

“外患”似有解 “内忧”存机遇 估值底部无需恐慌

□兴业证券策略研究团队

短期内欧债危机扰动市场,但简单粗暴、人云亦云的悲观预测,给后续问题的超预期改善创造了条件,希腊无序退出的概率较小。当前国内经济、政策面组合比去年欧债危机激化时优化,同时稳增长的政策力度在不断加码,而整体的低估值也为A股提供了厚厚的安全垫。

欧债危机 出现“黑天鹅”概率不大

短期,海外不确定性上升,A股市场开始担忧去年8、9月欧债危机重来,甚至担心类似于2008年的冲击将重现。希腊组阁失败、希腊退出欧元区风险增加,希腊出现银行挤兑,欧央行暂停对部分希腊银行的短期融资。加上美国经济减速,使得海外市场与大宗商品承压,美元指数持续走强,投资者避险情绪上升。

我们可以判断,欧债危机的中短期演变可能有以下三种路径:

最好的情景是,在希腊6月17日的再次大选中,支持援助计划的

新民主党获胜,援助按照原计划进行。这并非不可能,欧洲央行抛出关于“希腊有退出欧元区风险”的讨论和希腊银行挤兑的情景,似乎警醒希腊民众退出欧元区可能带来混乱的后果,5月17日最新的民调显示新民主党将赢得26.1%选票,领先SYRIZA的23.7%。

最坏的情景是,黑天鹅事件发生,即希腊短期内无序退出欧元区。如果反对援助计划的左翼联盟赢得选举,希腊拒绝紧缩和欧洲停止援助,希腊无序退出欧元区。由于欧洲还没有为希腊退出做好准备,并缺乏存款保险制度、葡萄牙等债务国,将把整个欧元区进而全球经济拖入危险境地。

较为理性的情景是,希腊和欧元区核心国家作出妥协,希腊接受紧缩,而核心国家刺激经济增长。

当前,基本是欧元区外围国家进行紧缩调整,核心国家提供融资。外围国家通过通胀率低于欧元区均值,从而实际汇率率的调整,提升竞争力,而低通胀甚至通缩,意味着牺牲名义GDP的

增长,遭受失业率上升的冲击,名义GDP的增长受到损害,反而使得财政赤字占GDP的比重增加,因而必须进一步紧缩财政,这同时间又会反作用于经济。

希腊选举显示了民众对于紧缩、经济低迷、失业率上升的抗拒。要走出困境,长期来看,需要进行改革,包括使得劳动力市场更具弹性,提高生产率等。中短期而言,一方面,边缘国家放缓财政紧缩的步伐,但仍须作出有效的承诺;另一方面,由于实际汇率的调整是相对的,如果以德国为代表的核心国家刺激经济,提升通胀水平,可以缩减边缘国家调整的时间和幅度。

上周末结束的G8峰会发表声明,呼吁希腊继续留在欧元区,声明表示,促进经济增长和增加就业机会是他们应尽的责任。但八国集团领袖们也承认各国在是否继续紧缩政策,还是应该刺激增长的问题上仍存在分歧。

我们认为,短期内欧债危机可能还将扰动A股市场,但是,黑天鹅出现的概率不大,最终出现第一种和第三种情景的概率较大。

对冲政策加力 低估值封死下行空间

近期对冲政策明显加力。4月份比预期差的经济数据出台之后,央行随即降准;4月份水利、公用事业、基建、环保等民生相关的投资建设持续加速,固定资产投资中的中央政府投资累计同比也已拐头上行;5月16日国务院常务会议安排265亿元财政补贴促进节能家电等产品消费;5月18日铁道部发布《关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见》,扩大铁路部门融资渠道、鼓励民间资本投资铁路;温家宝总理5月18日-20日在湖北考察时强调要把稳增长放在更加重要的位置。

与此同时,货币政策微调力度提升,银行间流动性明显改善,资金价格持续回落。未来数月,经济偏冷背景下,货币政策微调的力度有望提升,加上实体经济有效贷款需求较弱,银行间利率快速下行,有助于提升A股市场的相对吸引力。

此外,尽管4月份货币供应量低于市场预期,但M2与名义GDP

差值反映的货币剩余继续改善。4月新增信贷6818亿,中长期贷款新增1893亿,M1同比3.1%,M2同比12.8%,反映经济低迷、终端资金需求减弱。但经济的下行、通胀缓解,经济名义需求回落更快,有助于货币剩余的改善,有助于提升市场估值水平。同时,信用利差略微反弹后拐头向下,显示系统性风险低于去年。4月份比预期差的经济数据公布之后,低等级信用债收益率并未拐头向上而是继续下行,国债收益率下行更明显,信用利差在轻微反弹后拐头向下,反映经济下行的风险没有明显上升。

可以说,低估值为市场提供了厚厚的安全垫,将有效遏制系统性风险。目前A股市场不论是估值还是股指都处于历史底部区域,全部A股PE的倒数与十年期国债的差值隐含的风险溢价处于仅次于2008年10月和去年底水平。可见,当前的股价已经较为充分地反映了基本面恶化的预期。在这样的估值水平下,除非再次出现流动性特别紧张而导致被动抛售的情况,否则很难想象有大的系统性风险,而目前流动性正在持续改善。

■策略汇

莫尼塔:

“外患”风险有限 “内忧”改善可期

2009年以来,全球经济的联动性提高,各国经济政策保持协调的必要性也显著增强,联储无实质性量宽将为国内政策调控的自主性提供更大的空间。消费和地产数据显示美国复苏正在延续,而融资成本持续下降,原油价格显著回落显然有助于维持这一趋势。而新一轮的量宽不仅有助于解决结构性问题,反而可能推升通胀,让复苏的苗头再次昙花一现。因此联储大概率将在6月份延续其“宽松策略”,但是出台实质性量宽的可能性不大。

在经历了过去两年的动荡后,市场目前对于欧债的认识已经更加充分,欧债进展后期与市场负面预期发生显著背离的可能性较2011年下半年低。从这个角度来看,欧债是看得见的风险。德国仍可能适度让步让欧央行建立

海通证券:

“政策证伪”难现 维持中期乐观

5月18日G8峰会各国领导一致认为经济增长和就业须是首要任务,认同欧元区的重要性并认为希腊应继续留在欧元区,危机干预有助欧债趋稳。

投资品旺季不旺,需求改善需要政策刺激。4月地产、制造业投资同比继续回落,政府投资同比回升但较弱,发改委项目审批数维持较高但重大基建项目少,钢铁水泥产量同比回落,显示旺季不旺。地产、汽车销量同比如期改善,但环比均回落,外需疲软下,需求改善需要政策出手。

温总理表态稳增长,政策证伪“难现。对于部分投资者担忧的“政策证伪”,我们认为在通胀下行的2-3季度无法验证,且政策取向已经明显,政策预期仍在。5月12日降准后,16日国务院常务会议决定安排财政补贴265亿元促进节能家电等产品消费,体现政策微调仍在。18日至20日温总理调研期间强调“把稳增长放在更加重要位置”,更鲜明表示当前的政策着力点,需求疲软下,后期稳增长政策仍可期。

短期风险渐释放,维持中期乐观。国内稳增长方向不变,海外干预有助稳定欧洲危机、证监会鼓励境外长期资金投资A股,市场短期风险渐释放后望趋稳。中期市场回归内因,市场资金成本持续下行、政策微调驱动经济和盈利企稳的逻辑下维持偏乐观判断。

东北证券:

政策效应显现 热点向周期性行业延伸

从目前市场的症结看主要体现在经济超预期回落下,逆周期政策着力点以提振需求为主,对此市场已有较强预期,从政策角度,调控持续时间最长、力度最大的地产板块在经济回落的整个阶段表现稳健,近期以招商地产、保利地产为代表的地产股甚至反弹至两年来新高,表明资金对政策局部放松的预期。随着经济数据超预期下行以及近期温家宝总理对稳定经济增长的强调,都意味着短期内逆周期政策存在快速落实的可能,例如近期高铁建设中银行对其高额授信、重大建设投资审批加速、结构性减税、高铁以及医疗有限度向民间资本开放等,表明政策兑现有望得到持续。在管理层对经济的重视以及投资项目的落实下,市场向周期性行业延伸,建筑建材、机械、化工等行业也是屡有表现。从盘面上看,周期性行业的领涨伴随着食品饮料的大幅上涨,表明仍有投资者对经济持有不同认识,

并采取相对保守的操作策略,在经济走势的不确定性下,这一投资逻辑也在一定程度上牵制了市场上涨动能。

从市场对逆周期政策的期待以及真实兑现的过程中,资金仍将以逆周期的投资思路为主,虽然目前包括建材、建筑、机械、地产等周期性行业整体都存在库存相对高位,毛利率以及资产收益率下滑的现实,但是,股指的表现需要得到经济改善的认可,而这过程却成为影响市场整体走势的又一重要因素。因此,仍然需要关注近期产业政策的真实落实以及货币信贷的真实投入。

从投资策略角度来看,当前仓位虽然难以成为市场长期高点,但在缺乏基本面实质性改善的背景下,股指上涨仍将是一个曲折过程,关注市场对政策预期向周期性行业延伸的逻辑,同时股指选择上仍然坚持估值的相对合理,适度仓位下波段操作为主。(曹阳 整理)

中期反弹仍处“筹备期”

□宏源证券 邢振宇

市场在2330点以来的反弹似乎并不像2132点与2242点反弹时那么给力,周三大盘收出的穿头破脚阴线在很大程度上表明市场多头做多意愿不够强烈。从整个均线系统来看,市场多头对10日均线的攻势仅仅是试探性行为,30日、60日均线的压力的消化尚需时日。然而市场能否实现更高级别的反弹,30日均线与60日均线短期能否形成金叉极为关键。以目前的市场整体特征来看,反弹“复杂化”现象日益明显。

从国内经济运行情况来看,稳增长政策争议下,使得“国内经济二季度探底回升”的观点再度陷入“被怀疑”境地。经济下行压力之下,中国经济2012年7.5%的增速如何保证,的确为二季度后半程以及下半年的政策制度制定增添了难度。

近期,国务院总理温家宝表示把稳增长放在更加重要的位置。回顾二季度之前的一些刺激经济的政策,大多数政策是围绕货币政策的微调来展开的,但是在经济结构调整与转型过程中,所暴露出的问题很难单独依靠货币政策来调整,要想保证经济稳定增长、管理通胀预期以及完成经济结构调整,还需要各部门、多角度、全方位的配合,而不是靠央行来单打独斗。

因此,在货币政策调整的同时,财政政策也需要有所跟进,才能形成双管齐下,形成政策组合拳。

在具体措施方面,实施结构性减税是国家财政支持经济发展的重要举措。实际上,在经济结构调整方面,国家对非公经济的发展也在逐渐加大力度。国家发展和改革委员会近日透露,继铁道部、卫生部之后,鼓励和引导民间资本投资健康发展而制定的细则将密集出台。但是民间资本今后在经济中的地位还有待确定,“融资难”、“融资贵”等现象如何有效解决、民营资本企业在政策惠及,特别是在税负、国家专项资金奖励支持方面享受怎样的待遇有待进一步明朗化。谈及“融资贵”的问题,需要在货币政策方面有所调整。截至5月20日,工、农、中、建尚未从月初信贷结构短暂调整中恢复过来,信贷新增投放仅340亿人民币。信贷需求的不足在一定程度上来自于“融资贵”的原因。有消息称,各家银行在4月份份下调了贷款利率,有的银行一年期贷款综合定价已经超过了10% (加上担保费率),但实体经济部门有的行业实际可承受的价格也就是10%-12%,企业融资成本压力比较大。因此,如果通胀预期回落,央行适当下调存、贷款利率,或者适当单边下调贷款利率,则有望提升信贷需求,降低企业融资成本。而一旦央行降息时间

窗口明朗,不确定的反弹走势将会明显改观。

造成反弹行情“复杂化”的另一方来自于国内证券市场的创新以及制度化的建设过程。近期,证监会修改发行承销办法、中小企业私募债的破冰都在表明中国证

券市场正在用实际行动来完成创新;此外,中国首部证券内幕交易

犯罪司法解释出台。证监会有关负责人5月23日表示,正在与有关部门密切配合,积极推动市场操纵和老鼠仓的司法解释出台。证券市场制度建设也在不断完善过程中。

□香港汇丰环球资本市场 陈其志

希腊最终能否继续留在欧元区至今还是个谜,虽然G8峰会上各国领导人一致认同希腊应该继续留在欧元区,但是,具体的措施却还没有着落,如何应对接下来欧元区所面临的风险亦没有明示。全球金融市场上的潜在风险因素依然很高,而经济前景更是堪忧。欧、美、中三个全球主要金融市场,在前期的连续下跌之后曾有反弹出现,但也只是昙花一现,毕竟在投资者信心没有明显恢复之前,市场低位的承接力还是不敢贸然显现。港股昨日重现跌势,恒指早盘低开,随后维持震荡盘整,盘中最低见18661点,午后略见回升,至收盘跌253点,收报18786点,成交512.7亿港元。

美元走势最近维持高位震荡,主要区间介于81至82水平附近,周三创出81.9的2010年9

月以来新高。美国公布的新屋销售数据比预期理想,房地产市场的趋好对于美国经济的复苏而言无疑是一个喜讯,而美国经济后期的增长或许也将具有可持续性,利好给美指带来攀升动力。外国的风险增强,更促使避险资金涌向美元。从技术走势上看,美指强劲拉升,短期上攻姿态呈现,短期有望挑战82水平高位。

欧洲的问题着实令市场头痛,G8峰会也没有能给出令市场满意的结果,欧元区的维稳风险还是很大。其实欧元区债券还算是个好的提议,解决了有融资难问题的欧元区外债需求,以此为目的所发行的欧元债券,将以欧元区整体的名义得到担保,如此,也可令债务受困国能够以较低的成本进行融资,这一成本相比其本国发行国债要低上很多。市场普遍看好,但是德国对此却

表示相当大的反感态度,不过之后在欧盟峰会上包括欧元债券、扩大救援基金规模以及延缓债务受困国减支步伐等措施均被提及,表明大多数领导人的支持已经将德国推向孤立。另有消息称,希腊总理称正在考虑为退出欧元区做准备,这无疑将令欧盟非正式峰会前原本乐观的市场情绪受到打击。

港股市场继续承压,股指反弹力偏弱,内地的一系列改革以及欧美市场的动荡,造成港股投资者的谨慎进一步加强,恒指失守万九水平之后于18600点水平附近企稳,但是承接力有限,如外国风险因素再升级,短期恒指继续下行的可能较大,一旦跌破前低位18622点水平,或将考验万八关口支撑。从近五个交易日的资金流向上看,恒指认购证的资金流入量明显增强,表明市场短期看多情绪较浓,即便如此,投资者在策略上也应保持谨慎。

最坏预期开始兑现 启航只待最后一跌

□东方证券 魏颖捷

政策取向由之前的控通胀逐步向稳增长倾斜,积极的股市政策延续,A股的疲弱主要基于市场对于国内外经济形势的预期修正。短期而言,经济超预期回落以及扩容于量变向质变的过渡期,因此二季度A股仍有探底的风险存在。“风物长宜放眼量”,未来经济的超预期回落以及眼下种种悲观预期恰恰会成为新一轮行情的契机。

最坏预期已经开始兑现

各项经济数据的出台可以视为一个信号,即基本面最坏预期的兑现,市场对于企业盈利预期开始集中向下修正,这个时候往往是市场见底前的一个重要信号,因为只有预期触底后,股价才会跟随预期下行,从而探明真正的市场底。

目前经济发展的三驾马车均出现熄火迹象,不仅外需疲弱,同时基建投资未能大面积开工拖累投资增速,而消费层面受制于物价上涨和房地产投资下滑的影响进一步回落。考虑到欧债危机在5

月出现进一步恶化,二季度多因素叠加将导致经济超预期回落,GDP增速破八的概率不小。与以往不同,此次经济回落并非只是局部性的,更像是一轮大的投资周期结束后的全面回落。4月发电量从近乎零增长、广交会成交3年来首降、水泥限产难保价、汇丰PMI新订单指数持续下降,种种微观信号也印证了经济的超预期回落。宏观流动性也得出同样的结论,4月外汇占款减少605亿,主要是热钱流出所致,FDI连续6个月负增长或多或少表明了外资对于经济下行的预期。4月M1增速只有3.1%,已经远低于2008年底时的水平,表明大部分企业面临巨大的流动性压力,几乎可以等同于整个企业的经济活动基本上处于凝固和静止的状态。

进入二季度后,整个经济下行的信号由微观领域向宏观领域扩散,由民营经济向国有企业扩散,这往往是下行周期进入后半程探底阶段的重要特征,基本面上最坏的时候已经到来。未来1-2个季度,CPI、经济增速以及企业盈利这三者同时快速下降的局面将出现。这个阶段往往是A股最容易

出现底部的阶段,一个典型的案例就是2008年的四季度。

中期转强条件成熟 只欠“最后一跌”

站在眼下的经济数据、实体经济流动性以及政策组合的角度,放言中期转强难有信服力。但如果我们将制度改革、A股运行规律以及战略要素结合在一起来看,A股开启新一轮中期走势的时点正在临近。“万事俱备、只欠东风”,积极股市政策、积极财政刺激、货币政策的逐步松动、杠杆逐步放宽、存量流动性巨大等等潜在做多因子都能堆砌出一波升势,唯一欠缺的就是悲观情绪的环境下,如何疏导如此庞大的存量流动性是重中之重。目前楼市调控进入深水区,过去十年楼市“投机资金蓄水池”的功能将逐步弱化,资金必然会寻

求去向,而资源品国进民退的趋势明显、流通领域涉及物价稳定、收藏品市场容量过小等都很难成为存量流动性的选择。而A股的总市值只占到GDP的50%,远低于西方国家100%甚至更高的水平,从这个意义上看资产证券化是疏导流动性更好的方式。郭主席上任后的一系列治市之举虽然短期难见成效,但打造一个更透明、更完善的A股市场对于日后大资金的吸引力显而易见。从已经发行的中小企业私募债到年内有望推出的转融通、以及呼声极高的新三板市场层次,二者旨在引入活水。一旦市场调整到一个有价值的位位置,转融通、经营杠杆有条件放松以及部分融资类信托产品都是为资金加杠杆的过程,其对于A股的吸引力将显而易见。对于A股的中小企业私募债到年内有望推出的转融通、以及呼声极高的新三板市场层次,二者旨在引入活水。一旦市场调整到一个有价值的位位置,转融通、经营杠杆有条件放松以及部分融资类信托产品都是为资金加杠杆的过程,其对于A股的吸引力将显而易见。对于A股的中

等地,而这些地方恰恰是民间金融较为发达的区域。随着银根松动,以往民间借贷的模式立足空间势必减少,而最后这批资金喜爱的“炒楼”又明显违背政策导向,因而试探性参与股市也不难理解。我们大胆设想,如果越来越多的民间游资效仿,那么增量资金的推动力远比我们想象的要大许多。

短期将在上行趋势线附近争夺

若短期没有更重磅的利好兑现,A股延续重心下移的趋势不会改变。产业资本方面,5月至今的累计净减持规模已是4月的近2.5倍,显示出产业资本的悲观情绪仍在上升。近一周沪市的单日交易量重新回到700-800亿的区域,难以撼动2400点上方的套牢筹码,一旦缩量接近2400点是一个波段减持的位置。而2132-2242点的上行趋势线大致位于2320点附近,第一次触及或者击穿时都会有反弹出现,因此可以视为一个短期投机的位置。仅从二季度剩下的时间而言,A股调整压力仍会不断释放,上行趋势线争夺后失守的概率较大。



目前仓位状况 (加权平均仓位:65.0%)		
选项	比例	票数
满仓(100%)	46.9%	667
75%左右	15.2%	216
50%左右	9.5%	135
25%左右	7.7%	109
空仓(0%)	20.7%	295

常用技术分析指标数值表(2012年5月23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)	
PSY(2)	33.33	33.33	33.33	2603.91	10056.72	33.33	33.33
MA(6)	34.72	34.72	34.72	2612.12	10091.43	34.72	34.72
+DI(7)	12.60	12.60	12.60	2639.25	10219.96	12.60	12.60
-DI(7)	21.04	21.04	21.04	2617.35	10139.37	21.04	21.04
ADX	32.12	32.12	32.12	2605.33	10080.48	32.12	32.12
ADXR	29.77	29.77	29.77	2537.67	9734.91	29.77	29.77
BR(26)	156.37	156.37	156.37	2533.09	9709.62	156.37	156.37
AR(26)	209.38	209.38	209.38	2270.17	10540.47	209.38	209.38
+W(10)	62.71	62.71	62.71	0.69	1.09	62.71	62.71
-W(10)	73.17	73.17	73.17	-0.27	-0.01	73.17	73.17
CCI(14)	31.34	31.34	31.34	1.99	1.38	31.34	31.34
RSI(14)	43.75	43.75	43.75	10.10	35.75	43.75	43.75
RSI(2)	45.50	45.50	45.50	49.87	51.90	45.50	45.50
%K(3)	27.03	27.03	27.03	49.82	50.54	27.03	27.03
%D(3)	25.13	25.13	25.13	30.86	30.57	25.13	25.13
CCI(14)	31.34	31.34	31.34	27.43	25.95	31.34	31.34

技术指标		上证(综指)		沪深300		深证(成指)	
心理线	PSY(2)	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33
	MA(6)	34.72	34.72	34.72	34.72	34.72	34.72
	+DI(7)	12.60	12.60	12.60	12.60	12.60	12.60
	-DI(7)	21.04	21.04	21.04	21.04	21.04	21.04
动向指标(DMI)	ADX	32.12	32.12	32.12	32.12	32.12	32.12
	ADXR	29.77	29.77	29.77	29.77	29.77	29.77
人气意愿指标	BR(26)	156.37	156.37	156.37	156.37	156.37	156.37
	AR(26)	209.38	209.38	209.38	209.38	209.38	209.38
威廉指数	+W(10)	62.71	62.71	62.71	62.71	62.71	62.71
	-W(10)	73.17	73.17	73.17	73.17	73.17	73.17
随机指标	%K(3)	27.03	27.03	27.03	27.03	27.03	27.03
	%D(3)	25.13	25.13	25.13	25.13	25.13	25.13
动量指标	MOM(2)	-88.51	-88.51	-88.51	-88.51	-88.51	-88.51
	MA(6)	-71.47	-71.47	-71.47	-71.47	-71.47	-71.47
超买超卖指标	ROC(12)	-3.61	-3.61	-3.61	-3.61	-3.61	-3.61

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。