

# 政策频“示好” A股“淡定”为哪般

上周末,温总理在湖北考察工作时指出,要把稳增长放在更加重要的位置,其透露的政策信号耐人寻味,而这只是近期政策层面释放的积极信号之一。不过让投资者颇感失望的是,A股对此显得颇为“淡定”,是经济数据持续恶化使然?还是欧债危机四伏导致?或是脆弱的心态作祟?

## 经济底不明仍是最大隐患

□长江证券策略研究小组

上周末温家宝在湖北六省工作会议上,明确提出要采用积极的财政政策以及稳定的货币政策,并把稳增长放在更重要的位置上,这将对本周的市场产生一定的提振。我们认为,由于中期产业结构转型和长期潜在增长率的影响,本轮周期复苏最大的特征是,政策底、经济底和盈利底之间有明显的时滞,因此5-6月的大部分时间仍将是政策影响大于基本面,所以就本周而言,温总理的讲话会有一定的提振,但是整体来说,1个月内不会脱离窄幅震荡的格局。

### 短期或有提振 但并非政策加速的信号

日前温总理明确提到了积极财政和稳定货币,以及将稳增长放在更重要的位置上。我们认为,就本周市场而言,温总理的讲话一定起到提振的效果,但是并不意味着政策开始有一个二次加速的过程,小周期上“稳增长”早已

起到了效果,导致经济下滑的是中期产业转型和长期潜在增速下降的结果。

首先,温总理并没有将“稳增长”的措辞转变为“保增长”,而我们认为自去年底见到政策底以来,“稳增长”的政策效果是存在的,所以即使提到更重要的位置,这并不意味着有政策加速的信号,和放松传统房地产和大幅基建的意图。

依旧地,我们还是利用工业增加值减去产成品库存来衡量企业走货量的情况,需要强调的是,由于中游工业企业的权重相对较高,所以用综合的工业增加值和库存意味着比较集中的反映了中游制造业面临的下游需求的情况。

可以看到,在去年11月首次降低准备金率代表的政策底以来,这一指标已经见底,但呈现的是底部缓慢爬升的态势,从小周期的维度上来讲,这非常好地阐释了“稳”与“保”的差别,基本上来说,我们认为利用基建在建的续建项目以及逆周期的一系列投

资,实现了工业需求稳定的格局,但是如果要有大幅的拉升,必须依靠房地产和新建基建项目,但是温总理目前仍是强调“稳增长”,所以这完全符合当前需求呈现出的状况。

其次,4月份再次看到更低的经济增长数据,我们认为这并不是政策不作为的表现,这是中期产业转型和长期潜在增速下降的必然结果。过去两轮周期的情况来看,需求的企稳和生产供给的企稳之间联动性很强,但是这次我们却出现了很明显的生产滞后需求的情况,在“稳增长”的带动下,需求在去年11月企稳,但是生产目前处在新低的位置上,我们认为这是库存中枢下移所带来的。可以看到在2003年房地产行业开始迅速发展以后,我们的产成品库存水平进入到了一个新的波动中枢,而在未来房地产增速开始下滑的情况下,工业企业可能并不需求再维持如此高同比增速的一个库存中枢了,所以供给滞后需求企稳如此明显的时间,其实是中期产业转型带来的库存

中枢下移的需要。

最后,由于政策底已现,而经济底不明,所以我们认为当前影响市场的短期核心变量仍是政策的环比波动,这两局的调整,在4月信贷数据之后进行,而温总理上周末的正面讲话,也有可能给本周市场情绪带来短期的提振。

### 欧债问题 仅是1个月内的情绪影响

上周影响市场下跌的另一个因素是外围欧债问题的影响,有希腊的组阁失败,评级的继续下调等等,带动全球避险情绪都出现了一个跳升。在欧债危机经历了2年多的时间里,已经清晰的看明白了欧洲国家财政基本面的到底有多差,我们一直强调这种财政基本面是一直存在的,但是市场情绪的起伏是需要区分的,我们的观点是:当前全球情绪来讲,对欧债的反应有过度之嫌,从美元问题的再度炒作,不排除有给高仓位美元投资者接盘的可能,再

结合基本面一些时间的结点,6月末情绪再度恢复正常的可能性较大,下半年至少三季度美元会是一个走弱的态势。

### 市场等待选择方向

在2011年末政策见底之后,市场基于政策预期已经有了一丝非常明显的反弹,整个二季度而言,都仅仅能够称得上是政策市的末端延续,我们已经将政策预期的过于充分,所以每一个环比情绪的起伏是需要区分的,都是有影响的,而经济的影响力很弱。

因此,就本周而言,我们认为温总理的讲话提供了一个环比的正向因素,所以可以有一定很微弱的反弹,但是突破弱势震荡格局的可能性很小。而从中期来看,我们认为5-7月是本轮周期经济面触底的关键时期,所以这里再经过一段时间的窄幅震荡之后,市场可能会再次迎来下一个波段操作的机会。

本周板块上,继续看好逆周期投资逻辑,环保、电力公用事业、军工、医药,以及TMT行业。

## 震荡中构建局部行情

□南京证券 周旭 汪长勇

上周A股处于震荡下行过程中,中间虽有反复,但最终收阴,源于对内部增长和外部债务危机的悲观预期。上周末温总理调研时强调把稳增长放在更加重要的位置,关键时刻的政策表态使得投资者再次看到一缕曙光。外围希腊退出欧元区短期预计不会成行,八国集团的极力挽留暂时缓解了市场的焦虑情绪。对于A股市场来说,可能逐步临近的政策加力将缓解市场下跌动力,并在政策的定向发力中构建局部行情。

### 政策有望发力

上周末温总理在武汉调研时,强调贯彻稳中求进的总基调,正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通货膨胀预期三者的关系,坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策,把稳增长放在更加重要的位置。这是前期政策的再次强调,但其中“把稳增长放在更加重要的位置”言论属于新增部分,彰显出决策层对于近期经济走势的隐忧。

□华泰证券 庄虔华

今年以来,宏观经济数据明显走弱。近日,国家统计局等相关部委公布了4月份投资、消费、工业增加值、金融、用电量、外贸、汽车销量等经济数据,但这些数据不但没有出现季节性回暖,甚至更加疲软,引发了市场普遍的担忧。在经济形势日趋严峻的情况下,政策微调已经启动,但目前仍难言市场完全好转。

由于投资、消费以及出口扩张放缓,工业增加值增速大幅回落。统计数据显示,4月份工业增加值同比回落至10%以下,为9.3%,比3月份回落2.6个百分点,是2009年6月份以来最低水平。从环比看,4月份规模以上工业增加值比上月增长0.35%。1-4月份,规模以上工业增加值同比增长11.0%。4月份进出口数据略低于预期。根据海关数据显示,4月份我国进出口总值为3080.8亿美元,同比增长2.7%。其中出口增长4.9%,进口增长0.3%;贸易顺差184.2亿美元。信贷增长方面也

这次调研背景,是实体经济4月份继续超预期下滑。4月份国内经济三家马车全部减速,既超过了投资者的预期,部分数据也超过了管理层的预期。国资委最新公布的数据显示,前四个月中央企业内外交困的宏观环境以及生产成本等方面影响,使得营业收入同比增长11.4%,但累计实现净利润同比下降13.2%。一季度GDP已经下滑至8.1%,环比折年率已经低于政府年度增长目标的7.5%,虽然二季度GDP还没有数据,但是按照工业增加值增加12%的增长速度对比GDP大约9%的增速来估算,4月份9.3%的工业增长速度已经拖累GDP增速低于8%。

从历次管理层实地调研之后可能有相关政策出台来看,投资者会对下一步的政策有较强预期。去年10月温总理远赴温州实地调研,当时是在银行信贷紧缩的背景下调温州民间资本借贷乱象不断,商人跑路导致普通民众人心惶惶。实地调研之后,系列的金融改革政策陆续酝酿出台而非简单解决单个企业债务问题,政策利好一直延续至今,治标更治本的大思路如今清晰可

见。所以在目前的背景下,温总理“把稳增长放在更加重要的位置”也预示着管理层对于经济增长更进一步的认识,随着通胀压力的逐月回落,政策具备更大的调整空间。政策定向发力、各部委各司其职,二季度经济探出全年经济增长底部可能性依然在。

### 欧债危机剪不断理还乱

近期希腊选举风波导致全球资本市场剧烈动荡。希腊退出欧元区已经被公开讨论,但目前来看,这还仅是一种可能,无论希腊国内民众还是各政党,都清楚退出欧元区对于希腊的伤害可能并不亚于接受紧缩政策。上周六闭幕的八国集团峰会仍极力挽留希腊在欧元区,表明以德法为核心的欧洲大陆并未放弃希腊。随着希腊重新举行大选,包括希腊各政党在内的全球政治家们都会再次评估希腊退出欧元区的利弊。就目前而言,希腊国内无论是反对紧缩的政党亦或是支持紧缩的一派,都不会轻易退出,因为一旦退出,重新启用本国货币在极弱的工业面前,将大幅度贬值,通胀将高企,

## 政策微调只是经济倒逼使然

不及预期。4月,M0、M1、M2增速分别为10.4%、3.1%、12.8%。其中,M2增速较3月下降,货币供应增长有所放缓。由于房地产主导的投资及消费需求扩张放缓,导致企业及居民部门信贷意愿不强,从而4月信贷数据仅有6800亿元左右。由于当前实体经济需求放缓,存款准备金率下调对信贷增长影响有限。

在经济形势日趋严峻的情况下,政策微调已经启动。有关方面表示,要贯彻稳中求进的总基调,正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通货膨胀预期三者的关系,坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策,把稳增长放在更加重要的位置。要根据经济运行中出现的 new 情况、新问题,有针对性地加强和改善宏观调控,及时适度预微调,扩大内需,稳定外需,促进经济平稳较快发展。预计投资领域会有更多的举措。

17日,铁道部招标发行2012年第一期短融券,募资金额200亿元。债券募集说明书中显示,

截至去年年末,铁道部获得的银行意向授信规模超过2万亿元。在房地产依然从严调控的背景下,铁路是中央能够控制的为数不多的巨额投资领域,且符合低碳环保、科技含量高、产业带动能力强、缓解交通压力等诸多优点,未来发展空间巨大。但由于受动车事故的影响,今年前4个月,铁路固定资产投资和基本建设投资分别为896亿元和717亿元,同比分别下降48%和54%。而事故原因其实并不主要在于技术层面,所以铁路投资重归高发展是可期的。高铁股受动车事故影响,股价严重超跌,目前仍处在安全投资领域。

但目前仍难言市场完全好转。一方面,国内政策空间并不大,通胀依然处在较高水平,货币很难明显放松,居民消费有下滑趋势,经济转型升级进展迟缓。另一方面,国外形势似有恶化趋势,希腊危机毫无转机,美国经济复苏一波三折,对外需直接构成压力。同时,为保护本国产业发展,贸易保护主义抬头。

而近期希腊银行愈演愈烈的挤兑现象就是一个证明。而且民众不会支持离开欧元区,目前统计显示高达80%以上的希腊人支持留在欧元区。诚然,既想留下来,又不愿意接受紧缩,怎么都是矛盾。不过,我们从来就不应低估政治家的智商,每每到最后关头,总是有惊无险。只要德国还在增长,还有实力拯救“欧猪们”,估计最后时刻一个新的妥协方案又会出台,当然在此之前,全球的投资者仍将备受煎熬。

综上所述,动荡的外部环境依然对A股市场形成扰动,而国内的经济仍处于下行之中,当前乏力的数据难以支持A股形成大的趋势性机会,不过政策的定向发力对于后期经济增长起到了较为重要的作用,从而会扭转投资者对于经济的较差预期。由于目前的政策力度和外围危机解决方案并未超预期,A股转折点也显得不那么清晰,短期市场预计在2300-2350点区间震荡,并围绕政策形成局部性行情,如果立足长远来看,迎合中国经济转型且稳定增长的消费、服务类行业已具战略配置的价值。

■策略汇

### 瑞银证券:坚守政策预期

市场对经济恶化形成共识,我们认为政策预期将在市场蔓延,甚至比市场预期的更糟糕一点,我们认为政策预期将在市场蔓延。我们期待可能发生的政策刺激有:中央基建投资增速继续回升、财政补贴的范围扩大、中央统一各部门“保增长”、地方基建融资环境改善等。我们预期市场降息预期将升温。

在基本面恶化和政策预期之间,我们选择看重后者。首先,我们认为政策作用目前无法证伪。因此,就本周而言,我们认为温总理的讲话提供了一个环比的正向因素,所以可以有一定很微弱的反弹,但是突破弱势震荡格局的可能性很小。而从中期来看,我们认为5-7月是本轮周期经济面触底的关键时期,所以这里再经过一段时间的窄幅震荡之后,市场可能会再次迎来下一个波段操作的机会。

本周板块上,继续看好逆周期投资逻辑,环保、电力公用事业、军工、医药,以及TMT行业。

中金公司:

### 政策预期下调仍将是一个缓慢的过程

我们依然认为市场对于政策预期的下调将是一个缓慢且反复的过程。这是因为大家对于2009年记忆犹深因而会产生习惯性思维,同时也过于迷信于政策放松的能力和效果。而客观环境的变化,诸如银行资产质量的下降、外汇占款的下滑、房地产政策难以放松等因素都会导致当前的政策效力大大下降。

针对当前实体经济和信贷需求偏弱的情况,只有大幅下调基准利率或提升市场对于房地产等资产价格上升预期才能起到一定作用。但这些政策措施实施起来均有较大的难度。而更重要的是,当前“保增长”的合理性和必要性都比过去有了大幅的降低。我们认为,

### 高华证券:短期道路崎岖

短期市场或将动荡,尽管中期内政策趋向宽松。整体上看,中期内我们对A股的建设性看法仍然稳固,我们认为短期内市场可能出现波动,因市场情绪可能在两种相反的预期之间摇摆不定:(1)预计经济基本面将保持疲软,(2)希望政策调整能比前几个月更加迅速、有力。欧盟局势的最新进展更为此增添了一层不确定性。

下调2012年股指盈利预测和目标点位。我们的经济研究团队将2012年中国GDP增速预测从之前的8.6%下调至8.1%,相应的,我们亦将2012年自上而下的沪深300指数盈利同比增长预测从之前的10.1%下调至7.4%。年初以来需求复苏势头的放缓已

经令企业收入增速略显疲态,且去库存压力加大(从而利润率略有降低)。我们随之将年中/年末股指目标从之前的2,950/3,200点下调至2,850/3,100点,其中维持了11.5倍的年末股指市盈率目标倍数。

仍偏好周期性股,但降低贝塔值,将煤炭板块下调至标配。我们将煤炭板块从高配下调至标配,原因是年初以来煤炭行业的销量/价格趋势持续低于预期。总体而言,基于我们对市场中期内的积极看法,我们仍偏好周期性股。具体来说,我们看好房地产/建材、非银行金融股以及部分周期性消费股,并建议投资者逢低吸纳以上板块。



截止到21日20点,共有1766人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	47.7%	842
震荡	15.9%	281
下跌	36.4%	643

目前仓位状况 (加权平均仓位:65.2%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	47.7%	843
75%左右	13.7%	242
50%左右	10.8%	191
25%左右	7.0%	124
空仓(0%)	20.7%	366

常用技术分析指标数值表(2012年5月21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)
心理线	PSY(2) 33.33 MA(6) 36.11	41.67 45.83	41.67 45.83
动向指标(DMI)	+DI(7) 9.19 -DI(7) 24.85	8.66 23.22	8.10 24.56
	ADX 35.46 ADXR 29.96	34.81 29.09	37.45 28.88
	BR(26) 177.38 AR(26) 235.30	202.61 256.47	209.30 254.48
	%W(20) 85.18 %W(20) 85.43	84.88 82.47	85.41 82.43
随机指标	%K(9,3) 17.31 %D(8) 23.48	17.50 24.44	15.95 21.86
	%J(8) 4.97	3.64	4.11
	MOM(2) 177.38 MA(6) 36.11	202.61 45.83	209.30 45.83
超买超卖指标	ROC(2) -3.76	-3.87	-4.69

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)
动向指标(DMI)	PSY(2) 33.33 MA(6) 36.11	41.67 45.83	41.67 45.83
	+DI(7) 9.19 -DI(7) 24.85	8.66 23.22	8.10 24.56
	ADX 35.46 ADXR 29.96	34.81 29.09	37.45 28.88
	BR(26) 177.38 AR(26) 235.30	202.61 256.47	209.30 254.48
威廉指数	%W(20) 85.18 %W(20) 85.43	84.88 82.47	85.41 82.43
	%K(9,3) 17.31 %D(8) 23.48	17.50 24.44	15.95 21.86
	%J(8) 4.97	3.64	4.11
动量指标	MOM(2) 177.38 MA(6) 36.11	202.61 45.83	209.30 45.83
	ROC(2) -3.76	-3.87	-4.69