

“有形之手”保驾护航 6月行情易涨难跌

□本报记者 曹阳

欧债是非多 风险或放大

5月31日,沪深两市再度陷入弱势震荡,而诱使A股调整的主要因素来自于外因。事实上,在政策面上,A股不乏利好提振。国务院总理温家宝30日主持召开国务院常务会议,讨论通过《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》,这将提升资金对相关行业板块的业绩预期。而这种利好也在昨日的盘面中有所体现,环保、电子、信息服务等新兴行业相关板块表现不俗,但仍然无法遏制沪深两市的调整。

这主要是因为,30日有媒体报道,西班牙政府提出的希望欧洲央行向该国第三大银行融资的请求遭到拒绝,同时美国一家评级机构宣布了一个月来针对西班牙的第三次信用评级下调,凸显后者财政状况的糟糕,受此影响,西班牙与意大利国债收益率攀升。受一系列有关西班牙的负面消息打击,金融市场避险情绪再度高涨,隔夜欧洲三大股指全线下跌,其中,法国CAC40指数下跌2.24%,德国DAX30指数下跌1.81%,英国金融时报100指数下跌1.74%;美国三大股指跌幅也均超过1%。受欧美市场疲弱表现拖累,31日亚太股市全面调整,在此背景下,A股亦难独善其身。

由此可见,尽管外围经济的动荡并非A股的决定性因素,但在当前经济下行现状与政策稳增长博弈之时,来自外国的“黑天鹅”确实成为了一个不容忽视的变数。

事实上,在欧债危机是否会再度爆发的话题上,核心仍在于希腊是否会退出欧元区,而西班牙近期暴露出来的银行融资问题仍只是个小插曲。根据路透社最新消息,欧盟执委会周三向西班牙提供两项援救支持,同意在削

减赤字问题上给予更多时间,同时还将通过一只欧元区援助基金直接提供帮助,用于银行业的资本重组。认为西班牙可能退出欧元区的观点显然是杞人忧天,而欧洲当前真正的焦点仍是希腊问题。

6月17日大选诞生的希腊新政府将作何抉择,将决定欧债问题的演绎路径。至少从相对理性的角度来看,届时选出的希腊新政府很可能既不会选择退出欧元区,也不会无条件接受现有的欧盟与国际货币基金组织的救助计划,尽管这将导致欧元区三驾马车救助的中止,但希腊银行很可能将继续获得欧洲央行的融资安排,在这种情况下,希腊并不会被踢出欧元区。同时,为了建立必要的防火墙以抵御希腊潜在退出对欧元区的冲击,更深入的政策整合也将取得进展。这将利于全球资金避险情绪的缓解,近期美国与德国国债的高溢价水平有望逐渐缩小,全球股市或迎来一轮反弹。

而近期美元指数最高已经突破了83点,但同样具备避险作用的黄金价格却不断调整,这与去年7.8月份形成了鲜明的对比。此外,VIX指数所反映的风险虽然有所抬头,但也仅上升到20%,处于较低水平,而去年下半年该指数最高曾超过40%,反映市场处于恐慌的状态。在此背景下,断言美元指数将不断创出新高显然面临着较大的风险。

整体来看,当前全球资本市场对于欧债问题的解决基本已预期到了最坏的局面,但其对A股的扰动因素仍然存在。当然,由于我国银行系统对欧猪五国的风险敞口已经大幅缩小,欧债危机对中国经济以及A股的影响不会是决定性的。

经济探底进行时 “稳增长”任重道远

相较外围市场,来自经济基本面的压制对A股市场的影响更为显著。根据投资时钟,当前处于经济增速与通胀双下的阶段,在此阶段的中后期,固定收益类品种往往更受青睐,而以股票为代表的风险资产正处于探底过程中,但在该阶段的末期,将是股票配置的最佳时间点。

而判断该阶段是否到来的核心变量仍是经济数据。事实上,二季度经济仍是年初各大研究机构的主流观点,但在4月份经济数据出炉后,这一判断似乎显得过于乐观。4月份工业增加值同比增长率大幅回落至9.30%,创出2009年6月以来的新低,而根据汇丰PMI预览值推断,先行指标中采PMI在5月份很可能将结束连续5个月以来的反弹,重回下降通道。至少在6月份,恐怕很难见到经济触底反弹的局面,5月经济数据的进一步恶化是大概率事件。

当然,在经济持续降温的情况下,5月通胀数据也将维持下行趋势。有分析认为,随着农产品供应旺季的到来,通胀压力将进一步缓解;此外,近期大

踏空政策风险仍大于经济下行风险

在经济增长将步入最严峻阶段的时刻,逆周期宏观调控的作用对于经济和股市就显得至关重要了。而从5月份“稳增长”政策的陆续出台来看,管理层不会坐视经济出现自由落体式“硬着陆”,并将从宏观调控的角度继续增强遏制经济下行的力度。

诚然,每轮经济周期都将经历复苏、过热、滞胀和衰退,但宏观调控这只“有形之手”的作用并非逆经济周期,而是尽量熨平经济周期的波幅。而逆周期宏观调控的一大特征即是其调控力度与经济基本面上滑程度成正比,即经济下行幅度越大,调控政策出台的力度越强。而A股素有“政策市”之称,部分原因也在于此,由于股票市场博弈是预期,因此在经济探底已在市场预期之内的背景下,“稳增长”政策力度能否持续、具体政策能否顺利落实就成为了市场的风向标。

显而易见,如果6月份出炉的5月经济数据继续恶化,那么政策调控力度将会进一步增强。由于当前沪深300整体估值低于12倍,市场对于经济持续恶化的预期已然较为充分,除非中国经济“硬着陆”成为现实可能,A股的系统性风险并不大。但现实恰恰相反,在当前的位置,A股处于一个流动性与政策变量双双正向发展的趋势,唯一的负面因素即为经济基本面的持续下行,而正如前述,这种负面因素在股市

5月份,沪综指下跌1%,“五月魔咒”再现。根据历史统计,2001年至2011年的11年间,除了2011年5月上证指数上涨4.49%、全年下跌20.62%之外,其余10年里,5月的涨跌与全年的涨跌方向都是一致的,这无疑给今年A股的走势蒙上了一层阴影。而“五穷六绝七翻身”的股谚似乎也在提醒着投资者,6月份的A股绝非一片坦途。在经济持续探底、欧债危机加深的情况下,或许只有宏观调控这只“有形之手”能够为A股保驾护航。

地产“微调”摸着石头过河

□本报记者 魏静

5月指数表现阴晴不定,地产股却暗自“阳光灿烂”起来。数只地产股的股价创几年新高,其背后包含的是对地产调控政策已度过最严厉阶段及地产股业绩风险已得到释放的一致预期。需要指出的是,就在前几天出现地产微调传闻之前,市场并未对地产调控放松抱任何希望。那么,如果地产调控真的打开一扇门,对经济将意味着什么?对市场及地产股又将意味着何种景象?

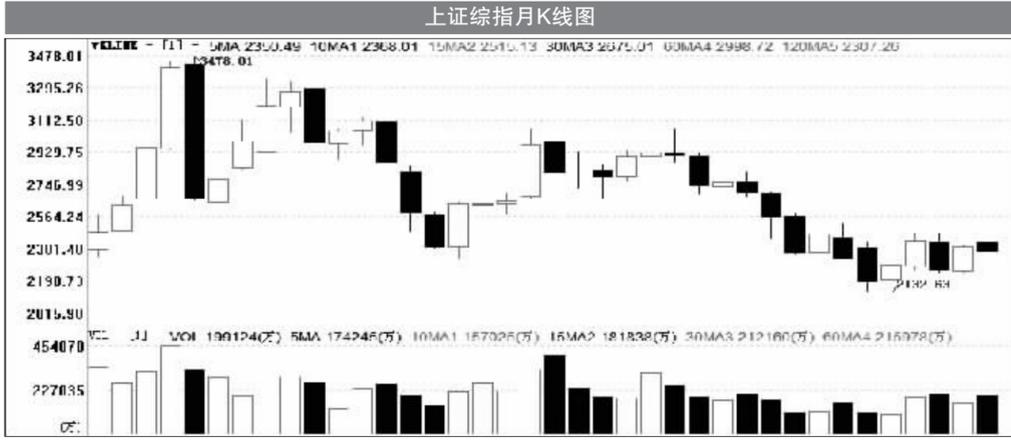
要回答这个问题,最先要弄清的就是当前经济及政策所处的位置。在此前中央政府多次表态地产调控不放松的背景下,多数市场人士并未对地产调控放松抱有积极预期。毕竟,2008年超大规模的4万亿刺激政策及货币超发的后遗症依然没有解除,房地产领域的泡沫依然巨大;而且,近两年房价都未出现实质性的下降。如果现阶段调控真的要放松,那么房价毫无疑问会迎来报复性的反弹,之前的严厉调控恐怕也会功亏一篑。

问题的症结就在这,既然大家都知道放松会带来调控的失败,那么为何市场在此时出现微调的传闻呢?这不得不令我们联想起,在4月宏观经济数据揭示出经济可能出现显著下跌风险之后,管理层在财政及货币政策方面的微调开始紧锣密鼓地加快推出。财政政策方面,无论是加大基建投资、启动一批具有全局性重大项目投资的表态,还是近日落实到具体行动上的新兴产业等各类规划及补贴政策,都表明中央稳增长意图。货币政策方面,虽然央行已三度降准,但更具实质意义的降息还未落地,这也成为市场方坚信弱政策很难对冲经济下行风险的有力证据。如此一来,市场无法准确揣度管理层的真实意图,有人说4月宏观经济数据已经触发了管理层对经济增长的容忍底线,但为何央行仍对降息慎之又慎?这其实也成为多空双方的争论焦点。

需要明确的是,重启“强心剂”的刺激方式,从而令经济迅速见底并获得回升的动力,与提高容忍底线,并采取一步步进行微调的“中医式”补救方式,有着根本性的不同。前者的效应立竿见影,但如同4万亿一样,会留下更多的后遗症,并给经济中期转型设置更大的障碍。目前,虽然有传言地产政策微调,但都只是针对首套房的刚性需求层面,并未挑战限购令等政策红线,我们更愿意理解为这是地方政府在现有的财政压力下的一种试探性举动,如果中央并未表态反对,则这些试探性的举措便有可能被其他地方政府效仿。届时经济短期将迅速获得向上的回升动能,市场毫无疑问会产生一轮波澜壮阔的中级反弹行情。而如果此类微调举措迅速被中央叫停,则市场对地产微调的预期将即刻落空,此前弱政策难以对冲经济快速下行的逻辑将再度占据主导地位,如此不排除市场会出现补跌风险。

“温补”式的救助,可能会令短期经济下行风险增大,但中期反而有利于经济成功转型,并且在经济自行见底之后,市场还有可能出现趋势性的牛市机会。但在这之前,转型过程中的阵痛则难以避免。

应该说,目前无论是财政货币政策方面的松动还是对房地产政策的微调,都有一种摸着石头过河的意味。究竟地产微调是否真正形成,还要取决于管理层对经济下行的容忍度以及转型过程中对“阵痛”的承受力。在这些信号还未得到证实之前,投资者还需要密切观察耐心等待,操作上不宜过激激进。



货币宽松或加码 银行体系流动性持续充裕可期

□本报记者 葛春晖

在宽松货币政策护航下,5月份银行间市场资金面持续向好,资金利率月度中枢大幅下行至13个月来最低水平。分析人士认为,在“稳增长”重要性提升的背景下,未来货币政策宽松力度有望进一步加大,银行体系流动性将保持长期充裕,并逐渐向实体经济层面传导。

资金利率下行幅度超预期

5月份,银行体系流动性的改善程度可以说出人意料。数据显示,5月31日银行间质押式回购市场上,隔夜、7天回购加权平均利率分别收于1.89%、2.14%,较4月末分别下行91BP、164BP。从月度情况来看,隔夜、7天回购利率的月度均值分别较4月份下行99BP、88BP至2.16%、2.95%,一举创下去年5月份以来的最低水平。

事实上,在一季度数据公布后,经济增速的超预期下滑已经使市场对于货币环境趋于宽松有了一致判断,机构纷纷预期央行将采取逆回购、降准等措施来增加银行体系流动性。但考虑到外汇占款继续下滑、公开市场到期资金量下降以及财政存款季节性上升等因素,市场对于资金利率的下行空间并没有抱太多奢望。即便是央行宣布降准之后,仍有多数机构认为,从28天正回购利率始终持平于2.80%来看,央行无意引导货币市场利率大幅下行,2.5%可能是7天回购利率的下行底线。然而,央行调控、资金供需主体行为

长江证券: 短期走向看地产政策

若经济主导产业之一——房地产的政策微调顺利推进,那么中国经济将出现国内外历史上从未出现过的“经济三峰结构”,但考虑到潜在增长率下平台的中期力量,当前通胀掣肘以及政策边际效用递减,对“经济第三峰”能否突破前两峰,现只能静观其变,但发自我们内心深处声音是突破动力尚有不足。

首先,经济见底时间会被再次延后。市场在经历了政策主导下的非经济基本面反弹的欣欣向荣之后,迟早会回归经济基本面上,而中期市场何时见底则取决于经济何时见底,市场对经济见底时间已由2011年四季度,推迟到2012年一季度,再到2012年二季度,而我们年初做出的经济三季度见底中性判断,此刻看来,显然已经较为乐观了。在中周期潜在增长率被短期中断后,经济衰退时间被继续延长,中期见底时间再延后,这可能再次超出市场预期。

其次,短暂复苏后即刻重回滞胀阶段。潜在增长率下降背后反映的是旧一轮经济增长核心动力的减弱,经济供需平衡点已降至新的平台,尤其是需求已降至新的平台,而强行刺激政策刺激供给,只能转化为价格,很难转换为实质的需求,因此在“经济短暂第三峰”后我们随即看到经济即刻进入滞胀阶段,且比2010年经济短暂复苏到2011年滞胀时滞更短。

一旦短期房地产主导产业政策真的出现微调,则市场短期会重回传统投资逻辑,在系列政策的推动下,经济会经历短期复苏,随后滞胀可能接踵而来,但短期仍会给市场留下今年最后的吃饭行情。市场从5月28日进入强势上升通道,即是对政策调控下经济“第三峰”结构到来的预期,如果房地产真的放松,我们也理应牢牢抓住难得的一搏,因为这是最后一搏。

政策的保驾护航,银行体系流动性有望保持长期充裕,7天期回购加权平均利率有望持续在3%下方运行。值得注意的是,5月份以来,银行体系流动性的大幅改善并未给包括固定收益类和权益类在内的资本市场带来全面提振。一方面,伴随货币市场利率的急剧下行,票据市场、债券市场做多气氛浓厚,票据贴现利率、国债和高等级信用债收益率纷纷创下年内新低;另一方面,A股市场却持续表现低迷,上证综指月K线收阴,资金利率对于A股的影子指标作用全面失效。

造成资本市场结构性受益的原因,实际上与资金利率下行幅度超出预期的理由异曲同工,都是市场风险偏好行为所致。在国内实体经济疲弱、全球经济复苏不确定性增多的背景下,银行类机构在资产配置中更倾向于低风险产品,从而票据、国债、高等级信用债成为银行类机构追捧的对象。与此同时,A股市场投资者同样观察到银行体系的充裕流动性尚未实质传导到实体经济层面,因而对于经济复苏前景仍有一定担忧,加之欧债危机不断发酵,避险情绪导致投资者迟迟不敢进场。而投资者信心若想得到进一步恢复,可能需要等待我国新的宏观金融数据以及外围市场的利好来提振。

资本市场结构性受益

展望6月份,在国务院5月下旬强调稳增长、要求加大微调力度度的背景下,考虑到5月份CPI增幅有望继续回落至3%附近,外汇占款可能再次出现负增长,机构纷纷预计货币政策将进一步放宽。在一些分析人士看来,6月份央行可能会再次下调法定存款准备金率,甚至降息的概率也逐步上升。伴随宽松货币

券商预判6月行情

中信建投: 超预期阶段还未过去

现在要研究的是2300点就中期来看是个什么位置,而在这个位置我们有什么样的上升和下降空间,这就决定了我们短期的基本操作策略。关于未来的讨论,仍分为国内和国外两个方面。

国内问题而言,短期来看,在经济回落的过程中,如果6-7月份通胀回落至历史均值2.5%附近的时候,对市场而言,将进一步接近政策的想象空间。就中期来看,我们一直认为2012年不一定能见到真正的短周期底部,中国经济本轮调整的可能底部应该出现在2013年二季度附近,中国经济的中枢正在向7%靠拢。由此,我们对于未来两个季度的通胀都持相对乐观的态度,至少在2013年一季度之前,我们倾向于认为通胀都不会超预期,而在一季度之后,经济的中期反弹力量则可能对通胀产生影响。所以,2012年下半年通胀不会是风险,而经济基本面也正处于向底部的靠拢中,如果政策确实在某个时点达到预期的兑现,则市场的调整可能也是结构性的,经济筑底是目前可以肯定的对2012下半年的基本判断。

下半年的真正不确定性倒是在海外,虽然我们前期一直在表达关于美国建筑业周期和美元升值判断,但美元的升值时间和幅度还是超出了我们的预期,外围动荡平添了市场的不确定性,就6月而言,我们倾向于认为欧洲问题仍处于博弈期,其中的变数除了在于希腊的选举结果之外,也在于欧洲保增长的可能,这也有可能在美国指数突破82之后加剧美元的波动,也不排除进而加剧大宗商品价格的短期波动。但我们仍然倾向于判断欧洲不会发生诸如希腊退出这样的系统性风险,而美元在上冲82之后,其短期的继续上行动能也在减弱,未来大概率上美元将呈现震荡态势。

中期来看,中国本轮经济调整底部

政策的保驾护航,银行体系流动性有望保持长期充裕,7天期回购加权平均利率有望持续在3%下方运行。值得注意的是,5月份以来,银行体系流动性的大幅改善并未给包括固定收益类和权益类在内的资本市场带来全面提振。一方面,伴随货币市场利率的急剧下行,票据市场、债券市场做多气氛浓厚,票据贴现利率、国债和高等级信用债收益率纷纷创下年内新低;另一方面,A股市场却持续表现低迷,上证综指月K线收阴,资金利率对于A股的影子指标作用全面失效。

造成资本市场结构性受益的原因,实际上与资金利率下行幅度超出预期的理由异曲同工,都是市场风险偏好行为所致。在国内实体经济疲弱、全球经济复苏不确定性增多的背景下,银行类机构在资产配置中更倾向于低风险产品,从而票据、国债、高等级信用债成为银行类机构追捧的对象。与此同时,A股市场投资者同样观察到银行体系的充裕流动性尚未实质传导到实体经济层面,因而对于经济复苏前景仍有一定担忧,加之欧债危机不断发酵,避险情绪导致投资者迟迟不敢进场。而投资者信心若想得到进一步恢复,可能需要等待我国新的宏观金融数据以及外围市场的利好来提振。

总体来看,6月份银行体系流动性继续向好是大势所趋。而考虑到我国5月宏观数据和希腊大选都将在6月中旬先后出炉,在此之前,避险情绪仍将左右投资者行为,资本市场短期或延续“横强股弱”格局。

齐鲁证券: 增加仓位 调高组合贝塔值

种种迹象表明,经济增速的快速下滑正在挑战政府容忍度的底线。为此,中央再次把“增长”放在了首要位置,相关对冲措施的出台也明显加快。传统的需求刺激政策难以复制,而对经济的短周期调整,二季度同比见底的观点依然成立。在此背景下,融资成本的变化将决定经济的恢复力度和资本市场的表现。

我们认为,融资成本下降速度缓慢的三个主要原因:高杠杆对流动资金的需求,CPI回落速度较慢,以及资本流入减少降低了银行资金供给能力。显然,我们并不能很快根治投融资体系所面临的困境,但数据显示,事情正在朝着有利的方向发展:过去一个月内,短期利率显著回落,包括协议存款、理财等银行负债成本也出现了10%-20%的系统性下降。而根据我们的预测,CPI在6月份回到3%以内是大概率事件,这为利率水平的进一步下降打开了空间。

当然,投资者会担心银行信贷的增长问题。不过根据我们的分析,一季度一般加权贷款利率的上升,并不完全是银行信贷所致,可能还包含了利率重置、短期贷款浮动比例高等因素。考虑到上述变化,我们对指数的看法转向积极,建议在维持前期“制度+成长”主线的基础上,增加仓位,调高组合的贝塔值。(魏静整理)