材股一度出现退温迹象，但在政策改革不断推进的背景下，该方面因素仍将对A股市场形成持续的、长期的利好。从这个角度看，尽管沪深指数近期波动幅度显著增大，但其短期出现大幅调整的可能性依然较小。当然，除了以上两方面因素外，近期以来出现的一些积极因素同样有利于短期指数运行。

首先，汇丰公布的数据显示，4月份汇丰中国制造业PMI预览指数为49.1，高于3月份终值的48.3并升至两个月以来高点。虽然该指数仍位于50的分

水岭以下，但在国内官方PMI连续上涨的背景下，其当前的反弹较为明显地表明国内经济运行趋势正逐步好转。对于A股市场而言，前期政策的调整使得当前市场关注的焦点逐步转向寻找基本面的积极迹象，因此该指标的反弹无疑将对市场形成积极的影響。

其次，从政策面的角度看，在前期货币调整之后当前财政政策对实体经济的支持力度也有望增大，较为明显的迹象便是3月份后发改委对重大建设项目审批速度有所加快。虽然当前管理层再度启动大规模投资的可能性依然较小，且其对整体经济的拉动作用仍有待观察，但就短期而言，其将对市场心理产生较强的暗示作用，同样有利于沪深指数运行。

此外，房地产市场出现的一些积极迹象预计也将对资本市场形成偏正面影响。继年后国内房地产市场出现成交量显著回升的小阳春后，近期政策面出现的一些变化也有利于后期地产市场的发展。如银行首套房贷贷款利率打折情况的再现、二三线城市住房公积金贷款上限的提高以及最近传出的住建部正研究刺激楼市刚需入市的政策等，均表明国内房地产市场的环境正逐步改善。

整体而言，在深交所发布创业板退市制度的影响下，尽管近两日沪深两市大幅波动，盘面也一度出现结构性风险持续释放的局面，但在A股市场运行环境并未发生显著变化且积极因素依然存在，因此我们认为沪深两市短期运行趋势出现逆转的可能性不大，即两市指数在经过近期的风险释放后后期仍有继续上行可能。当然从更长的时间看，我们同样认为当前A股指数的上涨依然源于市场对各种预期的反应，而后期沪深指数真正上升趋势的确立仍有待更多基本面数据的观察，具体指标包括流动性改善的程度、宏观经济见底时间点的进一步确立以及微观企业运营状况的改善等，而这类数据的明确则仍需时间的等待。



截止到24日20点,共有2368人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	56.6%	1341
震荡	16.1%	381
下跌	27.3%	646

目前仓位状况 (加权平均仓位:68.2%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	48.9%	1159
75%左右	16.2%	384
50%左右	10.1%	239
25%左右	8.1%	191
空仓(0%)	16.7%	395

常用技术分析指标数值表(2012年4月24日) 宏源证券北京金融大厦(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)
移动平均线	MA(5)	↑2388.75	↑2606.74
	MA(10)	↑2365.47	↑2582.06
	MA(20)	↑2335.11	↑2544.83
	MA(60)	↑2358.11	↓2569.88
	MA(90)	↑2364.72	↑2565.35
	MA(100)	↑2325.15	↓2511.81
	MA(120)	↑2350.52	↑2542.55
乖离率	BIAS(6)	↓0.38	↓0.34
	BIAS(12)	↓1.49	↓1.37
MACD线	DIF(12,26)	↑6.09	↑9.84
	DEA(9)	↑-4.53	↑-1.06
相对强弱指标	RSI(6)	↑63.32	↑61.14
	RSI(12)	↑57.54	↑56.85
慢速随机指标	%K(9,3)	↑83.59	↑83.23
	%D(6)	↑82.77	↑82.91

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
心理线	PSY(12)	58.33	↓50.00
	DI(6)	62.50	↑61.11
	+DI(7)	↓22.68	↓21.61
	-DI(7)	↑22.81	↑24.39
动向指标(DMI)	ADX	↑23.20	↑19.52
	ADXR	↑27.96	↑24.43
人气意愿指标	BR(16)	↑153.34	↑163.22
	AR(16)	↑203.86	↑214.16
威廉指数	%W(10)	↑19.83	↑23.47
	%W(20)	↑15.52	↑16.82
	%K(9,3)	↑83.74	↑82.23
	%D(6)	↑83.59	↑83.23
随机指标	%J(6)	↑84.06	↑80.22
	MOM(12)	↑82.28	↑85.04
动量指标	MA(6)	↑87.16	↑103.81
	ROC(12)	↓3.57	↓3.37
超买超卖指标			↓2.61

## 积极财政扩容 货币渐进宽松

# 看好早周期+制度改革受益板块

□民生证券研究所策略团队

尽管一季度经济数据不及预期，但近期市场并未表现出悲观情绪，4月10日以来沪指累计上涨4.51%，投资者情绪显著复苏。我们认为，政策逐步转向、业绩“地雷”风险将散、经济向下风险可控成为市场运行的主要支撑。近期创业板退市制度的推出虽导致本周前两个交易日大幅波动，但不影响对4月下旬及5月份市场行情的看好，投资策略上建议遵循早周期和制度改革受益行业两条思路，看好券商、汽车、地产、机械等板块。

### 经济数据跌出预期“政策市”

尽管一季度经济数据低于预期，但A股在政策改善预期的带动下出现回暖。行业方面，近期与投资增速关系紧密的周期性行业表现较为出色，而消费和TMT行业则较为平淡。

由一季度经济数据“跌出来”的“预期政策市”，使市场整体情绪较前一阶段明显乐观。对预期中的“政策市”，市场普遍观点是：其一，流动性将好转，尤其是M1和M2增速将回升；其二，政策超预期，不仅包括信贷和投资增速，而且有改革的制度性红利；其三，经济已经触底。

不过，对于预期中的“政策市”将持续多长时间、合理的投资标的包括哪些，市场存在较大分歧。我们相对看好下一阶段的市场走势，并认为循着政策轨迹加速向“保增长”倾斜的核心逻辑，未来4、5月份的投资机会将落在两大领域：一是与投资密切相关的早期行业，二是受益于制度改革的相关行业。

### 政策轨迹向“保增长”倾斜

随着经济数据低于预期，我们注意到政策的走向正发生着微

妙的变化。总量政策重点由前期的“调结构”更多地向“保增长”倾斜。财政方面，虽然今年财政收入增速下降较多，但支出力度仍在加大；货币政策方面，3月份信贷数据大幅超出市场预期，二季度继续宽松的可能性仍在进一步加大。

根据财政部公布的数据，一季度财政收入和财政支出的累计同比增速分别为14.7%和33.6%，支出增速明显快于收入增速。财政收入增速大幅回落的主要原因有三个方：一是受到经济增速下滑的影响；二是实行结构性减税政策的影响，三是价格涨幅明显回落对以现价计算的流转税的影响。与此同时，财政支出向支持基础设施建设扩容。一季度全国累计财政支出24118.05亿元，同比增速高达33.6%，与去年同期(26%)相比增加17.6个百分点。从财政支出投向上看，除了住房保障、医疗卫生、节能环保等领域的支出增长较快之外，一季度交通运输支出1543亿元，同比增长1倍，增速较去年同期(0.9%)明显加快。

由于一季度财政支出增速明显快于收入增速，从而对财政存

款投放节奏产生影响，在一定程度上加快了流动性释放过程。从总量上判断，我们认为未来财政收入增速快于财政收入增速的现像有可能持续全年；从结构上判断，我们认为未来5、6月份财政支出增长最快的可能还是交通运输和住房保障两大领域。

与此同时，货币政策渐进宽松的步伐加快，近期放松信号日益明显。第一，灵活公开市场操作，保持货币流动性。上周央行公开市场操作净投放520亿元，连续第4周在公开市场净投放资金。而从公开市场操作具体结构看，央行连续15周暂停央票发行，为央票工具实施以来最长停发周期，显示了央行在希望维持基准利率稳定的基础上保持流动性相对宽松的良苦用心。

第二，适时刺激信贷和投资需求。3月份新增信贷达到1.01万亿，远超市场预期，我们认为其中相当一部分是来自地方平台贷款、节能环保等项目的启动带来的投资资金需求。3月份固定资产数据显示，预算内资金累计同比增速达到24.9%，明显高于去年同期及全年水平。尽管财政预算投资占固定资产投资资金来源的比重仅

为5%左右，直接影响有限，不过由于我国政府对国有企业具有较强控制力，预算投资增速与国有企业投资增速高度相关，而国有企业投资占到全部投资30%左右，因此财政支出对投资的影响仍不可忽视。

第三，差别存准扶持“三农”。虽然下调部分县域法人金融机构法定存准率被认为是央行为支持国内“三农”发展而制定的优惠政策，不涉及主要经济中心，对整体经济影响有限，但是在一定程度上反映了央行认为当前实体经济存在、至少是局部存在流动性偏紧的现象。

### 业绩“雷”风险接近尾声

本周是年报和一季报公布的截止周，随着业绩披露完毕，市场对上市公司业绩大幅下降的担忧将消除，而这在前期则是抑制投资热情的一个重要因素。

从已经公布年报的2011年上市公司业绩总体统计来看，2011年营业收入同比增长22.2%，净利润同比增长15.4%，剔除金融行业的毛利率水平为6.6%，较2010年下降1.5个百分点，ROE水平为14.6%。

从已经公布2012年一季报的

上市公司业绩总体统计来看，营业收入同比增长15.8%，净利润同比比下降9.4%，剔除金融行业的毛利率为6.9%，ROE为2.2%（一季度不可与全年ROE相比）。可见，一季度业绩继续处在下降的通道中。目前还有较多金融类企业未公布一季度业绩，我们预计一季度全部A股净利润增速在5%以下，其中非金融企业增速在-5%以下，上市公司业绩地雷的风险已经接近尾声。

### 配置早周期+制度受益行业

当前，我国经济正处于经济周期的衰退后期与复苏初期之间。虽然经济下滑还未完全结束，但是向下风险可控，流动性仍然维持适度宽松态势，宏观政策已悄然转向保增长。对4月下旬及5月份的市场运行持相对乐观的态度，市场交投有望出现积极改善。

配置上建议重点把握两条投资思路：一是从经济本身和股市运行规律角度，重点看好具备早周期特性的汽车、房地产、机械板块；二是从制度改革角度，重点看好金融及股票市场改革速度超预期下的券商板块。

# 议息会前港股或延续窄幅震荡格局

## AH溢价指数创逾三个月新高

□香港智信社

4月份欧元区PMI大幅回落，荷兰减赤谈判失败令欧债危机再起波澜，美联储即将召开的议息会议给市场带来惊喜的概率较低，受种种利空因素打压，周一欧美股市遭受重挫；内地A股周二盘中剧烈震荡，显示资金对后市的看法出现分歧，预计短期若没有实质性政策利好推出，A股短线回落风险不低。在外围市场相对疲弱的背景下，港股昨日表现得较为坚挺，恒指于年线关口获得支撑，预计后市将延续窄幅震荡格局。

恒生指数全日报收20677.16

点，微幅收涨0.26%；大市交投小幅放大至497亿港元。中资股跑输大市，红筹指数逆市收低0.05%，国企指数则微升0.06%。

从盘面上看，做多、做空动能均不充足，各分类指数涨跌幅均在1%之内。相对而言，本地地产股表现强势，而中资地产股则逆市下挫。信和置业、九龙仓集团涨幅均超过1%，位居恒指成分股涨幅榜前五位。然而，受到政策不明朗因素制约，对于本地地产股后期走向，市场各方却并不乐观。大和发表研究报告，将香港本地地产股评级从“正面”下调至“中性”，该行相信，新鸿基地产有关的不明朗因素仍然存

在，这一因素将在短期内令本地地产股整体受压，而新特首对于香港房地产业的态度也增添了短期不明朗因素。

与本地地产股表现大相径庭的是，两只蓝筹中资地产股华润置地与中国海外均逆市下挫0.5%以上。该类股份在前期受到调控政策松动预期刺激而走强之后，近日表现相对疲弱，持续上冲动能不足。麦格理发表报告认为，近期内地房地产销售强劲是受到政府未进一步紧缩政策以及信贷放松的驱动，2011年同期政府推出了更多措施，而且有更多积极的开发商提供较大幅度的价格折扣。麦格理维持对中

资地产股“增持”评级，认为内地房地产市场2月份已经见底回升，预计中国海外发展、华润置地、恒大地产、碧桂园等开发商销量有望超过同行。

此外，由于H股市场近期持续跑输内地A股，因此截至昨日收盘，恒生AH股溢价指数已创出今年1月13日以来的新高。此前的文章中我们多次谈到，溢价指数的变化仅仅是两地市场股价相对变动的结果，不能因此来对A股或H股后市走向进行预判。A股与H股市场面临的最大不同是资金面环境，内地市场有独立的货币政策，而港股市场的流动性主要通过国际资金流入。

当前内地的政策方向是逐渐放松，而美联储则按兵不动，因此，从资金面环境来看，H股市场的前景或将不及A股，溢价指数触及阶段高点也并不意味着H股将回补涨幅。

展望港股后市，近两个交易日恒生指数在年线约22650点处获得支撑，后市的焦点将是美联储的议息会议，尽管近期公布的多数经济数据不及市场预期，但美国经济整体复苏的趋势未变，同时考虑到当前的核心通胀水平，预计美联储此次议息不会推出新的刺激政策。港股短线或延续窄幅震荡格局，但欧元区的局势将成为后市的主要风险因素。