

穿越2008 相似的“M”不同的内涵

2012下半年:反弹梦可期 反转戏难演

□本报记者 魏静

差经济弱政策VS差经济强政策

2132点之后,市场经历了年初的“弱经济弱政策”预期,到其后的“弱经济强政策”预期,再到最后的“差经济弱政策”现实,这期间股指几经起伏,最终又回到了年初的境地。

2008年底,4万亿的超大规模财政刺激政策以及央行年内两度下调利率的货币政策,共同确立了“强政策”的主基调;在强有力的政策刺激下,经济快速见底回升,2009年股指更实现了久违的翻番小牛市行情。

很显然,决定市场后市走向的还是基本面的情况,既包括经济层面,又涉及到政策层面。然而,如今市场“差经济弱政策”的组合依然未发生改变。

首先,从经济的运行态势来看,尽管5月宏观经济数据出现小幅的反弹,但好景不长,6月PMI数据再创新低,直接粉碎了此前市场关于二季度经济小周期见底的美好愿景,经济见底的时间点再度后延。从PMI的细分数据来看,代表需求的制造业新订单指数继续回落,连续两个月位于50%之下;同时,当月产成品库存指数则环比微升,创7个月以来的新高,表明制造业企业产成品的库存压力继续在加大。短期而言,经济层面这种惯性下滑的态势很难发生实质性的改变。不过,需要注意的是,从季节性因素来看,7月之后会进入传统上的年内第二个环比反弹关键时点,进而推动7、8月基本面的

环比情况有所反弹,因而就短周期而言,经济可能正在进入见底的尾声阶段。

其次,就政策的刺激力度来看,稳健的货币政策及积极的财政政策的定调,就说明了政策的着力点在财政政策方面,但很显然,2008式的超大规模的财政刺激政策不可能再重演,也不具备条件再重演。虽然上半年央行意外降息,宣告了货币宽松周期的开启;但从目前的情况来看,央行在货币政策工具的使用上依然显得较为谨慎。一方面,近期央行本可用降准来对冲资金面偏紧状况,但其却一改预期连续使用逆回购操作向市场释放流动性。另一方面,尽管通胀水平在3%左右的水平徘徊,提供了降息的基础;但在首度降息之后,央行实施了长达一个月之久的政策观察期,这也表明了央行在政策工具的使用上慎之又慎。接下来,尽管还存在着继续降准及降息的预期,但鉴于其实施的频率及力度都不够,因而对市场的刺激效应有限,更不可能对经济产生起死回生的推动作用。

不过,需要指出的是,尽管政策的放松力度及频率不够,但政策的累积效应仍会逐步释放,对市场也会有一定的托底作用,因此,即便市场不太可能出现趋势性的上涨行情,也没理由持续地出现断崖式的下跌,毕竟目前市场已经处于大的底部区域了。

同样是底部区域的类“M”头,走出的却可能是截然不同的结局。2008年底,大盘自1664点开始构筑了一个非标准的M头形态,其后M变W,市场演绎了翻番的小牛市行情。如今,沪综指在2012年的上半场又构筑了一个颇为标准的M头形态;不过,此次M变W的概率却不大。应该说,在经历M头“最后一笔”的杀跌之后,市场确实存在反弹的需求,且反弹时点很可能是三季度;但综合当前的宏观基本面及政策面来看,反转行情还言之尚早,底部震荡仍将是下半年股市最可能的运行基调。



本报资料图片 合成/王力

经济底“形”似“神”异

经济难V形反转 新格局催生结构性机会

□本报记者 李波

与2008年底相比,当前的宏观环境看似相似实则不同。虽然目前经济增速持续下行,底部渐行渐近,但下行幅度相对2008年底明显较小;尽管货币政策和财政政策开始放松,但无法与2008年底的“4万亿”和“百日五降息”相比肩。在此背景下,尽管无需对市场过度悲观,但经济底构筑或趋复杂,市场难以再现2009年的V形反转。不过,当前政策之所以选择“保守治疗”,关键原因便是推进经济结构转型和产业升级。从这一点来看,新经济格局的形成预期将给市场带来结构性机会,其中,穿越经济周期的消费类板块、受益政策扶持的节能环保、新能源板块以及受益金改的券商、保险板块都将具备一定吸引力。

同样的经济底 不同的政策药

今年以来,A股市场持续受制经济增速下行。不过,随着经济数据的不断走低以及政策放松力度的逐步加码,经济底正在渐行渐近。当前宏观环境与2008年相比,相似之处显然是经济行至黎明前夕;不过针对低迷的经济基本面,管理层给出的政策治疗方案则显著不同。

具体来看,今年一季度GDP增速降至8.10%,市场人士预计上半年增速为8%;而2008年四季度GDP降至6.60%,砸出经济底,2009年开始回升。与此同时,今年工业增加值同比增速从1-2月的11.40%

降至4月的9.30%,5月小幅回升至9.60%,为2009年6月以来的低位;而2008年,工业增加值从3月的17.80%一路降至11月的5.40%,12月小幅升至5.70%,之后持续上行走出底部。政策方面,2008年四季度央行实行了力度空前的“百日五次降息”,并在11月9日推出“4万亿”刺激计划,政策力度空前,推动指数走出1664点。反观当前,为了促进经济结构调整、避免“4万亿”后遗症加剧,货币政策和财政政策的放松节奏都较为稳健。降息仅进行了一次,效果尚未显现;部分投资项目虽然提前启动,但大都属在建续建项目,对于经济的短期刺激作用无法同“4万亿”比肩。

可见,当前经济的下行幅度和疲弱程度并不及2008年末水平,从这一点来看,对市场确实无需过度悲观。只是,启动当年市场反转的关键是政策“强心针”,相比之下,当前保守的“温补”疗法显然难以令市场获得明显提振。如此来看,本轮经济底的构筑将更加曲折漫长,这也意味着市场难以实现2009年那样的反转行情。

转型和消费催生结构性机会

尽管经济和市场难以再现2009年的V形反转,但需要指出的是,政策之所以选择“温补”,其关键原因和目的在于推进国内经济结构转型和产业升级。从长期来看,虽然短期经济和市场将忍受阵痛,但长期显然利好中国经济的发展,对

于股市的健康运行也将构成支撑。即便从中短期来看,新的经济格局形成预期也有望催生结构性机会。

首先,在经济结构调整的背景下,大规模的总量刺激很难再现,财政政策可能选择“定向突击”,投资将向重民生、重保障、促转型的方向转变。从财政投向的投向看,水利建设、电力及电力设备、节能环保等将是“十二五”期间财政投资的亮点,相关板块有望反复表现。

其次,经济低迷以及内需升级将提升医药生物、食品饮料、餐饮旅游等消费类板块的吸引力。一方面,消费类板块稳健的业绩增速将推动其抵抗经济波动,成为弱市当之无愧的防御性板块;另一方面,

居民生活水平的提高、老龄化问题的凸显也将令休闲、医疗等方面的需求上升。

相比之下,煤炭、钢铁等传统的产能严重过剩的周期类板块,从中长期来看投资价值将逐渐趋于平淡。

实际上,综合近期以及历史上筑底阶段的板块表现,“消费”和“政策”或为后市投资者探寻结构性机会的关键词。在经济底尚未明确之际,业绩稳健增长、需求稳步提升的消费股有望再次穿越经济周期;而政策方面,除了受益“十二五”规划的新兴产业,未来几年金融改革仍将是最大的政策看点之一,受此推动,券商、保险等非银行金融板块的吸引力有望持续。



A股整体估值向成熟市场靠拢

沪深300市盈率逐渐逼近历史极值

显低于标准普尔500指数。因此,就简单国际比较来看,A股最新估值与美国、德国和中国香港地区等成熟股市相比,已经不存在太大差异。

有分析人士认为,就目前情况来看,虽然我国经济增长可能出现减速,但未来数年经济增速高于美国、德国等发达经济体基本不会有太大悬念,所以从国际横向比较来看,A股的估值吸引力似乎在逐渐上升。

不过,尽管A股整体估值逐渐向国际成熟市场靠拢,但与其他国家和地区的结构性差异依旧十分明显。汤森路透数据显示,美国目前动态市盈率最高的行业分别是生物技术、投资和零售商品,动态市盈率分别达36倍、20倍和17倍;而动态市盈率最低的行业则分别是航空运输、汽车制造和保险业,分别为7倍、8倍和9倍。与此形成对照的是,我国目前动态市盈率最高的行业分别是食品及家庭用品、有色金属和医疗保健业,动态市盈率分别为22倍、22倍和20倍;而动态市盈率最低的行业则是银行业、铁路运输和汽车业,分别为6倍、9倍和9倍。

分析人士指出,就我国和美国股市对不同行业的偏好来看,其差异可用巨大来形容,如果认同未来A股行业估值偏好也将逐渐向美国市场靠拢这一前提,那么国内投资者就有必要对A股市场不同行业有所取舍。

沪深300市盈率逐渐逼近历史极值

今年以来大盘震荡十分剧烈。1月6日上证综指盘中一度下探2132点,一举创出年内调整新低。此后大盘持续震荡上扬,并于2月27日向上触及2478点,一举创出年内新高。2月27日以来,在内外利空消息的持续轰炸下,大盘再度陷入调整泥潭。从国内情况来看,随着一系列经济指标相继公布,不少经济指标比此前A股投资者预期要差一些。与此同时通胀回落速度又偏慢,这在很大程度上制约了政策放松步伐。在诸多因素影响下,今年以来大盘上行乏力的迹象一再显现。

需要指出的是,随着近期大盘逐渐逼近去年年底的点位,近期沪深300成份股的整体估值在不断下行。截至7月3日收盘,沪深300市盈率(TTM,剔除负数)下行至10.68倍,迅速逼近1月5日10.43倍的年内新低,距离沪深300市盈率历史极值9.37倍也已近在咫尺。

分析人士指出,单纯从沪深300估值来看,当前A股市场估值已经明显低于大盘2005年6月6日998点和2008年10月28日1664点时的水平,这在客观上促使沪深300的估值支撑力度逐渐增强,随着沪深300估值向下考验10倍支撑,不排除大盘在危局中迎来新曙光的可能。



欧债冲击波VS次贷危机

除了内在的市场经济政策组合不同,A股外生性的环境也与2008年有所不同。

2008年底,因美国房地产市场所引发的次贷危机持续蔓延,而后在美国不断注资及货币层面量化宽松的强力支撑下,逐步走出危机状态。应该说,次贷危机虽然短期冲击较大,但更多还是停留在银行层面,对美国实体经济及市场的影响也更多是短期化的冲击。同时,鉴于当时国内银行持有美国次级债的并不多,其对国内银行业的影响也并不大。另外,不得不提的是,在美国量化宽松周期开启的背景下,美元趋势性地下行,热钱大量外流至新兴市场,这其中也包括中国。于是,在国内外“印钞机”共同发动马力的背景下,A股随后出现了一波小牛市行情。

如今,虽然次贷危机早已远去,但欧债风波却风起云涌,且持续了好几年。具体来看,欧债危机影响的是国家层面,更多会对实体经济造成冲击,这一影响要远远大于美国次贷危机的影响。

首先,从危机的解决方式及进程来看,美国注资式的救助,力挽狂

澜,且在几个月内就平复了次贷危机;而欧债风波几起几伏,不仅牵扯到经济层面,还带着浓厚的政治博弈的色彩,且始终未达成最终的解决方案。好在,近日欧元区成员国同意ESM直接向债务危机国银行注资,前提是建立单一的银行监管体制。这一方案相较此前简单的救助计划,更加切中要害,大有“治本”的意味。某种程度上讲,A股的外在冲击历时都较短,最终A股依然会回到内因主导的格局中来。

其次,在次贷危机爆发阶段,美元出现趋势性的走贬,并导致热钱大规模涌入新兴市场;而如今,在欧债风波仍未最终解决的背景下,美元反倒成为避险资产的首选,美元指数更意外持续涨至82的历史高位,这期间全球热钱又重新回流至美国。而失去了流动性这一砝码,A股自然较难出现水涨船高的行情。

不过,就外在因素来看,尽管欧债危机的影响可能持续时间更长,且在较长时间内都会对中国的出口构成实质性的冲击,但在经历连续的下跌之后,外围的冲击已趋于弱化。于是,今年以来,A股与外围市场联动性大大减弱。

三季度有反弹 年内难现反转

虽说欧债的冲击波正趋于消散,但在内差经济及弱政策的组合,依然决定了市场底部徘徊的结局。需要指出的是,底部区域市场并不存在系统性大跌的风险;相反,在经历一段急跌之后,市场理应出现技术性的反弹行情。因而,尽管股指本轮杀跌之后未出现像样的反弹行情,但拉长时间来看,三季度市场出现纠错式反弹行情的概率仍然很大,只是反转的时机依然未到。

首先,就经济的运行态势来看,季节上7月之后会进入年内又一个环比反弹的关键时点,预计7、8月基本面环比会有所反弹;而市场总是提前反应基本面的预期,因此,我们有理由相信6月PMI有可能就是短周

期的经济底部,三季度市场反弹具备基本面的支撑。

其次,从2400点上方一路下挫,股指虽在2300点关口短暂停留过两周多,但之后便加速下行,期间未曾出现过像样的反弹行情。而单就技术层面来看,短期严重超跌本就在孕育着反弹动能,只是来自经济基本面的担忧一直在压抑着这一动能。接下来,如果6月份及之后公布的经济数据并未如预期那么差,则市场大概率将催生一波纠错式的反弹行情。

策略层面,当前不宜过分悲观,建议适时关注遭遇市场错杀的白马股,如券商股、汽车股以及受益政策支持

